Понятие «ДОХОДНОСТЬ» утратило всякий смысл

Канр Лиджиев

КЛЮЧЕВЫМ ИНДИКАТОРОМ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ СЕГОДНЯ ЯВЛЯЕТСЯ ЛИКВИДНОСТЬ. У КАЖДОЙ ОБЛИГАЦИИ ЕСТЬ ЛИШЬ ОДНА ХАРАКТЕРИСТИКА — ВОЗМОЖНОСТЬ ИЛИ НЕВОЗМОЖНОСТЬ ВЫРУЧИТЬ В ОБМЕН НА БУМАГУ КАКОЕ-ТО КОЛИЧЕСТВО ЖИВЫХ ДЕНЕГ. ТАК, НАПРИМЕР, АНАЛИЗИРОВАТЬ ДОХОДНОСТИ БУМАГ ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНА НЕ ИМЕЕТ НИКАКОГО СМЫСЛА, ПОСКОЛЬКУ ИЗ ЭТИХ БУМАГ ЛИКВИДНОСТЬ ПРАКТИЧЕСКИ ПОЛНОСТЬЮ УШЛА.

Октябрь стал очередным тяжелым месяцем для российского долгового рынка. «Движение по-прежнему идет почти только вниз, и практически невозможно сказать, будем ли мы падать и дальше или нижняя точка достигнута и дальше возможна стабилизация, — говорит аналитик по облигациям ИК «Русские инвесторы» Виктор Орешкин. — Все знают, что истина на дне, но никто не знает, где дно».

Антон Табах, старший аналитик ИК «Тройка Диалог», замечает, что поведение инвесторов нельзя назвать рациональным: уровни доходности не отражают кредитное качество заемщиков, а складываются в результате продаж «от отчаяния». «Котировки многих облигаций упали до уровня возмещения, что говорит о неэффективности рынка. По сути, при текущем уровне ликвидности и отсутствии покупателей сейчас трудно говорить о существовании рынка как такового».

Эксперты отмечают активность государственных структур по смягчению возникших проблем на рынке облигаций. Но заметного эффекта пока реализуемые монетарными властями меры не принесли.

Возрождению рынка межбанковского кредитования способствуют периодические «инъекции» ликвидности, особенно со стороны ЦБ, который, в дополнение к аукционам Минфина, активно использует механизм беззалоговых аукционов и ввел ряд мер, упрощающих процесс рефинансирования для банков «не первого круга». Параллельно системообразующие банки (Сбербанк, ВТБ, Россельхозбанк) сроком до 2019 года получили финансовые ресурсы, которыми «предписано» оказывать поддержку реальному сектору экономики, а ВЭБ получил $50 млрд для оказание поддержки корпорациям при рефинансировании внешней задолженности.

Вместе с тем, как, например, отмечает начальник отдела анализа долговых рынков НОМОС-БАНКА Ольга Ефремова, говорить об оживлении рыночного спроса пока не приходится. «Безусловно, осторожным покупкам в выпусках Ломбардного списка (коротких госбумагах, краткосрочных «голубых фишках») способствует поступление ликвидности в банковскую систему, однако значительная часть средств направляется не на покупки долговых инструментов, а для увеличения позиций в долларовой наличности. Такая стратегия в большей степени свойственна тем из участников, кто не может похвастаться запасом финансовой прочности, и обусловлена тем, что, с одной стороны, массово государственные средства предоставляются пока на весьма непродолжительный срок, что изначально ограничивает горизонт инвестирования, а с другой — опасения ослабления рубля к доллару постепенно нарастают».

Еще более категоричен начальник отдела анализа долгового рынка ИК «Велес Капитал» Иван Манаенко:

«К сожалению, вмешательство государства в дела участников фондового рынка произошло в тот момент, когда проблемы достигли своего апогея. В результате масштабные усилия, предпринимаемые денежными властями ныне, лишь удерживают рынок от дальнейшего скатывания всей системы в бездну, но не решают насущных проблем хозяйствующих субъектов. Безусловно, долговой рынок в первую очередь зависит от уровня свободной рублевой ликвидности, наращиванием которой не без успеха занимается правительство. Однако создается впечатление, что, в отличие о ФРС США, российские денежные власти не чувствуют ответственности за происходящее, а потому не готовы брать на себя излишние риски. В результате происходит концентрация

денежных средств вокруг сильнейших игроков рынка, тогда как проблемы «слабых звеньев» игнорируются по крайней мере до тех пор, пока они не выходят, как в случае с ритейлерами и авиаперевозчиками, на национальный уровень. Тем временем количество дефолтов на долговом рынке, пока еще, к счастью, технических, растет с каждым днем. Мы рискуем столкнуться с такой ситуацией, когда банки, решившие проблемы с дырами в балансах, вернутся на долговой рынок, а покупать будет нечего. Конечно, речь не идет о компаниях первого эшелона, преимущественно имеющих главного акционера в лице государства. Но вот многие некогда вполне живые компании корпоративного сектора к тому моменту вполне поставить крест на своих публичных долгах, допустив вынужденные дефолты по офертам. Не понаслышке сталкиваясь с работой кредитных комитетов, могу сказать, что заново отрыть лимиты на такие компании будет крайне тяжело. Да и есть ли смысл вкладывать в займы рискованных компаний, когда доходности по наиболее надежным компаниям достигли небывалых ранее уровней».

Индексы доходности облигаций Cbonds в октябре достигли новых исторических максимумов. По итогам второго осеннего месяца доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций выросла в среднем сразу на 628 б.п., преодолев отметку в 20% годовых. Доходности наиболее ликвидных муниципальных бондов выросли на 125 б.п. до уровня 12.38% годовых.

При этом эксперты указывают, что в текущей ситуации понятие «доходность» теряет всякий практический смысл, а понятие «ликвидность» претерпевает изменения. У каждой облигации есть лишь одна характеристика — возможность (или невозможность) выручить в обмен на бумагу какое-то количество ликвидности.

«Да, безусловно, ситуация, когда доходность вполне качественных валютных инструментов («Северсталь», ТНК, ТМК, «ВымпелКом» и т.д.) с дюрацией 2–5 лет превышает 30% годовых, а на рублевом рынке ставки по одно-двухлетним бумагам первого эшелона достигают 20% и более, ненормальна, — уверен директор департамента исследований инструментов с фиксированной доходность ИБ «ТРАСТ» Павел Пикулев. — Полноценное функционирование рынка (первичные размещения, рефинансирование и. т.д.) на этих уровнях невозможно. Однако, к сожалению, эти два факта уже не могут служить залогом быстрого восстановления рынка. Уместно вспомнить старую мудрость: «Когда на рынке самые привлекательные цены, ими уже никто не может воспользоваться». Именно

Павел Пикулев,
директор,
Fixed Income Research,
«ТРАСТ»

Михаил Гонопольский,
заместитель начальника аналитического управления департамента операций на финансовых и фондовых рынках,
БИНБАНК

Ольга Ефремова,
начальник отдела анализа долговых рынков,
НОМОС-БАНК

Иван Манаенко,
начальник отдела анализа долгового рынка,
«Велес Капитал»

Антон Табах,
старший аналитик,
«Тройка Диалог»

Виктор Орешкин,
аналитик по облигациям,
ИК «Русские инвесторы»

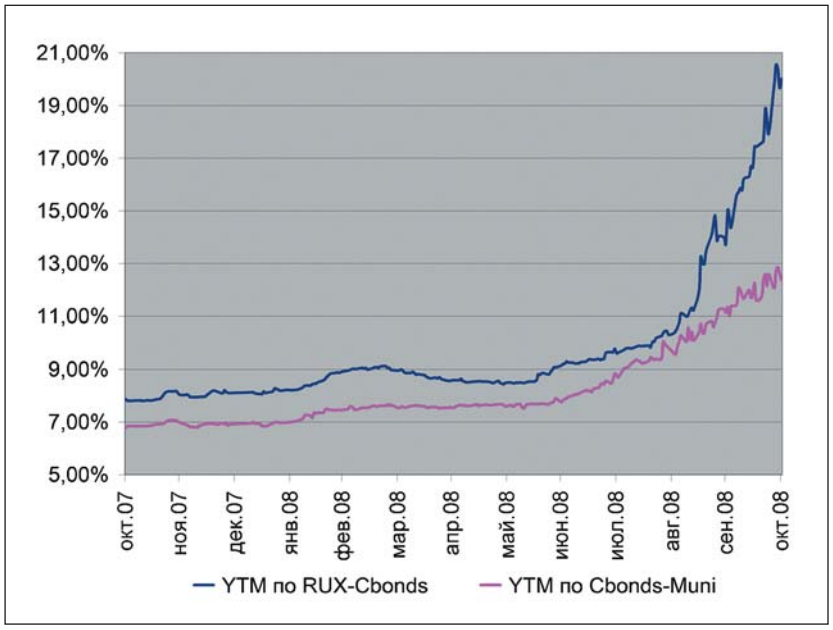
это мы и наблюдаем сегодня. Большинство инвесторов уже давно волнуют не рынки, а собственные рабочие места. Только один этот факт не позволит рынкам быстро компенсировать потери в ближайшее время, не говоря уж о том, что еще не закончен кредитный кризис. Когда рынок сокращается в терминах количества людей, работающих на нем, когда организации избавляются от инвестподразделений, ждать быстрого восстановления цен не приходится. Кто и на что будет покупать активы? Деньги потеряны, люди уходят с рынка».

«Складывающийся в последние недели ход торгов на рублевом долговом рынке полностью опровергает ранее существовавшие ориентиры по доходностям и само понятие ликвидности облигационного выпуска, — добавляет замначальника аналитического управления департамента операций на финансовых и фондовых рынках БИНБАНКА Михаил Гонопольский. — Доходности по ряду выпусков первого эшелона достигли уровней 14–16% годовых с дюрацией около одного-двух лет. Уровни доходностей по длинным выпускам АИЖК вообще достигли уровней выше 20%. Соответственно, если рассматривать ситуацию в направлении ухудшения кредитного качества эмитентов, то чем более низкий эшелон мы рассматриваем, тем более разбросанные уровни доходностей можно встретить на рынке. В целом, второй эшелон уверенно закрепился выше 20% годовых по доходности. По третьему эшелону нет ни ликвидности, ни разумного понимания диапазона доходностей. Каждый выпуск живет своей жизнью при практически полном отсутствии ликвидности».

Можно констатировать, что рынка облигаций как такового сейчас нет. Так, по мнению Павла Пикулева, на сегодняшний день облигации идут далеко не первым пунктом в списке проблем участников рынка, убытки участников рынка настолько велики, что им практически безразлично, по каким ценам продавать бумаги. Люди и компании борются не за получение прибыли, а за выживание, поэтому даже если на рынке есть оптимисты, мало кто из них готов выделить ресурсы на покупку облигаций. «Кредитное качество бумаги имеет три уровня градации: 1 — «не могут не расплатиться, но до погашения мы можем и не дотянуть»; 2 — «вроде бы погасят, но проверять эту гипотезу на своей шкуре нет ни малейшего желания»; и 3 — «угораздило же меня связаться с этим…»

Если продажи по любым ценам продолжатся, то, уверен Михаил Гонопольский, искать какие-то ориентиры бесполезно. С другой стороны, по его мнению, чтобы понять ориентиры по доходностям на облигационном рынке, надо спрогнозировать ситуацию с фондированием банков, которые и являются основными участниками рублевого долгового рынка. «Итак, зарубежный рынок заимствований для 97% банков практически закрыт. Рублевое фондирование за счет депозитов физлиц и юрлиц является в текущей ситуации кризиса де-факто «до востребования», так как вкладчики-физлица по российскому законодательству могут забрать свои средства независимо от срока вклада. ЦБ РФ предоставляет все-таки пока лишь краткосрочную ликвидность банкам, срочностью в лучшем случае несколько месяцев (и то ограниченному кругу банков либо под обеспечение ограниченного перечня активов). В такой обстановке в оставшиеся два месяца до конца 2008 года никакого оживления в облигациях вне Ломбардного списка ждать не стоит. Данный сегмент рынка продолжит существование в разрушенном состоянии при ограниченной ликвидности и широком диапазоне спредов между различными выпусками. Причем доходности здесь будут находиться существенно выше 20% годовых, так как основными игроками здесь будут выжившие финансовые компании, которым фондирование достается от банков по ставкам выше 20%. Также отметим, что если банки и начнут потихоньку выдавать кредиты, то по ставкам существенно выше 20%, следовательно, вложения в неликвидные выпуски облигаций, которые нельзя рефинансировать в ЦБ РФ, будут рассматриваться как альтернатива выдаче кредита, и требования по доходности будут очень жесткие».

Динамика доходности к погашению по портфелю индекса RUX-Cbonds и Cbonds-Muni



Эксперты уверены, что рынок первичных размещений (за исключением технических сделок) будет закрыт как минимум до конца года, а основной проблемой будет «дефолт/не дефолт» для большинства заемщиков второго и третьего эшелонов, которые уже сталкиваются с большими трудностями. Количество дефолтов будет только расти.

Не обойдет стороной кризис и сегмент региональных и муниципальных облигаций. Как отмечает Антон Табах из «Тройки Диалог», «развитие событий вокруг Московской области, уже происходящее в жанре плутовского романа, и созданные разруливанием этой кризисной ситуации прецеденты могут отравить весь рынок субфедеральных облигаций на много лет и вернуть его в 2002–2003 годы».

Все эксперты единодушны: до конца года рынок облигаций не восстановится. Основную роль на рынке будут играть монетарные власти.

«Учитывая тяжесть сложившейся ситуации, рассчитывать на какое бы то ни было восстановление рынка не приходится, — уверен Виктор Орешкин. — По нашим оценкам, только на восстановление нормальной работы банковской системы — преодоление кризиса доверия — уйдет не менее 3–4 месяцев, а без этого невозможна нормальная работа и долгового рынка. Ожидается также выделение госсредств на выкуп ценных бумаг российских компаний, однако на долговой рынок это, на наш взгляд, не должно оказать существенного воздействия. Сегодня может быть актуальна поддержка кредитоспособности реального сектора, а также решение проблем отдельных значимых участников финансового сектора. Первое будет решаться через кредитование госбанками, а второе возможно также и за счет выкупа облигаций с балансов финансовых институтов, однако в широкой поддержке долгового рынка сегодня нет особого смысла».

Наиболее значимые факторы, которые будут определять конъюнктуру рынка, по мнению Ольги Ефремовой, следующие.

- Валютная политика ЦБ, по идее, должна приобрести более понятный для участников рынка вид. Существующие опасения девальвации рубля значимо ограничивают привлекательность покупок рублевых активов.
- Участники ждут, когда ЦБ увеличит срочность беззалоговых аукционов и благодаря этому у инвесторов может появиться возможность для формирования новых позиций.
- Ломбардный список может быть пополнен новыми бумагами, исходя из озвученных смягчений требований по рейтингу, что, по идее, должно обеспечить интерес к ним.
- Поскольку до конца года нас ожидает довольно напряженный график оферт, отсутствие у эмитентов возможности рефинансировать публичные обязательства, особенно в проблемном третьем эшелоне, может спровоцировать очередную волну технических дефолтов. Что касается первого-второго эшелонов, то здесь наши прогнозы более оптимистичны. Во-первых, компании фундаментально обладают более надежным кредитным качеством. Во-вторых, в отношении их государственная поддержка выглядит более вероятной.

В сложившихся условиях Михаил Гонопольский видит наиболее разумной для участников обладающих денежными ресурсами стратегию покупки и удержания облигационного выпуска до оферты/погашения. «Рынок сейчас позволяет приобрести ряд облигационных выпусков эмитентов с неплохим кредитным качеством и дюрацией полгода-год при доходности 20–35% годовых. Мы расцениваем низкую вероятность дефолта по таким эмитентам, как «Центртелеком», «Сибирьтелеком», ЮТК, УРСИ, «Волгателеком», ТГК-4, ТГК-8, ОГК-2, ОГК-6, ТГК-10 и другим. Также отметим, что сейчас, на наш взгляд, становится ясным, что государство не будет допускать банкротств банков с хорошей депозитной базой физлиц (например, как минимум с вкладами свыше 10 млрд руб.). При этом ряд коротких выпусков облигаций таких банков сейчас торгуется с доходностями к оферте/погашению в размере 30%, 40% или еще выше. Для финансовых компаний, выживших в текущих условиях и сохраняющих высокий аппетит к риску, стратегией может быть использование дисбалансов в выпусках второго-третьего эшелона, когда более длинный по дюрации выпуск эмитента торгуется с доходностью ниже, чем более короткий выпуск того же эмитента (выпуски «Амурметалла», «Аркады» и другие). Комбинация покупки и продажи разных выпусков по дюрации одного и того же эмитента может принести хорошую итоговую доходность даже при определенных сценариях дефолта по облигациям».

По мнению Ивана Манаенко, до конца года ни о каком восстановлении долгового рынка речи быть не может. «Скорее наоборот, мы будем наблюдать усиление разрыва между слабыми и сильными мира сего, то есть дальнейшую концентрацию интереса в первом эшелоне и вымирание всего остального. При этом привлекательность (недооценность) отдельных коротких выпусков первого-второго эшелонов становится настолько очевидной, что их ликвидность падает с каждым днем, поскольку бумаги оседают в портфелях до погашения. И это, пожалуй, самая разумная стратегия для агрессивно настроенных участников рынка, располагающих свободными средствами».

Позиция Павла Пикулева по внутреннему рынку такова: «Для обретения почвы под ногами необходимы лишь два условия:

- нормально работающий межбанк и уверенные в завтрашнем дне банки, не опасающиеся оттока средств вкладчиков;
- прекращение оттока капитала и ликвидности через каналы валютного рынка.

Реализация этих условий зависит от решительности и эффективности антикризисных действий властей РФ. Следует отметить, что оба условия являются необходимыми не только для рынка облигаций, но и для предотвращения дальнейшего распространения кризисных явлений в экономике. Как только финансовые институты перестанут «трястись» за свое будущее и будут вновь готовы вкладывать деньги, опять заработает кредитный мультипликатор, а рынок облигаций тут же нащупает твердое дно. Правда, как мы уже писали выше, обретение дна совсем не означает немедленного V-образного роста. Коль скоро дело дошло до увольнения людей, лишь упомянутых двух условий для ралли недостаточно. Требуется и третье — Доктор Время. Некоторые надежды мы связываем с новым 2009 годом. Закрытие года позволит оставить чудовищные убытки в прошлом, и уцелевшие смогут начать жизнь с чистого листа на новых фантастических уровнях доходности, которые позволят им неплохо заработать в дальнейшем. Именно они и снимут сливки с возрожденного рынка».