По ПЯТЬДЕСЯТ...

Антонина Тер-Аствацатурова

В ОКТЯБРЕ РУБЛЬ ПРОДОЛЖАЛ КРЕПЧАТЬ, ЕЩЕ БОЛЬШЕ ПОДСТЕГИВАЯ ВНУТРЕННИЙ ИНТЕРЕС ИНВЕСТОРОВ К РУБЛЕВЫМ АКТИВАМ. ТИШИНА И ПОКОЙ, ВОЦАРИВШИЕСЯ В РОССИЙСКОЙ МАКРОЭКОНОМИКЕ, ПРИВЕЛИ К ТОМУ, ЧТО НА ЛОКАЛЬНЫЙ РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ ХЛЫНУЛИ СРЕДСТВА РАСЩЕДРИВШИХСЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ. ПО ОЦЕНКАМ АНАЛИТИКОВ, ДО КОНЦА ГОДА СНИЖЕНИЕ ДОХОДНОСТЕЙ КАЧЕСТВЕННЫХ РУБЛЕВЫХ БОНДОВ МОЖЕТ СОСТАВИТЬ ЕЩЕ ОКОЛО 100 Б. П., ГЛАВНЫМ ОБРАЗОМ ЗА СЧЕТ ПРОДОЛЖАЮЩЕГОСЯ СНИЖЕНИЯ КЛЮЧЕВЫХ СТАВОК ЦБ. ПРАВДА, УЧАСТНИКИ РЫНКА ОЖИДАЮТ, ЧТО ОКОНЧАНИЕ МНОГОМЕСЯЧНОГО БЫЧЬЕГО РАЛЛИ НА РЫНКЕ РУБЛЕВОГО ДОЛГА НЕ ЗА ГОРАМИ. КОРРЕКЦИЯ, СКОРЕЕ ВСЕГО, НАЧНЕТСЯ УЖЕ В КОНЦЕ ПЕРВОГО КВАРТАЛА СЛЕДУЮЩЕГО ГОДА, ПО МЕРЕ ТОГО КАК РЕГУЛЯТОР ВОЗЬМЕТСЯ ЗА УЖЕСТОЧЕНИЕ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ

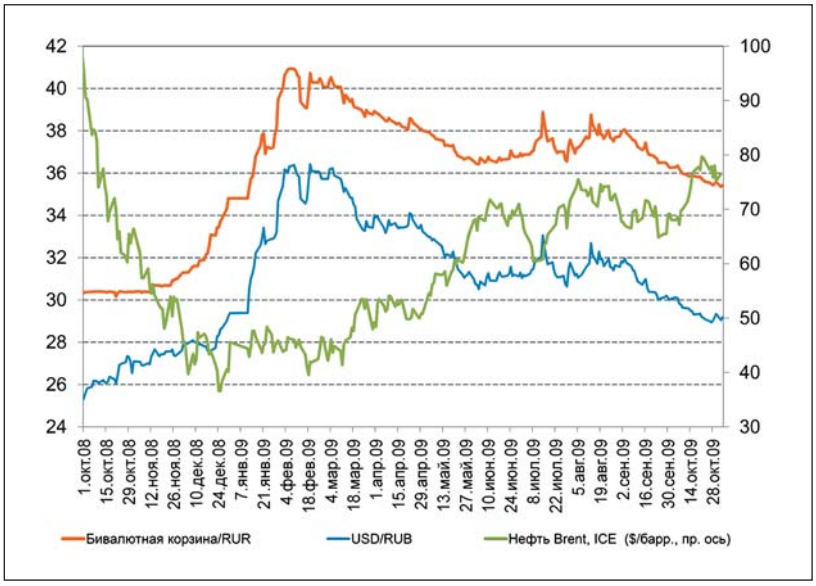
Складывающаяся в России в последние месяцы макроэкономическая ситуация явно способствует активному росту облигационного рынка. Так, впервые в истории инфляция в октябре оказалась нулевой — на этой отметке показатель держится уже третий месяц подряд. Хотя дефляция в августе и сентябре является нормальным сезонным явлением, для октября нулевая инфляция не характерна. И тот факт, что в этом году цены упорно не хотят расти, указывает на существенное снижение инфляционного давления в экономике, говорит Александра Евтифьева, старший экономист «ВТБ Капитал».

«Таким образом, очевидно, что до конца года этот показатель не выйдет за 10%-ную отметку (сейчас накопленная с начала года инфляция составляет 8.1%). Более того, он может оказаться ниже 9%, — отмечает Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу Альфа-Банка. — И хотя замедление инфляции обусловлено прежде всего сокращением потребления, а значит, рост потребительских цен должен ускориться вместе с восстановлением экономической активности, данный фактор не влияет на текущие настроения инвесторов. Более того, дополнительным поводом для их оптимизма стали квартальные данные по ВВП (в третьем квартале 2009 года +0.6%, квартал к кварталу, по данным МЭР), сопровождаемые комментариями главы финансового ведомства страны Алексея Кудрина о том, что Россия вышла из рецессии».

По словам Максима Орешкина, главы аналитического блока РОСБАНКа, усиление дезинфляционных процессов в экономике позволяет Банку России агрессивно смягчать свою монетарную политику, снижая стоимость фондирования для российских банков. Ответ ЦБ на нулевую инфляцию в октябре не заставил себя ждать. Последнее снижение ставок стало уже восьмым с апреля нынешнего года (в общей сложности за этот период ставки снизились на 350 б. п.). «В свете недавних заявлений ЦБ и прогноза инфляции на 2009 год, озвученного премьер-министром Владимиром Путиным (8–9%), мы полагаем, что до конца года регулятор может снизить ставку рефинансирования до 9%, то есть еще на 50 б. п.», — продолжает Александра Евтифьева.

В комментарии к своему решению ЦБ впервые заговорил о притоке капитала как одной из причин снижения ставок, обращает внимание аналитик «ВТБ Капитал». Действительно, с середины сентября

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



в Россию пришла волна спекулятивного капитала. Только в октябре ЦБ купил порядка $11 млрд в целях сдерживания стремительного роста курса рубля. Его уверенный рост как к доллару (вследствие обесценения американской валюты на международном рынке), так и к бивалютной корзине в целом наблюдался с конца сентября. В первых числах октября курс опустился ниже 30 руб./$ и уже не поднимался выше этой отметки. Курс рубля к корзине примерно в это же время опустился ниже 36 руб. и к концу месяца достиг 35.35 руб. Усилий Банка России хватило лишь на сдерживание темпов укрепления, а не на разворот тренда, подчеркивает Екатерина Леонова.

«Нерезиденты поверили в крепкий рубль, — добавляет она. — В этот период вышло несколько обзоров западных инвестбанков, прогнозирующих укрепление рубля. Кроме того, в массы пошла идея о переводе инвестиций в страны с высокодоходными валютами. Как следствие — резко возрос спрос на инструменты развивающихся стран, номинированные в национальных валютах».

По мнению Александры Евтифьевой, даже с учетом последнего снижения ставок рублевые активы по-прежнему остаются привлекательнее долларовых. И если цены на нефть продолжат расти, то снижение ставок вряд ли приведет к развороту carry trade в рубле.

Давая общую оценку макроэкономической ситуации в России в октябре, Максим Орешкин выделяет сразу несколько положительных факторов. «Процесс монетизации дефицита бюджета продолжается, что обеспечивает постоянный приток рублевой ликвидности в финансовую систему. В условиях уверенного положительного сальдо текущего счета платежного баланса эти средства направляются банками или на погашение дорогих пассивов, или на инвестиции в рублевые активы. Активизация сокращения иностранных активов нефинансовым сектором российской экономики и рублевые интервенции Банка России также способствуют улучшению ситуации с рублевым фондированием у российских банков». По данным Александры Евтифьевой, в сентябре ставки по кредитам для юридических лиц опустились до 14.5% (после кратковременного скачка до 15.1% в августе) и, по-видимому, продолжат снижаться. Снижение стоимости фондирования и рост депозитов могут действительно перезапустить кредитование.

«Окончание рецессии и постепенное восстановление российской экономики оказывает позитивное влияние на рост склонности к риску и улучшение кредитного качества заемщиков, — добавляет Максим Орешкин. —

Екатерина Леонова,
старший аналитик по внутреннему долгу, Альфа-Банк

Максим Орешкин,
глава аналитического блока, РОСБАНК

Станислав Боженко,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Александра Евтифьева,
старший экономист, «ВТБ Капитал»

Восстановление экономики в последние месяцы было достигнуто благодаря положительной фазе цикла запасов (сначала в экспортно ориентированных отраслях, где кризис и восстановление начались раньше всего, а в последние месяцы и в отраслях, ориентированных на внутренний спрос). В ближайшие месяцы восстановление экономики найдет поддержку в растущем потребительском спросе вследствие возвращения позитивной динамики на рынок труда, улучшения условий розничного кредитования и потребительской уверенности (и как следствие — снижение нормы сбережений ближе к докризисному уровню)».

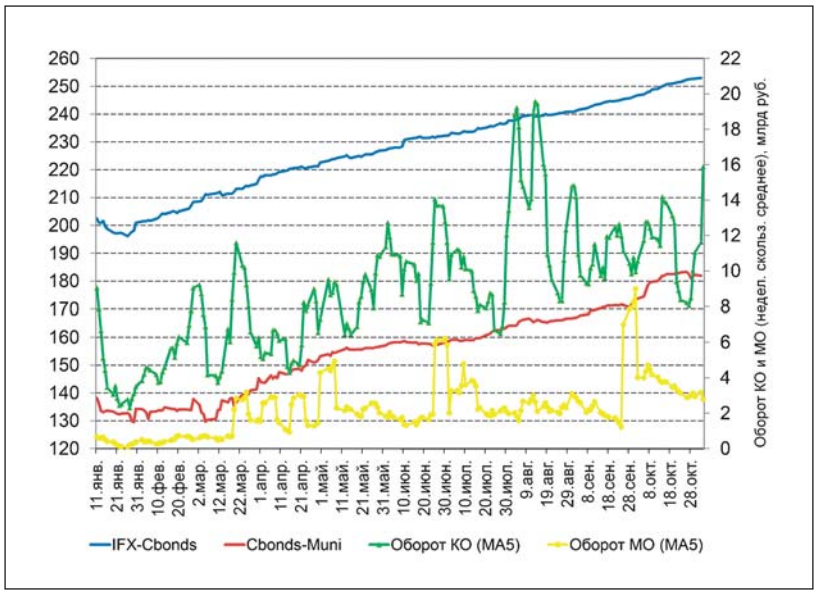
КОНЪЮНКТУРА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Конъюнктура рынка рублевых облигаций оставалась благоприятной на протяжении практически всего октября. Несмотря на небольшую коррекцию на последней неделе месяца, октябрь стал очередным бычьим месяцем на рынке рублевого долга. Основными факторами роста, по мнению Максима Орешкина, стали уже упомянутое резкое замедление инфляции и в связи с этим — суммарное снижение ставки рефинансирования Банком России на 100 б. п. по итогам сентября-октября, а также значительный рост объемов спекулятивных покупок рублевых облигаций в последние месяцы с использованием дополнительного

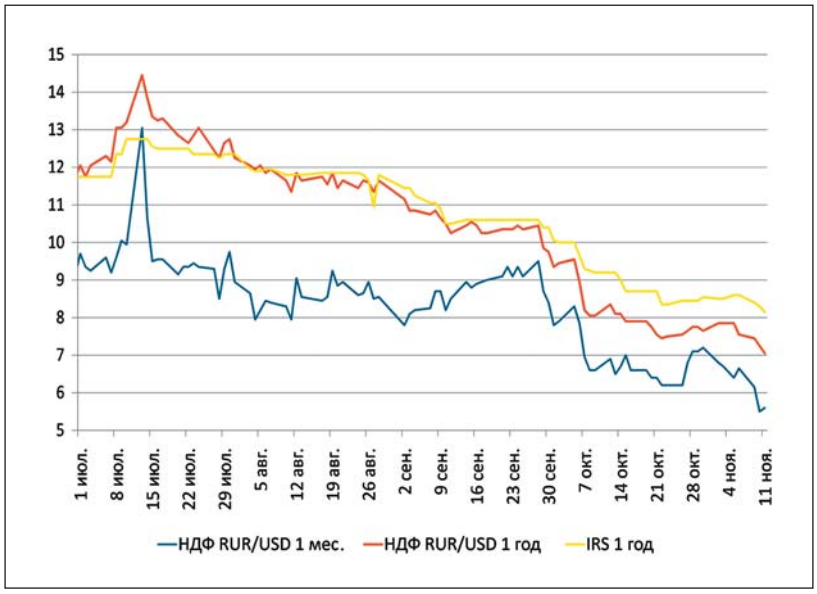
левериджа через рынок МБК и прямое РЕПО Банка России. Резкое укрепление рубля к бивалютной корзине, возобновление рублевых интервенций Банка России и существенное снижение девальвационных ожиданий привели к активизации иностранных инвесторов на рынке. На руку рублевым бондам оказалось и значительное улучшение ситуации с ликвидностью (результат комбинации монетизации дефицита федерального бюджета и рублевых интервенций Банка России), и снижение ставок на рынке МБК.

Благодаря дальнейшему повышению спроса на качественные рублевые активы тренд снижения доходностей на внутреннем рынке облигаций сохранился. Как отмечает Станислав Боженко, аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал», в октябре снижение доходности бумаг первого эшелона составило порядка 50–70 б. п., а сначала текущего года — около 300–400 б. п. Негативный внешний фон в конце месяца был отчасти компенсирован очередным понижением ключевых процентных ставок Банком России, благодаря чему качественные бумаги возобновили ценовой рост, однако полностью отыграть понесенные потери не удалось. По мнению аналитиков «УРАЛСИБ Кэпитал», фундаментальные причины для роста доходностей на рынке рублевых облигаций отсутствуют. Спред к ставкам РЕПО превышает 350 б. п. по большинству корпоративных выпусков качественных эмитентов (с рейтингами BB/BBB). Станислав Боженко полагает, что до конца года снижение доходностей качественных рублевых облигаций может составить еще около 100 б. п., главным образом за счет продолжающегося цикла снижения ключевых ставок ЦБ.

Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



Динамика ставок NDF и IRS



Несмотря на благоприятные внешние и внутренние факторы, которые способствовали в прошлом месяце быстрому росту котировок по всему спектру инструментов на рынке рублевого долга, эмитенты медленно раскачивались, не торопясь воспользоваться комфортной обстановкой для новых размещений. В результате на первичке образовался дефицит предложения нового долга, что усилило ажиотажные покупки на вторичном рынке, вспоминает Екатерина Леонова. Специфику спроса во многом определил приток средств нерезидентов. Прежде всего их интересовали высоколиквидные инструменты с низким кредитным риском. В фаворе оказались ОФЗ, облигации Москвы и бумаги первого эшелона корпоративного сектора с крупным объемом эмиссии (Газпром, РЖД). В результате опережающего ценового роста доходности облигаций Москвы и чуть позже — корпоративных бумаг опустились ниже 10% годовых.

На первичном рынке в течение октября доминировал Минфин, разместивший за месяц облигации на 40 млрд руб. Причем за полмесяца ставки размещения снизились на 200–250 б. п. по сравнению с данными на конец сентября. В корпоративном секторе основные размещения пришлись на вторую половину месяца. Лидером по объему предложенных свежих выпусков стал металлургический сектор: в октябре прошли размещения «Мечела», «Евраза» и НЛМК. «Дефицит предложения качественных выпусков в совокупности с ожиданиями дальнейшего ценового роста привели к тому, что размещения проходили агрессивно по ставкам. В частности, «Мечел» привлек средства под 12.5% на три года (по сравнению с 19% по выпуску, размещенному в конце июля). Привлечь 20 млрд руб. по достаточно низкой ставке — 13.5% годовых на пять лет смог и «Евраз», — комментирует аналитик Альфа-Банка.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Станислав Боженко,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»:

— В качестве инвестиционных идей на внутреннем рынке облигаций мы рекомендуем покупать длинные выпуски первого эшелона (Газпром, 11, Газпром, 13, МГор, 63, Газпром нефть, 4, а также выпуски ОФЗ) в связи с ожиданиями сужения их спреда к ставкам РЕПО ЦБ — с текущего уровня, составляющего более 350 б. п., до 200 б. п. При снижении ставок валютных NDF до 4–5% на рынок придут длинные деньги иностранных инвесторов. Большинство бумаг второго эшелона, на наш взгляд, непривлекательны для покупок, поскольку их спреды к высококачественным выпускам уже достигли докризисных уровней.

Максим Орешкин,
глава аналитического блока, РОСБАНК:

— По нашему мнению, на рынке рублевых облигаций в настоящий момент сохранилось два сегмента со значительным потенциалом для дальнейшего роста: облигации банков, а также бумаги субфедеральных банков. В первом случае мы рекомендуем присмотреться к бумагам банков с высокими кредитными рейтингами и стабилизировавшимся финансовым положением. Мы также ожидаем существенного сокращения спредов между облигациями корпоративных и субфедеральных эмитентов со сравнимыми рейтингами от международных рейтинговых агентств. Здесь советуем обратить внимание на ликвидные и крупные по объему выпуски.

Как отмечает Станислав Боженко, заметным событием на первичке стал новый выпуск «Трансаэро» объемом 3 млрд руб. — первое с начала кризиса предложение рынку риска третьего эшелона. Однако, как показало размещение, в ходе которого спрос на бумаги эмитента лишь на 13% превысил предложение, пока интерес инвесторов к повышенному кредитному риску остается низким.

По оценкам аналитиков «УРАЛСИБ Кэпитал», общий объем первичного предложения бумаг эмитентов высокого кредитного качества до конца года может составить внушительную сумму — 500 млрд руб. Так, о планах выпуска облигаций сообщили НОВАТЭК (30 млрд руб.), Башнефть (50 млрд руб.), Атомэнергопром (195 млрд руб.), НЛМК (50 млрд руб.). Для сравнения: общий объем облигаций, размещенных с начала нынешнего года, составил 620 млрд руб. «При этом недавнего ажиотажа, когда цены на рублевые облигации росли на 1 п. п. за день, ожидать уже не приходится, поэтому, выходя на первичный рынок, эмитентам вновь придется предоставлять инвесторам премию, размер которой будет зависеть от объема выпуска, — говорит Боженко. — Навес первичных размещений может уменьшить потенциал снижения доходностей, несмотря на широкие спреды к ставкам РЕПО. С другой стороны, не исключено, что большая часть выпусков будет носить нерыночный характер — в форме секьюритизации банковских кредитов для получения финансирования в ЦБ».

В последние дни октября ситуация на российском долговом рынке стала меняться. Причиной послужило ухудшение внешнего фона. У международных инвесторов возникли опасения относительно устойчивости тренда восстановления экономики США и ужесточения денежно-кредитной политики ФРС. Эти страхи привели к тому, что доллар начал отвоевывать свои позиции против евро (как, впрочем, и рубля), нефть скорректировалась вниз, а у нерезидентов заметно сократился аппетит к покупке активов стран с развивающейся экономикой, анализирует Екатерина Леонова. «Пока массового вывода средств иностранными участниками не наблюдается. Но и возникшая тревожность привела к коррекции рублевого долга. В итоге выпуски, размещавшиеся в сентябре-октябре в расчете на сохранение восходящего тренда, открываются на вторичке по цене ниже номинала (в отдельные дни облигации «Евраза» торговались на 2 п. п. ниже цены размещения). Еще одним тревожным сигналом стало резкое падение ликвидности рынка в периоды коррекции цен вниз. Так, при получении негативных сигналов с внешних рынков мы видим резкое расширение спредов bid/offer — до 2–3 п. п. в самых ликвидных корпоративных бумагах, что не позволяет осуществлять сделки», — заключила аналитик Альфа-Банка.

«Фундаментально рынок рублевого долга в настоящий момент не выглядит существенно переоцененным. Снижение процентных ставок продолжается, а спреды рублевых облигаций к ставкам РЕПО пока не достигли докризисного уровня — именно эти факторы будут оказывать поддержку облигационному рынку в ближайшие месяцы, — подводит итоги Максим Орешкин. — Поэтому, пока платежный баланс России остается устойчивым, а дезинфляционные тенденции в экономике сохраняются, мы рекомендуем использовать коррекции для увеличения позиций. Однако инвесторам надо быть настороже, так как уже сейчас становится очевидным, как будет выглядеть конец многомесячного бычьего ралли. Довольно существенная коррекция на рынке начнется в тот момент, когда его участники осознают, что цикл снижения процентных ставок завершен и в скором будущем нас может ожидать ужесточение монетарной политики Банка России. По нашей оценке, это произойдет в конце первого — начале второго квартала следующего года, однако до наступления такого момента рынок может еще существенно подрасти. До тех пор единственной угрозой для него остается возможная дестабилизация внутреннего финансового рынка на фоне резкого падения цен на нефть (значительно ниже $60 за баррель)».