Страшная ЭЙФОРИЯ

Константин Васильев

В МАЕ ЦБ РФ ПРОДОЛЖИЛ СНИЖАТЬ СТАВКУ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ, КУРС РУБЛЯ ЕЩЕ БОЛЬШЕ УКРЕПИЛСЯ К БИВАЛЮТНОЙ КОРЗИНЕ, ЦЕНЫ НА НЕФТЬ РОСЛИ И НАБЛЮДАЛОСЬ ОЖИВЛЕНИЕ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ РУБЛЕВОГО ДОЛГА. ВСЕ БЫ НИЧЕГО, НО... МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СТАТИСТИКА РОССИИ ОСТАВЛЯЕТ ЖЕЛАТЬ ЛУЧШЕГО: ОБЪЕМ ПРОМЫШЛЕННОГО ВЫПУСКА И ОБОРОТ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ ПРОДОЛЖИЛИ СНИЖАТЬСЯ ОДНОВРЕМЕННО С ПАДЕНИЕМ ДОХОДОВ НАСЕЛЕНИЯ И РОСТОМ БЕЗРАБОТИЦЫ. НЕ ПРЕКРАЩАЕТСЯ ЧЕРЕДА ДЕФОЛТОВ В КОРПОРАТИВНЫХ БОНДАХ. ПРОГНОЗЫ НА ОСЕНЬ 2009 ГОДА ОСТАЮТСЯ ДОСТАТОЧНО МРАЧНЫМИ И ПО-ПРЕЖНЕМУ ПРИВЯЗАНЫ К ВАЛЮТНЫМ И СЫРЬЕВЫМ РЫНКАМ.

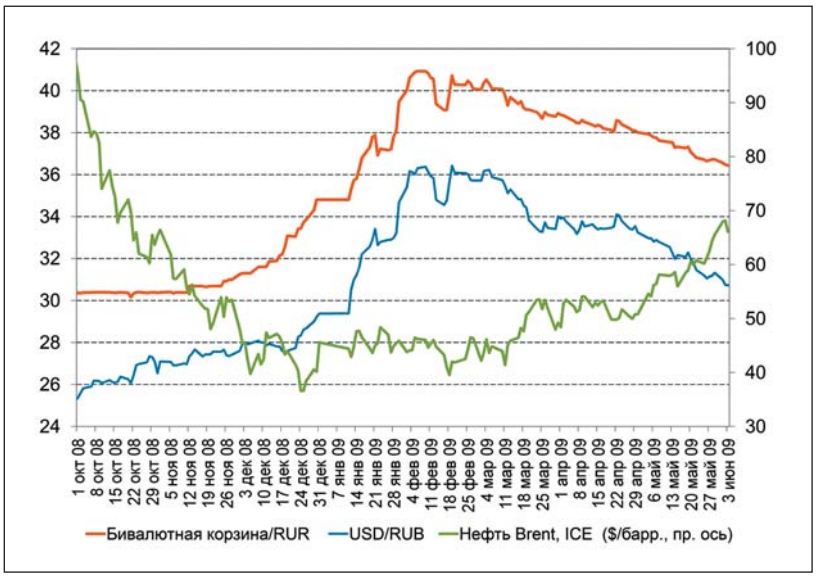
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

Главной тенденцией российской экономики в апреле-мае, по мнению Владимира Евстифеева, экономиста банка «ЗЕНИТ», стало ослабление ценового давления: «Темпы инфляции замедлились, позволив Центробанку взять курс на смягчение процентной политики, что также стало официальным призывом к необходимости аналогичного шага со стороны банков. Действительно, при текущем состоянии внешних факторов, когда глобальные настроения инвесторов переходят от пессимизма к робкой надеже увидеть признаки восстановления, может сложиться впечатление, что худшее для мировой экономики либо позади, либо вот-вот наступит. Продолжающийся рост цен на нефть, пусть и нервозный, оказывает поддержку рублю: валютные позиции, сформированные в период девальвации, начали постепенно конвертироваться обратно, заставляя Центробанк активно покупать валюту. В то же время проекция несколько улучшившихся внешних факторов на российскую экономику пока минимальна: объем промышленного выпуска обновил 15-летние минимумы, оборот розничной торговли продолжил снижаться одновременно с падением доходов населения и ростом безработицы. Практически все цифры, публикуемые Росстатом за апрель, оказались хуже наших прогнозов. Причиной тому стали нереализованные надежды на эффективность правительственных мер поддержки, а также более быстрая, чем ожидалось, реакция населения на ухудшившиеся экономические условия, что в итоге привело к падению потребления. Даже высшие чины признали несостоятельность ряда прежних стимулирующих программ».

«Май оказался достаточно напряженным для игроков на всех рынках, — утверждает Мария Субботина, заместитель руководителя инвестиционного департамента Промсвязьбанка. — С одной стороны, практически все вышедшие данные по макроэкономической конъюнктуре по всем экономикам мира носили крайне негативный характер, и все понимали, что повода для восстановления финансовых рынков по-прежнему нет, с другой стороны, вливаемая центробанками всего мира ликвидность в банки при слабых кредитных рынках просто вынуждала к покупкам на ликвидных и спекулятивных рынках.

Важнейшим событием стал разворот на валютном рынке, где доллар стал чрезвычайно быстрыми темпами ослабевать как к основным мировым валютам, так и к валютам развивающихся стран. Ключевыми причинами ослабления американской валюты в мае стали возросшие опасения по поводу того, что крупные инвесторы могут начать активно уходить из долларовых активов. Однако пока активная репатриация японских капиталов неочевидна: иена выросла к доллару всего на 5.3% за май, в то время как евро укрепился на 7.8%, а фунт — на 10.2%. При этом британская валюта показала бурный рост на фоне исторического события: снижения странового рейтинга и невпечатляющих макроэкономических прогнозов. Интерес инвесторов к европейским валютам и

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



активам активизировался на фоне появления ожиданий, что европейские экономики вполне могут быстрее оправиться от кризиса, нежели американская, поскольку у них выше производственный потенциал, а потери банков выглядят меньшими, чем потери американских банков. В этой связи крайне обнадеживающими для спекулянтов стали заявления британских властей о готовности начать продавать доли в частично национализированных банках. При этом заявления ряда американских банков о готовности выйти из программы TARP также способствовали выходу из доллара как «защитной» валюты. Избыток краткосрочной ликвидности и ослабление доллара способствовали росту самого важного индикатора для российских рынков — цен на нефть. Надувающийся пузырь на нефтяном рынке способствовал также приходу кэрри-трейдеров на российский валютный рынок. Это помогло резкому укреплению рубля и проведению забытых уже за период кризиса интервенций со стороны ЦБ».

Владимир Евстифеев также подчеркивает важную роль действий ЦБ на рынке: «Пока лишь Центробанк достаточно успешно справляется со своей «антикризисной» миссией, пытаясь расширить возможности банков как в направлении рефинансирования и ослабления контроля, так и в отношении синтетического увеличения капитала через покупку ОФЗ. Действительно, в мае произошли позитивные сдвиги на денежном рынке: показатель рублевой ликвидности банковской системы держался на уровнях 700–800 млрд руб., а однодневные ставки МБК — в пределах 7–9%. Об улучшении ситуации с ликвидностью банков также свидетельствует активизация первичного долгового рынка: в апреле-мае объем новых размещений рублевых облигаций превысил 110 млрд руб., характер большинства эмиссий можно признать рыночным. Макроэкономические итоги мая могут оказаться чуть хуже, либо на уровне апреля. При этом до конца года состояние экономики будет зависеть от реализации новых правительственных мер. Российская экономика слишком молода и, в отличие от развитых стран, не обладает способностью к самовосстановлению при минимальном вмешательстве государства. Именно власти могут подтолкнуть банки к увеличению кредитных портфелей и снижению ставок через разработку новых программ. При этом снижение инфляции при аккуратном подходе значительно расширяет их спектр. В свою очередь, активизация кредитного рынка будет способствовать улучшению показателей реального и социального секторов экономики».

Ольга Ефремова, начальник отдела анализа долговых рынков НОМОС-БАНКА, не исключает, что во второй половине года конъюнктура рынков вполне может поменяться на менее комфортную. Хотя в настоящее время мы можем наблюдать эйфорию, охватившую российские рынки, так как положительная динамика цен на нефть является одним из ключевых факторов поддержки интереса инвесторов к рискам в российские активы, поскольку выступает стимулом для укрепления российского рубля.

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

Мария Субботина,
заместитель руководителя инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

Владимир Евстифеев,
экономист, банк «ЗЕНИТ»

Александр Ермак,
главный аналитик долговых рынков, ГК «РЕГИОН»

«Действие S&P относительно пересмотра прогноза по рейтингу Великобритании на негативный также имело серьезный резонанс на рынках, поскольку это спровоцировало определенные опасения в отношении существующих оценок финансовых рисков США, которые в условиях ожидаемого бюджетного дефицита и растущего на глазах портфеля госдолга достаточно высоки. При этом стандартного «расклада», при котором участники выбирают стратегию «бегство в качество», не получилось в силу того, что доверие к американским активам отчасти утрачено. В этом свете объясняется оживление спроса на commodities и золото, которые рассматриваются участниками рынка как альтернатива.

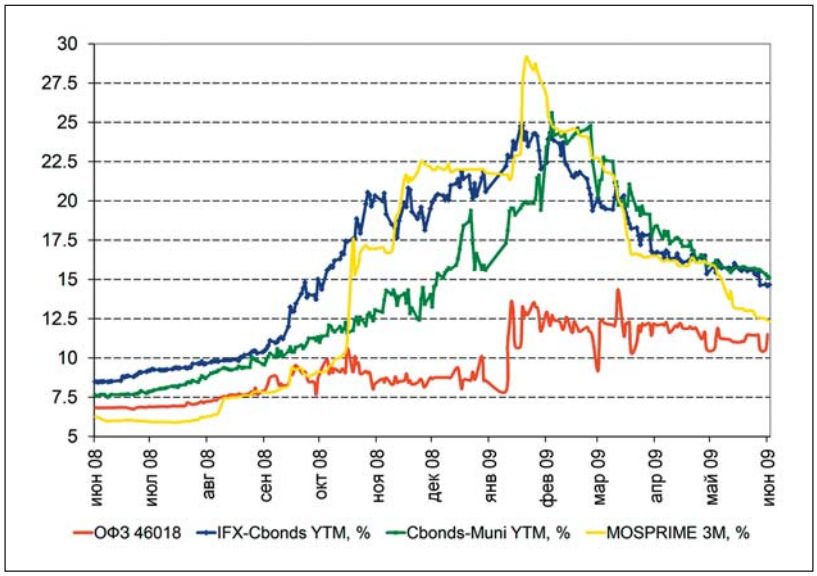
Нельзя сказать, что динамика доходностей американских госбумаг, оказавшихся вне поля интересов, не затронула госбумаги других стран. Вслед за UST дешевели и госдолги развивающихся рынков, среди которых и Россия. Таким образом, в мае инвесторам в суверенные еврооблигации удалось поучаствовать в процессе «американских горок»,

когда после стремительного взлета (в мае был зафиксирован ценовой максимум года для Russia-30) все с ветерком откатилось обратно. Примечательно, что в корпоративных еврооблигациях «перепады высот» были не сколь значительными, как в суверенных бумагах, вероятно, в силу того что торговая активность по-прежнему сосредоточена в более коротких выпусках, где спекулятивная составляющая существенно ниже, чем в выпусках с длинной дюрацией», — говорит Ольга.

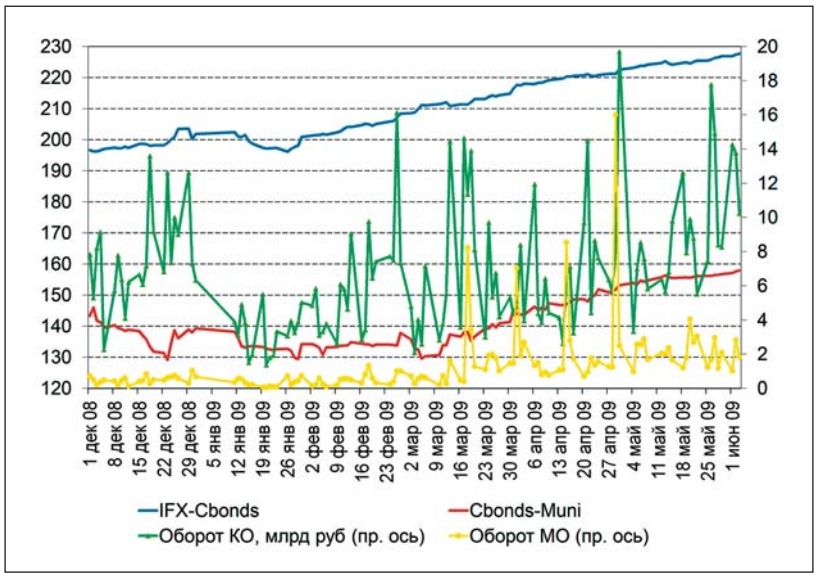
КОНЪЮНКТУРА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Третий месяц на рынке рублевых облигаций сохраняется положительная динамика на фоне противоречивых как внешних, так и внутренних факторов, отмечает Александр Ермак, главный аналитик долговых рынков ГК «РЕГИОН»: «О высоком спросе на рублевые облигации свидетельствуют и прошедшие в мае успешные размещения как на первичном рынке (МТС, РЖД), так и «вторичные» размещения выкупленных ранее по оферте облигаций («ЗЕНИТ», ВБД ПП, АФК «Система» и другие). Следует отметить, что залогом успеха данных размещений были предложенная эмитентами «премия» к рынку, относительно «короткая» дюрация (не более 1–2 лет), высокое кредитное качество эмитентов, включение облигаций в Ломбардный список и котировальный список высшего уровня (А1) ФБ ММВБ. В результате все «новые» выпуски торгуются на вторичном рынке по цене выше номинала.

Динамика ключевых процентных ставок



Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов

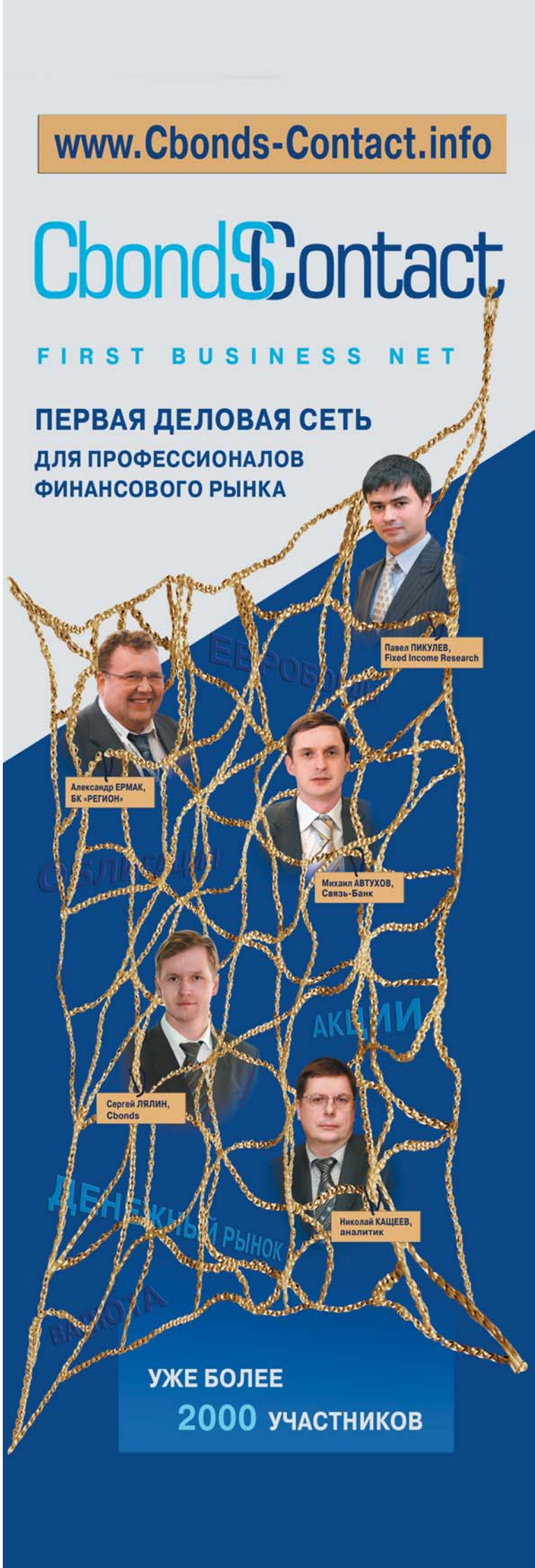


Вместе с тем, позитивный «настрой» рынка остается достаточно «хрупким» и в любой момент может смениться на противоположный. Это, на наш взгляд, обусловлено целым рядом причин, способных вызвать «вторую волну» кризиса. Во-первых, это сохраняющийся спад производства, ухудшение финансового состояния и сохранение проблем рефинансирования своих обязательств у компаний в реальном секторе экономики. Второй причиной может стать банковская система, где растет уровень просроченной задолженности по кредитам, увеличивается число убыточных банков. В-третьих, наблюдаемый рост цен на нефть, который был основным «драйвером» позитивной динамики на рынках, опирался в большей степени на ожидания инвесторов по восстановлению мировой экономики в ближайшей перспективе, которое пока ничем не подтверждено. Особой проблемой для долгового рынка остаются продолжающиеся дефолты. Так, в мае было отмечено 12 случаев технических дефолтов по выплате купонов и исполнению оферт, восемь из которых уже перешли в разряд полноценных».

Ольга Ефремова подтверждает, что настроения инвесторов в отношении долговых инструментов в мае были весьма неоднородными: «По сравнению с еврооблигациями, в рублевом сегменте ситуация складывалась гораздо спокойнее: спрос на выпуски понятных для оценки рисков компаний, чья платежеспособность не вызывает сомнений, сохраняется достаточно стабильным. В этом свете в центре инте-ресов участников были выпуски преимущественного «первого эшелона», среди которых облигации «Газпром нефти», Москвы. Весьма успешно началась «карьера» на долговом рынке выпуска МТС-4. Отдельно хочется отметить организованное вовремя возвращение на вторичный рынок выпуска ВБД-3.

В целом можно констатировать, что на рынке преобладает определенная уверенность в отношении, к сожалению, не слишком многочисленного списка эмитентов. И именно эти выпуски сейчас являются «главными действующими лицами» рыночных сделок как купли/продажи, так и РЕПО между участниками, которое, надо отметить, не теряет своей популярности в силу того, что продавать качественные бумаги инвесторы пока не настроены.

Отметим, что опасения относительно того, что июнь будет «жарким» с точки зрения возможных проблем с ликвидностью, постепенно рассеиваются по мере того, как ЦБ и Минфин озвучивают меры поддержки для банков, которым предстоит возвращать ранее привлеченные от регуляторов средства. Таким образом, при отсутствии какого-либо иного негатива велика вероятность безболезненного преодоления столь серьезного рубежа. Непрекращающееся пополнение списка дефолтных эмитентов подталкивает нас рекомендовать участникам избегать выпусков с сомнительным кредитным качеством».

По мнению Марии Субботиной, вкратце ситуацию на долговых рынках можно описать так: все боятся, но продолжают покупать. «Сколько еще будет продолжаться этот праздник, сказать сложно, — говорит она. — Для рублевого рынка облигаций остаются нерешенными несколько важных взаимосвязанных вопросов. Очевидно, что низкий мировой и внутренний спрос не дают возможности экономике возобновить устойчивый рост. На этом фоне ситуация с плохими долгами в банковском секторе продолжает ухудшаться. Пока нарастание объемов просроченной задолженности влияет в основном на рентабельность и капиталы банков. Когда банки начнут испытывать проблемы с ликвидностью, то есть войдут во вторую стадию кризиса, сказать крайне сложно. Это может принять как форму некоторого кризиса летом-осенью, так и более мягкие формы. Во многом это будет зависеть от эффективности мер правительства по поддержке реальной экономики. При этом если стимулирование будет проводиться только с помощью бюджетной политики, то для банковского сектора и рынка рублевых облигаций это будет благом в краткосрочной перспективе. Если же темпы снижения экономики будут по-прежнему низкими, то нельзя исключить решения, связанные с девальвацией рубля, что приведет к резкому нарастанию проблем с ликвидностью и, соответственно, к резкому падению рынка рублевых облигаций.

А осталось от него немного. Череда дефолтов практически завершилась. Поскольку последние выпуски во втором-третьем эшелоне размещались прошлым летом, то и последние дефолты и реструктуризации начнутся летом. Очевидно, что никаких предпосылок для появления новых выпусков в третьем эшелоне нет и не появится в ближайшем будущем, поэтому рынок будет состоять из реструктурированных облигаций и оставшихся в обращении бумаг первого-второго эшелона. Вторичный рынок в ближайшие месяцы будет по-прежнему состоять в основном из бумаг первого-второго эшелона. Если ситуация с экономическим ростом, плохими долгами и рублем пойдет по мягкому сценарию, то не исключено, что ближе к осени будет формироваться вторичный рынок лучших бумаг из реструктурированных облигаций. Если сценарий будет жестким, то реструктурированные бонды в оборот не вернутся, а рынок вновь потеряет ликвидность. Вероятность реализации жесткого сценария резко возрастет, если на нефтяном рынке начнется снижение. Поэтому в нынешних условиях инвесторам на рынке рублевых облигаций крайне важно особенно пристально наблюдать за движениями на сырьевых и международных валютных рынках. Сигналы к развороту текущих трендов — сигналы к сокращению позиций».