

Стратегия долговых рынков: сентябрь 2011

- ❶ После удручающей статистики по августовской занятости в США мы полагаем, что спрос на рискованные активы (в том числе и на долги ЕМ) не вернется на рынки вплоть до заседания ФРС 20-21 сентября.
- ❶ Мы не сомневаемся, что QE3 состоится, однако форма реализации нового пакета поддержки не гарантирует рост спроса на рискованные активы, хотя стимулы от ФРС с 2009 года непременно подогревали аппетит к риску.
- ❶ Долговые проблемы Европы в августе сосредоточились в Италии и Испании. Масштабные покупки ЕЦБ госбумаг данных стран помогли предотвратить дальнейший стремительный рост доходности. Дополнительной точкой напряженности стал повышенный спрос на ликвидность в еврозоне.
- ❶ Нерешенными остаются вопросы о расширении полномочий EFSF, втором пакете помощи и очередном транше из первого bailout для Греции. Вероятен скачок на долгом рынке Италии. Решительных мер от властей еврозоны в сентябре ждать вряд ли стоит.
- ❶ Бегство из рисков привело к существенному снижению цен российских евробондов в августе. Падение котировок по отдельным выпускам достигало 5-6 п.п.
- ❶ Мы считаем маловероятным положительную динамику в евробондах в сентябре, в лучшем случае делая ставку на нейтральные итоги месяца. Первичный рынок продолжит пустовать. Считаем целесообразным переждать большую часть сентября в евробондах Транснефти, Газпрома, Сбербанка и Синека.
- ❶ Под давлением со стороны профицитного бюджета и оттока капитала запасы рублевых средств банковской системы в сентябре продолжат сокращаться с последующим ростом ставок денежного рынка. Мы ожидаем снижения суммарной величины остатков на корсчетах и депозитах к концу сентябрьского налогового периода примерно до RUB750 млрд. (-17%), и чистой ликвидной позиции до RUB0-150 млрд.
- ❶ Ввиду ожидаемого сужения базы ликвидности ставки МБК к концу месяца могут превысить стоимость депозитов овернайт с ЦБ (сейчас 3.5%) на 1.0-1.5 п.п., а ставки по междилерскому РЕПО на 1-день способны обогнать минимальную ставку на 1 день по РЕПО с ЦБ (сейчас 5.5%).
- ❶ Доходности ОФЗ в августе выросли в среднем на 20-40 бп в зависимости от дюраций выпусков. В сентябре ожидаем дальнейшего роста рыночных доходностей на 5-15 бп в терминах.
- ❶ Минфин пока существенно не меняет сентябрьские планы по размещению ОФЗ (RUB130 млрд.); мы считаем, что ведомству удастся разместить максимум RUB50 млрд. Навес первичного предложения будет оставаться фактором повышения доходностей госбумаг.
- ❶ Пониженная рыночная активность в сентябре сохранится, факторов для оживления первичного рынка не видим: в сложившихся условиях рынок будет рассматривать исключительно качественных заемщиков.
- ❶ При формировании спекулятивных позиций в рублевых облигациях призываем руководствоваться критерием «ликвидность» и жертвовать критерием «интересная доходность» в случае если первый критерий не выполняется.

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru**Мария Помельникова**

+7 495 789-35-94

maria.pomelnikova@trust.ru

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ: «ОСЕНЬ НЕ БУДЕТ СКУЧНОЙ»¹

США: НОВЫЙ ЭТАП QE МОЖЕТ НЕ ВЫЗВАТЬ РОСТА СПРОСА НА РИСК

Август заставил вспомнить всех участников внутреннего долгового рынка и рынка еврооблигаций о том, что помимо действий ЦБ и уплаты налогов существенно влиять на рублевый долг могут и иные события, а цена на нефть не является независимой величиной. Так, предрекая в первой половине года ухудшение ситуации во второй половине 2011 г., мы оперировали тем, что наблюдавшийся уровень цен на основные активы (индексы акций, commodities) являл собой результат избыточного оптимизма участников рынка в части экономического восстановления на развитых рынках.

Однако несмотря на массу негативных событий (затянувшееся решение о повышении потолка госдолга в США, понижение рейтинга США, резкое обострение на рынке МБК в Европе) центральной темой августа мы считаем появление большей определенности со стороны ФРС в части нового стимулирования экономики. Выступление Б. Бернанке 26 августа в Джексон-Хоул, где годом ранее был дан идейный старт QE2, позволило только допустить возможность дальнейших стимулов. Опубликованный несколько дней спустя протокол августовского заседания ФРС лично для нас сделал факт предстоящего очередного этапа стимулирования свершившимся.

Тем не менее насчет инструментов будущего QE3 определенности нет. Регулятор рассматривает несколько вариантов, только два из которых имеют непосредственное влияние на рынок UST, что особенно важно – разнонаправленное, а не однозначно стимулирующее как при QE1 и QE2.

Первый – удлинение дюраций выкупаемых с рынка UST – приведет к дальнейшему расширению баланса центробанка. Этот способ реализации стимулирования традиционно будет влиять на рынки, стимулируя спрос на риск.

Второй способ – покупка более длинных бумаг с одновременной продажей с баланса более коротких UST – позволит уйти от увеличения баланса, но не даст участникам рынка ликвидность для новых покупок в рискованных активах. Продажи же коротких выпусков казначейских облигаций «поддержнут» ставки в ближнем конце американской суверенной кривой, которая традиционно соответствует уровню ставок денежного рынка.

После удручающей статистики по августовской занятости мы полагаем, что спрос на рискованные активы (в том числе и на долги EM) не вернется на рынки вплоть до двадцатых чисел сентября в ожидании решений ФРС в части новых мер экономического стимулирования по итогам его заседания 20-21 сентября.

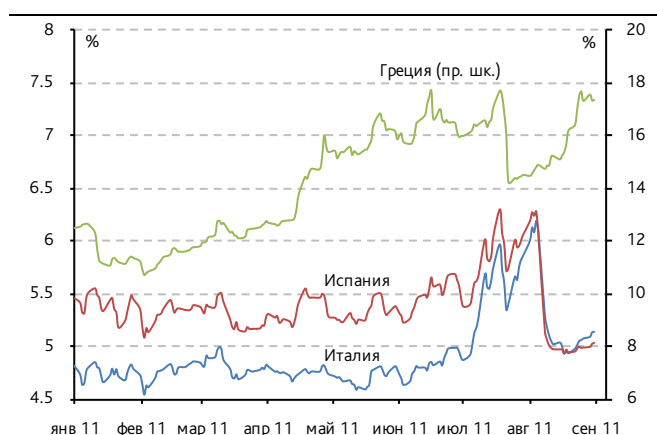
ЕЦБ ПОМОГ СБИТЬ ЖАР У ИТАЛИИ И ИСПАНИИ, НО СТРУКТУРНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ПО-ПРЕЖНЕМУ НЕ РЕШЕНЫ

Европейские долговые проблемы проявлялись на рынках в августе лишь косвенно, подогревая и без того существенные опасения скатывания глобальной экономики в новую рецессию. Доходности итальянских и испанских госбумаг, штурмовавшие все новые и новые высоты, были в итоге сбиты усилиями Европейского Центробанка, а вопрос о нехватке ликвидности у европейских банков постепенно потерял свою остроту. Однако ближе к концу августа на рынках вновь возникли опасения за судьбу как очередного транша Греции, так и второго пакета помощи данной стране. Постепенному росту напряженности способствовали также ожидания непростых сентябрьских дебатов по реформированию Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF).

Главным действующим лицом в Европе выступил ЕЦБ, возобновивший после 18-недельного перерыва выкуп гособлигаций проблемных стран, прежде всего, Италии и Испании. Данное решение немедленно сказалось на рынках: как видно на диаграмме 1, доходности итальянских и испанских 10-летних госбумаг буквально за одну торговую сессию снизились почти на 1 п.п. – с опасного уровня 6% до более приемлемого в 5%. Столь резкая динамика изменения доходности, вероятно, была вызвана объемами выкупа: ЕЦБ в первую неделю взял с рынка рекордный за всю историю данной программы объем госбумаг – USD22 млрд. Исторически максимальным был и общий объем выкупа за август, составивший USD43 млрд. (см. диаграмму 2).

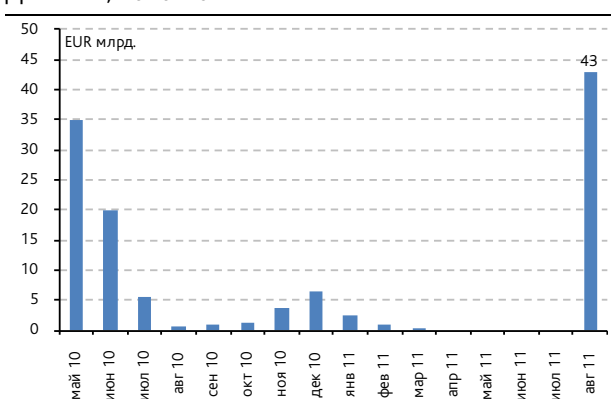
¹ Высказывание канцлера ФРГ А. Меркель

ДИАГРАММА 1. ДОХОДНОСТЬ 10-ЛЕТНИХ ГОСБУМАГ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН ЕВРОЗОНЫ, 2011



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 2. ПОКУПКИ ЕЦБ ГОСБУМАГ ПРОБЛЕМНЫХ СТРАН ЕВРОЗОНЫ, МЕСЯЧНЫЕ ДАННЫЕ, 2010-2011



Источник: ЕЦБ, НБ «Траст»

Между тем отдельные члены Совета управляющих ЕЦБ (в основном представители Германии) вновь, уже в более резкой форме, высказали опасения, что выкуп госбумаг «периферии» подрвет доверие к регулятору, так как фактически выводит его на поле фискальной политики, а также ослабит стимулы для проблемных стран проводить экономические реформы.

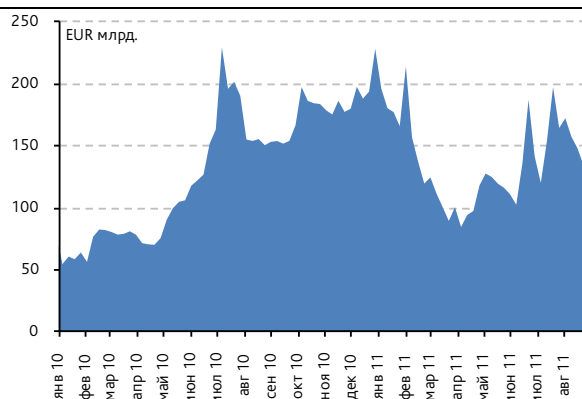
В нашем понимании, выкуп ЕЦБ госбумаг является эффективным инструментом лишь в краткосрочной перспективе – фактически регулятор за счет данной программы дает время евроциновникам принять адекватные структурные (а значит постоянно действующие) меры, способные если не решить долговой кризис, то, по крайней мере, снять его остроту. Одной из таких мер должно стать расширение полномочий EFSF, позволяющее стабфонду выкупать госбумаги «периферии» на вторичном рынке. Это решение, принятое на саммите ЕС в конце июля, в теории должно быть одобрено парламентами стран-участниц еврозоны в сентябре. Так, германские парламентарии выскажут свое мнение по данному вопросу 29-30 сентября. Однако проблему для расширения EFSF неожиданно может составить Словакия. Несмотря на то, что доля ВВП страны в экономике еврозоны составляет менее 1%, решение Словакии отложить голосование по европейскому стабфонду по крайней мере до декабря может серьезно пошатнуть европейский долговой рынок. Стоит также отметить участвовавшие в последнее время сообщения о намерении «разводнить» правила деятельности обновленного EFSF, сделав его работу более бюрократизированной.

ОПАСЕНИЯ ЗА БАНКОВСКУЮ ЛИКВИДНОСТЬ В ЕВРОЗОНЕ СОХРАНЯТСЯ

Еще одной темой августа стали опасения ухудшения ситуации с ликвидностью в еврозоне. Участники торгов выражали все большие опасения, что европейские банки могут понести серьезные потери по принадлежащим им госбумагам «периферии». Напряженность с ликвидностью нашла свое отражение в повышенных объемах заимствований в евро у ЕЦБ. Как видно из диаграммы 3, объем выданных ЕЦБ 7-дневных евровых кредитов в рамках операций MRO (Main Refinancing Operations, проводятся еженедельно) в августе находился на максимальных с начала года уровнях – около EUR150 млрд. Еще большее опасение вызвал у рынка неожиданно возникший у одного из банков спрос на долларовую ликвидность от ЕЦБ. Опасения за банковский сектор Европы не замедлили сказаться на динамике фондового рынка. Так, если индекс акций банковского сектора США S&P 500 Banks просел за август на 10%, то его европейский аналог, EuroStoxx 600 Banks (в долларовом выражении), обвалился примерно на 17% (см. диаграмму 4). Тем не менее опасения рынка по поводу нехватки ликвидности постепенно сошли на нет к концу августа, уступив место более общим страхам.

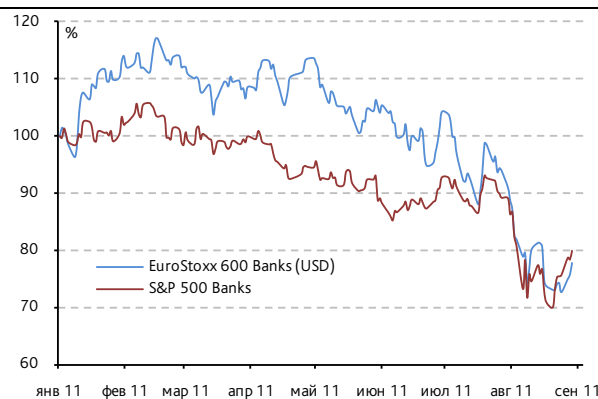
Между тем еще один всплеск внимания к банковскому сектору еврозоны в последних числах августа был вызван рекомендациями МВФ провести принудительную докапитализацию сектора перед лицом угрозы долгового кризиса. По подсчетам специалистов Фонда, нехватка капитала, возникающая в результате владения госбумагами стран PIIGS, а также Бельгии, составляет порядка EUR200 млрд. Европа парировала, заявив, что согласно проведенным в начале лета стресс-тестам, этот показатель составляет лишь EUR2.5 млрд. Напомним, что планируемое расширение полномочий EFSF также допускает выделение стабфондом средств на докапитализацию банков.

ДИАГРАММА 3. ОБЪЕМ ПРИВЛЕЧЕННЫХ У ЕЦБ 7-ДНЕВНЫХ КРЕДИТОВ В ЕВРО (MRO), 2008-2011



Источник: ЕЦБ

ДИАГРАММА 4. ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ* БАНКОВСКОГО СЕКТОРА В США И ЕВРОПЕ, 2011



* 3 янв 2011 г. = 100%

Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

В СЕНТЯБРЕ ЕВРОПА ОПЯТЬ ВОЙДЕТ В НЕСПОКОЙНЫЕ ВОДЫ

В сентябре Европе предстоит пройти нелегкий путь. Это и уже отмеченные нами вероятные сложности на пути одобрения расширения полномочий EFSF, и вероятный новый всплеск доходностей на рынке госдолга Италии. К этому добавляется до сих пор неурегулированный «залоговый» вопрос между Грецией и Финляндией. Последняя требует получения залога от Афин в обмен на участие во втором bailout, что вызывает обоснованное негодование среди других стран еврозоны.

Мы не сомневаемся в получении Грецией очередного транша от Европы и МВФ, несмотря на почти 100% вероятность неисполнения страной по итогам 2011 г. взятых на себя в рамках первого пакета помощи обязательств по сокращению дефицита бюджета. Оценочная миссия в лице представителей тройки международных кредиторов (Еврокомиссия, ЕЦБ и МВФ) должна возобновить прерванную в Афинах работу в середине сентября. В свою очередь, затягивание с принятием решения по траншу может вновь подорвать и без того крайне слабое доверие рынков к способности Афин выйти из кризиса. Кроме того, разразившиеся в конце августа дебаты по вопросу залога, который Финляндия потребовала от Греции в обмен на участие во втором bailout, могут в очередной раз дать инвесторам повод усомниться в единстве Европы.

Отдельной историей сентября обещает стать ситуация в Италии. Власти страны согласовали в прошлом месяце пакет мер бюджетной экономии на EUR45.5 млрд. и пообещали прийти к бездефицитному бюджету уже к 2013 г., что, собственно, и позволило ЕЦБ в начале августа возобновить выкуп госбумаг «периферии», сконцентрировавшись, прежде всего, на итальянских, а также на испанских бондах. Тем не менее внутривластное давление вынудило правительство Италии внести изменения в согласованный план экономии, снизив его эффективность (по подсчетам итальянских экономистов) на EUR4-6 млрд. ЕЦБ уже предупредил итальянские власти о необходимости скорейшего и полного исполнения обозначенных планов, выразив тем самым свое недовольство пересмотренным пакетом мер экономии. Мы не исключаем, что сентябрь может принести приостановку (или сокращение объемов) выкупа итальянских бондов ЕЦБ с целью стимулирования более жестких мер экономии в Италии. Кроме того, учитывая существенный объем погашения госбумаг Италии в сентябре (порядка EUR16 млрд., включая процентные платежи), дополнительная неопределенность по программе сокращения дефицита бюджета может вновь вызвать сильный рост доходностей на рынке госдолга страны.

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ: ИСХОД ИЗ РИСКОВ

ИНВЕСТОРЫ ПОКИНУЛИ РЫНОК РОССИЙСКИХ ЕВРОБОНДОВ, ОПУСТИВ ЦЕНЫ НА 5-6 П.П.

Август выдался крайне непростым месяцем для российских еврооблигаций. От действовавшего еще в конце июля – самом начале августа иммунитета к нарождающемуся внешнему негативу не осталось и следа. Совокупность факторов, включая, прежде всего, снижение рейтинга США и появившиеся опасения скатывания мировой экономики в новую рецессию, фактически обрушили спрос на рискованные активы, включая публичные валютные долговые обязательства российских компаний и государства. Так, просадка по отдельным ликвидным, как правило, долгосрочным евробондам российских компаний составляла 5-6 п.п., а спред **Russia 30–UST10** расширился до годового максимума (см. диаграмму 5).

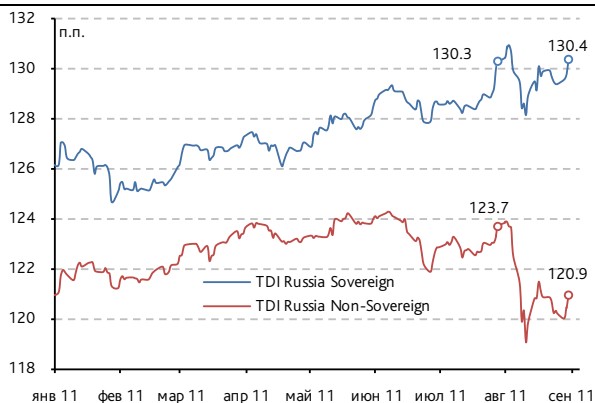
ДИАГРАММА 5. СПРЕД RUSSIA 30–UST10, 2010-2011



Источник: НБ «Траст»

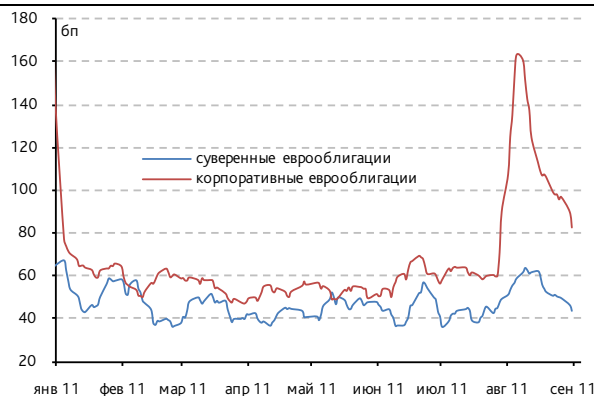
Очень примечательно, что суверенные российские евробонды, несмотря на наблюдавшееся в середине августа значительное снижение стоимости, все же смогли завершить месяц относительно нейтрально (см. диаграмму 6). Рассчитываемый НБ Траст ценовой индекс **TDI Russia Sovereign** (отражает изменение стоимости российского публичного суверенного валютного долга) за предыдущий месяц даже несколько подрос – на 0.1 п.п. Стоимость индикативного суверенного евробонда **Russia 30** при этом выросла на 0.2 п.п.

ДИАГРАММА 6. ЦЕНОВЫЕ ИНДЕКСЫ TDI RUSSIA SOVEREIGN И TDI RUSSIA NON-SOVEREIGN, 2011



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 7. BID/ASK СПРЕД ПО СУВЕРЕННЫМ И КОРПОРАТИВНЫМ РОССИЙСКИМ ЕВРОБОНДАМ*, 2011



* скользящая средняя за 7 дней
Источник: НБ «Траст»

Совершенно иная ситуация сложилась на рынке корпоративных и банковских евробондов. Индекс **TDI Russia Non-Sovereign** (оценивающий динамику стоимости российских негосударственных еврооблигаций) терял по итогам отдельных торговых сессий августа до 4.7 п.п. по сравнению с уровнем конца июля, а в целом за прошедший месяц снизился на 2.8 п.п.

Отдельно мы бы хотели обратить внимание на наблюдавшиеся в начале августа повышенные уровни bid/ask спредов, вызванные существенным сокращением торговых оборотов в российских евробондах. Показатели как в суверенном, так и в корпоративном сегментах достигли максимальных за год показателей, причем рост bid/ask спреда по евробондам российских компаний был существенно более высоким. Примечательно, что представленная на диаграмме 7 динамика рисует ту же картину, что и ценовые индексы TDI: если ситуация с суверенными евробондами в целом нормализовалась (bid/ask спред вернулся на уровень около 40 бп), то в корпоративном сегменте показатель все еще на 20 бп превышает среднее за год значение в 50-60 бп.

МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИЙ И ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫЙ СЕКТОРА ПОСТРАДАЛИ СИЛЬНЕЕ ОСТАЛЬНЫХ

В секторальном разрезе, основной удар августовское бегство от рисков нанесло по евробондам компаний металлургического и горнодобывающего сектора (–4.8 п.п., исходя из соответствующего ценового индекса TDI), выпускам телекоммуникационных компаний (–4.3 п.п.) и банкам (–2.1 п.п.).

Представленная ниже таблица свидетельствует о том, что большинство корпоративных выпусков так и не смогли ликвидировать падение в августе. Так, евробонд **ТМК 18**, максимальное снижение стоимости которого в августе достигало 9 п.п. по отношению к концу июля, завершил месяц как наиболее сильно подешевевшая бумага среди российских евробондов. В целом аналогичная ситуация сложилась и с еврооблигациями Вымпелкома, в которых в августе была сосредоточена достаточно высокая активность. Выпуск **VimpelCom 22**, в частности, опускался на 8 п.п. ниже уровня конца июля и закончил август в минусе на 5 п.п. Тем не менее есть в данной ситуации и некоторые исключения. Так, выпуск **Gazprom 34**, терявший около 6 п.п. в начале августа, завершил месяц небольшим приростом, равно как и **Gazprom 37**. Отметим при этом в таблице лидеров роста преобладание суверенных евробондов.

ТАБЛИЦА 1. ЛИДЕРЫ РОСТА И ПАДЕНИЯ НА РЫНКЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ЗА МЕСЯЦ К 1 СЕНТЯБРЯ

Лидеры роста*		Лидеры падения	
Выпуск	Изменение цены, п.п.	Выпуск	Изменение цены, п.п.
Gazprom 34	+0.60	ТМК 18	-6.63
Russia 20	+0.56	RenCap 16	-6.12
Gazprom 37	+0.06	Promsvyazbank 16	-5.46
Russia 30	-0.05	MTS 20	-5.30
SberBank 15N	-0.30	VimpelCom 21	-5.24
Russia 15	-0.40	VimpelCom 16	-5.22
Russia 18	-0.41	VimpelCom 18	-5.14
VTB 11	-0.44	VimpelCom 17	-5.14
SberBank 11	-0.47	VimpelCom 22	-5.07
Russia 28	-0.53	VimpelCom 16N	-5.03

Справочно: TDI Russia Sovereign +0.12 п.п., TDI Russia Non-Sovereign –2.71 п.п.

* наименее пострадавшие выпуски

Источник: НБ «Траст»

Динамика отдельных выпусков еврооблигаций по итогам августа 2011 г. укладывается в наше представление о том, как должны вести себя те и или иные отраслевые инструменты в период сверхволатильности и кризиса ликвидности. Мы сформировали его во время недавнего витка кризиса 2008-2009 гг. Единственным исключением из правил для нас является поведение бумаг сотовых телекомов, что трактуется нами в пользу привлекательности последних для инвесторов категории double-B.

НЕ ЖДЕМ В СЕНТЯБРЕ РОСТА ЦЕН ЕВРОБОНДОВ И ВЫХОДА КОМПАНИЙ НА ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

С нашей точки зрения, российские евробонды в сентябре вряд ли покажут положительную динамику. Сохранение индекса TDI Russia Sovereign (иначе говоря, цен суверенных еврооблигаций) на текущих уровнях мы будем считать хорошим итогом первого осеннего месяца, а возвращение ценового индекса негосударственных евробондов на прежние значения представляется нам крайне маловероятным.

Учитывая описанные нами выше проблемы в экономиках США и Европы, мы воздерживаемся от рекомендации покупать существенно подешевевшие выпуски. В случае реализации неблагоприятных событий на рынках, вероятность которых далеко не призрачна, на наш взгляд, в некоторых чертах может повториться ситуация конца 2008 г.

Иными словами, очевидное уже сейчас существенное расширение спредов бумаг металлургического сектора ко всем остальным может усилиться. Мы считаем, что премии Евраз, ТМК, Северстали к нефтегазовым инструментам могут удвоиться. Вполне вероятен и дальнейший рост спредов бумаг Лукойла, ТНК-ВР, Новатэка к транспортным монополиям и Газпрому из-за опасений инвесторов по поводу рисков частных компаний. Лучшими защитными активами на еврооблигациях в период высокой волатильности мы считаем еврооблигации Транснефти, Сбербанка и Газпрома, а также – валютные бонды МТС и Синека.

Иллюстрируя логику выбора условно безрисковых активов в российских еврооблигациях, мы приводим посткризисную статистику 2008-2010 гг.:

- Госмонополии (Транснефть, Газпром, РЖД). Их спред к суверенным выпускам до кризиса составлял 70-100 бп, в кризис вырос до 400-500 бп, в 2011 г. же году снизился до 40-60 бп.
- Нефтегазовый (Лукойл, ТНК-ВР, Новатэк). До кризиса и по прошествии его острой фазы в 2009 г. бумаги этих представителей сектора предлагали премию в районе 50 бп к кривой Газпрома. Вот и сейчас спред кривой Лукойл-ТНК-Новатэк к кривой Газпрома близок к 35-40 бп. В кризис же премия за риск Лукойла доходила до 200 бп, а ТНК-ВР – до 700 бп.
- Телекомы (МТС, Вымпелком). В «спокойные» времена 2007 и 2010-2011 гг. премия, которую давали два крупнейших представителя отечественного мобильного бизнеса, скажем, к бумагам ТНК-ВР, составляла от 0 до 50 бп. В кризис пути двух операторов расходились и, вопреки ожиданиям, спред МТС к ТНК-ВР уходил даже в глубокий «минус». Мы склонны связывать это с гораздо более стабильной природой бизнеса телекомов.
- Металлурги (Северсталь, Евраз, ТМК и проч.). Напомним, что бумаги металлургического сектора оказались в беспокойные времена наиболее волатильными. С докризисных уровней премия над эмитентами-телекомами в 100 бп уходила за 600-700, а то и 1000 бп, особенно в конце 2008 г. – начале 2009 г. При этом еврооблигации именно еврооблигации металлургических компаний падали ниже всего – до 40-50% от номинала.

О полноценном первичном рынке в сентябре 2011 г. говорить явно не стоит. Возможность выхода российских компаний на рынок публичного валютного долга в сентябре мы не рассматриваем – скорее всего, эмитенты предпочтут дождаться большей определенности от ФРС в вопросе стимулирования экономики США, а также сильных сигналов из Европы по сдерживанию долгового кризиса. Причем если по первому пункту определенные подвижки мы можем увидеть в конце месяца, то ждать решительных новых действий от политиков в еврозоне вряд ли придется.

РУБЛЕВЫЙ ДОЛГ: ПОД ГНЕТОМ НАЛОГОВ И ВНЕШНИХ ШОКОВ

НАПРЯЖЕННОСТЬ С ЛИКВИДНОСТЬЮ ОСТАНЕТСЯ; СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА СОХРАНЯТ ТЕНДЕНЦИЮ К РОСТУ

Сохранение профицитного бюджета, высоких налогов и продолжение оттока капитала не предполагает улучшения ситуации с ликвидностью в сентябре 2011 г. по сравнению с предыдущим месяцем. Напротив, по выходе из очередного налогового периода общий запас ликвидности может оказаться меньше, чем на конец августа.

К примеру, сентябрь 2011 г. банковская система уже начала с меньшим запасом средств (RUB845.8 млрд.), чем по состоянию на начало августа (RUB855.0 млрд.), объем которых теперь сопоставим со среднемесячной величиной самих налогов – около RUB850 млрд. (с учетом страховых взносов внебюджетным фондам). По нашим расчетам, объем отчислений в казну в сентябре будет немного уступать величине налоговых платежей в августе (по нашей оценке, RUB840 млрд.). При этом расходы бюджета, традиционно являющиеся главным источником пополнения ликвидности, подрастут не настолько сильно, чтобы избавить банковский сектор от повышенного спроса на ликвидность. Вдобавок, положительный эффект от ускорения бюджетных расходов пока во многом нивелируется увеличением налоговых сборов, что сопряжено с сохранением высоких цен на нефть.

Кроме налогов банкам в сентябре предстоят платежи почти на RUB60 млрд. (возврат Минфину RUB119.2 млрд. за вычетом купонов по ОФЗ и погашения **ОФЗ 25070** на RUB44.9 млрд.). Не в пользу восстановления ликвидности и план заимствований Минфина посредством ОФЗ. Даже после корректировки в сторону снижения – с RUB150 млрд. до RUB130 млрд. сентябрьский план заимствований заметно превышает приходившиеся на август размещения в размере RUB90 млрд. Однако из-за сохранения высоких цен на нефть Минфин не нуждается в полной реализации этого плана. Более того, ввиду уже случившегося ухудшения ситуации с ликвидностью возможность рынка по абсорбированию размещаемых госбумаг существенно снизилась, даже вопреки поддерживающих ликвидность депозитных аукционов Минфина. Так, в августе из заявленного объема в RUB90.0 млрд. было продано всего RUB25.3 млрд. ОФЗ, то есть порядка 28% плана при чистом объеме привлечений за счет депозитных аукционов ведомства в RUB168.6 млрд. (с учетом погашений).

Еще один фактор, играющий не в пользу восстановления ликвидности – приостановка покупок валюты Банком России. Из-за падения фондовых индексов и сопряженного с этим ослабления рубля для сглаживания колебаний курса в августе ЦБ был вынужден перейти от покупок валюты к продажам. Поскольку в сентябре мы ожидаем умеренное ослабление рубля на фоне ухудшения состояния платежного баланса, то ЦБ может перейти к более крупным продажам валюты, что будет иметь следствием стерилизационный эффект на ликвидность. Возможными видятся продажи USD150-250 млн. ежедневно.

Мы считаем, что по окончании налогового периода в сентябре суммарная величина остатков на корсчетах и депозитах упадет до RUB750 млрд. после ее восстановления к середине месяца до уровня близкого к RUB1.0 трлн. Чистая ликвидная позиция продолжит снижаться более интенсивно, поскольку заимствования становятся все более востребованными, а рост их объема снижает чистый запас ликвидности.

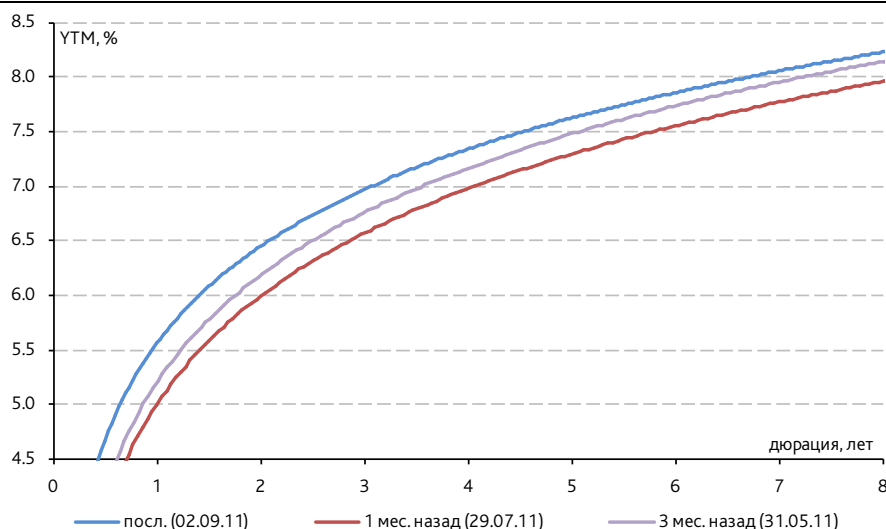
Несмотря на некоторую нисходящую коррекцию в первой половине сентября, общий тренд по ставкам денежного рынка сохранится на повышении. Мы оцениваем чувствительность банковской системы к изъятию ликвидности следующим образом: отток в RUB100 млрд. может вызвать единовременное повышение ставок на 40-50 бп. Если чистая ликвидная позиция (разница между ликвидными активами и обязательствами банков перед ЦБ и Минфином) приблизится по окончании сентябрьского налогового периода к нулю, ставки МБК могут заметно подрасти, превышая стоимость депозитов овернайт с ЦБ (сейчас 3.5%) на 1.0-1.5 п.п., а ставки по междилерскому РЕПО способны обогнать минимальную ставку на 1 день по РЕПО с ЦБ (сейчас 5.5%).

СЕНТЯБРЬ: ОСЕННЯЯ ТОСКА, ЖИЗНЬ ТОЛЬКО В ОФЗ

На сей раз сильнее, чем с сентября 2008 г. снижение на американском рынке акций, потянувшее за собой вниз весь глобальный рынок, не обошло стороной и российский внутренний рынок долга. В прошедшем месяце его устойчивость к глобальной конъюнктуре, определявшаяся как отсутствием в ней радикальных изменений, так и достаточным уровнем внутренней ликвидности, в буквальном смысле испарилась – в итоге мы увидели резкое снижение оборотов вторичного рынка и «закрытие» первичного.

Доходности в наиболее ликвидном сегменте рынка – ОФЗ – выросли на 20-50 бп в ближнем сегменте рублевой кривой (в дюрации до 2.5 лет), на 30-50 бп в средней дюрации (2.5-4.5 года) и на 15-30 бп в длинных выпусках (дюрация свыше 4.5 лет). Так, доходность **ОФЗ 25077** с дюрацией 3.8 года на конец августа составила порядка 7.40% при нашем прогнозе в августовской стратегии в 7.15-7.25%, а **ОФЗ 26204** (5.1 года) – 7.80% при наших ожиданиях в 7.70-7.80%.

ДИАГРАММА 8. КРИВАЯ ОФЗ В РАЗЛИЧНЫЕ ПЕРИОДЫ 2011



Источник: НБ «Траст»

Фактическое присутствие Минфина на первичном рынке при сложившейся конъюнктуре и игнорировании ее было минимальным. Из планируемых к доразмещению в соответствии с графиком аукционов ОФЗ на 3К 2011 г. RUB90 млрд. ведомство сумело продать лишь RUB25.3 млрд. (см. таблицу 2).

ТАБЛИЦА 2. АУКЦИОНЫ ОФЗ В ИЮЛЕ И АВГУСТЕ

	03.08.11	10.08.11	17.08.11	24.08.11	07.09.11	14.09.11	21.09.11	28.09.11
План								
выпуск ОФЗ	26204	26205	26206	25079	26204	26205	26206	25079
срочность, лет	7	10	6	4	7	10	6	4
предложение, RUB млрд.	20	20	25	25	15	35	40	40
Факт								
выпуск ОФЗ	26204	26205	26206	25079				
предложение, RUB млрд.	20	20	25	25				
ориентир доходности, %	7.40-7.48	7.70-7.80	7.70-7.80	7.20-7.25				
премия к вторичке	нет	нет	нет	да				
доходность отсечения, %	7.48	7.80	7.70	7.25				
доходность размещения, %	7.48	7.80	7.70	7.25				
размещение, RUB млрд.	9.8	0.03	2.9	12.6				
bid-to-cover	1.36	9.20	1.11	1.03				

Источник: Минфин РФ, ФБ ММВБ, НБ «Траст»

На предстоящем 7 сентября первом осеннем аукционе по 7-летнему **ОФЗ 26204** Минфин еще во второй половине августа сократил объем к размещению с RUB35 млрд. до RUB15 млрд., видимо, ориентируясь на сложную ситуацию с ликвидностью и надеясь на стабилизацию ставок на внутреннем рынке.

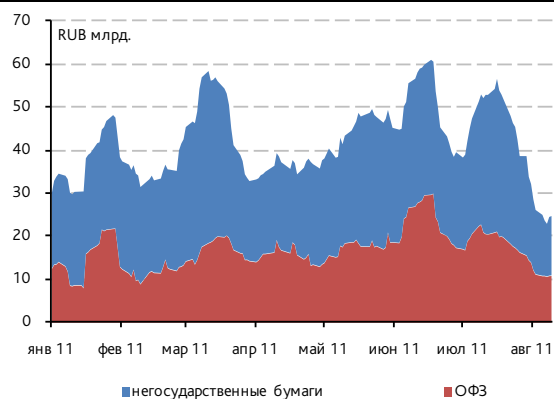
Мы полагаем, что при нынешней сложной конъюнктуре ведомство не прибегнет к предоставлению радикальных премий, и с учетом нашего пессимистичного взгляда на сентябрь и длины размещаемых выпусков ждем выполнения Минфином не более трети заявленного на текущий месяц плана по размещениям ОФЗ (т.е. максимум RUB50 млрд.). Согласно графику размещений ОФЗ в текущем квартале, в сентябре ведомство изначально планировало занять через рыночные госбумаги RUB150 млрд.

Вместе с тем мы полагаем, что вышеуказанная корректировка сентябрьского предложения ОФЗ не последняя. Так, уже через неделю, 14 сентября, Минфин планирует разместить RUB35 млрд. 10-летнего выпуска **ОФЗ 26205**, ликвидность в котором с началом августовских передышек практически исчезла. На наш взгляд, объем предложения на данном аукционе будет также пересмотрен в сторону понижения, поскольку предъявленный спрос будет явно меньше.

ИТОГИ АВГУСТА: ИСЧЕЗНОВЕНИЕ ЛИКВИДНОСТИ РЫНКА ПОРОДИЛО ДИСБАЛАНСЫ В ДОХОДНОСТЯХ И СПРЕДАХ

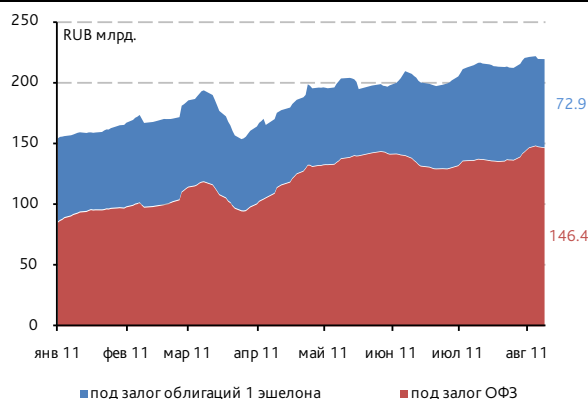
Оттоки ликвидности в виде налогов в августе привели к тому, что объем торгов на вторичном рынке в настоящее время находится на минимумах с начала года (см. диаграмму 9) и не превышает RUB25-26 млрд. Фактически сделки на рынке в прошедшем месяце сводились к продажам бумаг с целью высвобождения ликвидности либо к поиску бумаг для РЕПО. В свою очередь объем сделок РЕПО в августе штурмовал новые максимумы: объем однодневных сделок под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона в конце августа – начале сентября составлял RUB218-220 млрд. (в терминах 10-дневной средней, см. диаграмму 10).

ДИАГРАММА 9. ОБОРОТЫ ВТОРИЧНОГО РЫНКА В РАЗРЕЗЕ ОФЗ И НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ БУМАГ (БЕЗ УЧЕТА РЕПО), 10-ДНЕВНАЯ СРЕДНЯЯ, ЯНВАРЬ – СЕНТЯБРЬ 2011



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 10. ОБЪЕМ СДЕЛОК РЕПО ПОД ЗАЛОГ ОФЗ И ОБЛИГАЦИЙ 1-ГО ЭШЕЛОНА СРОЧНОСТЬЮ 1 ДЕНЬ, 10-ДНЕВНАЯ СРЕДНЯЯ, ЯНВАРЬ – СЕНТЯБРЬ 2011



Источник: НБ «Траст»

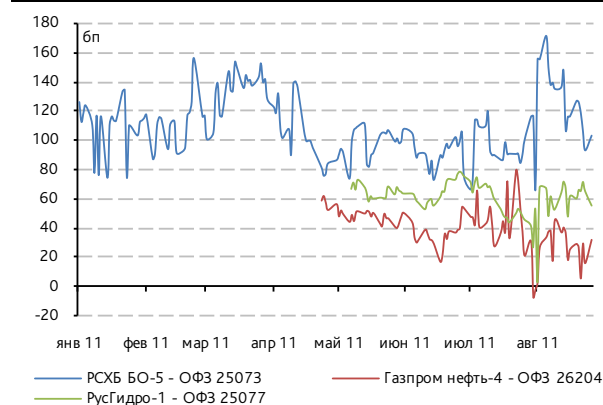
Сжатие ликвидности на рублевом рынке привело к масштабному формированию аномальных уровней в доходностях/спредах обращающихся выпусков, особенно за пределами 1-го эшелона. В корпоративных выпусках мы в меньшей степени обращали внимание на данные «ненормальности», руководствуясь рисками ликвидности в связи с сохранением низких оборотов торгов за рамками сектора госбумаг. В сегменте ОФЗ наиболее явный дисбаланс сохраняется в спреде **ОФЗ 26205–ОФЗ 26204**, который из-за исчезновения ликвидности в августе даже достигал отрицательных значений, несмотря на разницу в дюрациях выпусков более 1.5 лет, при традиционном уровне в 25-26 бп. Также отрицательные значения достигались в спреде **ОФЗ 25071–ОФЗ 25068** из-за рисков пониженной ликвидности в ОФЗ с короткой дюрацией.

Мы не ставим на улучшение внешней конъюнктуры в сентябре, к тому же прогнозируем сохранение напряженности с внутренней ликвидностью, что традиционно выступает более важным фактором для цен рублевого долга. В этой связи мы ожидаем дальнейшего роста рыночных доходностей на 5-15 бп по **ОФЗ 25077** с дюрацией 3.8 года и **ОФЗ 26204** (5.1 года) при текущих 7.43% и 7.84% соответственно.

В корпоративном секторе увеличение доходностей было соизмеримо с наблюдавшимися в сегменте ОФЗ – так, на дюреции 2 года доходность выпусков первого эшелона выросла на 35-40 бп до 7.60-7.65%, облигации второго эшелона прибавили в доходности 40-45 бп до 8.0-8.05% (по соответствующим индексам Trust Ruble Index).

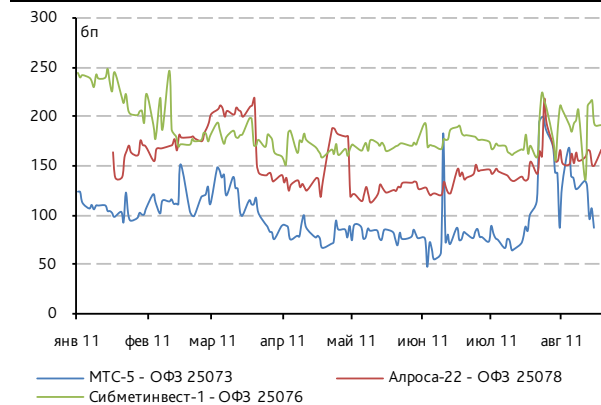
Существенное снижение оборотов торгов привело к весьма разнонаправленным изменениям в спредах корпоративных выпусков к госбумагам. В первом эшелоне спреда **РСХБ БО-5** и **Газпром нефть-4** (представляющие короткую и длинную дюрацию) к соответствующим выпускам ОФЗ расширились на 8-13 бп, тогда как в средней длине спред **РусГидро-1–ОФЗ 25077** сжался на 40 бп (см. диаграмму 11). Во втором эшелоне спреда выпусков к ОФЗ на дюреции 1.0-2.6 лет прибавили 15-30 бп (см. диаграмму 12).

ДИАГРАММА 11. СПРЕДЫ ОТДЕЛЬНЫХ ВЫПУСКОВ 1-ГО ЭШЕЛОНА К ОФЗ, ЯНВАРЬ – СЕНТЯБРЬ 2011



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 12. СПРЕДЫ ОТДЕЛЬНЫХ ВЫПУСКОВ 2-ГО ЭШЕЛОНА К ОФЗ, ЯНВАРЬ – СЕНТЯБРЬ 2011



Источник: НБ «Траст»

Мы не ожидаем существенного улучшения ситуации с ликвидностью в сентябре, что в совокупности с внешней нестабильностью обеспечит сохранение пониженной рыночной активности. В связи с этим в текущем месяце мы прогнозируем отсутствие выраженного движения в спредах. Ставка на их расширение может не сработать ввиду сохранения планируемого активного присутствия Минфина на первичном рынке в сентябре, что будет оставаться фактором повышения доходностей госбумаг.

Первичный рынок в августе замер: из рыночных выпусков объем размещений составил всего около RUB20 млрд. против порядка RUB100 млрд. в июле (см. таблицу 3). Этот объем представлен выпускам, которые маркетировались и закрывали книги еще в июле либо в самом начале августа. Мы не видим факторов для оживления первичного рынка в текущем месяце. В нынешних условиях рынок будет готов рассматривать исключительно качественных заемщиков, но и в этом случае успех размещения будет, в первую очередь, определяться способностью эмиссионного синдиката выкупить размещаемый выпуск на собственные книги.

ТАБЛИЦА 3. ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК В АВГУСТЕ

Выпуск	Дата размещения	Объем выпуска, RUB млрд.	Ориентир по купону	Срок до oferty/погашения	УТМ/УТР	Дюрация, лет
Глобэкс БО-4, БО-6	01.08.11	5.0	6.95%	1 год	7.07%	1.0
Мираторг-Финанс БО-1	02.08.11	3.0	8.75%	3 года	8.94%	2.7
Меткомбанк БО-1	02.08.11	1.5	8.70%	1.5 года	8.89%	1.4
ОТП Банк БО-1	03.08.11	5.0	7.95%	3 года	8.11%	2.7
КБ Ренессанс Капитал БО-3	05.08.11	3.0	9.9%	2 года	10.15%	1.9
Итого:		17.5				

Источник: данные организаторов, НБ «Траст»

РУКОВОДИТЕЛЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Мария Помельникова

+7 495 789-35-94

maria.pomelnikova@trust.ru

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.