Вопреки мрачным увещеваниям недоброй половины участников российского рублевого долгового рынка, ожидаемая в феврале коррекция на нем так и не состоялась. Более того, усыпленные щедрой ликвидностью российские инвесторы практически не отреагировали на разгоревшиеся на мировых торговых площадках страсти вокруг долговых проблем стран PIGS. Снижение доходностей ликвидных бумаг первого и второго эшелонов продолжилось, все ближе подбираясь к докризисным величинам. Ни провалов в ликвидности, ни резкого ослабления рубля в марте можно не опасаться, полагают эксперты Cbonds Review. Следующий ход за регулятором: рынок снова в ожидании снижения ставок.

СНИЖАЕМСЯ…

Антонина
ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ

Ключевым аспектом, позволившим Банку России продолжить либерализацию денежной политики в феврале, стало умеренное инфляционное давление, даже несмотря на сезонный всплеск роста цен первых месяцев года, подчеркивает Ольга Ефремова, начальник отдела анализа долговых рынков НОМОС-БАНКА. Вместе с тем, поводов для оптимизма пока еще крайне мало: опубликованные Росстатом в феврале данные о социально-экономической ситуации по итогам января выглядят весьма слабыми.

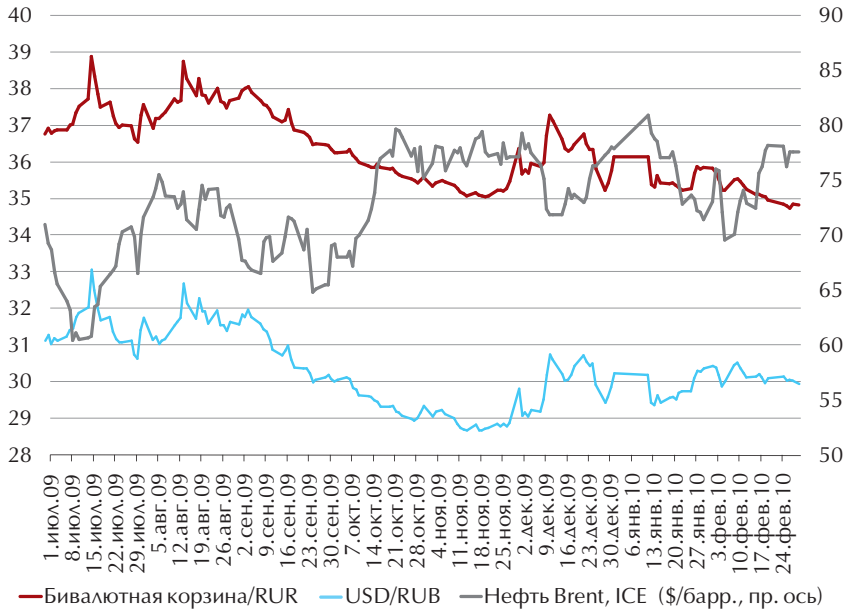
Алексей Криволап, специалист отдела операций на внутренних долговых рынках ИФК «МЕТРОПОЛЬ», соглашается с тем, что российская макроэкономическая статистика пока остается крайне противоречивой. С одной стороны, впервые с момента начала кризиса выросли розничные продажи, с другой — показатель инвестиций упал на 8.7% год к году.

«На наш взгляд, не должно способствовать эйфории сопоставление показателей текущего года с очевидно заниженной базой января 2009 года. Особое разочарование вызывают данные о продолжающемся спаде инвестиций в основной капитал, подтверждающий факт того, что реальный сектор экономики еще весьма далек от восстановления», — добавляет Ольга Ефремова.

Между тем, показатели инфляции остаются рекордно низкими: индекс потребительских цен в феврале, по данным Росстата, составил 0.9%. Таким образом, в условиях низких инфляционных рисков ЦБ может продолжить снижение ставок для стимулирования

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



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

кредитования реального сектора экономики, который по-прежнему демонстрирует весьма слабые признаки восстановления, прогнозирует Алексей Криволап.

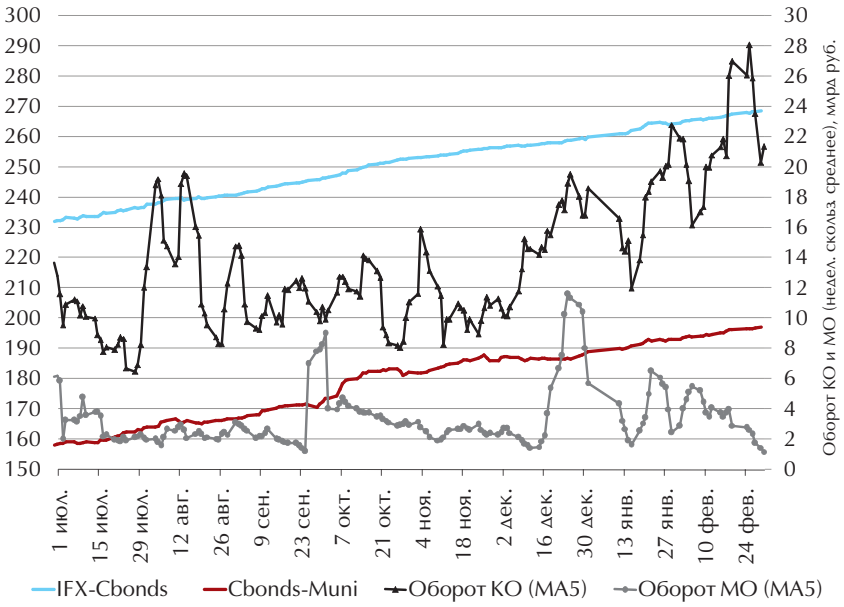
«На данном этапе обеспечение Банком России более комфортных условий для привлечения заемного финансирования выглядит вполне обоснованной мерой, — соглашается Ольга Ефремова. — Отметим, что свое следующее заседание по ставке рефинансирования ЦБ планирует провести в марте, вероятно, вновь дождавшись статистики, которая подскажет, насколько велика необходимость продолжать снижать ставки и не будет ли препятствовать данной мере мартовский рост потребительских цен».

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

– В условиях когда рынок перегрет по причине избытка свободной ликвидности, как на данном этапе, и отдельные выпуски выглядят изрядно перекупленными, более интересными представляются покупки в новых выпусках, появляющихся на рынке, конечно, если предлагаемая доходность приемлема с точки зрения существующих рисков каждого конкретного эмитента.

«Снижение ставок, призванное поддержать кредитование реального сектора российской экономики, безусловно, шаг положительный, — комментирует Роман Ткачук, глава аналитического отдела «РИК-Финанс». — Но стоит отметить, что сейчас компании нуждаются в кредитовании в меньшей степени, чем год назад, когда банки резко сворачивали кредитные программы. Текущие низкие ставки (а в течение полугодия ЦБ может опустить их ниже 8%) могут привести к оттоку капитала из страны. В этом случае ЦБ РФ придется поднимать ставки вслед за центробанками развитых стран».

Рисунок 2
Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



«В СОБСТВЕННОМ СОКУ»

Сильная поддержка внутренних конъюнктурообразующих факторов отчасти нивелировала преобладающую в феврале очень высокую волатильность внешних торговых площадок.

В середине февраля был собран внеочередной саммит Евросоюза в Брюсселе, где обсуждались проблемы Греции. Страна завершила 2009 год с бюджетным дефицитом в 12.7% ВВП и 300 млрд евро госдолга, что вызвало серьезные опасения за платежеспособность страны. Министры финансов стран ЕС помогли Греции не делом, но словом: представители Евросоюза будут внимательно следить за развитием ситуации в Греции, нынешние трудности названы некритическими. «Впрочем, проблемы еврозоны не ограничиваются Грецией — аналогичные трудности испытывают Португалия, Италия, Испания (входящие в аббревиатуру PIGS — развивающиеся страны Европы, по аналогии с BRIC), а также ряд стран Восточной Европы — Венгрия, Румыния, Эстония и прочие. В марте, вероятно, ситуация с долгами стран PIGS получит развитие. Но уже сейчас понятно, что PIGS порядочно «насвинячили» старушке Европе, и выбираться из кризиса страны зоны евро будут тяжело и долго», — полагает Роман Ткачук.

«В условиях обострения обсуждений финансовых проблем Греции ситуация усугублялась желанием инвесторов обезопасить себя от рисков развивающихся рынков. Вместе с тем, те темпы восстановления экономики, которые демонстрируют именно развивающиеся рынки на текущий момент, служат определяющим фактом при формировании инвестиционных решений. Кроме того, все более выразительными становятся ожидания восстановления экономики как США, так и европейских стран, и на этом фоне инвесторы предпочитают ориентироваться на более доходные инструменты, тогда как спрос на «защитные» казначейские облигации США слабеет, — анализирует Ольга Ефремова. — Помимо того что необходимость «бегства в качество» становится все менее очевидной, финансовые регуляторы США усугубляют ситуацию тем, что не сокращают объемов нового предложения UST.

В дополнение ко всему, дискуссия о сворачивании антикризисных мер постепенно трансформируется в конкретные действия, что также негативно отражается на востребованности американского госдолга. После того как ФРС США повысил ставку deposit rate, стремясь постепенно переориентировать банки с госкредитования на более рыночные формы привлечения ресурсов, ожидания более кардинальных мер по ужесточению денежно-кредитной политики, в частности по повышению базовой ставки с текущего минимального уровня, принимают все более серьезные масштабы, и хотя регулятор заявляет о стабильности ставок еще в течение «продолжительного периода», участники стремятся воспользоваться преимуществами дешевого фондирования, разгоняя тем самым спекулятивную торговую активность».

Алексей КРИВОЛАП,
специалист отдела операций на внутренних долговых рынках, ИФК «МЕТРОПОЛЬ»

По мнению Ивана Манаенко, начальника отдела анализа долгового рынка ИК «Велес Капитал», индифферентность к внешним раздражителям стала возможной благодаря крайне благоприятной коньюнктуре рынка нефти, в настоящий момент куда больше зависящего от экономической политики Китая и вероятности эскалации конфликта вокруг ядерной программы Ирана, чем от уровня ликвидности мировой системы. В первую очередь, речь идет о политике Китая по закупке сырья, причем как нефти, так и промышленных металлов. «Напомним, в 2009 году Китай увеличил импорт нефти на 14% до 203.8 млн тонн, а это уже больше 50% всего потребления Поднебесной. Январская же статистика показала увеличение импорта нефти Китаем на 33%. Соответственно, пока Китай будет поддерживать прежний темп роста экономики и, как следствие, высокий темп закупки сырья, который имел место в 2009 году, цены на нефтяные контракты будут поддерживаться на комфортном для России уроне в $70–80 за баррель, — говорит Иван Манаенко. — Если же взять китайский фактор за основу стабильности мировых цен на нефть, то полемика вокруг возможных санкций в отношении Ирана, не говоря уже о вероятном военном вмешательстве, постоянно разогревают спекулятивную составляющую нефтяных котировок. На этом фоне нельзя не сказать о временном разрыве взаимосвязи между динамикой котировок нефти и пары евро/доллар. Так, снижение последней до майских уровней в силу вышеобозначенных причин практически не нашло отражения в нефтяных котировках. В то же время, мы не исключаем, что потеря связи носит односторонний характер. Другими словами, удешевление доллара к евро на фоне решения проблемы греческого суверенного долга может подстегнуть рост котировок нефти, подобно заведенной пружине».

В свою очередь, с подачи Банка России, обозначившего российский торговый баланс как основу курсообразования рубля, сохранение высоких цен на нефть крайне благоприятно сказалось на стоимости российской валюты. В частности, за февраль российский рубль смог укрепиться по отношению к корзине валют более чем на рубль, или 2.8%. И если для крайне волатильного рынка акций подобное движение валют не слишком заметно, для долгового рынка оно не могло пройти бесследно, отмечает аналитик ИК «Велес Капитал».

КОНЪЮНКТУРА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

В течение февраля ситуация на долговом рынке сохранялась довольно комфортной благодаря подушке ликвидности, которая была сформирована в самом конце прошлого года. «Именно доступность фондирования, как мы полагаем, позволила избежать какого-либо яркого резонанса перипетий на внешних торговых площадках. Примечательно, что, несмотря на, казалось бы, благоприятный момент для увеличения дюраций портфеля, инвесторы пока не торопятся это делать,

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

– На наш взгляд, все еще остаются интересными вложения в облигации с привязкой к ставкам РЕПО ЦБ. Из таких бумаг можно, в частности, выделить выпуски РЖД,17 и РЖД, 18, дающие 425 пунктов к ставкам недельного РЕПО.

Интересны высококупонные выпуски облигаций первого-второго эшелонов, размещенные в период кризиса и дающие, помимо возможности РЕПО в ЦБ, шанс получить высокую доходность по текущим вложениям при условии стабильности рынка.

Видим продолжение роста цен в бумагах «Евраза» и «Системы».

Инвесторы, не имеющие возможности рефинансирования в ЦБ, могут рассмотреть бонды «ДМ-Центр» с гарантией правительства Москвы, торгующиеся с доходностью 13.8% и дюрацией четыре года. При позитивном взгляде на рынок в среднесрочной перспективе данные облигации дают хороший ценовой апсайд.

Облигации СБ Банк, 3 с доходностью 13.5% и дюрацией полгода также выглядят интересно, учитывая скорую оферту и присутствие в котировальном списке ММВБ, а также в Ломбардном списке ЦБ.

подтверждением чего стал умеренный спрос на аукционах по ОФЗ, тогда как вокруг ОБР на срок до июня текущего года наблюдался довольно высокий ажиотаж. Кроме того, без особого энтузиазма участники рынка воспринимают стремление отдельных эмитентов вернуться к докризисным купонам, а также существенно пролонгировать время обращения бумаг до погашения или оферты», — приходит к выводу Ольга Ефремова.

«После резкого и довольно существенного роста цен облигаций в начале года снижение доходностей в феврале поначалу замедлилось, — вспоминает Иван Манаенко. — Рынок оказался зажат в тисках: с одной стороны — рыночные доходности, неумолимо приближающиеся к ставкам фондирования, с другой — колоссальная рублевая масса, требующая немедленного размещения. В такой отчасти непростой ситуации участникам рынка потребовалась «свежая кровь» в виде новых размещений, а также подпитка извне, обеспечить которую помог Банк России».

В начале месяца многие участники первичного рынка долга несколько наивно полагали, что пробуждающийся аппетит крупных российских заемщиков потребует от последних предоставления премий к ставкам вторичного рынка. «Однако уже после первого февральского размещения, коим стал 15-миллиардный заем РЖД, стало понятно, что свободных денег на рынке куда больше, чем качественных эмитентов, тем более что львиную долю займов взяли на себя крупные госбанки и управляющие компании, — констатирует Иван Манаенко. — Похожая картина наблюдалась и в рамках последующего размещения двух новых займов Россельхозбанка. Нереализованный в рамках первичных размещений спрос вылился на вторичный рынок и тем самым помог доходностям обновить минимумы. Кроме того, по ряду бумаг, в частности НЛМК, напротив, имел место явный разогрев рынка маркет-майкерами с целью снижения итоговых ставок предстоящих размещений».

По словам Алексея Криволапа, аппетит к риску среди инвесторов остается высоким. Поэтому выход на первичку новых эмитентов второго-третьего эшелонов видится вполне вероятным. Причем, вполне возможно, мы увидим выпуски эмитентов, чьи шансы на успешное размещение даже в недавнем докризисном прошлом выглядели весьма туманными.

На фоне снижения ставки рефинансирования ЦБ РФ и недостатка новых размещений (в связи с изменением законодательства по эмиссии) появился спрос на вторичном рынке. Наибольшей популярностью, по словам Романа Ткачука, пользовались бумаги надежных эмитентов — доходности этих инструментов сократились на 30–50 б.п.

И все же вторичный рынок облигаций, несмотря на постепенное пополнение новыми именами, по-прежнему остается довольно узким, поскольку торговая активность не выходит за пределы первого-второго эшелонов, да и здесь высокой ликвидностью могут похвастаться немногие эмитенты, отмечает аналитик НОМОС-БАНКА.

«Помимо стандартно пользующихся интересом облигаций первого эшелона, яркими представителями которых, как всегда, являлись бумаги РЖД и Москвы (новый выпуск РЖД, 23 вырос за февраль на 1.5%), мы видели спрос в бумагах «ЛУКОЙЛА», «Газпромнефти», а также госбанков, — говорит Алексей Криволап. — Большой объем торгов проходил в облигациях второго эшелона, где особым спросом пользовались облигации финансового сектора, телекомов и энергетики; хорошо торговались бумаги предприятий черной металлургии — «Мечела» и «Евраза». Пользовались заметным спросом облигации ММК, «Системы», «Башнефти», ОГК и Мосэнерго, по последним двум эмитентам временами тяжело было найти адекватные офера. В связи с резким сокращением доходностей ломбардных бумаг первого-второго эшелонов инвесторы начали обращать

Роман ТКАЧУК,
глава аналитического отдела, «РИК-Финанс»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

– В ближайшее время на рынке сохранится позитивная ситуация: ставка ЦБ РФ снижена до 8.5% и, вероятно, в марте нас ожидает снижение еще на 25 б.п., ликвидность находится на комфортном уровне. При этом последние два месяца на первичном рынке наблюдается дефицит предложения в связи с изменением законодательства по эмиссии долговых ценных бумаг (с 1 января 2010 г. эмитент не вправе выпускать облигации на сумму, превышающую размер его уставного капитала или стоимость чистых активов его поручителя). Мы рекомендуем обратить внимание на краткосрочные и среднесрочные выпуски облигаций надежных эмитентов — ВТБ 24,1, ЕАБР и МТС, 5. Также рекомендуем присмотреться к эмитентам второго эшелона, которые могут обеспечить доходность выше рыночной. Но не забывайте учитывать фактор надежности эмитента.

Иван МАНАЕНКО,
начальник отдела анализа долгового рынка,
ИК «Велес Капитал»

внимание на бумаги третьего эшелона. Так, уже не первый месяц интерес покупателей вызывают облигации ЧТПЗ и «Акрона».

«В текущей ситуации на вторичном рынке преобладание именно биржевых облигаций в структуре первичного предложения, способных участвовать в торгах фактически сразу после размещения, делает рынок более живым, — добавляет Ольга Ефремова. — Дело в том, что в условиях наблюдавшегося в январе – начале февраля дефицита нового предложения фактически торговая активность выражалась в «разгоне» котировок, причем не всегда при значительных оборотах, по выпускам с понятным кредитным качеством. А когда на рынке стали появляться новые бумаги, то эпицентр спроса сместился на новые выпуски».

В целом благоприятное развитие событий на российском долговом рынке было бы, пожалуй, невозможным, не будь у его участников уверенности в дальнейшем снижении ставок фондирования. Замедление инфляции, на которое неоднократно указывали денежные власти, позволило Банку России не только снизить с 24 февраля ключевые рублевые процентные ставки на очередные 0.25 б.п., но и сделать намеки на будущие шаги по смягчению денежно-кредитной политики. По разным оценкам, до конца года потенциал снижения базовой ставки составляет от 50 до 100 б.п., прогнозирует Иван Манаенко.

«Инвесторы ждут продолжения действий регулятора не только в отношении дальнейшего снижения ставок, но и в части обеспечения рублю более устойчивых позиций относительно бивалютного ориентира, вполне вероятно, заметно ниже озвученной ранее «справедливой стоимости» на уровне 35–38 руб. Соответственно, их взгляд на рублевые активы достаточно оптимистичен», — заключила Ольга Ефремова.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

– Ни провалов в ликвидности, ни резкого ослабления рубля в ближайшее время мы не ожидаем. А значит, общее понижательное движение доходностей продолжится. Для эмитентов это хорошая возможность выхода на рынок. Следовательно, возможна игра на разогреве вторичного рынка в преддверии новых размещений. В этой связи стоит обратить внимание на банковский сектор. Что касается конкретных выпусков, есть смысл присмотреться к новым выпускам банка «ГЛОБЭКС» и Татфондбанка. По-прежнему интересны бумаги «Башнефти».

1–2 июля 2010 Ереван

VII ОБЛИГАЦИОННЫЙ КОНГРЕСС
СТРАН СНГ И БАЛТИИ

Организатор:
CBONDS FINANCIAL INFORMATION

При поддержке:
NASDAQ OMX

Генеральный спонсор:
Промсвязьбанк

Официальный партнер:
VEGAS LEX

Приглашаем принять участие в Конгрессе

Дополнительная информация о Конгрессе и регистрационная форма доступны на сайте:
www.cbonds.info/rus/bondcongress/cis-2010/