

АУКЦИОНЫ ЖКХ: НОВАЯ РЕАЛЬНОСТЬ. ПЕРЕОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ ОФЗ И BLUE CHIPS

Егор Федоров
Fedorov_EY@mmbank.ru

Юрий Нефёдов
Nefedov_YA@mmbank.ru

Разочаровывающие итоги аукциона ЖКХ

Сегодня долговой рынок получил еще один неутешительный сигнал негативного развития событий на рынке капитала. Итоги первых аукционов по размещению средств ЖКХ на банковских депозитах в размере 20.0 млрд. руб. вызвали у нас шок.

Средневзвешенная ставка на срок 371 день составила 12,37% годовых, ставка отсечения - 12,09%

Средневзвешенная ставка на сроком 91 день составила 10,95% процента годовых, ставка отсечения - 10,75%.

ЖКХ заключил соглашение с 22 банками, в числе которых: Сбербанк, Банк Москвы, МДМ-Банк, банк ВТБ, ВТБ-24, Альфа-Банк, банк Уралсиб, Газпромбанк, Райффайзенбанк – лидеры банковского бизнеса страны. По данным REUTERS, в аукционе участвовало 17 банков – не все банки имели доступ на биржу СПББ, где проводились эти аукционы. Совокупный объем спроса на средства ЖКХ не известен, но по нашей информации на аукционе выставлялись довольно крупные заявки не менее 1.0 млрд. руб.

Этот аукцион стал первым реальным индикатором того, сколько может стоить фондирование для банков первого эшелона. До настоящего момента наиболее популярными инструментами фондирования банковского сектора были аукционы однодневного РЕПО ЦБ (сейчас ставка 7.0%) и аукционы Минфина по размещению средств на один месяц (в настоящее время ставка не ниже 8.0%).

Столь высокая стоимость средств для банков первого круга шокирует нас. Списывать столь высокую ставку на краткосрочные проблемы с ликвидностью нельзя. Никто не станет бороться с краткосрочным дефицитом средств за счет дорогих длинных денег, когда можно рефинансироваться в ЦБ под 7.0% Единственным правильным объяснением высокой ставки на аукционах по размещению средств ЖКХ, как нам сейчас представляется, могут быть негативные ожидания банков относительно перспектив привлечения средств на внешних рынках капитала. Судя по всему, **банки готовятся к худшему в ожидании тяжелой осени** и пытаются увеличить запас долгосрочных денег на фоне эскалации напряженности между Россией и Западом.

На этом фоне **мы переоценили оценки справедливой доходности ОФЗ и облигаций blue chips в сторону повышения.**

Переоценка ОФЗ и blue chips

Последние события, а также итоги этого аукциона заставляют нас еще пристальней посмотреть на оценку справедливых доходностей ОФЗ и корпоративных облигаций blue chips. Справедливости ради, предупредим, что наши **ВЫВОДЫ СДЕЛАНЫ НЕ НА ОСНОВЕ ПРОШЕДШИХ АУКЦИОНОВ ЖКХ**, которые лишь стали катализатором новой переоценки.

В сегодняшнем ежедневном обзоре мы достаточно подробно изложили мысли по поводу дальнейшей динамики ОФЗ. Для удобства мы приводим его ниже. Для краткости, наша идея состоит в том, что в настоящее время, когда ОФЗ лишились мощного фактора поддержки со стороны основных игроков, у доходности госбумаг есть шанс достигнуть более рыночных уровней, а, следовательно, восстановить свой статус бенчмарка и привлечь интерес рыночных участников.

Срок	0.5	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	10	30
ОФЗ	5.96	6.42	6.69	6.88	7.03	7.15	7.25	7.34	7.42	7.49	7.95	8.68
Еврообл	5.01	5.21	5.32	5.40	5.46	5.51	5.56	5.59	5.63	5.65	5.85	6.15
NDF imp y - USD MS (1y)	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380	380
Модель ОФЗ	8.81	9.00	9.12	9.20	9.26	9.31	9.35	9.39	9.42	9.45	9.64	9.95
Премия ОФЗ к текущ. ОФЗ	285	259	243	232	223	216	210	205	200	196	170	127
Blue Chips Selectd	7.80	8.37	8.70	8.93	9.11	9.26	9.39	9.50	9.59	9.68	10.24	11.14
Спрэд к ОФЗ	184	195	201	205	209	211	214	216	217	219	229	246
Blue Chips Selectd Model	10.65	10.95	11.13	11.25	11.34	11.42	11.49	11.55	11.60	11.64	11.94	12.41

Источники: ММББ, Bloomberg, Банк Москвы

Корпоративные облигации blue chips

Выпуск	Доходность	Мод. Дюр
ГАЗПРОМ А6	7.76	0.86
ГАЗПРОМ А7	8.10	1.04
ГАЗПРОМ А4	8.66	1.29
ГАЗПРОМ А8	8.83	2.59
ГАЗПРОМ А9	9.07	4.19
Лукойл2обл	7.84	1.09
Лукойл3обл	9.33	2.68
Лукойл4обл	9.55	3.97
РЖД-05обл	6.49	0.38
РЖД-03обл	8.66	1.11
РЖД-06обл	8.94	1.87
РЖД-07обл	9.20	3.28
РЖД-08обл	9.43	2.35
РосселхБ 4	7.02	0.11
РосселхБ 6	8.85	0.45
РосселхБ 3	9.22	1.31
РосселхБ 2	9.79	2.06
ФСК ЕЭС-03	6.83	0.27
ФСК ЕЭС-05	8.33	1.12
ФСК ЕЭС-02	8.69	1.57
ФСК ЕЭС-04	9.13	2.52

Источники: ММББ, расчеты Банка Москвы

Оценка справедливой кривой доходности ОФЗ

В настоящее время, когда внутренний долговой рынок не может являться эффективным ориентиром для оценки справедливой кривой, можно использовать оценки рынка российских еврооблигаций и рублевый NDF.

Практически кривая российских еврооблигаций включает оценки премии за специфический российский суверенный риск в долларах США, которые уже включают в себя премию за напряженную политическую ситуацию.

Разница в рублевых NDF и USD mid-swaps позволяет построить синтетическую рублевую кривую, используя оценки кривой еврооблигаций.

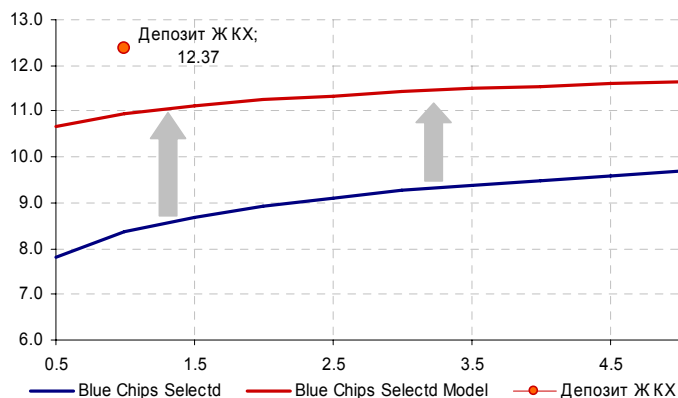
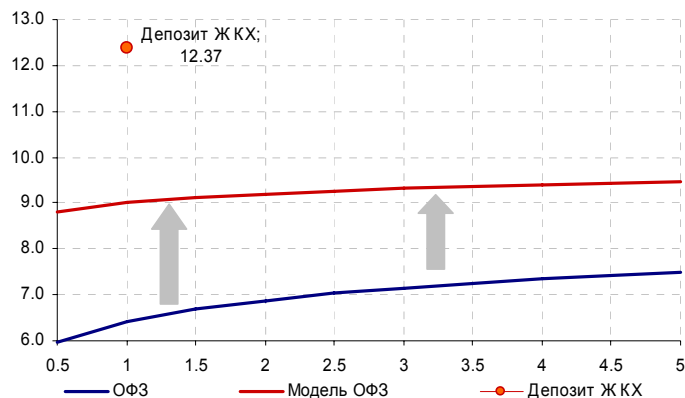
Мы построили синтетическую кривую рублевых ОФЗ на основе данных синтетической кривой еврооблигаций и разницы годового контракта NDF и годового USD mid-swap - около 380 б.п.

Таким образом, мы получили синтетическую кривую рублевых ОФЗ в пределах 8.8 – 9.0% на срок полгода - года и до 10% на сроке 30 лет. Премия к текущей кривой варьируется от 130 до 290 б.п. в зависимости от срока.

Нужно отметить, что эти оценки являются гипотетическими, позволяющими при прочих равных получить доходность на основе оценок синтетической кривой еврооблигаций и годового контракта NDF.

Переоценка корпоративных облигаций

Последствия роста доходности госбумаг должны сказаться и на корпоративном рынке облигаций. Поэтому мы применили оценки премии модельной кривой ОФЗ к текущей кривой корпоративных облигаций blue chips (см. список). Мы сознательно отобрали не все бумаги, исключив, например, облигации АИЖК больше всего пострадавших от последних распродаж. Кроме того, различные представители первого эшелона в силу ликвидности по-разному «подстроились» под рынок. Поэтому мы не приводим оценки кривых конкретных эмитентов, а приводим оценку потенциала роста доходности облигаций эмитентов первого эшелона. По нашим оценкам, кривая доходности эмитентов первого эшелона должна достигнуть 10.5 – 11.6 % на сроке до одного года до 5 лет. В настоящее время, кривая доходности облигаций blue chips варьируется в пределах 8.0 – 10.0% годовых.



Источники: ММББ, расчеты Банка Москвы

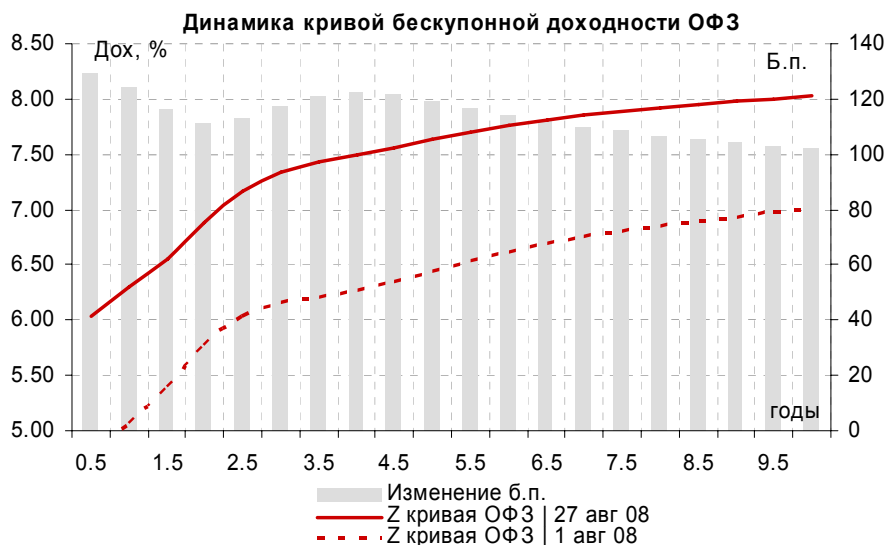
Выводы

Эта картина является модельным представлением того, насколько могут вырасти доходности ОФЗ и blue chips. В реальности, может быть как лучше (например, рост доходности ОФЗ может сдерживаться искусственно), так и хуже (в случае закрытия внешних рынков для российских эмитентов). Тем не менее, мы придерживаемся негативного взгляда в отношении динамики ставок и полагаем, что сценарий продолжения роста ставок в настоящее время наиболее вероятен. Мы рекомендуем воздержаться от покупок длинных облигаций в ближайшее время.

Об ОФЗ замолвим слово

Рублевые облигации продолжают продавать. Похоже, те инвесторы, кто позволил себе сохранить позиции в длинных низкодоходных государственных облигациях до последнего времени, сейчас пытаются их закрыть. Мы полагаем, что эта тенденция может сохраниться, но не получит массовый характер. Основные игроки рынка госбумаг - Сбербанк, ПФР и ГУК ВЭБа вряд ли будут снижать свои позиции в госбумагах. Мы предлагаем внимание наши размышления относительно динамики рынка в ближайшем будущем.

Если оценивать падение сектора госбумаг в терминах бескупонной доходности, мы получим сдвиг кривой на 100-130 б.п. Причем более сильным ростом отличается короткий конец кривой. Учитывая короткую среднюю дюрацию всего рынка (не более 1.5 лет), агрессивный рост доходностей базовых активов представляет угрозу ввиду того, что сейчас ломаются ориентиры рынка в отношении того, какая доходность действительно справедлива, особенно для эмитентов 3-го эшелона.



До последнего времени у большинства участников рынка сохранялся очень негативный взгляд в отношении ОФЗ в силу двух причин:

- 1) Недостаточной ликвидности рынка госбумаг, где низкие объемы торгов сочетаются с небольшим количеством активных участников этого рынка.
- 2) Неудовлетворительного уровня доходности инструментов, искусственно поддерживаемой на стабильном уровне мажоритарными участниками этого рынка на фоне методичного повышения процентных ставок со стороны ЦБ. Вчера мы писали, что эта поддержка фактически исчезла только в августе, когда желание нерезидентов выйти из рублевых активов перевесило желание его постоянных участников продолжать оказывать поддержку. Напомним, что ЦБ признавался, что выкупил ОФЗ на сумму порядка 40.0 млрд. руб. в конце сентября 2007 года.

Несмотря на нестабильную политическую конъюнктуру, сейчас есть как минимум четыре причины, чтобы присмотреться к ОФЗ повнимательнее:

- 1) Переоценка в конце августа. Напомним, что в конце июля рынок испытал самую большую переоценку в госбумагах и выпусках облигаций blue chips в этом году. Не исключено, что в конце августа мы также увидим очередной window-dressing.
- 2) Положительное саргу к ставке РЕПО ЦБ ряда выпусков ОФЗ. По крайней мере пять выпусков ОФЗ серий 46014, 46017, 46018, 46020 и 46021 имеют положительное саргу с однодневной ставкой РЕПО более чем 50 б.п. Это дает инвесторам относительный запас в случае дальнейшего ужесточения политики ЦБ.
- 3) Поддержка рынка госбумаг со стороны ЦБ. Этот фактор ни в коем случае нельзя недооценивать. И вероятность появления ЦБ на долговом рынке в целях поддержания стабильности на внутреннем рынке капитала очень высока. В противном случае, безостановочный рост ставок по госбумагам может привести к коллапсу внутреннего рынка капитала.
- 4) Роль бенчмарка может быть восстановлена. По мере роста доходности ОФЗ (см. расчеты выше) спрос со стороны более спекулятивных участников может заметно возрасти, что приведет к увеличению ликвидности рынка и росту авторитета ОФЗ, как основного индикатора

долгового рынка.

Таким образом, при прочих равных условиях мы полагаем, что ОФЗ могут оказаться востребованным инструментом среди участников рынка в долгосрочной перспективе.

В краткосрочной перспективе, несмотря на перечисленные выше факторы в пользу ОФЗ, мы придерживаемся негативного взгляда в отношении динамики рынка в ближайшем будущем.

Во-первых, сохраняющаяся политическая неопределенность будет продолжать толкать ставки вверх.

Во-вторых, отток иностранного капитала приведет к дефициту спроса на качественные рублевые активы, в том числе госбумаги.

В-третьих, исходя из разницы между ставками рублевых NDF и USD Mid-swaps (сейчас на сроке год - 350 б.п. нижний порог доходности коротких ОФЗ должен находиться в районе 8.5 - 9.0%). Пока этого уровня достиг только длинный конец кривой ОФЗ.

В-четвертых, положительное саггу должно выполняться для всех выпусков ОФЗ, а не для отдельной перепроданной части.

Таким образом, мы не рекомендуем делать поспешные шаги на рынке ОФЗ в спекулятивных целях. Однако присматриваться к этому рынку стоит более тщательно, поскольку интерес к госбумагам может вернуться в ближайшее время, а явление бегство-в-качество, обычно характерное для развитых рынков, в случае ухудшения ситуации рано или поздно может проявиться и на российском долговом рынке.



Контактная информация

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research @mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Зам. директора департамента

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Управление рынка акций

Стратегия

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Металлургия

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR @mmbank.ru

Телекоммуникации и ИТ

Мусиенко Ростислав

Musienko_RI @mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Химическая промышленность

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Банковский сектор

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE @mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS @mmbank.ru

Управление долговых рынков

Стратегия и количественный анализ

Федоров Егор

Fedorov_EY @mmbank.ru

Кредитный анализ

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY @mmbank.ru

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA @mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov_YA @mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.