Не пройдет и ПОЛГОДА

Антонина Тер-Аствацатурова

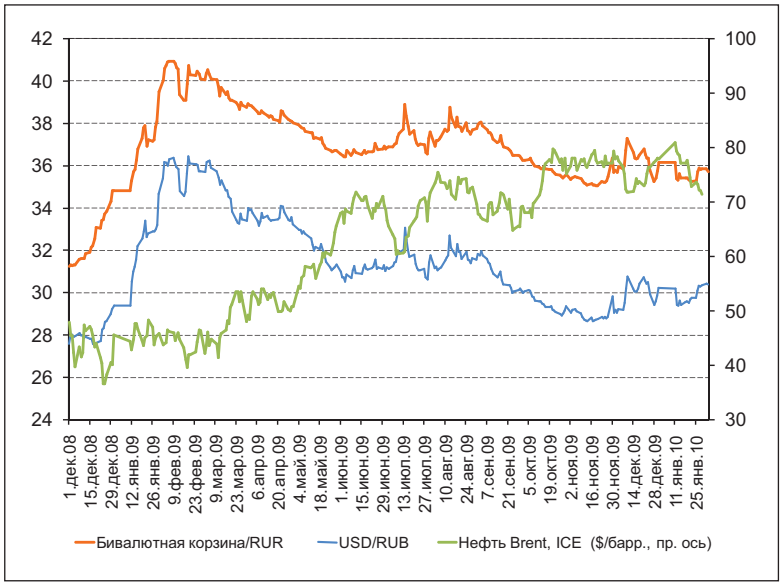
ПОД ВПЕЧАТЛЕНИЕМ ОТ ОГЛУШИТЕЛЬНОГО УСПЕХА, КОТОРЫЙ ИМЕЛ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК В ПРОШЛОМ ГОДУ, ВЕСЬ ЯНВАРЬ ЕГО УЧАСТНИКИ ПРОДОЛЖАЛИ ПРЕБЫВАТЬ В ПРИПОДНЯТОМ НАСТРОЕНИИ, ОЖИДАЯ ДАЛЬНЕЙШЕЙ ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЦБ.

ВПОЛНЕ ВОЗМОЖНО, НА ОЧЕРЕДНОЕ СНИЖЕНИЕ СТАВОК РЕГУЛЯТОР ПОЙДЕТ УЖЕ ВО ВТОРОЙ ПОЛОВИНЕ ФЕВРАЛЯ — НАЧАЛЕ МАРТА, ПРАВДА ПРИ УСЛОВИИ, ЧТО ПОСЛЕ ЯНВАРСКОГО ВСПЛЕСКА ИНФЛЯЦИЯ ВЕРНЕТСЯ НА НИЗКИЕ УРОВНИ. ЭТО ДОЛЖНО СТАТЬ ХОРОШИМ СТИМУЛОМ ДЛЯ ДАЛЬНЕЙШЕГО СОКРАЩЕНИЯ ДОХОДНОСТЕЙ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ

Прошлый год для российской экономики стал поистине богатым на рекорды, отмечает Дмитрий Грицкевич, аналитик Промсвязьбанка. В стране зафиксировано рекордное падение ВВП с 1996 года на 8.5%, рекордно низкая инфляция на уровне 8.8%, Банк России снизил ставку до рекордного уровня в 8.75% годовых, а объем первичного размещения рублевого долга превысил рекордный уровень в 1 трлн руб. Благодаря эйфории, царившей на рынках в конце декабря, инвесторы начали новый год оптимистично. Между тем, ситуация в экономике все еще далека от стабильности, несмотря на появление ряда предпосылок, необходимых для возобновления устойчивого роста, предупреждает Кирилл Сычев, аналитик банка «ЗЕНИТ»: «В третьем квартале 2009 года впервые с начала кризиса квартальный показатель ВВП России увеличился (в реальных ценах со снятой сезонностью: +1.0% ко второму кварталу), однако главным фактором этого стало всего лишь небольшое восстановление производства, которое было достигнуто за счет сокращения старых запасов, на фоне по-прежнему слабеющего потребления домохозяйств и снижения инвестиций. В этой ситуации главным результатом в экономике России в 2009 году можно считать логичное в условиях рецессии замедление показателей инфляции до рекордно низкого уровня в 8.8%, что позволило ЦБ предпринять ряд снижений процентных ставок и стало одним из факторов роста котировок на рынке рублевого долга».

Рисунок 1. Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



Ситуация на валютном рынке в начале 2010 года не готовила неприятных сюрпризов. Все складывалось в пользу российского рубля: высокие цены на нефть и ослабление доллара на мировых рынках. «Сейчас доминируют позитивные ожидания относительно средней цены на нефть в 2010 году, однако наблюдаемое в последние полгода ралли на нефтяном рынке носит главным образом спекулятивный характер и пока слабо соотносится с реальными потребностями мировой экономики. В такой ситуации нельзя исключать второй волны кризиса», — полагает Дмитрий Власов, начальник отдела торговли долговыми инструментами ФЦ «Инфина».

Цена бивалютной корзины с начала года долгое время колебалась вокруг отметки 35.35–35.50 руб., что всего на 35–50 коп. выше нижней границы плавающего коридора ЦБ. «Впрочем, несмотря на сохранение высоких цен на нефть, рубль укрепляться не торопится, и причиной осторожности, возможно, являются предстоящие отчеты крупных банков, в преддверии которых инвесторы предпочитают не рисковать. Тем не менее, девальвационные ожидания как

таковые отсутствуют: ставки NDF приблизились к докризисным уровням», — комментирует представитель ФЦ «Инфина».

«Тренд изменился после заявлений первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева о том, что падение рубля до верхней границы плавающего трехрублевого коридора корзины в 38 руб. возможно в 2010 году, — вспоминает Дмитрий Грицкевич. — В результате, совокупность всех негативных факторов вызвала охлаждение спроса на рискованные активы и привела к росту ставок NDF выше 6% по годовому контракту. Спреды между кривыми ОФЗ/NDF сузились до 20–10 б.п., что охладило пыл игроков carry trade. На этом фоне приостановили рост котировок и бумаги первого, второго эшелонов».

Не способствовали оптимизму игроков и словесные интервенции представителей регулятора о возможном начале цикла повышения ставок уже во втором полугодии 2010 года вслед за центробанками ведущих стран, хотя, вероятно, снижение ставок в первой половине года будет продолжено, предполагает Дмитрий Грицкевич.

«Скорее всего, в первом полугодии 2010 года снижение ставок остановится. При этом еще возможно увидеть ставку рефинансирования на уровне 7.50–7.75% к концу первого полугодия», — добавляет Дмитрий Власов.

Помимо настораживающих сигналов в самой российской экономике, во второй половине января активизировался внешний негативный поток новостей, которому внутренний рынок уже сопротивляться не мог. «Во-первых, президент США Барак Обама принялся за реформу банковской системы страны, которую участники рынка интерпретировали достаточно негативно: Обама сообщил о введении налога на крупнейшие банки, чтобы вернуть в бюджет средства из программы TARP, а также потребовал разукрупнения банков и запрета коммерческим фининститутам торговать на собственные средства, а также инвестировать в хедж-фонды и фонды прямых инвестиций, — анализирует Дмитрий Грицкевич. — Во-вторых, вызывают беспокойство активные действия Китая по абсорбированию ликвидности в стране, которые могут повлечь за собой охлаждение товарных рынков и замедление мирового экономического роста. Так, с 18 января ЦБ Китая повысил нормы обязательного резервирования средств банками на 0.5 п.п. — до 15%, а затем правительство Китая потребовало от банков снизить кредитную активность, введя запрет на выдачу новых кредитов до конца января. Третьим источником негатива стала Европа, где не утихают проблемы вокруг Греции, бюджетный дефицит которой в 2009

Кирилл Сычев,
аналитик,
банк «ЗЕНИТ»

Михаил Гонопольский,
начальник аналитического управления,
БИНБАНК

Дмитрий Грицкевич,
аналитик,
Промсвязьбанк

Дмитрий Власов,
начальник отдела торговли долговыми инструментами,
ФЦ «Инфина»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Дмитрий Власов,
начальник отдела торговли долговыми инструментами, ФЦ «Инфина»:

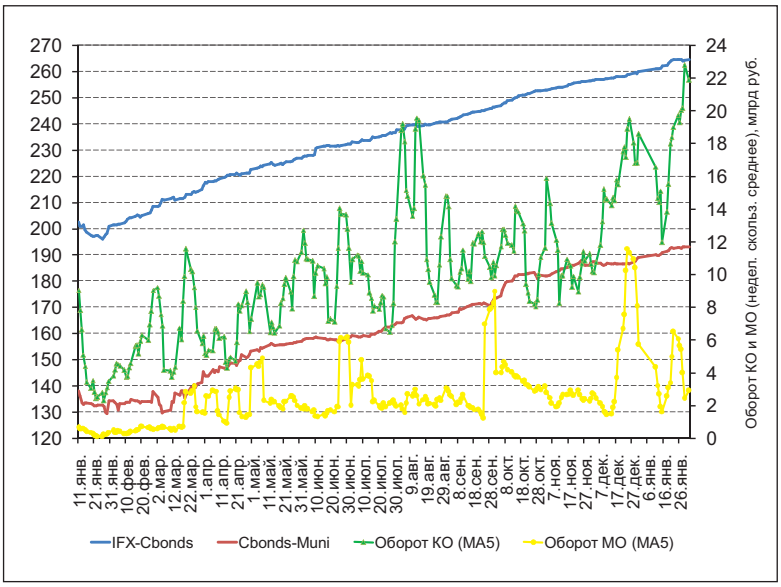
После заявлений заместителя главы Центробанка Алексея Улюкаева и атаки Барака Обамы на банки на рынке облигаций происходит небольшая коррекция. Тем не менее, общий позитивный настрой сохраняется, и в феврале я ожидаю рост котировок. Хотел бы обратить внимание инвесторов на РЖД-10 из-за широкого спреда к кривой ОФЗ, а также на выпуски облигаций со ставкой купона, привязанной к ставке РЕПО ЦБ (РЖД-15, РЖД-17, РЖД-18). Эти бумаги позволяют получить финансовое плечо при игре на снижение процентных ставок, при невысоких рыночных рисках, в сравнении с длинными бумагами с фиксированной ставкой купона.

Стоит отметить первичное предложение Москомзайма. В начале февраля Москомзайм планирует выйти на первичный рынок с новыми займами. Согласно озвученным планам, в первом квартале 2010 года Москва собирается занять посредством выпуска облигаций 20 млрд руб. Хороший спрос на аукционах будет обеспечен и тем, что в начале года может ощущаться дефицит первичного предложения. Он будет связан как с принятием решений эмитентами относительно собственных планов по заимствованиям, так и с необходимостью внесения поправок в эмиссионные документы в соответствии с новыми требованиями закона о рынке ценных бумаг.

году составил 12.7%, а в 2010 году необходимо привлечь около 54 млрд евро (в том числе для рефинансирования более 20 млрд евро весной 2010 года)».

«Таким образом, начало года показало, что проблемы в мировой экономике далеки от разрешения. Основным риском, который может негативно повлиять на наш рынок в текущем году, является сворачивание антикризисных мер и начинающаяся борьба с излишней ликвидностью для обуздания роста инфляции в развитых и развивающихся странах (Китай), что может привести к частичному оттоку средств с Emerging Markets и продавить цены на товарных рынках. При пессимистичном сценарии экономики ЕС и США окажутся неспособными работать без стимулирующих мер, что может вызвать новую волну снижения», — прогнозирует аналитик Промсвязьбанка.

Рисунок 2. Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



КОНЪЮНКТУРА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Темпы снижения доходностей на рублевом долговом рынке в декабре 2009 года притормозили при том, что уровень рублевой ликвидности продолжал увеличиваться за счет сезонно высоких бюджетных расходов в первый месяц зимы, отмечает Михаил Гонопольский, начальник аналитического управления БИНБАНКА: «Активность торгов на вторичном рынке существенно снизилась в последние недели декабря. Однако тех инвесторов, кто на новогодние праздники ушел с портфелями, заполненными ОФЗ, облигациями Москвы и корпоративными облигациями первого-второго эшелона, ожидал приятный сюрприз — в течение первой торговой недели 2010 года эти бумаги показали заметный рост котировок и, соответственно, снижение доходностей. Отчасти рынок отыгрывал событие конца 2009 года, на которое инвесторы не отреагировали оперативно: очередное снижение ключевых ставок ЦБ РФ на 25 б.п.».

«После новогодних каникул торговая активность в рублевых бумагах оказалась очень высокой, число сделок и торговые обороты держались гораздо выше показателей конца прошлого года, — говорит Дмитрий Власов. — Котировки рублевых облигаций на этом фоне открылись в январе с гэпом вверх и продолжили, пусть и медленно, двигаться в том же направлении, помехой этому не стало некоторое повышение ставок денежного рынка, вызванное налоговыми платежами».

По мнению Дмитрия Грицкевича, на руку вторичному рынку сыграли и вступившие в силу с 1 января 2010 года поправки в закон «О рынке ценных бумаг», в рамках которых эмитент не вправе выпускать облигации на сумму, превышающую размер его уставного капитала или стоимость чистых активов его поручителя. В результате, на рынке чувствовался дефицит бумаг из-за отсутствия новых выпусков.

На первичном рынке в январе активность наблюдалась лишь в сегменте ОФЗ, вспоминает Михаил Гонопольский: «Минфин размещал достаточно короткие и, что не менее важно, новые выпуски. Это достаточно правильный шаг с точки зрения эмитента. Результаты аукционов в то же время были неоднознач-

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Дмитрий Грицкевич,
аналитик, Промсвязьбанк :

— Первое полугодие 2010 года видится нам относительно позитивным. Данные по инфляции за первые 25 дней января показали замедление на 0.3 п.п. по сравнению с 2009 годом, что дает надежды на продолжение снижения ставки ЦБ еще на 0.25–0.5 п.п. На этом фоне мы рекомендуем преимущественно входить в первичные выпуски, которые предлагают премии к рынку. Сезон размещений в 2010 году уже открывают РЖД, РСХБ, банк «ГЛОБЭКС», на очереди ожидаются выпуски Москвы. Стоит отметить, что в отличие от 2009 года дюрация новых выпусков будет удлиняться до трех-пяти лет. На вторичном рынке интересны бумаги второго эшелона, а также качественного третьего — кредитные риски многих эмитентов постепенно снижаются за счет большей доступности кредитных средств в госбанках.

Кирилл Сычев,
аналитик, банк «ЗЕНИТ»:

— В условиях низких ставок ЦБ и высокого уровня ликвидности инвесторы предпочитают облигации первого и отдельные выпуски второго эшелонов, дающие заметные премии к базовым ставкам. Спрос на вторичном рынке подогревается также и временным отсутствием первичных размещений, которое вызвано изменением ряда законодательных требований и необходимостью исправления эмиссионных документов. Даже коррекция, наметившаяся на рынке в последнюю неделю января, существенно не снизила спрос на отдельные недооцененные выпуски. В текущей ситуации я бы предпочел выпуски эмитентов второго эшелона с крепким кредитным качеством и дюрацией в диапазоне до полутора лет.

ными — если на первом аукционе спрос составил более 60 млрд руб. при объеме эмиссии 45 млрд руб. и размещение прошло в полном объеме, то следующий аукцион по размещению ОФЗ 25073 фактически провалился — из планируемого объема в 45 млрд руб. было размещено лишь 1.67 млрд руб. при совокупном спросе 27.6 млрд руб. Минфин не предложил никакой премии ко вторичному рынку. В корпоративном сегменте первичного рынка активность в январе отсутствовала, лишь в конце месяца начался процесс сбора заявок на размещение двух выпусков Россельхозбанка и первого выпуска РЖД. Эти эмитенты пользуются общим позитивным настроем инвесторов к выпускам первоклассных заемщиков в условиях избыточной рублевой ликвидности и предлагают более длинные бумаги. Так, РЖД намерены продать выпуск с пятилетней офертой (он станет, пожалуй, самым длинным из торгующихся на вторичном рынке выпусков РЖД). Данная стратегия вполне оправдана для первоклассных заемщиков в текущей благоприятной ситуации на рынке облигаций.

Во второй половине января на рынке облигаций произошла коррекция, связанная в первую очередь с общими настроениями на внешних рынках и желанием игроков зафиксировать прибыль. «Я не думаю, что коррекция продлится чересчур долго, — рассуждает Дмитрий Власов. — Цены на нефть по-прежнему находятся гораздо выше тех уровней, которые обеспечивают положительное сальдо по счету текущих операций, и в отсутствие активного оттока капитала рубль остается фундаментально сильным относительно других валют. Игроки рублевого сегмента, несмотря на отдельные попытки зафиксировать часть позиций, не теряют интереса к наиболее ликвидным выпускам. Была заметна активизация в ОФЗ. «Вспомнили» даже про такие бумаги, как 26018 и 26020».

По оценкам аналитиков, потенциал снижения доходностей рублевых бумаг сохраняется.

«Хорошим стимулом для этого могло бы стать снижение ставок ЦБ, на которое он может пойти в феврале или марте. Правда, при условии, что после январского всплеска инфляция вернется на низкие уровни. Вероятность этого, в свою очередь, достаточно высока, так как макроданные свидетельствуют о пока слабом оживлении потребительского и инвестиционного спроса. «Тот рост цен ОФЗ, который наблюдался в начале года, был, похоже, обусловлен резким снижением ставок NDF, сделавшим ОФЗ привлекательными при наличии фондирования в иностранной валюте. Большую часть потенциала снижения доходности выпуски ОФЗ уже отыграли, при этом снижение ставок NDF маловероятно, так как они уже находятся на докризисных уровнях. Поэтому равновесная доходность ОФЗ находится примерно на 50 б.п. ниже, чем ее текущее значение», — заключает Дмитрий Власов.

КАЗАХСТАНСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ФОРУМ

.kz

«КАЗАХСТАНСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ФОРУМ» проводится с 2006 года и является одним из крупнейших мероприятий, посвященных финансовому рынку Казахстана.

В 2010 году формат конференции планируется расширить до двух дней, и помимо традиционных тем конференции (рынок ценных бумаг) провести секции, посвященные таким темам, как товарные рынки и инвестиции private equity. Ожидается участие около 200–250 человек.

Во второй день работы конференции в рамках конгресса пройдет специализированная конференция «Развитие исламского финансирования в странах СНГ».

www.cbonds.info/ru/rus/bondcongress

Организаторы:

CBONDS FINANCIAL INFORMATION RFCA

Спонсор:

ASYL INVEST

Конференция пройдет:
10–11 марта 2010, Алматы,
Республика Казахстан