В марте новогодние желания, загаданные участниками рынка, продолжили сбываться. Очередное снижение ставок ЦБ и крепнущий день ото дня рубль не переставали вселять в игроков уверенность в том, что все идет как надо. Высокий уровень ликвидности в системе подстегивал новые покупки. Не за горами новая экспансия на рынок эмитентов третьего эшелона, прогнозируют эксперты Cbonds Review. Ультранизкие уровни доходности обращающихся на рынке бумаг, скорее всего, подтолкнут отдельных, особо лояльных к риску инвесторов не брезговать и junk bonds.

МУСОРНЫЙ ВЕТЕР

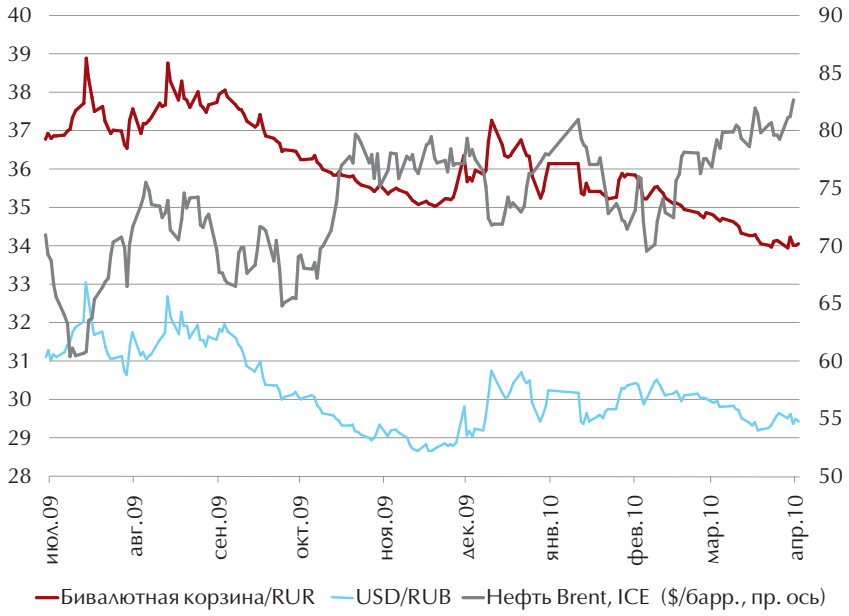
Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ

Вышедшая в марте макроэкономическая статистика по России оказалась довольно слабой. ВВП, сократившись, по данным Минэкономразвития, в феврале с учетом сезонности на 0.9% по сравнению с январем, прервал тенденцию помесячного увеличения, наблюдавшуюся с июня 2009 года. Объем промышленного производства, динамика которого оставалась положительной с лета прошлого года, также сократился в феврале с учетом сезонности на 0.6% по сравнению с январем. К причинам неустойчивости экономического развития Дмитрий Пашков, заместитель начальника отдела анализа и оценки ИК «БФА», относит то , что увеличившаяся прибыль предприятий (изменилась более заметно) и доходы населения (изменения менее заметны) не трансформируется в инвестиционный и платежеспособный спрос в экономике. «Так, сальдированный финансовый результат российских предприятий в январе 2010 года составил 462 млрд руб. по сравнению с сальдированным убытком в размере 184.2 млрд руб. в январе 2009 года. По итогам 2009 года этот показатель вырос на 14.2% до 4300.5 млрд руб.», — говорит он.

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



Однако инвестиции в основной капитал, по оценке Росстата, в феврале этого года снизились к февралю 2009 года на 7.4%. Реальные располагаемые доходы населения в феврале 2010 года выросли на 18.8% к январю и на 2.4% к февралю 2009 года, в то время как розничный товарооборот в феврале этого года снизился на 3.5% к январю и вырос всего на 1.3% к февралю прошлого года.

Между тем, годовой показатель инфляции продолжает сокращаться, что позволило ЦБ в марте провести очередное снижение ставки рефинансирования. «Этого события инвесторы ожидали с начала марта. Однако недельный пока-

затель инфляции оставался на достаточно высоком уровне — +0.2% в неделю, вследствие чего Банк России воздерживался от принятия решения по ставке, — комментирует Екатерина Леонова, старший аналитик по долговому рынку Альфа-Банка. — Лишь падение показателя до 0.1% за третью неделю месяца привело к снижению ставки рефинансирования с 29 марта на 25 б.п. Сам размер снижения разочаровал инвесторов. Большинство участников ожидало, что ставка будет уменьшена более чем на 25 б.п. — в рынке эти ожидания уже были заложены на уровне 30–40 б.п. Они являются вполне обоснованными, учитывая, что годовой показатель инфляции продолжает сокращаться (в основном за счет эффекта «базы») и по состоянию на 29 марта составляет 6.6% год к году. Если в прошлом году ЦБ поддерживал спред между инфляцией и ставкой рефинансирования на уровне около 100 б.п., то теперь этот спред показывает динамику к расширению и превышает уже 150 б.п.».

По мнению Екатерины Леоновой, такая осторожность Банка России отражает его ожидания, что во втором полугодии вероятно ускорение инфляции. Кроме того, снижение ставки рефинансирования по-прежнему не приводит к наращиванию кредитования — февральская статистика по кредитным портфелям банковской системы, опубликованная ЦБ, оказалась крайне разочаровывающей. Она продемонстрировала сокращение объемов как розничного, так и корпоративного портфеля кредитов и рост просроченной задолженности.

«Несмотря на снижение процентных ставок по кредитам, их текущий уровень для средних региональных предприятий остается неприемлемым по экономическим соображениям. Средняя ставка кредитования коммерческими банками компаний нефинансового сектора на срок до одного года составила 15.3% в прошлом году, тогда как текущая рентабельность предприятий реального сектора оценивается на уровне 10.5%», — анализирует Дмитрий Пашков.

Совокупный кредитный портфель, включая кредиты физическим лицам и просроченную задолженность, снизился по итогам 2009 года с 16.5 трлн руб. до 16.1 трлн руб., а удельный вес кредитного портфеля в структуре активов банковского сектора сократился за 2009 год с 59% до 54.8%, приводит данные ЦБ аналитик ИК «БФА».

Зато вложения банковской системы в ценные бумаги выросли, подчеркивает он. Общая позиция банков в ценных бумагах оценивалась в 2.37 трлн руб. на начало и в 4.31 трлн руб. на конец 2009 года. Первый квартал этого года характеризуется продолжением сформировавшейся тенденции. По данным Банка России, за январь вложения фининститутов в инструменты фондового рынка выросли более чем на 300 млрд руб. до 4.64 трлн руб.

Основной вклад в рост портфеля ценных бумаг внесло почти двукратное увеличение вложений банковского сектора в долговые обязательства, объем которых по итогам 2009 года составил 3.38 трлн руб. Рост облигационного портфеля продолжается, на 1 февраля 2010 года его размер составил 3.64 трлн руб. в соответствии с данными ЦБ, приведенными в мартовском обзоре банковского сектора.

Дмитрий ГАДАЛОВ,
директор департамента корпоративного финансирования, UFS Investment Company

КОММЕНТАРИЙ

— Активное освоение бюджетных расходов (отставание от плана в феврале только на 1.5%) обеспечивает стабильный рост первичного денежного предложения. Краткосрочно риски для денежного рынка отсутствуют. Мы уверены, что ЦБ в ближайшей перспективе пойдет на снижение ставок как минимум на 25 б.п. В то же время, ускорение темпов снижения объемов кредитования и смена восстановительного роста экономики на стагнацию может вынудить регулятора пойти на более решительный шаг и побудить его снизить ставку на 50 б.п. В связи с этим мы не прогнозируем роста ставок МБК и ожидаем снижения доходности облигаций. В первую очередь это коснется бумаг, купон которых привязан к ставке РЕПО ЦБ РФ (Транснефть-1, Транснефть-2, Транснефть-3).

С нашей точки зрения, наиболее интересными являются бумаги корпоративного сегмента: УРСИ-7, СибТел-8, ВТБ-8, ВТБ 24-2, Зенит-5, РенКап-2, РенКап-3, Райффайзенбанк-4, Петрокоммерц-4, 6, РСХБ-5, Солидарность-2, Урса-банк-7, 5, ТрансКредитБанк-2, 3.

Ситуация на валютном рынке в первый месяц весны определялась внутренними и внешними факторами.

В марте рубль укрепился по отношению к корзине валют примерно на 73 коп. (с 34.81 руб. до 34.02 руб. к корзине), то есть на 2.1%. «Мы не исключаем, что основным поводом для роста курса национальной валюты могли быть спекулятивные игры в рамках carry trade, когда привлеченные на Западе дешевые деньги размещались в России под более высокие ставки. Это предположение в определенной степени подтверждает изменение коньюн-

Дмитрий ПАШКОВ,
заместитель начальника отдела анализа и оценки, ИК «БФА»

КОММЕНТАРИЙ

– В условиях продолжения тенденции снижения процентных ставок объем первичных размещений качественных эмитентов первого-второго эшелонов будет нарастать, возможно увеличение объема и дюрации выпусков, а также рост числа участников эмиссионных синдикатов и спроса на аукционах.

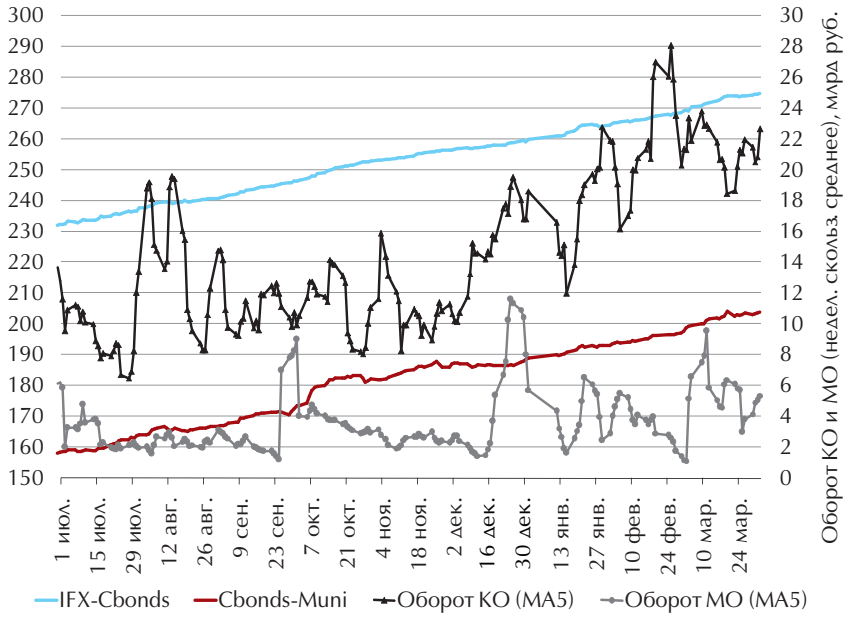


Рисунок 2
Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов

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

ктуры на валютном рынке после снижения ставки рефинансирования Центральным банком», — анализирует Владимир Малиновский, начальник управления анализа долговых рынков ИБ «ОТКРЫТИЕ».

«Серьезное влияние на динамику укрепления курса рубля к бивалютной корзине оказывало движение цен на сырьевых площадках, которое поддерживалось позитивными макроэкономическими данными из США, — добавляет Дмитрий Гадалов, директор департамента корпоративного финансирования UFS Investment Company. — Рост цен на нефть и основные металлы позволил увеличить размер экспортной выручки основных игроков, что способствовало росту объема конверсионных сделок и снижению стоимости бивалютной корзины с 34.83 руб. до 34.24 руб. Кроме того, дополнительный приток валютной выручки способствовал повышенному спросу на российские евробонды: с начала месяца цена бумаги Russia-30 увеличилась с 114.08% до 115.08%».

По словам представителя UFS, основным фактором риска на валютном рынке остается проблема, связанная с бюджетным дефицитом стран PIIGS. Наряду с решением ЕС по поводу финансирования Греции появились опасения, связанные с понижением инвестиционного рейтинга Португалии с AA до AA- по Fitch, что добавило беспокойства инвесторам. В результате падение евро к доллару в марте продолжилось с 1.3588 по 1.3488. Проблема существенного бюджетного дефицита стран еврозоны будет главным катализатором движения мировых цен на сырье и основных валют. «На наш взгляд, в ближайшее время цены на сырье должны снизиться под влиянием проблемы PIIGS. Это окажет давление и на курс рубля по отношению к бивалютной корзине. При этом мы не ожидаем серьезного падения, так как прослеживается тенденция к восстановлению ведущих мировых экономик и существует потенциальная возможность ЕС профинансировать дефицит бюджета стран PIIGS», — прогнозирует Дмитрий Гадалов.

КОНЪЮНКТУРА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Март начался для рублевого долгового рынка на весьма оптимистичной ноте, вспоминает Екатерина Леонова. Продолжился уверенный рост котировок, оживились эмитенты, насыщая нереализованный спрос, инвесторы были полны надежд. Однако к концу месяца запал участников рынка постепенно иссяк. Причиной этому стал тот факт, что ожидания, на которых рынок рос, постепенно реализовались, а новых поводов для игры на повышение цен пока не сформировалось.

«Так, устойчивое укрепление рубля к бивалютной корзине, наблюдавшееся с середины февраля, замедлилось. Более того, в последней декаде месяца наблюдалась стабилизация курса на уровне 34–34.2 руб. к корзине валют. Соответственно, прекратилось и снижение ставок NDF, что на фоне продолжающегося снижения доходностей привело к сужению спредов, и, как следствие, валютная доходность рублевых бондов для иностранных инвесторов практически достигла допустимого минимума», — говорит аналитик Альфа-Банка.

«За достаточно длительный (более чем годовой) период роста многие выпуски (это особенно касается облигаций первого эшелона) сократили свои спреды к кривой ОФЗ практически до докризисных уровней, — добавляет Тимур Галеев. — Это означает, что их потенциал роста в настоящий момент практически исчерпан и во многом за-

КОММЕНТАРИЙ

– В апреле на внутреннем рынке в целом ждем консолидацию и боковое движение бумаг. Возможно, инвесторы продолжат постепенно сужать спреды второго эшелона к фишкам, стремясь вложить средства в чуть более доходные облигации. Не исключаем некоторого снижения в долгосрочных выпусках «Мечела», «Сибмета». Кроме того, стоит обратить внимание и на займы, размещаемые на первичном рынке.

висит от того, возобновят ли снижение доходности ОФЗ. Будь на рынке длинные (с дюрацией более шести лет) облигации первого эшелона, сейчас начали бы расти они, однако в отсутствие таких выпусков инвесторы, скорее всего, обратятся за инвестиционными идеями к более дальним эшелонам рублевых долгов».

По словам Дмитрия Гадалова, в марте в первом эшелоне действительно фиксировалось некоторое снижение торговой активности, так как большинство инвесторов, имея огромную ликвидность и прозрачные ожидания по поводу решений о снижении ставки Банка России, просто не продают бумаги, находящиеся на позиции. Основная торговая активность присутствовала за пределами первого эшелона, при этом существенный спрос был сосредоточен в выпусках АФК «Система» и ее дочек. «Большим спросом пользовались и бумаги металлургического сектора. В лидеры вышел выпуск Мечел-5 (YTP 11.29%, дюрация 2.26 г. + 40 б.п.), котировки которого следуют за облигациями НЛМК и «Северстали», показавшими существенный рост. Стоит также выделить облигации Ленэнерго-3», — отмечает представитель UFS.

Свободные средства банков на счетах в ЦБ, которые практически на протяжении всего месяца превышали 1 трлн руб., обеспечивали поддержку рынку на вторичных торгах, а также эмитентам, которые предлагали инвесторам свои новые займы. «Спрос на новые облигации, которые размещали эмитенты первого и качественного второго эшелона, зачастую превышал объем предложения чуть ли не в три-четыре раза, что обеспечивало компаниям привлечение средств по ставке на 0.3–0.7 п.п. ниже, нежели планировалось, — вспоминает Владимир Малиновский. — При этом интерес к российским заемщикам наблюдался как на внутреннем, так и на внешнем рынке: большой ажиотаж вызвали дебютный еврооблигационный заем РЖД и рублевый выпуск еврооблигаций РСХБ».

По мнению Дмитрия Гадалова, одним из сильных факторов, способных существенно повлиять на рынок в среднесрочной перспективе, является дополнительная ликвидность Пенсионного фонда, направленная на покупку бумаг первого эшелона. Планы правительства по выделению в конце текущего года средств для поддержания рынка ипотеки делают привлекательными бумаги банков с ипотечным покрытием и облигации АИЖК с дюрацией от одного года до трех лет. Остается небольшой потенциал в длинных бумагах первого эшелона. В секторе ОФЗ без идей, остается лишь возможность использовать данный инструмент для привлечения ресурсов.

В целом, в отсутствие новых идей внимание игроков будет сосредоточено на первичном рынке, где еще можно получить небольшую премию, считает Дмитрий Гадалов.

Так, в марте первые активные попытки вернуться на публичный долговой рынок предприняли эмитенты третьего эшелона. По оценке аналитика ИБ «ОТКРЫТИЕ», пока что инвесторы достаточно осторожно отнеслись к таким бумагам, и хотя выпуски были полностью размещены, рыночных игроков среди покупателей, скорее всего, были единицы. «Впрочем, массовое появление компаний третьего эшелона на первичном рынке — наверняка вопрос лишь нескольких месяцев, — уверен Владимир Малиновский. — Текущий уровень доходности обращающихся облигаций уже практически не оставляет возможности для заработка, что, скорее всего, заставит отдельных инвесторов более лояльно относиться к риску и покупать junk bonds».

Тимур ГАЛЕЕВ,
аналитик, АКБ «Спурт»

КОММЕНТАРИЙ

— Сейчас имеет смысл обратить внимание на те выпуски, которые отстали от остального рынка: Лукойл-4 в период ралли обычно отстает от сопоставимых по дюрации облигаций Газпром-9 и Москва-62, которые, как правило, «выстреливают» первыми. По той же причине можно рекомендовать для покупки отстающий выпуск РЖД-10.

Облигации Московской области даже в период кризиса не были исключены из Ломбардного списка ЦБ, а правительство РФ почти официально заявляло, что дефолта по облигациям региона не будет. Сейчас риски заметно снизились, а бумаги все еще отстают от рынка.

Долги ЮТК в когорте телекомов традиционно догоняют остальных последними, что, скорее всего, произойдет и на этот раз.

Лето, вероятно, пройдет для российского рынка рублевых долгов традиционно — при низкой торговой активности и без существенных ценовых изменений. Рост оборотов возможен в августе. Однако это не означает, что в конце лета мы обязательно увидим снижение цен. Не исключено, что рост продолжится, как это уже было в тот же период прошлого года.

Екатерина ЛЕОНОВА,
старший аналитик по долговому рынку, Альфа-Банк

КОММЕНТАРИЙ

– Высокий уровень ликвидности, низкие ставки и небольшой спрос на корпоративные кредиты создают предпосылки для дальнейшего роста рынка. Еще одно снижение ставки рефинансирования в начале апреля может стать триггером для очередной переоценки доходностей на вторичном рынке. На первичке мы ожидаем постепенного замещения облигаций металлургических компаний бондами энергетики.