Летние каникулы

Константин Васильев

В ИЮНЕ РЫНКИ УШЛИ НА КАНИКУЛЫ ИЛИ НАХОДИЛИСЬ В СОСТОЯНИИ ЗАТИШЬЯ ПЕРЕД БУРЕЙ: ПРАКТИЧЕСКИ ВСЕ КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ ЗАМЕРЛИ НА МАЙСКИХ УРОВНЯХ. АКТИВНОСТЬ ПРОЯВЛЯЛИ ТОЛЬКО ОРГАНИЗАТОРЫ НОВЫХ ЭМИССИЙ И ТРЕЙДЕРЫ. ПРИ ЭТОМ НА ФОНЕ ОЖИДАНИЙ ВТОРОЙ ВОЛНЫ КРИЗИСА ПОЯВИЛИСЬ И ПОЗИТИВНЫЕ ПРОГНОЗЫ, СОГЛАСНО КОТОРЫМ РЫНОК СТАБИЛИЗИРУЕТСЯ НА ЛЕТНИЙ ПЕРИОД И ПРОДОЛЖИТ ПОСТЕПЕННЫЙ РОСТ.

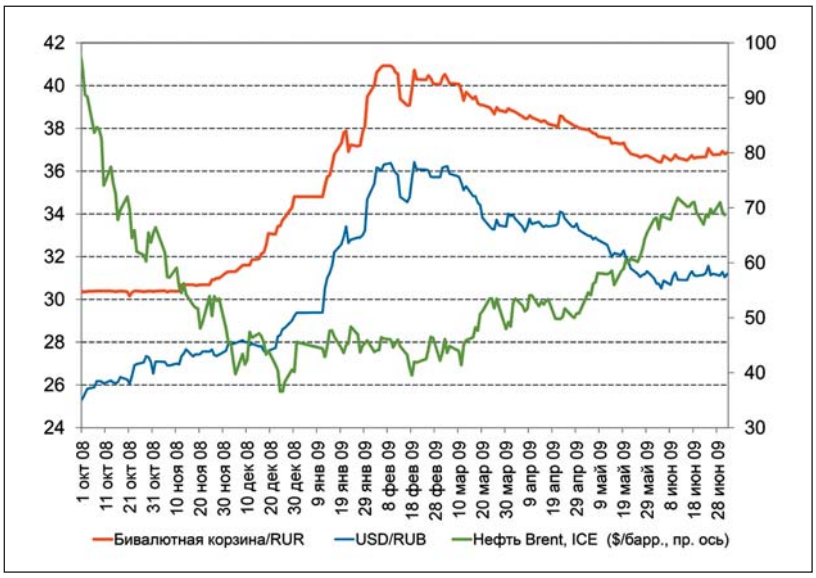
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ ПРОГНОЗ

Александр Ермак, главный аналитик долговых рынков ГК «Регион», подводит итоги июня: «Июнь стал первым месяцем, когда рубль прекратил укрепляться и по итогам месяца даже несколько снизился относительно американского доллара и бивалютной корзины. Ослабление рубля происходило под влиянием вновь возникших девальвационных ожиданий, даже несмотря на относительно высокие цены на нефть. Наряду с этим вышедшие макроэкономические данные за май (например, очередной «рекорд» снижения темпов промышленного производства) и ухудшение экономических прогнозов по России со стороны международных финансовых институтов умерили оптимизм участников рынка и усилили их опасения относительно второй волны кризиса».

Олег Соломин, начальник аналитического управления ОАО Банк «Петрокоммерц», подтверждает пессимистичный настрой рынка и считает, что ралли, продолжавшееся последние полгода, на исходе — рынки акций перестали давать позитивные новости и тянуть за собой рынок облигаций: «По факту «зеленые ростки» (рост потребительского доверия, рост настроений менеджеров…) вполне могут оказаться сорняками. Помимо тонких расхождений между ожиданиями и реальной статистикой, есть еще и очевидное ослабление интереса к рыночному риску: это видно и по рынку нефти, и по затуханию волны укреплений национальных валют против доллара США, и по стагнации на рынках суверенного долга. Все это не дает оснований для продолжения ралли, да и ставки уже достигли предельных уровней. Иначе как объяснить небывалый рост активности по размещениям новых займов или реинкарнации ранее выкупленных? Если характеризовать рынок облигаций с точки зрения инвесторов, то можно отметить явное переключение последних со вторичного рынка на первичный».

Не все так однозначно, считает Владимир Малиновский, начальник управления анализа долговых рынков ИБ «ОТКРЫТИЕ»: «На рынке отсутствует понимание среднесрочного движения ставок. С одной стороны, согласно статистике, начали появляться первые признаки стабилизации мировой экономики после значительного падения, что оказывает поддержку рынкам. С другой стороны, публикуемые макроэкономические данные продолжают оставаться крайне негативными и скорее подтверждают пессимистичные сценарии движения российской экономики. Кроме того, все более удручающими становятся прогнозы относительно кредитного портфеля банков к концу текущего года. Раньше фантастической казалась просрочка кредитного портфеля в 20%, последние прогнозы показателя составляют 25–30% (Fitch, Авен). Вопрос в том, как в этих условиях себя поведет финансовая система и насколько действенной окажется помощь государства».

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ПУЛЬС РЫНКА

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

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

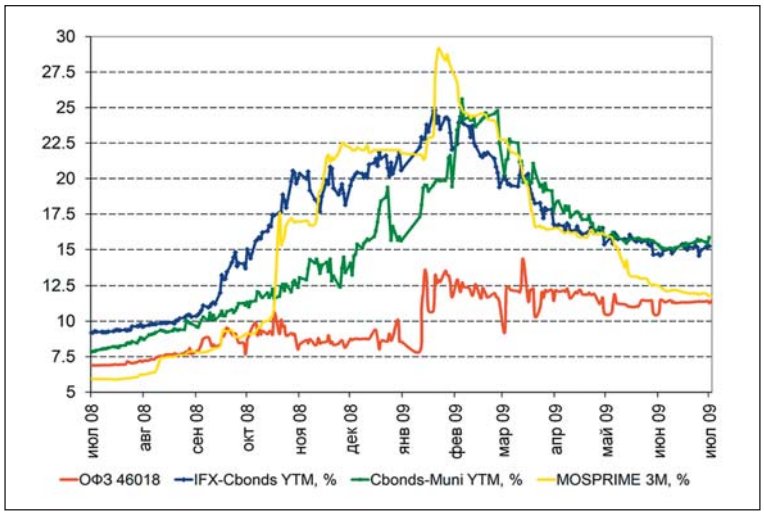
Олег Соломин,
начальник аналитического управления, ОАО Банк «Петрокоммерц»

КОНЪЮНКТУРА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

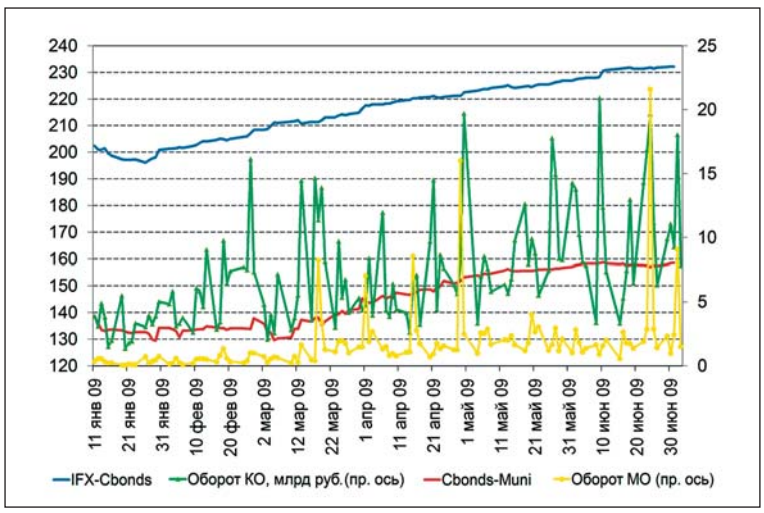
Ключевой тенденцией локального долгового рынка, по мнению Владимира Малиновского, стало формирование обновленного сегмента рублевых бондов, в состав которого постепенно включаются вновь размещенные займы. «Именно эта прослойка выпусков, — говорит он, — составляет наиболее ликвидный и наиболее привлекательный для инвесторов сектор долгового рынка. Кроме новых займов, в него включаются уже некоторые торгующиеся бумаги, которые эмитенты повторно продают после того, как выкупили их по условиям оферты какое-то время назад. В любом случае в данный список попали бумаги высокого кредитного качества — «фишки», а также займы эмитентов наименее пострадавших от кризиса секторов, например, телекоммуникационного».

Олег Соломин соглашается с коллегой, что зачастую данную активность эмитентов и растущий интерес инвесторов к «первичке» связывают с возрождением облигационного рынка в целом. «Рынок почти очистился от «плохих» эмитентов, — отмечает Соломин, — и это видно по снижению упоминаемости на нем такого сочетания, как «дефолт по облигациям». С другой стороны, рынок вновь стал заселяться первоклассными эмитентами по новым, уже приемлемым многими инвесторами уровням процентных ставок. Вспомните первые размещения Газпрома и сравните уровни ставок с нынешними. Вы увидите практически идентичную картину. А если вспомнить последующую динамику, то по телу разливается приятная истома от предвкушения многомесячного

Динамика ключевых процентных ставок



Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



ралли, причем щедро вознагражденного. Вместе с тем благостную картину возрождения рынка облигаций нарушает предчувствие второй волны кризиса. Это предчувствие базируется на глобальном противоречии настроений участников рынка и данных из реального сектора и рынка труда, а также на хрупкости российской финансовой системы и ее зависимости от нефтяных цен. Ведь очередные девальвационные ожидания резко снижают интерес к рублевому долгу. Именно с этим мы и связываем гиперактивность эмитентов — желание успеть в кредитное окно».

Негативное влияние на вторичный рынок рублевых облигаций наряду с внешними факторами также оказывал большой объем первичных размещений, приносящих инвесторам дополнительную премию к рынку. «Хотя нельзя не отметить, что по мере прохождения следующих размещений премия становилась все меньше и меньше, — говорит Александр Ермак. — Котировки спроса по недавно размещенному выпуску РЖД-16 при выходе на вторичный рынок оказались даже ниже номинала. В краткосрочной перспективе спрос на качественные бумаги первого и второго эшелона, на наш взгляд, сохранится. Возможным драйвером дальнейшего повышения цен на эти бумаги может стать снижение ключевых ставок, безболезненный потенциал которого оценивался финансовыми властями в размере 1.5% до конца текущего года».

У некоторых покупателей на первичном рынке уже происходит насыщение, которое отчасти может быть связано с заполнением лимитов на отдельные компании, активно размещавшие облигации в последний месяц. По словам Владимира Малиновского, «это отражается на уровне спроса на такие бонды и, соответственно, на уровне их доходности относительно общей кривой доходности «голубых фишек». В качестве примера можно привести займы РЖД, в меньшей степени — выпуски Москвы, часть которых торгуется с премией к другим ликвидным займам. В то же время инвесторы продолжают испытывать большой интерес к новичкам — долгам ЛУКОЙЛа и Газпрома, покупая их на размещениях практически без премии к остальным бумагам. В целом можно констатировать, что первая достаточно продолжительная волна снижения ставок на долговом рынке, продолжавшаяся в последние месяцы, скорее всего, завершена. Инвесторы не готовы так же агрессивно покупать бумаги на текущих уровнях доходности и, таким образом, продолжать толкать ставки вниз. В то же время предпринимающиеся попытки коррекции пока не приводят к существенному падению котировок — на чуть подешевевшие бумаги сразу появляется спрос, и цены достаточно оперативно возвращаются на прежние уровни. В настоящий момент мы рекомендуем ограничить дюрацию рублевых бумаг в портфеле двумя годами, покупать только наиболее ликвидные выпуски». ©