Повестка марта: Сбербанк и западные фонды

Канр Лиджиев

***Олег Гредиль**,*
начальник отдела анализа и оценки, Балтийское Финансовое Агентство

***Максим Раскоснов**,*
аналитик по долговым инструментам, «Райффайзенбанк Австрия»

***Михаил Галкин**,*
начальник отдела анализа рынка облигаций, «МДМ-Банк»

Февраль не изменил видение средне- и долгосрочных перспектив рублевых долгов — повышательное давление в ставках будет превалировать, но в марте средства от IPO Сбербанка могут привести к росту рублевой ликвидности, а западные инвесторы готовы покупать российский долг.

На фоне умеренного пессимизма в долгосрочном плане февраль на рынке рублевого долга прошел явно лучше ожиданий. Взволновавшие в начале года участников рынка цены на нефть показали рост. «Качели» ожиданий по ставке ФРС продолжают раскачиваться из стороны в сторону, но после того как ФРС оставило ставку на прежнем уровне с нейтральными комментариями, пессимистические ожидания роста ставки ФРС несколько ослабли. «Значительная поддержка исходила с внешних рынков, где опасения инвесторов по поводу возможности более жесткой монетарной политики несколько ослабли. При этом, исключая последнюю неделю месяца, аппетит инвесторов к принятию рисков крепчал день ото дня. Несомненным плюсом был выход из штопора цен на нефть, также увидеть «добрый знак» и повод для снижения NDF-ставок рубля можно было в санкционированном ЦБ РФ повышении рубля к корзине валют 8 февраля», — кратко охарактеризовал итоги последнего месяца зимы начальник отдела анализа и оценки БФА Олег Гредиль.

«Пессимистичным ожиданиям некоторых инвесторов не суждено было сбыться: в самом конце января ФРС сохранила неизменными как учетную ставку, так и нейтральный тон сопутствующего комментария», — добавляет начальник отдела анализа рынка долговых обязательств «КИТ Финанса» Владимир Малиновский.

В результате в феврале активность на рынке рублевых облигаций начала повышаться, но говорить о полном восстановлении «вторички» не приходится. По сравнению с январем объем февральского биржевого оборота негосударственными облигациями вырос на 79.54 млрд руб. и составил 241.42 млрд руб.

Эта цифра примерно соответствует среднемесячным уровням вторичного оборота за последнее время, но надо учесть, что объем рынка облигаций неуклонно растет, и значит, «оборачиваемость» рынка падает. Возможно, именно, «конкуренция» с «первичкой» за средства инвесторов препятствует росту оборотов на «вторичке». Так, в феврале после январского затишья активизировался первичный рынок — по итогам месяца было размещено 20 выпусков облигаций суммарным объемом 56.5 млрд руб. Рынок без особых проблем «переварил» такой большой объем предложения новых бумаг. Сильную поддержку на аукционах оказали западные инвесторы: некоторые крупные выпуски облигаций были практически полностью «упакованы» иностранцам. Так, например, по результатам аукциона по размещению дебютных облигаций компании «ТГК-6 Инвест» объемом 2 млрд руб. оказалось, что почти весь выпуск был выкуплен двумя западными банками: Ситибанк купил бумаг на 1.15 млрд руб., Deutsche Bank — на 750 млн руб. «В качестве главной приметы февраля хочется выделить очень высокий спрос практически на всех первичных размещениях: в результате почти все аукционы прошли с многократной переподпиской, а доходности оказались заметно ниже ориентиров организаторов. Причем основной спрос, судя по комментариям организаторов, был сформирован за счет заявок иностранных инвесторов», – отмечает аналитик по долговым инструментам Райффайзенбанка Максим Раскоснов. Но тут же он предупреждает: «С одной стороны, это очень хорошо для рынка и эмитентов: российский рублевый риск явно пользуется спросом на мировом рынке. Однако оборотной стороной этого явления является занижение доходностей многих бумаг по сравнению с адекватными уровнями. В результате складывается ситуация, при которой доходность некоторых выпусков не соответствует рискам, которые принимают на себя держатели облигаций».

Высокая активность эмитентов по предложению новых бумаг выступила в феврале в некотором роде «стабилизатором» уровней доходности. На фоне относительно более доходного второго эшелона активность в первом эшелоне была низкой. Доходность наиболее ликвидных рублевых бумаг в феврале изменилась незначительно. Так, индикатор доходности по индексу субфедеральных и муниципальных бумаг Cbonds-Muni по итогам февраля показал небольшое снижение на 4 б.п., утвердившись на уровне 6.94% годовых, а индикатор доходности по индексу RUX-Cbonds снизился на 3 б.п. до уровня 7.45% годовых. «В феврале мы достаточно четко ощущали снижение интереса инвесторов к выпускам ОФЗ и первого эшелона в сочетании с достаточно хорошим аппетитом на риск второго-третьего эшелона. Оговорку следует сделать лишь для облигаций АИЖК — они достаточно долго выглядели самыми недооцененными в первом эшелоне и наконец-то «выстрелили» в феврале, поводом для чего послужили маркетинг и размещение девятого выпуска, в том числе открытие лимитов на данное имя новыми иностранными инвесторами. В условиях ограниченной ликвидности во втором-третьем эшелоне и одновременно высокого спроса на такой риск инвесторы с удовольствием встретили февральские размещения эмитентов из данного сегмента», — отмечает начальник отдела анализа рынка облигаций «МДМ-Банка» Михаил Галкин.

Что касается ближайших перспектив, то все опрошенные нами аналитики и эксперты единодушны во мнении, что ждать существенных перемен на рынке не приходится. Умеренно оптимистические ожидания в ближайшей перспективе объясняются двумя факторами. Во-первых, большинство участников рынка ожидает, что значительные средства от размещения акций Сбербанк вложит в рублевые инструменты. В-вторых, западные фонды пока все еще готовы активно покупать рублевый долг. «В марте и апреле мы смотрим на рынок рублевых долгов с умерен-

Владимир Малиновский,
начальник отдела анализа рынка долговых обязательств, ИБ «КИТ Финанс»

Максим Орешкин,
старший менеджер департамента инвестиционно-банковских услуг, «РОСБАНК»

Тимур Галеев,
аналитик отдела анализа финансовых рынков управления казначейства, АКБ «Спурт»

Александр Афонин,
аналитик по рынку облигаций, Брокерский дом «Открытие»

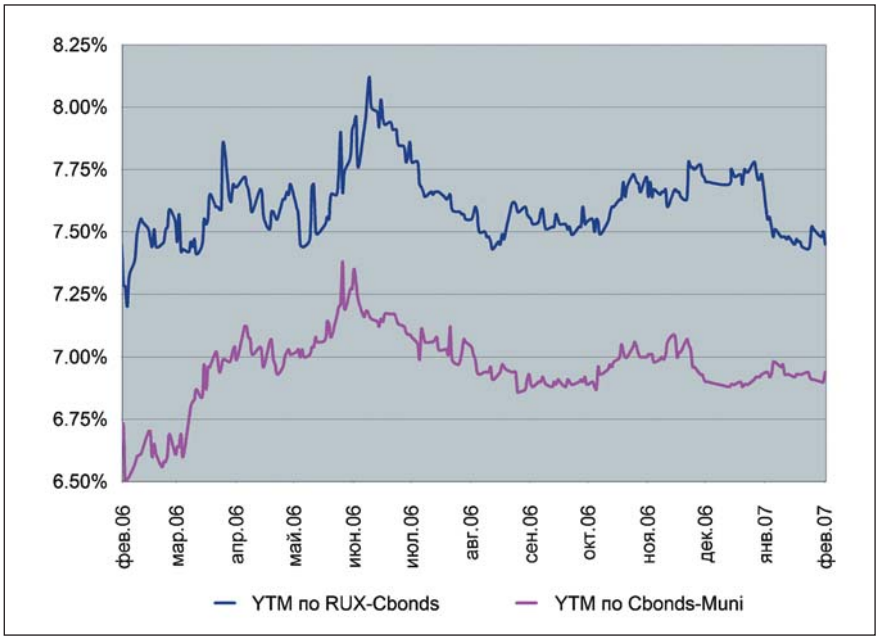
ным оптимизмом. Мы полагаем, что в марте уровень банковской ликвидности вырастет за счет поступления бюджетных средств, возобновления продаж долларов и валютных интервенций Банка России, а также возможного поступления средств в счет оплаты дополнительной эмиссии акций Сбербанка. Улучшение конъюнктуры денежного рынка приведет к подъему котировок рублевых долгов. В апреле ситуация с ликвидностью может ухудшиться из-за начала действия сезонных факторов. Впрочем, маловероятно, что ставки по РЕПО с негосударственными облигациями существенно превысят ставки по операциям прямого РЕПО с Банком России, а кредитные организации, выбирая между сокращением портфеля и привлечением ликвидности посредством операций прямого РЕПО, скорее всего, остановятся на втором варианте», — считает аналитик отдела анализа финансовых рынков АКБ «Спурт» Тимур Галеев.

Несмотря на скорее оптимистический взгляд на март, ожидать существенного снижения доходностей также не приходится. «Пока западные фонды готовы активно покупать рублевый долг, ситуация, при которой доходность некоторых выпусков не соответствует рискам, которые принимают на себя держатели облигаций, не будет иметь серьезных последствий. А вот если по каким-то причинам кто-либо из крупных покупателей решит продать свой портфель, то последствия для цен отдельных выпусков могут оказаться непредсказуемыми. Основным вопросом на март, на мой взгляд, станет ситуация с рублевой ликвидностью. С одной стороны, после регистрации дополнительной эмиссии Сбербанка на рынок потенциально может выплеснуться огромный объем рублевого предложения, который приведет к резкому падению ставок. С другой стороны, достаточно жесткие инфляционные ориентиры, судя по всему, потребуют от ЦБ РФ активных мер по стерилизации рублевого предложения. Думаю, новый выпуск ОБР на 250 млрд руб. позволит ЦБ быстро и эффективно решить эту проблему. В любом случае, ЦБ и Сбербанк в данной ситуации обладают достаточно высокой степенью гибкости для регулирования объема денежного предложения. А вот в первой половине марта в зависимости от графика сбора средств на накопительном счете Сбербанка рынок может столкнуться с дефицитом ликвидности. Поэтому есть весомые основания предполагать, что по сравнению с уровнями конца февраля возможно проседание цен рублевых облигаций. Судя по всему, на сегодняшний день нет явных причин для существенного снижения доходностей на рублевом рынке: цены на нефть сейчас все же заметно ниже уровней 2006 года, а значит, проблема чрезмерного притока валютной выручки становится менее актуальной», — прогнозирует ситуацию Максим Раскоснов.

Свою лепту внесет и первичный рынок. Судя по планам эмитентов, мартовский первичный рынок будет не менее активным, чем февральский. На начало марта уже 16 эмитентов объявили о своих планах разместить облигации на общую сумму 25.1 млрд руб. Из них тринадцать уже объявили даты аукционов на общую сумму 20.2 млрд руб. на первую половину месяца. «В марте обстановка на долговом рынке будет спокойной. Котировки рублевых бумаг будут двигаться в рамках бокового тренда или незначительно повышаться. Традиционно для начала месяца ставки по межбанковским кредитам снизятся, что окажет поддержку долговым бумагам. Обстановка с рублевой ликвидностью в банковском секторе будет благоприятной для облигаций, однако то изобилие рублей, которое можно было наблюдать в начале предыдущих месяцев, мы вряд ли уже увидим. На наш взгляд, основные события будут разворачиваться на первичном рынке», — говорит аналитик по рынку облигаций БД «Открытие» Александр Афонин.

На более долгосрочном временном промежутке умеренно пессимистические настроения продолжают сохранять свою актуальность. Главные опасности подстерегают российский рынок из-за рубежа. «Февраль не изменил видение средне- и долгосрочных перспектив рублевых долгов — повышательное давление в ставках будет превалировать. Я не верю в потенциал снижения ставок в валюте, напротив, считаю, что верхняя граница предстоящего диапазона будет до 100 б.п. выше январских максимумов. Мне представляется, что в настоящее время рынок недооценивает повышательные риски для инфляции в крупнейших странах, предполагая слишком низкую траекторию официальных ставок на 2008-2009 годы, особенно в долларе и йене. В то же время, скорее всего, динамика реального выпуска в ближайшие кварталы будет неровной, что делает уязвимым необычайно высокий текущий уровень относительных цен рисковых активов как на зрелых рынках капитала, так и на развивающихся. Ассоциирующееся с такой средой повышение волатиль-

Доходность к погашению по портфелям индексов RUX-Cbonds и Cbonds-Muni



ности цен финансовых активов негативно скажется на популярности carry trades и соответствующих потоках капитала на развивающиеся рынки. Специфические для России факторы не располагают к надеждам на компенсацию вышеупомянутых глобальных тенденций. Текущий счет платежного баланса будет увядать из-за замедления экспорта на фоне ускоряющегося благодаря инвестициям внутреннего спроса. Чистый импорт капитала также станет более умеренным, особенно в относительном выражении, за счет роста выплат по уже накопленным обязательствам частного сектора. В результате гипотеза о неизбежности укрепления рубля станет казаться рынку гораздо менее надежной, даже если число и амплитуда скачков рубля вверх в ближайшие 6–12 месяцев превзойдет самые смелые прогнозы. Сомнения в перспективах рубля могут быстро толкнуть вверх инфляционные ожидания общественности, что потребует дополнительных мер от ЦБ РФ, планирующего переход к таргетированию инфляции процентными ставками», — делится своими мыслями Олег Гредиль.

«В целом процесс сжатия глобальной ликвидности продолжается. Европейский ЦБ, например, еще далек от окончания цикла повышения ставки рефинансирования. Мы ожидаем, что уже в марте ставки будут повышены вновь. Немного неожиданным для участников рынка стало повышение учетной ставки Банком Японии с 0.25% до 0.5% уже в феврале. И хотя ставка остается на достаточно низком уровне, мы считаем, что именно этот факт может сыграть важную роль в развитии событий на мировых финансовых рынках в ближайшие месяцы. Используя механизм так называемой carry trade, участники рынка занимали деньги в Японии для инвестиций в долговые рынки и рынки акций, в первую очередь — развивающихся стран, так как спред по доходности между этими инструментами зачастую превышал 800–900 б.п. Мы считаем, что в настоящий момент маховик carry trade начинает движение в обратную сторону, что в ближайшие годы может стать причиной значительной переоценки стоимости активов по всему миру в сторону снижения. Начинает вызывать опасение ситуация, складывающаяся на фондовом рынке Китая: безудержный рост фондового рынка в последние месяцы привел к вовлечению в процесс инвестирования многих частных инвесторов и компании нефинансового сектора. Эти факторы, а также фактор роста напряженности вокруг Ирана инициировали в конце марта процесс flight to quality. Именно этот процесс должен стать определяющим в марте: по итогам месяца мы ожидаем рост спреда UST10Y — RUSSIA30 до 20 б.п. В российской экономике в феврале мы стали свидетелями начала периода сжатия ликвидности, который, по нашему мнению, продлится еще как минимум несколько месяцев», — соглашается с коллегой старший менеджер департамент инвестиционно-банковских услуг «РОСБАНКа» Максим Орешкин.

Итак, в средне- и долгосрочной перспективе «медвежий» взгляд продолжает доминировать на рынке. В этом номере журнала в рубрике «Медвежий тренд» мы предлагаем вашему вниманию развернутый взгляд на рынок долгов Олега Гредиля из Балтийского Финансового Агентства.

Медвежий тренд

Олег Гредиль,
начальник отдела анализа и оценки,
Балтийское Финансовое Агентство

Для рублевого рынка долга февраль прошел явно лучше ожиданий. Многие бенчмарк-выпуски и государственного, и корпоративного сектора, выглядевшие слабо в январе, смогли отыграть как минимум часть потерь. RUX-Cbonds и Cbonds-Muni принесли соответственно 0.69% и 0.59% по итогам месяца, что в среднем было лучшим результатом с октября прошлого года. В годовом эффективном выражении отдача по индексным портфелям за февраль получилась в среднем 7.93% — на 70 б.п. выше средней доходности к погашению на начало месяца.

Значительная поддержка исходила с внешних рынков, где опасения инвесторов по поводу возможности более жесткой монетарной политики несколько ослабли. При этом, исключая последнюю неделю месяца, аппетит инвесторов к принятию рисков крепчал день ото дня. К 28 февраля цены фьючерсов на трехмесячные ставки в долларах и евро с исполнением в конце 2008 года выросли до максимумов с середины декабря, предполагая 4.7% и 3.95% соответственно против 5.1% и 4.13% в последние дни января. Стоимость защиты от дефолтов по корзине рисковых корпоративных кредитов, судя по семействам CDS-индексов Itraxx и DJ, в течение февраля приближалась к историческим минимумам по обе стороны Атлантики.

Несомненным плюсом был выход из штопора цен на нефть, также увидеть «добрый знак» и повод для снижения NDF-ставок рубля можно было в санкционированном ЦБ РФ повышении рубля к корзине валют 8 февраля. Контракты на 3–6 месяцев почти весь февраль предлагали уверенно ниже 5% после роста вплоть до 5.4% во второй половине января. Ставка отсечения на аукционах по ОБР с офертой 15 июня с середины февраля стала 4.8% — на 35 б.п. ниже январских максимумов, при этом сопоставимый объем продаж возрос.

Первичный рынок выглядел в целом неплохо, но никаких признаков ажиотажа не обнаруживал, большинство инвесторов было настроено настороженно. Складывается впечатление, что книги андеррайтеров вполне готовы как минимум к весеннему спурту и чрезмерного давления на вторичный рынок не оказывают.