

# ПРОРИЦАТЕЛЬНЫЙ ПОТЕНЦИАЛ НА РЫНКЕ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЦАРИТ ПЕССИМИЗМ. ПОВЫШЕНИЕ БАЗОВЫХ СТАВОК ЦБ ВКУПЕ С НЕОБХОДИМОСТЬЮ РАССЧИТЫВАТЬСЯ ПО КОРПОРАТИВНЫМ ДОЛГАМ УЖЕ ВЫЗВАЛО В ФЕВРАЛЕ МОЩНУЮ КОРРЕКЦИЮ РЫНКА. ОДНАКО, ПО МНЕНИЮ ЭКСПЕРТОВ, НА РЫНКЕ ИМЕЕТСЯ ПОТЕНЦИАЛ РОСТА. ОСНОВНАЯ СЛОЖНОСТЬ СОСТОИТ В ТОМ, ЧТОБЫ УГАДАТЬ СРОК ЕГО РЕАЛИЗАЦИИ. И ВОВРЕМЯ СФОРМИРОВАТЬ ПОРТФЕЛЬ, ОПТИМАЛЬНЫЙ НЕ ТОЛЬКО С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ КРАТКОСРОЧНОЙ ДОХОДНОСТИ, НО И ПОЗВОЛЯЮЩИЙ ОСЕДЛАТЬ ОЖИДАЕМУЮ «БОЛЬШУЮ ВОЛНУ».

ПАВЕЛ ЧУВИЛЯЕВ

**РАСПЛАТА ЗА ЭЙФОРИЮ** На рынке рублевых облигаций с начала года преобладает пессимизм. Внешний фон продолжает оставаться негативным, а внутренний — все более таковым становится. Обещанная Минфином в конце 2007 года государственная поддержка долгового рынка так и не стала реальностью. Наоборот, финансовые власти, борясь с инфляцией, с 1 февраля повысили базовые ставки ЦБ на 0,25%. К тому же введение ежеквартальной уплаты НДС с 2008 года должно привести к изъятию из экономики в апреле 2008-го от 800 млрд до 1 трлн руб. Рынку могли бы помочь средства государственных институтов развития, но их поступление ожидается не раньше середины или конца года, а то и вовсе может быть перенесено на 2009 год. Видимо, это как раз тот случай, когда обещанного надо ждать три года.

Пока обещания государства остаются в области слов, на рынок начинает давить еще один мощный негативный фактор — корпоративные долги перед иностранными кредиторами. В марте начинается первая фаза их выплаты, а всего за 2008 год отечественные компании должны отдать более \$20 млрд. В момент, когда эти долги делались (2004–2006 годы), отдать их казалось легко, так как рефинансирование под низкие ставки на зарубежных площадках не представляло затруднений. В нынешней же ситуации мирового кризиса ликвидности получить рефинансирование под 3–4% годовых компаниям с развивающихся рынков просто невозможно (своими-то не дают). И корпоративные долги нужно будет не реструктурировать, как надеялись, а реально платить.

К этому российские компании оказались явно не готовы. С иностранными кредиторами они, скорее всего, расплатятся. Но в результате на рынке рублевых облигаций возникает достаточно долгий и устойчивый негативный тренд. Одна мощная коррекция (на 200–400 базисных пунктов (б. п.)) уже произошла в феврале. Эксперты рынка прогнозируют продолжение негативной динамики.

Иван Гуминов, ведущий портфельный менеджер НОМОС-банка: «Рынок рублевых облигаций в течение февраля испытывал мощную коррекцию, соизмеримую с падением, которое происходило в августе-октябре 2007-го. Причем новая волна продаж имеет принципиально иную природу, чем осенняя. Если в прошлый раз падение котировок было спровоцировано ипотечным кризисом в США и последовавшим кризисом ликвидности, то февральские распродажи связаны с решением ЦБ о повышении ставки рефинансирования, а также с ожиданием нехватки ликвидности в марте на фоне высоких объемов налоговых платежей и из-за необходимости рефинансировать корпоративные кредиты».

Олег Гредиль, начальник отдела анализа и оценки Балтийского Финансового Агентства: «Сейчас общая обстановка денежных и долговых рынков РФ выглядит более суровой, чем в декабре-январе. На внешних рынках сформировался очередной шторм, а обещанный поток сбережений от государственных институтов развития РФ пока явно разочаровывает. Резонно обострилось беспокойство по поводу до-

ступности и стоимости рефинансирования в рублях у банков и инвесторов, интенсивно использующих плечо, а это — стержень российской инвесторской базы на рынке долга. В результате, спрос очень робкий, в цене падают все бумаги, на рынке которых появляется более или менее существенное предложение».

Владимир Харченко, аналитик ИГ «КапиталЪ»: «Конъюнктуру рынка определяют в основном негативные факторы. В их числе решение ЦБ повысить базовые ставки и ставку однодневного репо. Рынок рублевого долга довольно долго существовал при стабильных ставках привлечения средств под залог облигаций, чтобы не отреагировать на эту новость и опасность дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики. Другим негативным фактором является риск ухудшения рублевой ликвидности. Острая нехватка рублевых средств возможна уже в марте, когда состоятся крупные налоговые платежи и выплаты российских компаний по внешним займам. Проблемы для вторичного рынка может создать и рост числа оферт в марте и особенно в апреле».

**СКРЫТЫЙ ПОТЕНЦИАЛ** Однако на общем негативном фоне можно выделить и позитивные факторы. Пока они себя не проявляют, однако при оттепели на внешнем или внутреннем рынке способны переломить тенденцию. Прежде всего, это макроэкономические показатели, которые по итогам 2007-го и первых двух месяцев 2008-го у России остаются впечатляющими.

При этом растет внутренний спрос, и частное потребление становится одним из главных факторов экономического роста даже при рисках высокой инфляции и опережающим (по сравнению с производительностью труда) ростом зарплат. Инвестиционная привлекательность постепенно смещается в сторону секторов, чувствительных к потребительскому спросу. Строительство, банковский сектор, розничная и оптовая торговля, машиностроение и металлургия показали уверенный рост в 2007-м и большинство из них способны удерживать лидирующие позиции и в 2008-м. Нехватка мощностей для наращивания выпуска продукции стимулирует компании увеличивать капиталовложения, поэтому шансы на продолжение инвестиционного бума достаточно велики.

С точки зрения фондового рынка в России сейчас наблюдается повторение ситуации 2000–2001 годов. Тогда средний по рынку коэффициент прибыли/задолженность (EV/EBITDA) находился в пределах 4–5. Именно после достижения этих уровней российские бумаги (в том числе и облигации) стали привлекательными для внешних инвесторов после глобальной коррекции 1998–1999 годов. В настоящее время эта планка все ближе и ближе, что может привести к повторению ситуации.

Иван Гуминов: «По моему мнению, в середине марта цены облигаций достигнут „дна“, так что можно будет их покупать. Именно в этот период будут также проходить размеще-

ния новых крупных выпусков государственных и корпоративных облигаций. Среди последних интерес представляют 1-й выпуск облигаций АФК «Система» (со ставкой купона на уровне 9,75%), а также 4-й и 5-й выпуски «Вимм-Билль-Данн» (ставка купона на уровне 9,5–9,75% годовых). В целом я считаю на среднесрочную перспективу наиболее интересными облигации эмитентов высокого кредитного качества, соответствующие критериям ЦБ для включения в ломбардный список, со сроком до погашения (или до оферты) не более 1–1,5 лет».

Олег Цецегов, управляющий активами УК «Альянс Континенталь»: «Короткие бумаги при росте доходности потеряли меньше, а отдельные выпуски крепкого второго эшелона с погашением/офертой до года и доходностью на уровне 11–12% годовых не падали, либо росли в цене. Среди них можно отметить 1-й выпуск УМПО (Уфимское моторостроительное производственное объединение), 2-й выпуск «Разгуляя», 3-й выпуск МОИА. В текущих условиях количество интересных возможностей для инвестирования достаточно велико. Часть портфеля можно сформировать из перепроданных выпусков субфедеральных эмитентов с доходностью около и выше 9% годовых, включенных в список А1 (5-й и 6-й выпуски Чувашии, 6-й выпуск Ярославской области, 3-й выпуск Ленинградской области). Интересны также «дальние» облигации АИЖК (из-за ставок на уровне 8,8% годовых, гарантируемых государством). Любителям «экстрима» можно предложить выпуски третьего эшелона с неплохим соотношением доходность/качество — например, 1-й выпуск «Матрицы» (20% годовых) и 2-й выпуск «Копейки» (17%). Наконец, часть портфеля можно разместить в короткий качественный второй эшелон под 10–12% годовых — в качестве защитной стратегии».

Максим Тишин, ведущий управляющий портфелями облигаций UFG Asset Management: «Так как пока не было ни одного настоящего дефолта, а также учитывая относительно короткую дюрацию бумаг, инвесторы предпочитают держать облигации до погашения, не фиксируя убыток. Сейчас мы ожидаем дальнейшего повышения ставок со стороны ЦБ. Ставка overnight около 5,5–6% годовых является, по всей видимости, приемлемой как для регулятора, так и для банков. Поэтому мы рекомендуем участвовать в первичных размещениях бумаг первого эшелона только при наличии премии к сравнимым выпускам не менее 50 б. п. при дюрации до двух лет. С точки зрения комбинации кредитного риска и доходности привлекательны корпоративные выпуски второго эшелона, предлагающие доходности близкие к 10% при дюрации 1–1,5 года. Например, 1-е выпуски облигаций ТГК-6 и ТГК-10».

**ТОЧКА КИПЕНИЯ** С точки зрения частного инвестора сейчас самое время формировать долгосрочный портфель. Точно угадать момент перелома тренда не удастся, как правило, никому. Однако подготовиться к «большой волне» заранее вполне возможно. Ее вряд

ли придется ждать дольше нескольких месяцев; к тому же чем она ближе — тем меньше шансов успеть.

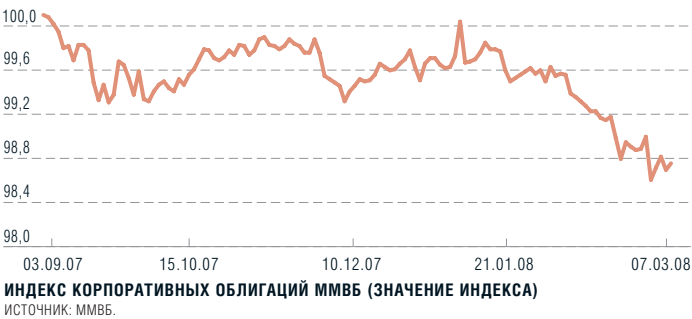
Поэтому лучше купить сейчас, когда на перенасыщенном предложением рынке инвестору с радостью продадут любые бумаги. Да и на первичные размещения стоит обратить внимание. Достаточно много компаний ждать и откладывать их до лучших времен больше не могут. Наступила весна, а значит пришла пора реализовывать инвестиционные планы, связанные со строительством или модернизацией. На первичных размещениях наперебой предлагают повышенные премии, а инвестору остается только разборчиво выбирать. Даже по новым выпускам первого-второго эшелонов доходность сейчас может составлять 10–12% годовых, а при чуть большем риске — иногда зашкаливает за 15–17%.

Олег Гредиль: «Рыночных размещений хотя и мало, но вторичный рынок они угнетают изрядно; закрыть большую сделку удастся только при уступках покупателю. При этом ощущается, что слишком много заемщиков во всех эшелонах ждет хотя бы легкого потепления. В такой ситуации лидерство в ценовой динамике иллюзорно — лидеров просто не начали толком продавать, и это скорее временное явление. Своего рода „залипание цен“. Однако если инвестор терпимо относится к некоторой просадке позиции и покупает преимущественно на собственные деньги, то ему самое время формировать портфель».

Из инструментов с низким уровнем кредитного риска я бы рекомендовал недавних «аутсайдеров»: все выпуски АИЖК и Московской области, а также 6-й выпуск Россельхозбанка. Среди менее надежных долгов с точки зрения соотношения риск/доходность сейчас привлекателен попавший в немилость рынков финансовый сектор. Также считаю, что игра в диверсифицированный портфель в непрозрачном третьем эшелоне стоит доступных там 16 и более процентов годовых. Критерием отбора кандидатов на выход из долговой ямы является рентабельность бизнеса и привлекательность отрасли».

Владимир Харченко: «Учитывая риски роста процентных ставок, основное внимание следует обратить на короткие бумаги, в особенности те, которые были недавно размещены, либо сейчас размещаются на первичном рынке. Именно первичный рынок сейчас и представляет интерес для инвесторов. В сложившихся условиях эмитенты, выходящие на рынок публичного долга, вынуждены предоставлять высокую премию. По нашим оценкам, премия „за первичку“ может варьироваться от 1% до 3% годовых в зависимости от кредитного качества эмитента. Причем сейчас рынок публичного долга для откровенно слабых компаний по приемлемым ценовым ориентирам просто закрыт — они скорее будут кредитоваться в банках, нежели занимать под 20% на рынке, ухудшая свою кредитную историю. Другой вариант — приобретение выпусков, недавно прошедших оферту и получивших высокий купон. Примером таких облигаций могут служить 6-й выпуск Россельхозбанка, 2-й выпуск ТГК-10, а также 3-й выпуск ТМК и 1-й выпуск „ГАЗ Финанс“». ■

**С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА СЕЙЧАС САМОЕ ВРЕМЯ ФОРМИРОВАТЬ ДОЛГОСРОЧНЫЙ ПОРТФЕЛЬ. ТОЧНО УГАДАТЬ МОМЕНТ ПЕРЕЛОМА ТРЕНДА НЕ УДАЕТСЯ, КАК ПРАВИЛО, НИКОМУ. ОДНАКО ПОДГОТОВИТЬСЯ К «БОЛЬШОЙ ВОЛНЕ» ЗАРАНЕЕ ВПОЛНЕ ВОЗМОЖНО**



## ПРОГНОЗЫ