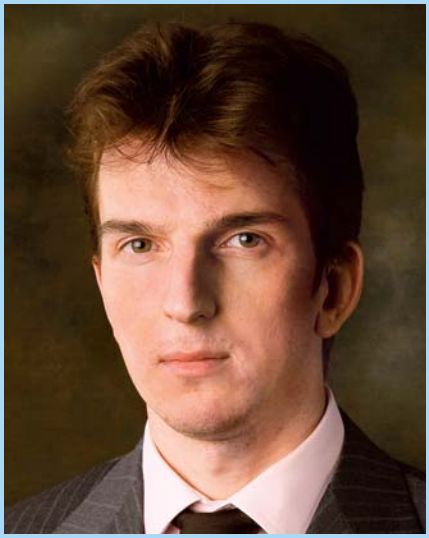
В стороне от потрясений

Канр Лиджиев

При нестабильности внешних рынков внутренний рынок черпал с них разве что поводы для роста. Масштабное падение цен облигаций на мировом рынке практически не затронуло сегмент рублевых облигаций. Лишь в конце июля на рынке было отмечено небольшое снижение котировок, которое, однако, не идет ни в какое сравнение с падением цен еврооблигаций.

Олег Гредиль,
начальник отдела анализа и оценки, Балтийское Финансовое Агентство



Никита Гусаков,
вице-президент, Ситибанк

Александр Ермак,
главный аналитик долговых рынков, заместитель начальника аналитического управления, БК «РЕГИОН»

Похоже, операторы рынка облигаций отдыхать в этом году не собираются: второй месяц подряд объем торгов долговыми инструментами бьет новые рекорды. По итогам июля объем биржевого вторичного рынка негосударственных облигаций составил 320.22 млрд руб., увеличившись почти на 19 млрд по сравнению с июнем.

Основными факторами, влияющими на конъюнктуру внутреннего рынка облигаций, остаются высокая ликвидность и вера в крепкий рубль. Внешние факторы пока несильно оказывают влияние на рублевый рынок облигаций. Как отмечает аналитик по долговым инструментам «Тройки Диалог» Александр Кудрин, масштабное падение цен облигаций на мировом рынке практически не затронуло сегмент рублевых долговых инструментов. Лишь в конце месяца на рынке было отмечено небольшое снижение котировок. Однако, по словам начальника отдела анализа и оценки БФА Олега Гредиля, это снижение цен «не шло ни в какое сравнение со штопором цен спекулятивных долгов и бегством от всего, что несет кредитный риск, наблюдавшихся в это время на внешних рынках». В результате, по его оценкам, разница, например, в доходности ОФЗ серии 46018 и еврооблигаций «Россия-18» сократилась с 70–80 б.п. в мае до почти 20 б.п. в конце июля, в то время как разница между десятилетними ставками рубля и доллара по LIBOR-свопам, хотя и уменьшилась на 20–30 б.п., превышает 140 б.п.!

Рыночные бондовые индексы хорошо отразили данную динамику: снижение котировок в конце месяца не смогло перекрыть уверенный ценовой рост начала–середины месяца и по итогам июля наиболее ликвидные бумаги закрылись по доходности в минусе. Так, например, индикатор доходности по индексу Cbonds-Muni по итогам второго летнего месяца показал результат 6.66% годовых, снизившись по сравнению с началом июля на 5 б.п. А индикатор доходности по

индексу RUX-Cbonds снизился на 9 б.п., до уровня 7.26% годовых.

В июле продолжил радовать рынок ОФЗ: объем вторичного оборота госбумаг вырос на 1.68 млрд руб., достигнув уровня 57.23 млрд. На первичном рынке Минфин предложил ОФЗ значительно больше запланированного объема — на 14 млрд руб. против запланированных 8 млрд! Кроме этого, ведомство Алексея Кудрина проводило на вторичном рынке доразмещения по некоторым сериям ОФЗ. Средний уровень доходности по ОФЗ колебался вокруг отметки 6.5% годовых. По всей видимости, июньские нововведения — снижение комиссии на торговлю госбумагами и запуск фьючерсов на ОФЗ — оказали позитивное влияние на сегмент государственных облигаций. Как отмечает Олег Гредиль, фьючерс на ОФЗ дал еще один способ покупать ликвидный долг по сравнительно низким (благодаря дешевому репо) форвардным ценам, в расчете, что спот-ставки до даты исполнения не вырастут.

Август, как традиционный сезон отпусков на рынке, видится спокойным и стабильным. Ближе к осени и уже самой осенью на рынке облигаций начнут разворачиваться основные события. Относительно того, какой фактор будет наиболее определяющим на рынке в перспективе, опрошенные Cbonds Review эксперты разошлись в своих мнениях. Хотя в целом большинство из них смотрят вперед оптимистически.

Александр Кудрин считает, что именно ставка на укрепление рубля станет основным фактором, поддерживающим рынок облигаций в ближайшей перспективе. В «Тройке» полагают, что даже на фоне некоторого роста ставок в сегменте МБК, который, скорее всего, будет иметь место в августе-сентябре, сколько-нибудь существенного падения цен рублевых облигаций ожидать не приходится. На внешних рынках Кудрин в ближайшие недели видит наступление стабилизации, а ближе к осени ожидает роста цен на рынке еврооблигаций.

С другой стороны, не верит в успех проводимой ЦБ РФ антиинфляционной политики, основанной на укреплении рубля, Олег Гредиль. «Инфляционное давление в России нарастает, и замедлять ИПЦ «старыми методами» будет все труднее, в то время как к осени в социально-политических целях это будет все нужнее. Возможно, в такой ситуации ЦБ РФ попробует сменить тактику и вместо маленьких, но регулярных прыжков рубля к корзине санкционирует один большой (на 3–5%), — полагает Гредиль. — Затем объявит, что он твердо уверен в воздействии этой меры (на инфляцию) и намерен ждать эффекта 6–9 месяцев. Тогда инвесторам, ставящим валютными форвардами/опционами на рост рубля, рационально будет зафиксировать большую часть прибыли с намерением вернуться где-нибудь к осени 2008 года. Следствием этого должно быть всплытие NDF-ставок рубля над доходностью корзины, возврат ценообразования рублевого МБК ближе к ставкам прямого репо ЦБ РФ (6.0–6.3%) и более острый дискомфорт по поводу накопленной дороговизны внутренних облигаций».

По мнению вице-президента Ситибанка Никиты Гусакова, фактор международного рынка будет определяющим. «Если международные инвесторы продолжат пересмотр рисков, локальные игроки, скорее всего, не смогут, да и не захотят противостоять этому тренду. В то же время если ситуация на международном рынке стабилизируется, то конъюнктура локального рынка будет положительной», — полагает он.

Александр Кудрин,
аналитик,
ИК «Тройка Диалог»

Александр Морозов,
главный экономист
по России и СНГ,
HSBC Банк

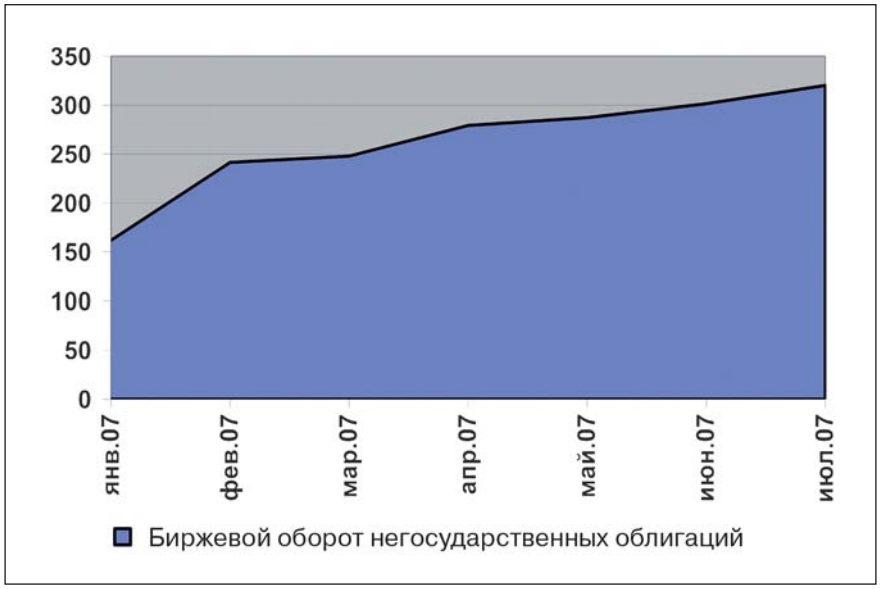
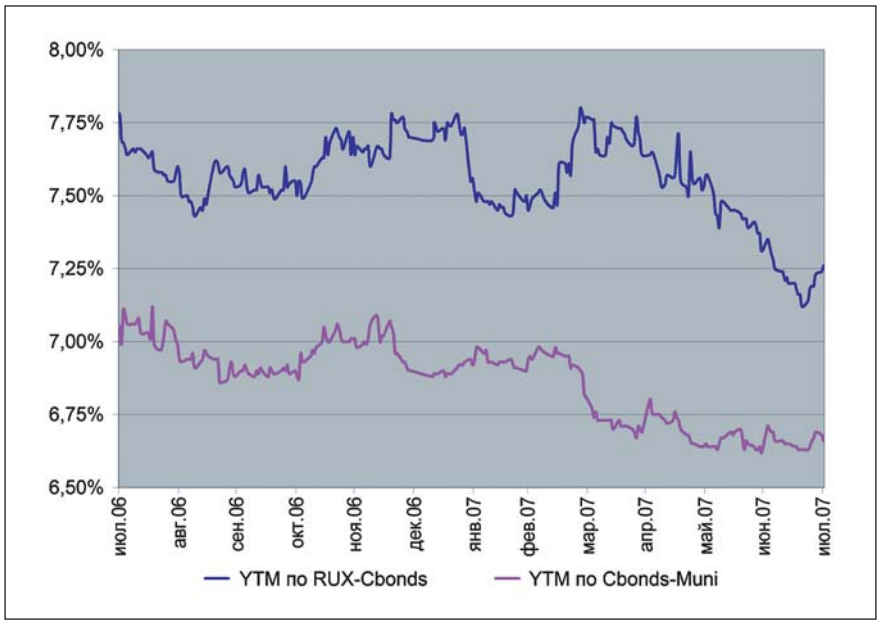
Максим Орешкин,
старший менеджер, департамент
инвестиционно-банковских услуг,
РОСБАНК

Поддерживает Гусакова старший менеджер департамента инвестиционно-банковских услуг РОСБАНКа Максим Орешкин. При этом к риску глобального пересмотра отношения к рискованным инвестициям международными инвесторами он добавляет и фактор ликвидности: «При сохранении у российских банков трудностей с привлечением ресурсов на международном финансовом рынке продолжение оттока капитала из российской экономики может привести к дальнейшему снижению ликвидности в финансовой системе, что подтолкнет участников рынка к продажам на российском рынке облигаций». Но, с другой стороны, по его мнению, «ликвидность в российской финансовой системе будет поддержана активным расходованием бюджетных средств в предвыборный период». На мировых рынках в РОСБАНКе ждут стабилизации и возможного снижения ставки ФРС в четвертом квартале, что приведет к росту стоимости долговых инструментов по всему миру.

Надеется на позитивные новости с мировых рынков и главный экономист по России и СНГ Банка HSBC Александр Морозов. «Причина сдержанного оптимизма заключается в настоящий момент в фундаментальной устойчивости мировой экономики. При этом речь идет не только о высоких темпах роста экономики, но и о повысившейся в последние годы устойчивости развивающихся рынков как класса, — отмечает он. — Кроме того, сохраняются условия для кэрри-трейд: низкие ставки и низкие темпы экономического роста в Японии на фоне динамично растущих многих других экономик и высоких процентных ставок способствуют инвестированию средств из Японии в зарубежные активы». Но взгляд Морозова на внутренний рынок не столь позитивен: «Снизившийся до беспрецедентно низкого уровня спред между рублевыми облигациями и еврооблигациями явно не соответствует существующим среднесрочным валютным рискам, поэтому можно предположить, что Россия поучаствует в восстановлении мировых рынков облигаций, если этот процесс будет происходить в ближайшие несколько недель. Тогда спреды российских бумаг сузятся. Однако к концу третьего квартала возрастет риск роста доходности рублевых облигаций на фоне ухудшения рублевой ликвидности и исчезновения ожиданий укрепления рубля», — считает Александр Морозов.

Главный аналитик долговых рынков БК «РЕГИОН» Александр Ермак считает, что, кроме всего прочего, необходимо принимать во внимание сохраняющуюся положительную динамику основных макроэкономических показателей России и результатов деятельности российских компаний, чему способствует высокий уровень цен на нефть. В «РЕГИОНе» уверены, что «коррекция носит краткосрочный характер и не должна быть глубокой». Паника, охватившая инвесторов на западных рынках, обусловлена кризисом на рынке ипотечных облигаций низкого кредитного качества и не должна, по мнению Ермака, сильно затронуть долговые обязательства России и крупнейших российских компаний, имеющих рейтинги инвестиционного уровня. В августе наиболее вероятным сценарием будет «восстановление процентных ставок на прежнем уровне и сохранение бокового тренда на рублевом долговом рынке до конца месяца».

Динамика биржевого оборота негосударственных облигаций в 2007 году



Динамика доходности к погашению по портфелю индексов RUX-Cbonds и Cbonds-Muni