...Подобное жалкое существование рынок обречен влачить уже второй месяц подряд. После невиданных темпов инфляции на российском долговом рынке в первые месяцы 2010 года осторожные инвесторы до сих пор так и не сумели найти достойных оправданий для возобновления покупок. В результате ослабленные апрельской коррекцией котировки рублевых бумаг, оставленных без спроса, окончательно заблудились, так и не найдя путь наверх. Избыточной ликвидности и дешевеющего фондирования хватает лишь на то, чтобы уберечь рынок от серьезных провалов, но никак не спонсировать его рост. Последнее майское послабление со стороны регулятора окончательно расставило все точки над «i»: период низких ставок завершен. Их постепенный рост вслед за позитивной экономической динамикой и усилением инфляционного давления приведет к периоду продолжительного снижения цен на внутреннем долговом рынке.

БЕЗ ИДЕЙ

Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА

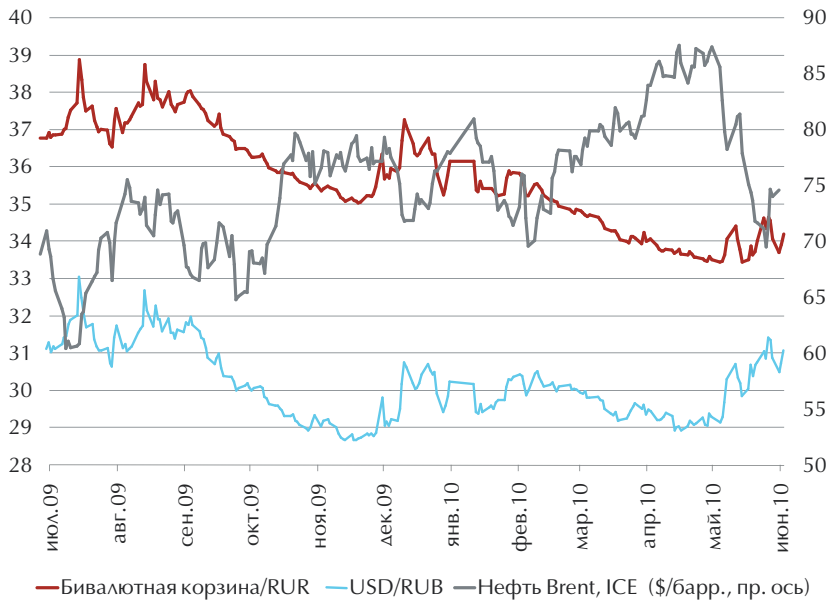
НЕ СТОИТ ПРОГИБАТЬСЯ ПОД ИЗМЕНЧИВЫЙ МИР...

Ключевое слово, характеризующее общую картину на финансовых рынках в мае, — волатильность, отмечает Яков Яковлев, аналитик Газпромбанка. Нарастающие опасения относительно способности «проблемных» европейских стран расплачиваться по долгам, перерастающие в опасения по поводу будущего Евросоюза в целом и евро в частности, стали триггером массовой распродажи рисковых активов, начавшейся еще в апреле и набравшей полные обороты в мае. При этом даже объявленный в первой половине мая масштабный план мер финансовой стабилизации, согласованный странами Евросоюза, не смог успокоить инвесторов: хотя непосредственный риск суверенного дефолта в Европе отошел на второй план, рынки переключились на способность стран PIIGS сокращать расходы бюджета и возможный негативный эффект мер, ограничивающих экономический рост.

«Масла в огонь подлили финансовые регуляторы Германии — неожиданное введение запрета на продажи без покрытия, подчеркнувшее отсутствие согласованности в действиях финансовых властей стран Евросоюза по части регулирования рынков, стало очередным источником волатильности. Наконец, еще одним негативным фактором в мае стали новости об ускорении инфляции в Китае, породившие опасения относительно ужесточения денежно-кредитной политики в стране», — комментирует Яков Яковлев.

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



Кроме внешнего негатива, внутренних факторов для коррекции также было предостаточно, констатирует Владимир Малиновский, начальник управления анализа долговых рынков ИБ «ОТКРЫТИЕ»: «В первую очередь, это динамика цен на нефть и курса рубля, корреляция между котировками которых стала более сильной в последнее время. Рубль к корзине валют в течение мая терял более 4% (снижался до 34.92 руб. за корзину по сравнению с 33.50 руб. в начале месяца), нефть падала на более чем $18 долларов за баррель (снижение до $69 по марке Brent по сравнению с $88 на начало месяца)».

По словам Александра Ермака, заместителя начальника аналитического управления БК «РЕГИОН», основным фактором, поддержавшим рынок рублевых облигаций в мае, стала избыточная банковская ликвидность и низкие ставки на рынке МБК и по операциям РЕПО. При этом остатки на корреспондентских счетах в Банке России не опускались ниже 470 млрд руб., а остатки на депозитах в середине месяца достигали 950–960 млрд руб. Ставки однодневных кредитов MosPrime Rate сохранялись на комфортном уровне — порядка 3% годовых.

Главной причиной большей устойчивости рублевого рынка остается сверхмягкая денежная политика российских властей и, как результат такой политики, избыточные резервы банковской системы и сверхнизкие депозитные ставки (в настоящее время они находятся на уровне 2.5% годовых), дополняет Максим Орешкин, глава аналитического блока департамента инвестиционно-банковских услуг РОСБАНКА. На фоне таких благоприятных условий короткие ставки денежного рынка продолжали снижаться весь май, повторив минимальные уровни 2005–2006 гг. На их динамику не смогли оказать влияния ни события на европейском долговом рынке, ни попытки участников валютного рынка сыграть на ослабление российской валюты.

Однако, по мнению Максима Орешкина, уже с середины апреля начала формироваться тенденция, которая станет главенствующей на рынке в ближайший год-два: рост стоимости средне- и долгосрочной рублевой ликвидности. Определенную роль здесь также сыграл кризис государственных финансов, добавивший нервозности участникам рынка. Однако сначала высказывания чиновников Банка России и Минфина РФ, а затем и, собственно, решение регулятора от 31 мая дали понять, что снижение базовых ставок в России подошло к концу. В дальнейшем их ожидает постепенный рост вслед за позитивной экономической динамикой и усилением инфляционного давления, полагает аналитик РОСБАНКА.

«Если сравнить базовые ставки Банка России с аналогичными ставками в других странах с высокой инфляцией (а инфляция в российской экономике, несмотря на снижение годового показателя ниже 6%, остается высокой), то можно прийти к выводу, что в России они являются чрезвычайно низкими, — говорит он. — Обычно нейтральная ставка находится несколько выше уровня инфляции (для американской экономики она, например, оценивается на уровне 2.5–3% в реальном выражении). Такие расчеты демонстрируют уровень, которого могут достигнуть базовые ставки в России в ближайшие годы, если регулятор будет стараться вывести их хотя бы на нейтральный уровень».

«Как известно, Банк России при принятии решений о процентных ставках опирается на динамику следующих макроэкономических индикаторов: инфляция, экономический рост, банковское кредитование и валютный курс. Все эти индикаторы в последнее время начали постепенно указывать на то, что ставки являются скорее низкими, чем высокими, — продолжает Максим Орешкин. — Снижение инфляции происходит в последние месяцы в основном под влиянием эффекта базы и неустойчиво быстрого номинального укрепле-

Максим ОРЕШКИН,
глава аналитического блока департамента инвестиционно-банковских услуг, РОСБАНК

Владимир МАЛИНОВСКИЙ,
начальник управления анализа долговых рынков, ИБ «ОТКРЫТИЕ»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

— Несмотря на то что мы настороженно оцениваем внешнюю конъюнктуру на ближайшие месяцы, так как полагаем, что проблемы еврозоны еще не решены, но считаем, что рынок рублевых облигаций вполне способен стать чем-то вроде «тихой гавани». При этом наиболее стабильно себя будут чувствовать «голубые фишки», значительная доля которых находится в портфелях консервативных инвесторов. В то же время, волатильность в бумагах второго эшелона может быть выше и более остро реагировать на колебания внешнего рынка.

С учетом того что мы ждем восстановления мировых рынков в середине второго полугодия 2010 года, не исключаем, что с учетом особенностей внутреннего рынка имеет смысл начать формировать позиции в рублевых облигациях уже в ближайшее время, так как не факт, что лучшие условия еще представятся.

Наиболее интересными, с нашей точки зрения, могут стать инвестиции в облигации Москвы, «Газпрома», РЖД и «ЛУКОЙЛА» с дюрацией до трех лет. Несмотря на то что в последнее время интерес инвесторов к сектору металлургии снизился, на наш взгляд, в среднесрочной перспективе бумаги могут показать хорошую динамику («Северсталь», «Мечел», «Евраз»).

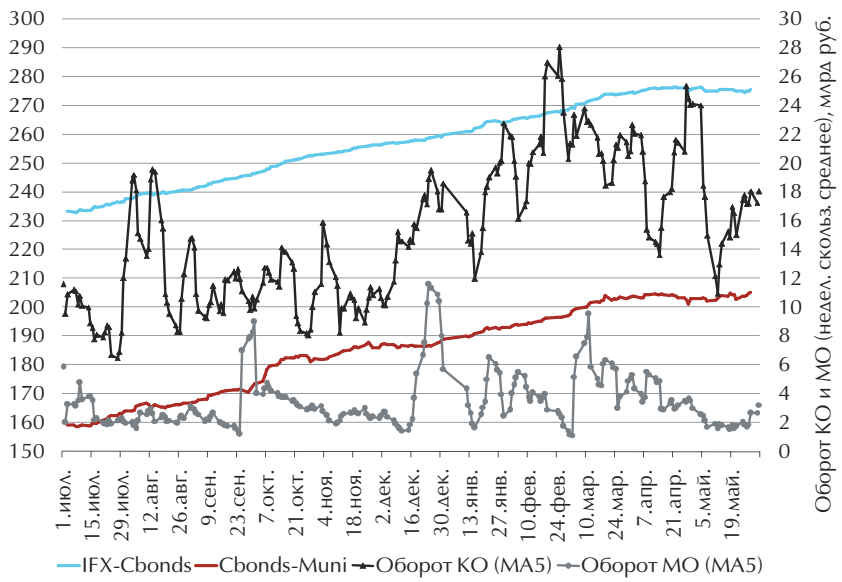


Рисунок 2
Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов

Яков ЯКОВЛЕВ,
аналитик, Газпромбанк

ния валютного курса, экономическая динамика сформировала устойчивый положительный тренд благодаря восстановлению потребительского сектора, а кредитные портфели банковской системы переломили негативную тенденцию».

ИДЕЙНЫЙ КРИЗИС

Первичный рынок в мае замер в ожидании. После апрельских рекордов (обусловленных, что уже вполне очевидно, желанием эмитентов успеть разместиться до начала коррекции), когда объем размещений корпоративных бумаг превысил 75 млрд руб., объем первички в мае снизился до 9.5 млрд руб., что не может быть объяснено только лишь многочисленными выходными. Количество объявленных размещений на июнь также минимально, отмечает Александр Ермак, аналитик Сбербанка.

Единственным позитивным моментом в первичном сегменте в мае, по его мнению, стал успешный выход на рынок компаний третьего эшелона. В мае смогли разместиться такие компании, как «Соллерс», DOMO, «Интурист», ЛенСпецСМУ. Инвесторы начинают благосклонно воспринимать риски компаний третьего эшелона — по крайней мере, не худших его представителей. В условиях коррекции в перегретых сегментах качественных бумаг возрождение интереса к подобным эмитентам тактически оправдано, считает аналитик Сбербанка. Тем более что после жестоких уроков кризиса откровенно «мусорные» облигации не имеют шанса найти хоть какой-либо спрос, а дифференциация эмитентов по кредитному качеству, рискам и ставкам доходности стала намного более четкой и прозрачной за прошедший год.

«Определенные опасения вызывает формирование огромного навеса первичного предложения. Только за последнюю неделю мая целый ряд эмитентов (начиная от «Норникеля» и «Вымпелкома» и заканчивая «Копейкой») объявили о планах по размещению облигаций общим объемом 250 млрд руб., — подсчитал Александр Ермак. — И хотя большинство из них пока не говорит о каких-то конкретных сроках, высока вероятность того, что для размещений будут использоваться первые представившиеся возможности. Мы не ожидаем, что первичные размещения в ближайшие месяцы будут пользоваться таким же ажиотажным спросом, как в начале года. Сокращение коэффициентов переподписки в ходе прошедших сделок было заметно уже с конца марта (за апрель средний показатель снизился примерно с 3.5x до 1.5x). Новые бумаги должны будут предоставлять премии к текущим рыночным уровням, и значительный объем запланированных размещений станет очередным фактором давления на котировки рублевых бондов».

На вторичном рынке рублевых облигаций единой тенденции в движении цен в течение мая не наблюдалось на фоне снижения активности инвесторов. Так, объем биржевых торгов корпоративными облигациями снизился, по оценкам БК «РЕГИОН», примерно на 30%, а по субфедеральным и муниципальным облигациям — почти в два раза. О снижении ликвидности вторичного рынка свидетельствует и расширение спредов между котировками на покупку и прода-

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

— В случае реализации позитивного сценария на рынке наиболее существенный потенциал роста имеют длинные бумаги, сильнее других пострадавшие в ходе коррекции: «Газпром-11», «Москва-62», «Москва-49», «Москва-48». С середины апреля премия за дюрацию между длинными и среднесрочными выпусками Газпрома («Газпром-11» и «Газпром-13») выросла как минимум вдвое, до более чем 100 б.п.

При этом на тот случай, если ситуация на рынке в начале июня останется неопределенной, мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на отдельные кредитные истории. В частности, наш фаворит — трехлетние и пятилетние выпуски «Евраза», затронутые коррекцией. Негатива в отношении облигаций компании, вероятно, добавили новости об аварии на шахте «Распадская» («Евраз» — акционер компании и крупный покупатель угля) и возможных санкциях со стороны ФАС. На наш взгляд, оба события не несут особой угрозы для кредитного профиля «Евраза», и столь существенное расширение кредитной премии не имеет под собой сильных оснований, а значит, в случае улучшения конъюнктуры на рынке бумаги «Евраза» будут расти опережающими темпами.

жу по большей части облигаций. «Между тем, панических продаж на рынке не наблюдалось, а желающие купить бумаги, появляющиеся в продаже в периоды краткосрочного улучшения ситуации на внешних рынках, выставляли свои котировки на покупку существенно ниже «оферов». Этим и определялось незначительное изменение доходности по итогам месяца, особенно в кратко- и среднесрочном сегменте облигаций», — говорит Александр Ермак, заместитель начальника аналитического управления БК «РЕГИОН».

По словам Якова Яковлева, реакцией участников рынка рублевого долга на внешнюю волатильность и колебания курса рубля стали продажи ликвидных выпусков, при этом наиболее существенно пострадал длинный отрезок кривой доходности. «Существенный объем продаж, как мы полагаем, исходил от нерезидентов на фоне общей волны бегства в качество, что подтверждается и комментариями представителей ЦБ о движении капитала (отток в мае)», — комментирует он.

«Активность нерезидентов на внутреннем долговом рынке значительно снизилась — агрессивных продаж с их стороны практически не отмечено, хотя именно они должны были оперативно реагировать на падающие нефть и рубль, — возражает Владимир Малиновский. — Вполне вероятно, что многие из иностранных инвесторов сократили свои позиции в рублевых облигациях еще в самом начале развития ситуации с Грецией, и после этого их влияние на конъюнктуру стало минимально».

Как полагает Яков Яковлев, от более глубокой просадки рынок удержало то, что крупные российские игроки (банки) были готовы покупать рублевые облигации. Российским банкам сокращать свои вложения в облигации нет смысла, так как это приведет лишь к падению их доходов в условиях и так избыточной денежной ликвидности, добавляет Владимир Малиновский. А более мелким банкам или спекулянтам для разворота рынка просто не хватает «сил» — не столь масштабные продажи консервативные инвесторы вполне способны выкупить на свою позицию, что, собственно, и происходит.

В конце мая стабилизация внешней конъюнктуры позволила котировкам отыграть часть падения. Если внешний фон в начале июня не будет преподносить новых неприятных сюрпризов, рынок имеет шансы продолжить рост до уровней, предшествовавших началу коррекции в середине апреля, сосредоточившись на внутреннем позитиве, прогнозирует Яков Яковлев.

Александр Ермак, аналитик Сбербанка, уверен, что в июне ждать установления стабильного растущего тренда цен облигаций не стоит. Боковое движение при высокой волатильности, вероятно, сохранится. Однако и масштабная коррекция также маловероятна и возможна только при резком негативе на глобальных рынках.

Максим Орешкин считает, что текущая ситуация на внутреннем рынке позволяет сделать прогноз о переходе долгового сегмента из бычьей стадии в долгосрочную медвежью. «На своем последнем заседании 31 мая, оставив ставки по депозитным операциям без изменения, Банк России напрямую заявил, что «считает вероятным сохранение достигнутого уровня ставок в ближайшие месяцы». Таким образом, начавшийся процесс роста средне- и долгосрочных рублевых процентных ставок нашел подкрепление в решениях регулятора, а значит, он продолжится и в ближайшие кварталы. Постепенный рост базовых ставок сначала до нейтрального уровня, а затем и выше (чтобы обуздать разыгравшуюся к тому времени инфляцию) приведет к периоду продолжительного снижения цен», — заключил аналитик РОСБАНКА.

Александр ЕРМАК,
аналитик, Сбербанк

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

— Инвесторам, имеющим длинные позиции, мы могли бы рекомендовать следовать за общей тенденцией к сокращению дюрации портфелей. Нельзя обойти вниманием облигации второго и качественного третьего эшелонов срочностью до двух лет: в условиях высокой волатильности предпочтение кредитных рисков рыночным оправданно. Участие в первичных размещениях также будет интересно — при резких сменах конъюнктуры первичный рынок может предоставлять значительные премии, реализуемые на коротком горизонте. Для краткосрочных спекуляций в ближайшее время подходят облигации металлургических компаний. Мы считаем, что компромисс между потребителями и производителями металла достигнут на относительно мягких условиях для последних, поэтому возможен отскок котировок наверх после состоявшихся ранее сильных продаж в облигациях российских металлургов. Из отдельных бумаг нам нравятся, в частности, бонды «Башнефти».

Александр ЕРМАК,
заместитель начальника аналитического управления БК «РЕГИОН»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

— В ближайшее время мы не ожидаем существенного изменения ситуации на рынке рублевых облигаций. Поддержку ему и сохранение бокового тренда может обеспечить рост цен на нефть, обусловленный аварией и приостановкой работы буровых в Мексиканском заливе, укрепление рубля и сохранение высокой рублевой ликвидности. В текущих условиях мы рекомендуем инвестиции в качественные облигации первого и второго эшелонов с дюрацией не более 1–1.5 лет. Кроме того, стоит обращать внимание на первичные размещения эмитентов с удовлетворительным кредитным качеством, по облигациям которых будет предложена премия к текущему уровню вторичного рынка.