На ВТОРОМ плане

Канр Лиджиев

НА СЕГОДНЯШНИЙ ДЕНЬ БОНДЫ ИДУТ ДАЛЕКО НЕ ПЕРВЫМ ПУНКТОМ В СПИСКЕ ПРОБЛЕМ УЧАСТНИКОВ РЫНКА. ПРОБЛЕМЫ ОТДЕЛЬНО ВЗЯТОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ СТАНОВЯТСЯ ВТОРИЧНЫМИ, ПОЭТОМУ В БЛИЖАЙШЕЕ ВРЕМЯ СИТУАЦИЯ НЕ ИЗМЕНИТСЯ. БОЛЕЕ ТОГО, ВЫСОКАЯ ИНФЛЯЦИЯ, ДЕВАЛЬВАЦИЯ РУБЛЯ И РОСТ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК МОГУТ УХУДШИТЬ И БЕЗ ТОГО ПЕЧАЛЬНОЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА.

Как и ожидалось, ноябрь не принес ничего нового. Главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН» Александр Ермак так охарактеризовал общую ситуацию на бондовом рынке: «Торги на рынке рублевых облигаций проходили на фоне сохраняющейся неблагоприятной как внешней, так и внутренней конъюнктуры. Говоря о внешних неблагоприятных факторах, к ним можно отнести, в первую очередь, дальнейшее снижение цен на нефть и другие ресурсы на фоне ожидания глобальной рецессии в мировой экономике, отсутствие конкретных результатов (мер по выходу из финансового кризиса) по итогам саммита G-20. Среди внутренних факторов, прежде всего, следует отметить повышение с 12 ноября ставки рефинансирования Банком России, которое составило сразу 1 п.п. (до 12% годовых), и расширение границ бивалютной корзины, которое было осуществлено уже дважды на 60 коп. в сумме. Кроме того, заявление Председателя ЦБ РФ С. Игнатьева о возможной «мягкой» девальвации рубля способствовало снижению интереса к рублевым долговым инструментам и продолжению оттока валюты, хотя темпы его в ноябре несколько снизились по сравнению с октябрем. Наряду с этим можно отметить периодически возникающие проблемы с рублевой ликвидностью. Так, в ноябре ставка однодневных кредитов MosPrime достигала своих максимальных значений (более 22%)».

В итоге, как отмечает начальник отдела исследований финансовых рынков ИНГ Банка Станислав Пономаренко, стремительная потеря Россией инвестиционной привлекательности, опасения девальвации рубля, сокращение ликвидности на внутреннем рынке — все это усилило ликвидацию облигационных портфелей, а рост числа корпоративных дефолтов ухудшил и без того стрессовую обстановку на рынке. «Мы не исключаем дополнительного негативного влияния на рынок. Фактически в следующие месяцы ценам на российском рынке облигаций, возможно, придется подстраиваться под новые уровни ставок РЕПО с ЦБ РФ».

По оценкам главного аналитика отдела анализа финансовых рынков Связь-Банка Юрия Бодрина, торговая активность на внутреннем долговом рынке на сегодняшний день продолжает оставаться на довольно низком уровне: «Отдельные сделки совершаются лишь с бумагами с высоким кредитным качеством. Во втором и третьем эшелонах по-прежнему наблюдается высокая волатильность, и ценовые изменения здесь носят скорее технический характер».

Индексы доходности облигаций Cbonds в ноябре достигли новых исторических максимумов. По итогам торгов 19 ноября доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций достигла уровня 20.83% годовых. К концу месяца доходность немного снизилась и закрылась на отметке 18.15% годовых. Доходности наиболее ликвидных муниципальных бондов 27 ноября достигли исторического максимума в 14.47% годовых. По итогам месяца доходность по портфелю индекса Cbonds-Muni выросла на 105 б.п. до уровня 13.43% годовых.

Российская экономическая статистика также не внушает оптимизма участникам рынка. Вскрывающиеся на фоне финансового кризиса проблемы российской экономики окончательно оттеснили проблемы отдельно взятого рынка облигаций на второй план.

«Последние данные Федерального агентства по статистике и Минэкономразвития подтвердили наш прогноз о том, что российская экономика в октябре вступила в первую с кризиса 1998 года рецессию, — говорит директор управления рынков капитала РОСБАНКА Максим Орешкин. — Российская экономическая система имеет такое количество проблем (нестабильность банковской системы, резкое снижение мирового спроса на российскую продукцию, неясность с дальнейшей монетарной политикой Банка России и т.д.), что проблемы отдельно взятого долгового рынка становятся вторичными. Действительно, мировая практика показывает, что циклы дефолтов, кредитных спредов и долговой нагрузки тесно связаны между собой и с состоянием экономики.

Первыми на риски рецессии реагируют кредитные спреды, а с ужесточением кредитной политики банками и ростом стоимости долгового финансирования начинают расти дефолты, потом и компании, осознавая новые реалии, начинают сокращать свои инвестиционные потребности и долговую нагрузку, и только после этого начинается рецессия. Нормализация долгового рынка начинается только после окончания рецессии».

По оценкам специалистов РОСБАНКА, восстановление российской экономики начнется не ранее третьего квартала следующего года, а пока нам предстоит пережить пик дефолтов (второй квартал следующего года) и период высоких спредов. В то же время, Банк России ограничен в мерах стимулирования экономики: высокая инфляция не позволяет снизить базовые ставки, так как это приведет к сильному давлению на рубль. Таким образом, долговой рынок стал заложником неблагоприятной макроэкономической ситуации, и улучшения его можно ожидать только при наступлении двух событий: снижения темпов инфляции до однозначного уровня и начала восстановления экономики. На этом фоне состояние рынка рублевого долга в декабре останется стабильно тяжелым.

В ИНГ Банке разделяют мнение председателя ЦБ РФ Сергея Игнатьева о том, что реальные процентные ставки на внутреннем рынке должны быть положительными, и считают, что следующим действием ЦБ РФ может быть увеличение ключевых ставок на 300–500 б.п. Это, в свою очередь, должно инициировать дальнейшую переоценку, видимо, уже только в относительно ликвидных сегментах рынка, включая суверенные долги и облигации компаний первого эшелона. Однако возможное уменьшение опасений девальвации рубля как результат роста локальных ставок способен будет оказать поддержку рынку.

По мнению Станислава Пономаренко, хотя в настоящий момент предпринимаемый российским правительством пакет спасательных мер в некоторой степени оказывает поддержку рынкам, основное и полное восстановление зависит только от трендов на глобальных рынках капитала: «В данном случае способность российских компаний и банков привлекать капитал на внешних рынках является критическим фактором дальнейшего развития рынка рублевых долгов. И, определенно, мы не видим особых перспектив для российского рынка отыграть падение, прежде чем инвесторы вновь захотят покупать российский внешний долг».

Максим Орешкин,
директор,
управление рынков капитала,
РОСБАНК

Александр Ермак,
главный аналитик
долговых рынков,
заместитель начальника
аналитического управления,
БК «РЕГИОН»

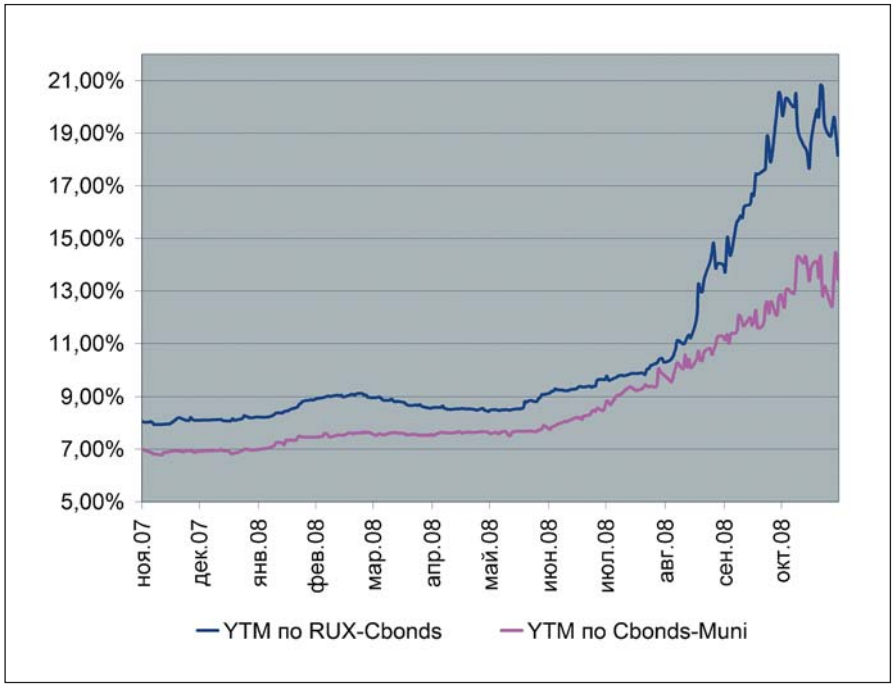
Михаил Волхонский,
аналитик рынка
инструментов
с фиксированной доходностью,
Дойче Банк

Юрий Бодрин,
главный аналитик отдела
анализа финансовых рынков,
Связь-Банк

Дмитрий Зак,
начальник отдела анализа
инструментов с фиксированной
доходностью, ИК «КапиталЪ»

Станислав Пономаренко,
начальник отдела исследований
финансовых рынков, ИНГ Банк

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



А что же происходит на внешнем рынке бумаг российских эмитентов? Там ситуация остается даже еще более острой, чем на внутреннем рынке. По мнению аналитика рынка инструментов с фиксированной доходностью Дойче Банка Михаила Волхонского, в ближайшие месяцы ситуация, по всей видимости, останется сложной: «Рынок остро реагирует на любые новости, так что можно ожидать сохранения высокой волатильности. Между тем, существующий высокий уровень доходностей еврооблигаций представляется нам неоправданным, в особенности по сравнению с доходностями рублевых бумаг. Например, доходность выпуска Россия-30 в последний раз превышала 10% в 2002 году, когда российские ЗВР были ниже более чем в 10 раз, а стабфонд еще не был сформирован. Таким образом, в средне- и долгосрочной перспективе хотя бы частичное восстановление котировок российских евробондов практически неизбежно».

Начальник отдела анализа инструментов с фиксированной доходностью ИК «КапиталЪ» Дмитрий Зак также считает, что долларовые бонды российских эмитентов выглядят более предпочтительно, нежели рублевые. Однако вряд ли инвесторам стоит задумываться об агрессивных вложениях в российские евробонды, ожидая ценового роста в декабре. «В случае уже сформированного портфеля еврооблигаций стоит трансформировать его в пользу инструментов, которые, на наш взгляд, могут иметь государственную поддержку или обеспечение, а также обладают высоким кредитным качеством при одновременном коротком сроке до погашения (до года)».

То же самое Дмитрий Зак рекомендует и в рублевых бондах: «Предпочтение коротким бумагам объясняется крайней степенью неопределенности и растущими опасениями по поводу замедления мировой экономики. С этим связано неприятие риска и отказ от активов с низким кредитным качеством. Особенно актуален этот фактор в декабре, поскольку на конец года приходится пик оферт и погашений. А поскольку количество дефолтов продолжает расти, ухудшаются условия кредитования, а кризис распространяется на реальный сектор, отношение к риску в ближайшее время вряд ли изменится».

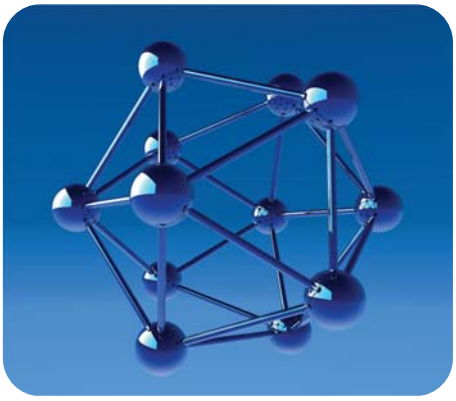
Фактор оферт/погашений отмечают все эксперты. Так, по оценкам Александра Ермака, на грани дефолта находится 25–30% компаний, которым предстоят погашения и оферты в декабре. Особо выделяет Александр Ермак случай неисполнения в ноябре оферты по облигациям «ИНПРОМА» и «поведение руководства компании в этой ситуации, наглядно показавшее циничное отношение к инвесторам». Но эта ситуация требует, по его мнению, особого изучения и оценки.

В целом, в БК «РЕГИОН» не ожидают существенного изменения конъюнктуры рынка рублевых облигаций. «Очевидно, что Банк России продолжит расширять коридор бивалютной корзины, проводя политику «мягкой» девальвации рубля. Соответственно, интерес коммерческих банков и предприятий к валюте сохранится. Возможно, сохранятся проблемы с рублевой ликвидностью, учитывая тот факт, что коммерческие банки должны будут вернуть Минфину РФ и Банку России привлеченные ранее средства в объеме более 960 млрд руб. Первичный рынок по-прежнему будет «закрыт» для большинства эмитентов, а возможные отдельные размещения не имеют «рыночного» характера. Среди причин этого не только опасения инвесторов относительно проблем с ликвидностью, но и отсутствие ценовых ориентиров на рынке. Так, доходность на вторичном рынке по облигациям первого эшелона находится в диапазоне 12–18% годовых, по «качественному» второму эшелону достигает 30–40% годовых. А в третьем эшелоне процентные ставки нередко измеряются трехзначными цифрами».

Связь Банк

...ТО, ЧТО НАС СВЯЗЫВАЕТ

ПРИВЛЕЧЕНИЕ ФИНАНСИРОВАНИЯ НА РЫНКЕ КАПИТАЛА



- Рублевые облигации
- Еврооблигации
- Кредитные ноты (CLN)
- Синдицированные кредиты
- Вексельные программы
- Поддержание вторичного обращения займов
- Бридж-финансирование
- Управление долгом эмитента
- Полный комплекс услуг при прохождении оферты

129110, г.Москва, ул.Щепкина, д. 40, стр.1
8 (495) 228-36-42
8 (495) 228-38-01

e-mail: ib@sviaz-bank.ru
REUTERS: SVZB
Bloomberg: SVZB

ОАО АКБ «Связь-Банк» основано в 1991 году. Генеральная лицензия Банка России №1470 от 15.11.02
Лицензии ФСФР: на осуществление депозитарной деятельности № 177-10827-000100 от 6 декабря 2007 года; на осуществление дилерской деятельности № 177-10820-010000 от 6 декабря 2007 года; на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 177-10824-001000 от 6 декабря 2007 года; на осуществление брокерской деятельности № 177-10817-100000 от 6 декабря 2007 года. Лицензия биржевого посредника на совершение фьючерсных и опционных сделок в биржевой торговле на территории Российской Федерации № 748 от 08 сентября 2005 года, выдана Комиссией по товарным биржам ФСФР России.