

---

## **«Пресыщение» или смена тенденций**

---

*Последние несколько месяцев облигационный рынок жил агрессивными настроениями покупателей, которые активно приобретали долговые бумаги, как на первичном, так и вторичном сегменте. Отличительной особенностью рынка за этот период стал, во-первых, стабильно высокий уровень рублевой ликвидности, характеризующийся ставками на МБК порядка 1-2%.*

*Во-вторых, показателем, отражающим общие настроения, становились итоги первичных размещений. Практически на протяжении нескольких месяцев инвесторы демонстрировали чуть ли не двукратную переподписку на каждый новый выпуск, в результате чего, устанавливаемая в ходе аукциона доходность оказывалась или ниже, или близкой к минимальной границе предварительных прогнозов.*

*Основным драйвом снижения ставок служил сохраняющийся спрос с одной стороны, а также перспектива к сужению спредов облигаций второго-третьего эшелона к голубым фишкам рынка. Положительный тренд поддерживался хорошей динамикой котировок на рынке долгов в штатах, укреплением рубля к доллару, повышающейся привлекательностью России в глазах иностранных инвесторов.*

---

Насколько долго может продлиться такая ситуация, существует ли перспектива дальнейшего спекулятивного роста, и что делать инвесторам в сложившейся неопределенности?

---

### **Оцениваем заново**

---

Практически с начала мая отмечается некоторое изменение в оценке описанных выше факторов, что может служить сигналом к приостановке позитивного тренда и возможной смене рыночной конъюнктуры, а значит и стратегии инвесторов, работающих с облигациями.

**Во-первых**, не столь однозначным в настоящее время кажется тенденция на валютных рынках – и даже нельзя сказать, что макроэкономика в США стала выглядеть намного оптимистичнее, просто дела в Евросоюзе также не столь радужны. Поэтому, последовавшее в течение последних дней достижение курса доллара по отношению к евро уровня 1,26 можно назвать скорее не ростом доллара, а падением евро. В любом случае, изменение ситуации на валютных рынках отразилось и на соотношении доллар/рубли, который практически впервые за три месяца преодолел отметку 28 рублей за доллар.

Ситуация на валютном рынке служит первым сигналом для нерезидентов о направлении действий на облигационном рынке. Краткосрочные колебания валютных курсов, скорее всего не скажутся на ситуации, но при условии стабильной смены тренда в сегменте «рубли – доллар», можно ожидать продаж со стороны иностранных инвесторов в рублевых бумагах. Притом, что покупки нерезидентов сосредоточены, как правило, в голубых фишках, при укреплении доллара, стоит ожидать удара именно с этой стороны.

**Во-вторых**, отмечено некоторое снижение активности, а главное агрессивности инвесторов при участии в первичных размещениях. Если ранее покупки были направлены практически на эмитентов любого кредитного качества, то теперь, можно констатировать некоторое снижение интереса к новым бумагам. В первую очередь это, возможно, касается корпоративных выпусков, исходя из существующей процедуры регистрации итогов эмиссии которых, откладывается начало вторичного обращения бумаг как минимум на месяц, а то и более. Тем самым, вновь начинает более остро вставать вопрос об аукционной премии, которая частично будет защищать инвесторов от гипотетического снижения стоимости купленных бумаг при изменении конъюнктуры. Некоторые же инвесторы в целом

отказываются от рисков отсутствия возможности продать облигацию в определенный момент времени, и не участвуют в аукционах вовсе.

Спрос на первичные размещения *субфедеральных* займов пока может сохраниться, но, на мой взгляд, в большей части, исходя из возможности продать выпуск в течение ближайшей с момента аукциона недели по чуть более высоким ценам.

**В-третьих**, в рамках данной записки, но скорее, во-первых, исходя из важности, стоит отметить достижение облигациями достаточно низких уровней доходности, что во многом сдерживает дальнейший рост котировок бумаг. Облигации высшего эшелона показали минимальное движение в текущем году, во многом по причине, что большая часть перспективы сокращения ставок в данном сегменте была отыграна еще в конце 2004 года. Основную динамику в текущем году показали облигации второго-третьего эшелона в рамках сокращения спрэдов к голубым фишкам. На мой взгляд, стоит констатировать, что существовавшая перспектива во многом уже отыграна, если не сказать больше – в настоящее время облигации третьего эшелона торгуются под ставку, которую предлагали гораздо более высококлассные заемщики около полугода назад. По моему мнению, покупать бумаги под данную доходность готовы все меньшее количество инвесторов, а если ставка опустится еще дальше, могут последовать массовая фиксация прибыли. Стоит отметить, что в качестве покупателей облигаций второго-третьего эшелона выступают как институциональные инвесторы, многие из которых готовы держать бумаги в портфеле вплоть до погашения, так и спекулятивно настроенные российские инвестиционные банки и компании, которых нерезиденты потихоньку вытеснили из голубых фишек. Таким образом, в отсутствие перспективы дальнейшего снижения ставок, может значительно снизиться спрос на бумаги, что, возможно, приведет к сокращению объемов операций и расширению спрэдов между ценами покупки и продажи отдельных выпусков.

**В-четвертых**, не стоит забывать об исторически сложившихся сезонных тенденциях на облигационном рынке. Традиционно, летние месяцы характеризуются снижением активности операторов, а соответственно оборотов и ликвидности бумаг. При этом в предыдущие годы наблюдался также общий рост ставок на рынке. Таким образом, не исключено, что и в текущем году можно будет ожидать, для начала, снижение спроса на бумаги, с дальнейшим падением объема заключаемых сделок.

**В-пятых**, «навес предстоящих размещений». Практически с марта, когда значительно активизировались эмитенты, размещая новые займы на первичном рынке, данный фактор оказывал не то чтобы отрицательное, а скорее положительное влияние на вторичный рынок – переподписка, как правило, характеризовала неослабевающий спрос на облигации, что приводило к росту цен по обращающимся выпускам. Однако в настоящий момент, несмотря на то, что аппетиты инвесторов стали значительно утихать, эмитенты торопятся разместить бумаги на выгодных условиях по минимальным ставкам. Такая ситуация может, как показывает опыт прошлых лет, привести к «затовариванию» выпусками портфелей организаторов – а значит к сокращению их спроса в других бумагах. Кроме того, в случае если показатели «переподписки» будут стабильно оказываться ниже поставленных рекордов, это может стать дополнительным сигналом о пресыщении рынка.

Затронув факторы, влияние которых можно оценить скорее как негативное, стоит упомянуть и о **позитивных**. Их не так много, но по порядку. Для начала, несмотря на крайне негативные прогнозы конъюнктуры долгового рынка США, которые озвучивались еще в прошлом году, до сих пор доходности суверенных штатовских бондов находятся на минимальных уровнях. При этом, несмотря на то, что повышение ставки происходит на каждом заседании ФРС, котировки реагируют лишь на угрозы их повышения более

агрессивными темпами. Таким образом, основной фактор, на основании которого давались крайне негативные прогнозы на 2005 год, остается достаточно стабильным. Таким образом, несмотря на то, что, по моему мнению «орудие» роста ставок в США уже «заряжено», и может выстрелить в любой момент, скорее всего в течение ближайших нескольких месяцев этого не произойдет. По любому, отслеживать американский рынок необходимо постоянно, чтобы не пропустить «залпы».

**Еще один фактор**, который можно расценивать скорее как позитивный, это сохраняющийся на достаточно высоком уровне размер рублевой ликвидности. Относительно небольшое разнообразие инструментов для инвестирования свободной наличности предполагает, что за счет этих денег будет поддерживаться спрос на рублевые облигации. В этой связи стоит, однако заметить, что даже на фоне избытка денег в России может случиться «кризис ликвидности», как это уже было в прошлом году и по заявлениям представителей зарубежных рейтинговых агентств, слабость российской банковской системы не страхует нас от повторения такой ситуации.

---

## **ВЫВОДЫ**

---

Таким образом, какие выводы можно сделать из вышесказанного:

- На мой взгляд, продолжавшееся практически с начала текущего года ралли на долговом рынке практически исчерпано.
- В текущей обстановке для того чтобы началась массовая коррекция, необходимы не локальные, а системообразующие факторы, такие например как резкая смена настроений в США, очередной кризис ликвидности в России, падение курса рубля, ряд серьезных претензий к частным предприятиям, резкое падение цен на нефть и т.д.
- В случае если глобальные факторы для движения так и не появятся, можно ожидать, что рынок перейдет в стадию стагнации, при этом наиболее вероятен постепенный рост доходности облигаций на фоне бокового тренда. При этом можно ожидать значительного снижения объемов совершаемых сделок и расширения спредов между ценами покупки и продажи облигаций.

---

## **РЕКОМЕНДАЦИИ**

---

На основании сделанных выводов рекомендуем придерживаться следующей стратегии поведения на рынке:

- Сокращение позиций в голубых фишках облигационного рынка – ликвидность в этих бумагах абсорбирована иностранными покупателями, в случае негативного движения в сегменте рубль/доллар продажи по этим займам, скорее всего, будут наиболее агрессивные. При этом вероятность дальнейшего снижения доходности облигаций высшего эшелона минимальна.
- Сокращение дюрации портфеля займов второго-третьего эшелона. Спекулятивная составляющая покупки долгосрочных бумаг, на мой взгляд, практически отыграна, в случае падения цен первого эшелона, либо даже стагнации рынка, ликвидность этих бумаг будет значительно ограничена, что не позволит реализовать полученную прибыль.
- Ограничить свое участие в аукционах по корпоративным облигациям, основываясь на предположении, что купить размещенные займы вполне может представиться возможность по более низкой цене при выходе их на вторичное обращение. Либо, покупая облигации на первичном рынке, требовать предоставления премии, порядка 0,3-0,5% (в зависимости от срочности и качества эмитента) по

доходности, не покупать бумаги «по рынку» или «с дисконтом к рынку», как это было принято еще месяц назад.

- Ограничить свою позицию краткосрочными облигациям, срочностью 3 мес. – полгода, либо денежной позицией (Репо, депозиты), с расчетом формирования портфеля в конце лета на более благоприятных уровнях цен.

*Аналитическую записку подготовил  
Начальник отдела анализа рынка  
долговых обязательств Вэб-инвест Банка  
**Малиновский Владимир**  
Тел. (812) 326-13-05 (доб. 1750)  
E-mail: [V.Malinovskiy@web-invest.ru](mailto:V.Malinovskiy@web-invest.ru)*

**Вэб-инвест Банк**

Россия, 125009 Москва, ул. Бол. Никитская, д.17, корп. 2,  
тел.: (095) 937-77-38, (095) 771-65-37

Россия, Санкт-Петербург,  
Невский пр. д. 38  
тел. (812) 326-1305, (812) 326-1350

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как oferta к заключению сделок. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать вышеприведенную информацию как можно более достоверной и полезной, мы не претендуем на ее полноту и точность. Ни «Вэб-инвест Банк», ни кто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые вложения в ценные бумаги, упоминаемые в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неликвидными или неприемлемыми для всех инвесторов. Стоимость или доход от любых операций с ценными бумагами, упомянутыми в настоящей публикации, могут изменяться вследствие изменений процентных ставок. Прошлые результаты не являются показателем будущих результатов.