Российский долговой рынок в мае сдержался и выстоял против плотного потока негатива из внешнего мира, где к числу горячих точек помимо периферийной Европы добавилась еще и Беларусь. Котировки корпоративных бондов оставались стабильными на протяжении большей части месяца, и серьезного снижения спроса не произошло. В центре внимания на вторичном рынке оказались госбумаги, а вот представители корпораций вспомнили о долгах лишь под конец месяца и поспешили маркетировать выпуски, пока деньги не подорожали. Балансируя между рисками сохранения инфляционного давления и возможного замедления экономического роста, ЦБ в этот раз решил не трогать ключевую ставку и ограничился лишь повышением ставок по депозитам.

Сохранить равновесие

Елена СКУРИХИНА

ЕВРОПЕЙСКИЙ «ВИРУС»

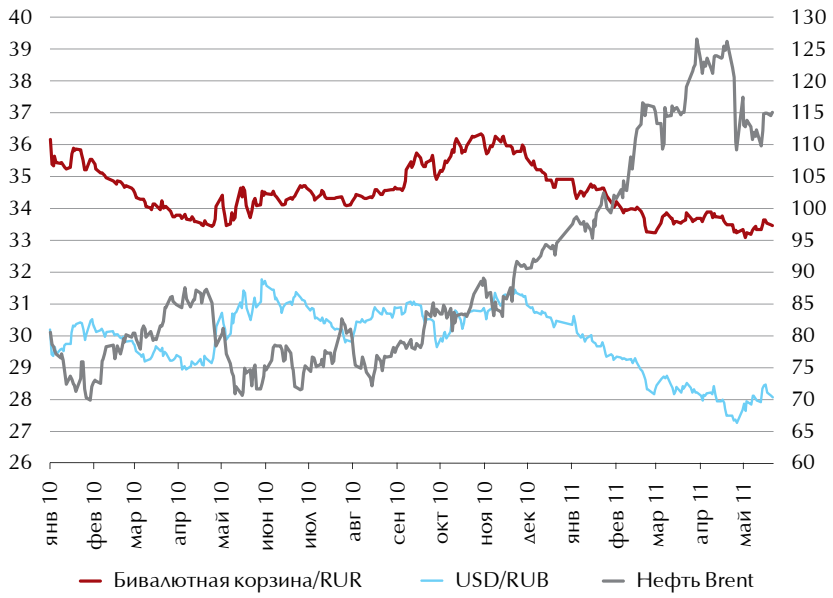
За последние месяцы рынок несколько отвык от такого количества негативных новостей, которое посыпалось на него в мае, вспоминает Ольга Ефремова. При этом если еще недавно можно было строить инвестиционную стратегию, выбирая площадки США, в частности госбумаги, как наиболее зашищенные, то поток негатива по финансовой системе США вкупе со слабыми макроотчетами серьезно пошатнул и этот сегмент. Впрочем, на фоне долговых проблем стран периферийной Европы инвестиционная привлекательность американских активов все равно оказалась лучше — доходности UST сместились к годовым минимумам.

Из-за неизбежного затишья на майских праздниках во второй половине месяца российский рынок облигаций был достаточно активен, хотя основные события происходили под давлением внешних факторов, продолжает Антон Табах, старший аналитик ФК «Уралсиб». Вероятность дефолта по обязательствам Греции воспринимается как близкая к 100%, примерно такие же оценки дают Португалии и Ирландии. Проблема реструктуризации гособязательств стран – участников ЕС не перестает волновать рынки и угрожает распространиться на другие страны, поддерживает Ольга Ефремова. Как полагают в НОМОС-БАНКЕ, наиболее проблемная зона, Греция, наглядно демонстрирует, насколько сложной может оказаться ситуация, если не предпринять мер, блокирующих европейский «вирус».

Хотя новый пакет помощи от Евросоюза остановил рост спредов и цены CDS, они продолжают торговаться

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



близко к апрельским рекордам, говорит Антон Табах, предупреждая, что не следует ожидать быстрой стабилизации ситуации (в том числе и по субъективным причинам, таким как неожиданная смена руководства МВФ и ожидаемые кадровые перестановки в ЕЦБ). Нервозность в Европе, скорее всего, будет дестабилизировать ситуацию на всех долговых рынках. Тем не менее, возможность рефинансирования обязательств наиболее перегруженных долгом европейских стран обеспечивается гарантийным фондом ЕС/МВФ как минимум до конца 2012 года, полагает аналитик «Уралсиба». Рынок будет нервно реагировать на любую незначительную новость в отсутствие системных решений по поддержке или реструктуризации долгов европейской периферии.

Сейчас наблюдается повышенное внимание к потенциальным претендентам на финансовую помощь со стороны ЕС и МВФ, а точнее к тому, как эти страны стараются предотвратить риск перехода проблем рефинансирования имеющегося госдолга и покрытия бюджетного дефицита в более активную стадию, пишет Ольга Ефремова. ЕС стремится вовлечь в решение проблем финансовой стабильности и другие страны, инициируя выпуск долговых инструментов, целевое назначение которых — рефинансирование проблемных долгов (пока Португалии и Греции). Азиатские инвесторы положительно восприняли данную инициативу, сочтя европейские долги приемлемым объектом для вложений свободных ресурсов. Главный вопрос заключается в том, будут ли восприняты данные инструменты как альтернатива UST, либо инвесторы предпочтут диверсифицировать инвестиции, направляя их как в бумаги ЕС, так и в долги США, подытожила Ольга Ефремова.

Новой горячей точкой на мировой экономической карте стала Беларусь и ее банковский сектор, продолжает анализировать ситуацию в мире Антон Табах. Острый кризис на валютном рынке продолжил распространяться по всей экономике. С начала мая спреды по долларовым еврооблигациям Беларуси с погашением в 2018 году расширились на 120 б.п., подсчитали в ФК «Уралсиб». Существует достаточно высокий потенциал для расширения спредов из-за неопределенности экономической политики страны, продолжения девальвации, а также негативных рейтинговых действий. Однако аналитики ФК «Уралсиб» считают, что дефолта не произойдет и через некоторое время суверенные бумаги и облигации государственных банков могут вновь привлечь инвесторов.

СКОРРЕКТИРОВАЛИСЬ

Для России внешняя коньюнктура в мае оказалось негативной в связи с произошедшей существенной коррекцией на товарных рынках, в том числе на рынке нефти, анализирует ситуацию в России Антон Плетнев, аналитик Райффайзенбанка. Коррекция на товарных рынках произошла без явного новостного повода и, скорее всего, является последствием бурного роста цен в предыдущие месяцы. Больше всего упала стоимость серебра, которое в январе-апреле подорожало на 77%. Сильно снизились цены на никель, алюминий, медь. Стоимость нефти марки Urals упала со $120 до $113 за баррель (в определенные моменты она опускалась аж до $105), приводят статистику в Райффайзенбанке. Сигналы о том, что преобладавший в апреле восходящий ценовой тренд на рынке нефти нарушается, не лучшим образом отразились на инвестиционной привлекательности России, для которой стабильно высокие нефтяные цены являются признаком финансового благополучия, продолжает тему Ольга Ефремова. Сальдо торгового баланса остается положительным, вместе с тем сохраняется проблема со счетом текущих операций, который отражает непрекращающийся отток капитала из России, который, как полагают в НОМОС-БАНКЕ, в мае вполне может

Ольга ЕФРЕМОВА,
начальник отдела анализа долговых рынков, НОМОС-БАНК

Антон ТАБАХ,
старший аналитик, ФК «Уралсиб»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

В ближайшее время на рублевом рынке мы считаем наиболее перспективными бумаги банковского сектора. В частности, интересны трехлетние выпуски банков с рейтингами BB/BB-/B+ (ХКФ Банк, ОТП Банк, МДМ, Кредит Европа Банк, Промсвязьбанк) и более короткие и относительно высокодоходные выпуски банков с рейтингами B+/B, (СКБ, МКБ, КБ «Ренессанс Капитал», ТКС Банк). С фундаментальной точки зрения возможности предоставляют металлургический и телекоммуникационный секторы, а именно относительно длинные и качественные бумаги второго эшелона («Мечел-13», «Мечел-14», «Евраз-2», «Вымпелком-6», «Сибметинвест-1, 2»).

На рынке евробондов компрессия спредов уменьшила привлекательность почти всех бумаг, хотя спреды еще не достигли докризисных уровней. На наш взгляд, интерес для разных групп инвесторов могут представлять ТНК-ВР, «Совкомфлот», «Евраз», «Северсталь», ТМК, НК «Альянс» и «ЛенСпецСМУ». Среди госбанков потенциал для сужения спредов сохраняется у ВТБ (по сравнению со Сбербанком), Банка Москвы (в ожидании интеграции с ВТБ), РСХБ. У частных кредитных организаций интересны Альфа-Банк, НОМОС-БАНК, Промсвязьбанк, ХКФ Банк, Кредит Европа Банк, «Ренессанс Кредит» и КБ «Ренессанс Капитал», ТКС Банк.

Антон ПЛЕТНЕВ,
аналитик, Райффайзенбанк

Максим ОРЕШКИН,
руководитель аналитического департамента по России и СНГ, Credit Agricole CIB

оказаться выше апрельского уровня — по оценкам Банка России, он составил почти $8 млрд.

Макроэкономические данные апреля оказались в целом нейтральными, отмечает Антон Плетнев. В потребительском секторе наметились определенные позитивные тенденции: вследствие снижения инфляции реальные зарплаты начали расти. Пока это не привело к оживлению розничных продаж, но во втором полугодии рост потребления домохозяйств должен ускориться. В то время как капитальные инвестиции продолжают восстанавливаться после январского спада, в строительстве неожиданно было зафиксировано падение, которое аналитики Райффайзенбанка все же считают разовым явлением. Темпы роста промышленного производства в апреле значительно снизились: с 5.3% до 4.5%, главным образом за счет замедления в обрабатывающих отраслях. «Я ожидаю, что в течение года темпы роста промышленного производства стабилизируются на уровне 3–4%», — прогнозирует Антон Плетнев.

ПОДДЕРЖАЛИ БАЛАНС

В своем последнем решении Банк России поднял депозитные ставки на 25 б.п. (до уровня в 3.5%), при этом регулятор сигнализировал, что текущий уровень ставок, скорее всего, останется неизменным в ближайшие месяцы. Казалось бы, эта новость должна восприниматься положительно с точки зрения перспектив рублевого долгового рынка. Однако большой вопрос вызывает сохраняющаяся разница между депозитной ставкой Банка России (3.5%) и ставками прямого РЕПО (5.5% и 6.75%), что на фоне продолжающегося снижения уровня ликвидности может привести к всплеску краткосрочных, а вслед за ними и долгосрочных процентных ставок, полагают в Credit Agricole CIB. Рано или поздно ситуация может повторить 2007 год, предупреждает Максим Орешкин. Тогда после весенних IPO Сбербанка и ВТБ объем избыточных резервов в системе резко вырос, но уже осенью банки были вынуждены активно прибегать к РЕПО на фоне нехватки ликвидности. Дефицит привел к резкому росту процентных ставок по всей длине кривой: от 250 б.п. в короткой части до 100–150 б.п. в длинной.

Сохраняются опасения относительно не оправдывающих ожидания темпов экономического роста и, вероятно,

> «ДЕФИЦИТ ЛИКВИДНОСТИ МОЖЕТ БЫТЬ ПОЛОЖИТЕЛЬНО ВОСПРИНЯТ РЕГУЛЯТОРОМ В КАЧЕСТВЕ КОНТРИНФЛЯЦИОННОЙ МЕРЫ»

именно в свете этого ЦБ предпочел в мае сделать небольшую паузу в ужесточении процентной политики, говорит Ольга Ефремова. Не уменьшается пока высокий уровень инфляционных ожиданий, несмотря на то что Минэкономразвития и Минфин весьма активны в части замедления темпов роста цен во второй половине года. Как следует из последнего пресс-релиза Банка России, перед финансовыми властями стоит задача поддержания приемлемого баланса между рисками сохранения инфляционного давления и возможного замедления экономического роста. Очевидно, что допущение заметных перекосов может вызвать серьезные социально-экономические потрясения, которые совершенно противопоказаны при уникальности текущего предвыборного года, считает представитель НОМОС-БАНКА.

Некоторый рост базовых ставок Банка России не привел к ужесточению монетарных условий (ставки в реальном выражении продолжают снижаться), что способствует ускоряющимся темпам прироста банковских кредитных портфелей и снижению нормы сбережения российских домохозяйств, отмечает Максим Орешкин. Быстрорастущий внутренний спрос не только толкает экономику вперед, но и приводит к быстрому росту импорта (находящегося уже на историческом максимуме) и постепенному усилению инфляционного давления. Высокие цены на нефть, как ни странно это звучит, пока способствуют сдерживанию инфляции в России: благодаря сильному торговому балансу рубль остается крепким, что, учитывая большую долю импортных товаров на внутреннем рынке, способствует сдерживанию роста цен, полагают в Credit Agricole CIB. Однако текущая ситуация выглядит явно неустойчивой даже в среднесрочной перспективе: быстрый рост импорта рано или поздно (в за-

висимости от динамики нефтяных котировок) станет причиной ослабления рубля, что вместе с увеличением внутреннего спроса приведет к усилению инфляционного давления в экономике, предупреждает Максим Орешкин. На этом фоне дефицит ликвидности может быть положительно воспринят регулятором в качестве контринфляционной меры.

ЛЕКАРСТВО ОТ СТРЕССА

Стрессоустойчивость локального долгового рынка поддерживалась запасом ликвидности, который сохранялся в системе, довольно быстро восстановившись после апрельских налоговых расчетов, объясняет Ольга Ефремова. Вторичный рынок рублевых облигаций в очередной раз доказал устойчивость к внешнему негативу, соглашается Антон Плетнев. Некоторая коррекция в ОФЗ не повлияла на корпоративный сегмент. Кроме того, к концу месяца мы увидели, что котировки стали возвращаться на прежние уровни и серьезного снижения спроса не произошло, отмечают представители Райффайзенбанка.

Вместе с тем, по мере того как начали проявляться признаки ощутимого оттока средств со счетов и депозитов в ЦБ (к концу мая их запас уменьшился до годового минимума в 738.4 млрд руб., минимум по депозитам был 30 мая — 117.4 млрд руб.), желание зафиксироваться при сформировавшихся ценовых уровнях, казалось бы, должно было проявиться еще более активно. Однако большинство участников, как полагают в НОМОС-БАНКЕ, пребывают в ожидании притока дополнительной ликвидности с началом нового месяца и поэтому не торопятся продавать.

ПОЕЗД УХОДИТ

Сегмент ОФЗ довольно ярко иллюстрирует основные тенденции локального долгового рынка, поскольку сейчас является центром торговой активности: здесь наблюдается относительная стабильность на среднесрочном отрезке, при этом ставки долгосрочных выпусков постепенно подрастают по мере того, как Минфин, стараясь выполнить план по размещениям, предоставляет премии, делится наблюдениями Ольга Ефремова.

Явное оживление наступило на рынке субфедерального долга: прошли удачные размещения Волгоградской области, Якутии и Калужской области. В условиях схлопывания рынка субфедеральных облигаций и превышения погашений над новыми выпусками первичные размещения, ожидаемые в июне и во втором полугодии, скорее всего, будут пользоваться успехом, высказывает предположения Антон Табах. Их доходности дают достаточно хорошие спреды к короткому и среднему сегменту рынка ОФЗ, при этом риск регионов не существенно выше — в условиях вымывания с рынка некачественных эмитентов и жесткого федерального контроля над ними, поясняет он.

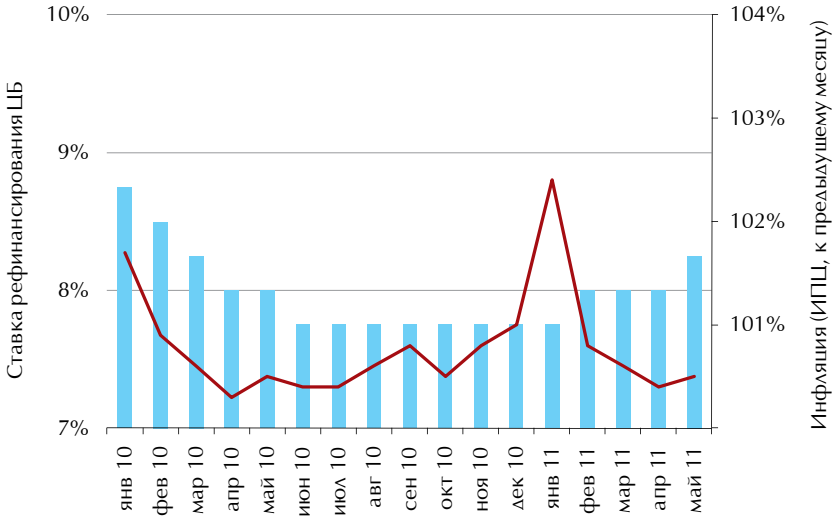


Рисунок 2

Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

В корпоративном секторе продолжалась стагнация обьемов выпусков и уровней ставок. В целом заемщики стараются воспользоваться ситуацией, пока сохраняется приемлемое кредитное качество, а деньги не подорожали, говорит аналитик ФК «Уралсиб». Оживление в банковском секторе также способствует появлению новых банковских бумаг с достаточно привлекательной доходностью. Антон Табах отмечает, что внешние факторы и политика ЦБ могут привести к давлению на корпоративные облигации, особенно в длинном сегменте.

Всплеск первичного предложения в последнюю неделю мая напоминает попытку успеть заскочить в уходящий поезд, рассуждает Ольга Ефремова. При этом покупатели, не настоявшие на премии за риски возможного ухудшения коньюнктуры, могут оказаться заложниками не только отсутствия ценового апсайда на вторичном рынке, но и весьма вероятных переоценок, если притока ликвидности не произойдет. «Не хочется сгущать краски, но, на наш взгляд, текущий момент не особо подходит для наращивания позиций, особенно в длинной дюрации», — подытожила аналитик НОМОС-БАНКА.

«ОЖИВЛЕНИЕ В БАНКОВСКОМ СЕКТОРЕ СПОСОБСТВУЕТ ПОЯВЛЕНИЮ НОВЫХ БАНКОВСКИХ БУМАГ С ДОСТАТОЧНО ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОЙ ДОХОДНОСТЬЮ»