

# БЕЗДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПЕРЕЖИВАЕТ НЕ ЛУЧШИЕ ВРЕМЕНА. ОЖИДАВШИЙСЯ В НОЯБРЕ ПРИТОК ДОПОЛНИТЕЛЬНОЙ ЛИКВИДНОСТИ ИЗ ГОСБЮДЖЕТА НЕ СОСТОЯЛСЯ ИЗ-ЗА НЕОБХОДИМОСТИ БОРЬБЫ С ИНФЛЯЦИЕЙ. В ТО ЖЕ ВРЕМЯ НА РЫНКЕ НАБЛЮДАЮТСЯ И НЕКОТОРЫЕ ПРИЗНАКИ ВОЗМОЖНОГО ПОТЕПЛЕНИЯ. НО НАСТУПИТ ОНО НЕ РАНЬШЕ НАЧАЛА СЛЕДУЮЩЕГО ГОДА.

ПАВЕЛ ЧУВИЛЯЕВ

**ЗИМНЯЯ СПЯЧКА** Продолжающийся кризис ликвидности в мировой финансовой системе вынуждает нерезидентов не торопиться с возвращением на российский рынок.

В настоящее время предварительные итоги ипотечно-го бедствия на международных рынках оцениваются в \$81 млрд чистых убытков, однако далеко не у всех компаний вышла соответствующая отчетность, и не исключено, что эта цифра может увеличиться по крайней мере вдвое.

В России тоже обстановка не из лучших — рост инфляции в сентябре-октябре стал неприятным сюрпризом для властей накануне выборов. В борьбе с инфляцией пришлось не только заморозить административным способом цены в розничных магазинах, но и пожертвовать обещанной долговому рынку помощью. Дополнительная бюджетная ликвидность на рынок не вышла.

В результате рынок впал в затяжной боковой тренд. Масштабных продаж уже нет. Но нет и покупок. Например, в октябре обороты рынка корпоративных облигаций были на 20% выше, чем в сентябре. Но за первые две недели ноября объемы торгов упали по сравнению с октябрьскими результатами почти на 30%. Участники рынка отмечают низкую активность и советуют инвесторам переждать.

Марианна Ткаченко, портфельный управляющий УК «Альянс РОСНО Управление активами»: «Рынок рублевых долгов находится в спячке, первичных размещений по минимуму. Большую часть ноября ставка МБК находилась в диапазоне 5–8%, это, в свою очередь, определяло настроения на рынке облигаций — больших покупок не наблюдалось. Инвесторы продолжают смотреть на наиболее ликвидные бумаги первого эшелона, однако и они показывают негативную динамику.

Длинные выпуски ОФЗ прореагировали положительно на снижение ставки ФРС, они восстановились до уровня апреля-мая. Из облигаций первого эшелона можно обратить внимание на динамику бумаг АИЖК. Так, у 7-го выпуска АИЖК котировки выросли на 2% после присвоения компании рейтинга на уровне странового. Также можно отметить 3-й выпуск Россельхозбанка, который за последний месяц прибавил 100 б. п., и 3-й выпуск РЖД, подросший на 40 б. п.».

Игорь Морий, начальник отдела по работе с долговыми ценными бумагами Первого республиканского банка: «Сегодня рынок рублевых облигаций потерял оптимистичный настрой начала ноября и пребывает в малоактивном состоянии. Инвесторы предпочитают почти не проявлять себя, а достигнутые в начале ноября котировки снизились. Такая ситуация складывается в силу того, что ожидавшиеся ранее бюджетные вливания так и не поступили, точнее, сведены к минимуму с целью ограничить темпы роста инфляции. Это подтолкнуло инвесторов к выходу из ликвидных облигаций секторов первого эшелона. Сейчас, по нашему мнению, больший интерес возникает к коротким облигациям второго и третьего эшелона».

Станислав Кучинский, начальник отдела управления активами Промсвязьбанка: «После роста в октябре рынок облигаций с ноября находится в боковом тренде. Росту рын-

ка мешает отсутствие притока денежных средств, а также негативный зарубежный новостной фон. Нерезиденты не проявляют заметной активности на облигационном рынке. На денежном рынке ситуация стабильная, ставки по однодневным МБК — в районе 5–7% годовых. Банки довольно активно используют операции репо с ЦБ для привлечения ресурсов. Средняя ставка привлечения в ноябре составляет 6,05% годовых.

Отмечу, что после глубокого падения рынка облигаций в августе-сентябре облигации первого эшелона восстановились гораздо быстрее бумаг второго, а особенно третьего, эшелона. К примеру, облигации 4-го выпуска ЛУКОЙЛа на пике цен в июле торговались с доходностью к погашению 6,8% годовых. Сейчас эти облигации торгуются с доходностью 7,15% годовых. В то же время многие облигации третьего эшелона торгуются с доходностью, превышающей доходность до коррекции рынка на 2,5–3,5%, при сравнительно небольшом сроке до погашения или оферты. Такая ситуация отражает переоценку рисков вложений в облигации низких эшелонов. Еще одним подтверждением ухудшения отношения инвесторов к рискованным облигациям является то, что эмитенты, чьи бумаги имели оферту в сентябре-октябре, вынуждены были выкупать почти весь объем эмиссии даже после значительного увеличения купонной ставки на новый период».

**РАННЯЯ ВЕСНА** Если текущая ситуация явно не устраивает на оптимистический лад, то прогнозы обнадеживают больше. Всякий кризис рано или поздно заканчивается. И после выхода всех корпоративных отчетов и определения общей величины убытков от кризиса ликвидности у нерезидентов может вновь появиться аппетит к инвестированию в развивающиеся рынки.

Сроки возвращения нерезидентов тоже понятны: январь-март следующего года. Именно в этот период с последствиями кризиса все будет окончательно ясно. Другое дело, если экономика США все же сорвется в рецессию. Тогда возвращения внешних инвестиций можно будет ждать несколько лет, да и сам мировой экономический ландшафт может серьезно измениться. Однако, судя по тому, что доходности UST в настоящее время находятся на уровне 4,2% годовых (при ставке ФРС 4,5%), участники мирового рынка полагают, что на заседании в декабре ФРС США еще раз может понизить ставку. А это будет означать еще большее облегчение для банков и финансовых институтов.

Да и в России на долговом рынке ожидается позитив. Бюджетные средства, конечно, пока заморожены. Однако их нельзя придеркивать до бесконечности: бюджетникам надо платить. К тому же государство в августе-октябре объявило о начале широкомасштабных программ финансирования институтов развития. Эти средства рано или поздно окажутся сначала на финансовом, а затем частично и на долговом рынке. Участники рынка называют февраль и март как время долгожданного потепления.

Игорь Морий: «Предстоящие налоговые выплаты конца года могут породить очередной дефицит ликвидности, что вынуждает инвесторов занять выжидательные позиции.

Многие эксперты полагают, что бюджетных денег не стоит ожидать до президентских выборов. Принимая во внимание эти факторы, мы склонны считать, что рынок облигаций останется пассивным не только до новогодних праздников, но и после них. Предположительно такая картина продлится до политических событий марта, после которых можно будет ожидать приток бюджетных средств. В условиях сегодняшнего рынка мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на короткие облигации второго и третьего эшелонов с высокой эффективной доходностью».

Станислав Кучинский: «До конца ноября рынок облигаций будет находиться в боковом тренде с вероятностью коррекции цен вниз. Основными факторами такого положения дел являются отсутствие свежих ресурсов и налоговые выплаты второй половины ноября. Однако в декабре я ожидаю улучшения ликвидности и умеренный рост цен на рынке. Я бы рекомендовал к покупке облигации второго эшелона с погашением или офертой до конца 2009 года».

Дмитрий Зак, начальник отдела долговых обязательств ИК «Капиталь»: «Часть инвесторов, пассивы которых формируются за рубежом, не торопятся возвращаться в рискованные активы, опасаясь проблем с рефинансированием в валюте; другая часть банально пытается скопить жирок, и об инвестировании на долгий период для них не идет и речи. С другой стороны, фонды поддерживают крупнейшие российские финансовые институты, у которых нет проблем с ликвидностью, а также сложившиеся уже относительно высокие уровни доходности по наиболее надежным инструментам».

**ПЕРВЫЕ ВСХОДЫ** Для инвестора, у которого горизонт инвестирования три-четыре месяца не вызывает отторжения, сейчас самое время для покупки. Многие достойные бумаги выглядят перепроданными, а их доходности — завышенными. С другой стороны, если известно, что эмитент пользуется поддержкой на региональном или федеральном уровне или осуществляет потенциально прибыльный инвестиционный проект (а почти все прибыльные крупные инвестиционные проекты в России сейчас так или иначе связаны с государственной поддержкой), уровень риска по таким бумагам невысок.

Кроме того, в последнее время стал постепенно восстанавливаться и рынок первичных размещений. Видимо, многие эмитенты поняли, что эра дешевых денег в России закончилась и дальнейшее ожидание лишь усугубляет их положение. К тому же четвертый квартал уже наполовину прошел, и если стоит задача размещения займа в 2007 году, то дальше откладывать уже нельзя. В результате средний объем ежедневных размещений в период с середины октября по середину ноября составил около 7 млрд руб. А ведь еще недавно бывали периоды отсутствия размещений рублевых облигаций по полтора месяца. Участники рынка советуют инвесторам вкладываться в новые бумаги именно сейчас, чтобы к началу весны получить приличную доходность.

Марианна Ткаченко: «В сложный период стоит выбирать бумаги компаний, поддержку которым может оказать государство, то есть стратегически важных отраслей. В банков-

ских бондах мы тоже видим определенный потенциал роста, но здесь больше рисков, связанных с негативным восприятием сектора в целом, поэтому имеет смысл ограничить присутствие эмитентов данного сектора в инвестиционном портфеле. С горизонтом инвестирования три-четыре месяца имеет смысл рассматривать выпуски, погашающиеся или предъявляемые к оферте в этот период: 3-й выпуск «Северо-Западного телекома», «ГАЗ-Финанса», «Татэнерго». В более рискованный портфель можно купить 4-й выпуск «Русского стандарта». По нашему мнению, положительная динамика будет в бумагах АИЖК, 4-м выпуске ЮТК, 2-м выпуске «Трансмашхолдинга», 2-х выпусках «Уралвагонзавода» и «Вагонмаша». Стоит также присмотреться к бумагам УРСА Банка и Транскредитбанка».

Кроме того, у инвесторов есть возможности извлечь доход на рынке рублевых облигаций из окончания реформы РАО ЕЭС. В начале ноября на вторичный рынок вышли бумаги региональных сетевых компаний. И участники рынка рекомендуют инвесторам, не боящимся риска, присмотреться к ним повнимательнее. Скрытые возможности этих эмитентов могут приятно удивить и стать торговой идеей.

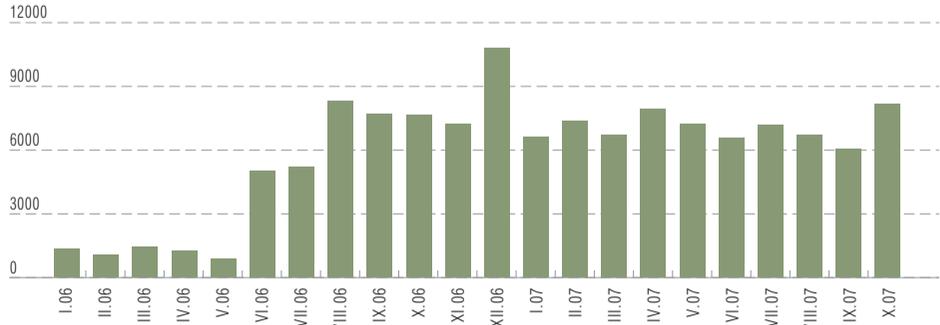
Дмитрий Зак: «С горизонтом инвестирования около четырех месяцев мы рекомендуем покупать выпуски региональных сетевых компаний (РСК), которые помимо квазисуверенного кредитного качества обладают скрытым путоционом, позволяющим получить дополнительную доходность. Сейчас на рублевом рынке обращаются облигации трех региональных распределительных компаний — ОАО «Челябэнерго», ОАО «Кубаньэнерго», ОАО «Пермьэнерго», которые в ходе реформы должны будут войти в состав МРСК. В случае такой реорганизации закон дает право требовать погашения задолженности в течение 30 дней с момента опубликования сведений или направления уведомления о реорганизации, то есть исполнения досрочной оферты.

Собрания акционеров всех РСК по вопросу консолидации должны состояться в январе. Завершение формирования МРСК запланировано на конец первого квартала 2008 года, однако для этого требуется соответствующее распоряжение правительства, которое еще не подписано. Существует риск задержки сроков, однако, по нашим оценкам, присоединение РСК к МРСК произойдет в конце первого или в начале второго квартала 2008 года. Таким образом, имеет смысл покупать эти бумаги сейчас по цене ниже номинала и исполнить право досрочного погашения в 2008 году. При этом итоговый доход будет складываться из купонных платежей и прироста в цене облигации. Потенциал доходности от вложения в данные инструменты на полгода составляет 10,9–13,7% годовых.

Так, 1-й выпуск «Кубаньэнерго» сейчас торгуется по цене 98,9% от номинала, эффективная доходность к предполагаемой досрочной оферте составит 10,9%. Цена 1-го выпуска «Пермьэнерго» составляет 98% от номинала, что соответствует доходности к возможной оферте на уровне 13,4% годовых. Максимальный же доход в данном случае принесут облигации 1-го выпуска «Челябэнерго» — при цене 98% от номинала доходность к скрытому путоциону составляет 13,68%». ■



ДОЛЯ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ОТРАСЛЯМ (%) ИСТОЧНИК: МДМ-БАНК.



ОБЪЕМ ТОРГОВ КОРПОРАТИВНЫМИ ОБЛИГАЦИЯМИ НА ММВБ (МЛН РУБ.) ИСТОЧНИК: ММВБ.

### ПРОГНОЗЫ