В юном месяце апреле ситуация на рынке рублевого долга действительно напоминала веселые качели. Стартовав по привычке новыми рекордами снижения доходностей, третью декаду рынок завершил внезапной акцией распродаж, которую спровоцировала целая серия негативных новостей. Помимо греческих проблем, аукнувшихся-таки российским инвесторам, «троянского коня» на рынок подвез Сбербанк, заявивший, что планирует в течение месяца погасить ВЭБу субординированный кредит на 500 млрд руб., что спровоцирует, хоть и кратковременный, дефицит ликвидности. Довершили дело слухи о том, что апрельское снижение ставок ЦБ может оказаться финальным в цикле. И, хотя явных поводов для беспокойства на рублевом рынке все же нет, денег в избытке, а повышать их стоимость пока не планируется, говорить о дальнейших перспективах снижения доходностей явно не приходится.

SALE!

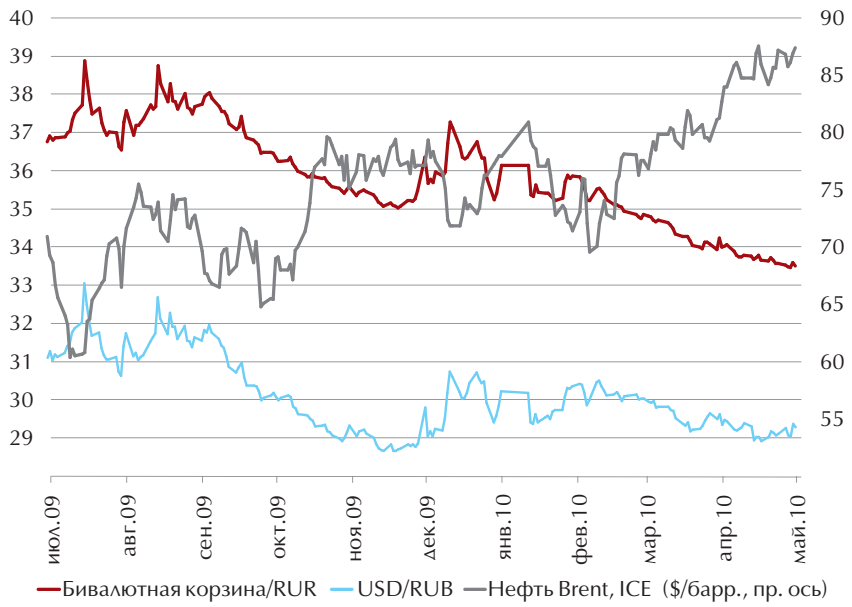
Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА

СЕРДЦЕ ЗАМЕРЛО В ГРУДИ...

Макроэкономический фон в России в апреле продолжал оставаться довольно негативным. Опубликованная Росстатом в прошлом месяце статистика за март по-прежнему указывает на стагнацию в экономике, отмечает Владимир Евстифеев, аналитик банка «ЗЕНИТ». Большинство сегментов производства остаются в фазе стагнации уже пятый месяц подряд. Промышленность, прежде всего обрабатывающая, продолжает бороться с проблемами, вызванными низким уровнем потребления и, соответственно, отсутствием необходимости наращивания инвестиций. По другую сторону — позитивная динамика цен на большинство видов экспортируемого Россией сырья, которая поддерживает добывающие отрасли. После провальных итогов марта в апреле неплохо выглядели автопроизводители. Кроме того, можно отметить высокую устойчивость пищевой промышленности, особенно сегмента производства мяса. Обнадеживающими выглядят данные, характеризующие будущий спрос, — доходы населения, показавшие неплохую динамику. На этом фоне даже неуверенный рост розничных продаж выглядит более качественным. «Стоит также отметить продолжающееся замедление инфляционных процессов. По итогам апреля потребительские цены выросли примерно на 0.4%, а с начала года — на 3.6%. За первые четыре месяца 2009 г. рост цен составлял 6.1%», — приводит данные Росстата Владимир Евстифеев.

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



По словам Дмитрия Зака, начальника отдела анализа рынка долговых инструментов ИБ «КИТ Финанс», несмотря на официальный весьма консервативный прогноз правительства по инфляции в 6.5–7.5%, фактический уровень, скорее, будет ближе к верхней границе диапазо-

на. «Наш прогноз инфляции составляет 7.9% за год, с начала года рост потребительских цен составил 3.5%, — говорит он. — Хотя к июлю–августу годовой показатель инфляции может опуститься до 6% (или даже чуть ниже), к концу года даже просто из-за эффекта базы он начнет повышаться. Основной вопрос — будет ли это умеренное повышение, допускающее дополнительное снижение ставки ЦБ или, как минимум, ее стабильности, либо рост цен ускорится более существенно, требуя от регулятора в конце 2010 г. — начале 2011 г. ужесточения монетарной политики».

Сдержанная инфляция и едва заметное восстановление экономики на данном этапе позитивно отражаются на спекулятивном факторе спроса на рублевые облигации, подчеркивает Владимир Евстифеев. Спекулятивный характер спроса связан с тем, что цикл снижения ставок Центробанком, вероятно, подходит к завершению, и в перспективе, создав благоприятную почву для восстановления кредитной экспансии, регулятор займет выжидательную позицию.

Риски усиления инфляции в перспективе связаны с ускорением динамики денежного предложения и возможным ростом бюджетных расходов, считает Дмитрий Зак. Тем не менее, чтобы избыток денег повлиял на инфляцию, должен заметно оживиться рынок потребительского кредитования, а население должно поверить в устойчивость позитивных изменений и роста зарплат. Но кредитный рынок будет возрождаться медленно, а неопределенность относительно темпов восстановления экономики все еще высока. «Поэтому какого-либо существенного ускорения инфляции к концу года мы пока не ожидаем и воздерживаемся от прогнозов по поводу повышения ставки ЦБ в 2010 — начале 2011 гг.», — заключает аналитик «КИТ Финанса».

В апреле российский рынок, в течение длительного времени сохранявший иммунитет к «внешней заразе», все же подхватил вирус, распространявшийся с внешних торговых площадок.

Задержка с предоставлением Греции помощи МВФ привела к эскалации европейского долгового кризиса: агентство S&P понизило кредитные рейтинги Испании, Португалии и Греции до уровня AA, A– и BB+ соответственно. Moody's также не исключает даунгрейда Греции. Спред греческих CDS был в этот момент равен 825 б.п., а португальских — 400 б.п., то есть находился на самых высоких уровнях за всю историю, предоставляемую Bloomberg, вспоминает Дмитрий Дудкин, руководитель дирекции анализа долговых рынков «Уралсиб Кэпитал». «В этой ситуации такие страны, как Германия (донор), больше всего заботит, чтобы помощь не обернулась проблемой морального риска. С другой стороны, затянувшийся переговорный процесс грозит все большим реальным ущербом. Поэтому помощь будет неизбежно выделена, но прежде ЕС постарается добиться от Греции принятия дополнительных мер экономии, чтобы условия помощи были наиболее безболезненны. Крайний срок завершения переговоров — 19 мая, когда Греции предстоит погасить еврооблигации на сумму 8.5 млрд евро. Мы исключаем вероятность дефолта по той простой причине, что он спровоцирует «эффект домино» («инфекцию» уже подхватила Португалия, при том что в Греции никаких кредитных событий еще не произошло), который может нанести урон всей европейской банковской системе. Виновником этого станет рынок CDS, поскольку в случае серии дефолтов даже небольших европейских стран сумма обязательств по CDS станет неподъемной и для самых благополучных банков. Исходя из такой логики, можно предположить, что шок, который испытала финансовая система при снижении рейтингов (которое, скорее всего, будет продолжаться), окажется недолговременным, и вскоре можно ожидать положительного исхода переговоров, то есть предоставления Греции финансовой помощи. Гораздо более важным вопросом останется устойчивость найденного решения на долгосрочную перспективу, однако этот вопрос имеет практически глобальный масштаб, поскольку проблема растущего суверенного долга касается по сути всех основных стран Евросоюза, а также, по меньшей мере, Японии и США».

Дмитрий ДУДКИН,
руководитель дирекции анализа долговых рынков, «Уралсиб Кэпитал»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ

— Несмотря на ралли в рублевых бондах, прошедшее с сентября 2009 года, условия фондирования стали еще более привлекательными: спред между длинным концом кривой ОФЗ и, например, трехмесячным Mosprime вырос со 100 б.п. в конце 2009 года до 300 б.п. к настоящему моменту. Ввиду этого мы рассматриваем текущий уровень цен как привлекательную возможность для покупок, особенно длинных ликвидных бумаг: до ужесточения денежно-кредитной политики пока далеко, а доходности существенно поднялись по сравнению с апрельскими минимумами.

Среди внешних новостей, которые усиливали в апреле напряженность на российском рынке, Ольга Ефремова, начальник отдела анализа долговых рынков

«В КАКОЙ-ТО ДРУГОЙ ЖИЗНИ РОССИЯ МОГЛА БЫ СЕЙЧАС ИГРАТЬ РОЛЬ ЗАЩИТНОГО АКТИВА, ПОСКОЛЬКУ ЕЕ ЭКОНОМИКА НАПРЯМУЮ ЗАВИСИТ ОТ НЕФТИ, КОТОРАЯ ПОКА МАЛО ПОСТРАДАЛА ОТ ЕВРОПЕЙСКОГО КРИЗИСА»

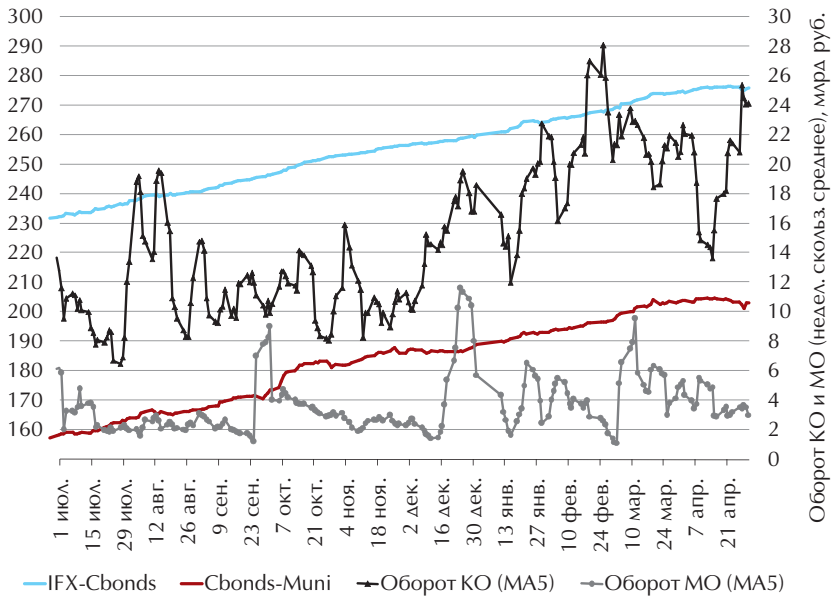


Рисунок 2
Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов

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

НОМОС-БАНКА, отмечает выдвинутые Goldman Sachs обвинения со стороны SEC в обмане инвесторов и махинациях с CDO, выпущенными в период с 2004 по 2007 гг. Инициатива предполагала наложение штрафа на банк, а также ставила вопросы относительно перспектив существования рынка производных инструментов. Однако пока данная тема не получила дальнейшего развития, поскольку внутри SEC не было сформировано единого решения и «плана действия». Таким образом, она оказалась фактически отодвинутой на второстепенный план более яркими европейскими финансовыми проблемами. В качестве «уравновешивающего» фактора выступили весьма позитивные корпоративные отчеты, выходившие в США, которые воодушевляли инвесторов на обеспечение положительной динамики американских фондовых индексов.

Несмотря на общую напряженность на российском рынке, рубль эскалацию европейского долгового кризиса почти не заметил: бивалютная корзина котируется на уровне 33.5 руб., практически не изменившись в стоимости с момента начала коррекции бондовых цен.

«Всем очевидно, что курс рубля является практически прямой производной от цены на нефть. Основными игроками здесь на стороне потребления являются США и Китай, которые считаются пока иммунизированными от европейского долгового кризиса. Существенное падение сырьевого рынка не пощадит российскую валюту, но, пока этого не случилось, беспокоиться не стоит, — рассуждает Дмитрий Дудкин. — В последнее время представители ЦБ РФ утверждают, что объем интервенций регулятора на валютном рынке резко уменьшился, но на самом деле ЦБ покупал доллары, чтобы противостоять укреплению рубля. Прямой эффект от этих покупок — резкое увеличение международных резервов РФ, объем которых в первой половине апреля вырос на $12 млрд. Столь существенное движение отмечено в первый раз с октября–ноября 2009 г. В предпоследнюю неделю апреля золотовалютные резервы ЦБ составляли $456 млрд — это самый высокий уровень с ноября 2008 г. Интересно, что в какой-то другой жизни Россия могла бы играть сейчас роль защитного актива, поскольку ее экономика напрямую зависит от нефти, которая пока мало пострадала от европейского кризиса. На практике же те, кто покупал российские акции (да и облигации) в мае 2008 года, хорошо помнят, как эти инвестиции защитили их в лихую годину».

Как и в случае с рублем, греческие проблемы мало сказались на денежном рынке, анализирует аналитик «Уралсиб Кэпитал». Ставка MosPrime по трехмесячным кредитам поднялась буквально на 10 б.п., традиционно более чувствительная ставка по месячным NDF выросла до 4% с минимума 3.66%. Объем средств банков в ЦБ очень велик — практически постоянно заметно больше 1 трлн руб., и значит, стабильности краткосрочных ставок в ближайший месяц ничего не угрожает.

ТОЛЬКО РАДОСТЬ ВПЕРЕДИ?

События на публичном долговом рынке в течение апреля развивались по весьма динамичному сценарию. Коньюнктура первой половины месяца выглядела достаточно комфортной, и в целом ничего не предвещало серьезной коррекции: доходности большинства инструментов продолжили активное снижение, а инвесторы по-прежнему не обделяли вниманием как долгосрочные бумаги, так и высокодоходные выпуски второго эшелона, сходятся в оценках Ольга Ефремова и Владимир Евстифеев.

На первичном рынке большинство раз-

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ

— Стоит признать, что коррекция, охватившая рынок в последние дни апреля, стала поводом для формирования инвестиционных идей. В части еврооблигаций мы настроены на восстановление утраченных позиций не только по суверенным Russia-15 и Russia-20, но и в целом по корпоративному сегменту.

В рублевом сегменте также следует ориентироваться на возникший благодаря изменению ключевых ставок ЦБ потенциал по снижению доходностей, подросших на фоне продаж в последние дни апреля. Из выпусков, которые, по нашим оценкам, помимо прочего интересны еще и в силу сложившегося соотношения риск/доходность, мы отмечаем облигации «Башнефти», «Интегры» и «Акрона».

мещений (на общую сумму более 70 млрд руб.) проходило в условиях высокого спроса. Новые выпуски предлагали преимущественно эмитенты первого–второго эшелона, тогда как для менее качественных заемщиков этот вид заимствований пока остается малодоступным.

Оценивая ситуацию в первичном сегменте в апреле, Ольга Ефремова обращает внимание на то, что новые займы размещались с достаточно низким купоном: стало нормой размещение по «демпинговым» ставкам, установлению которых способствовала сохраняющаяся на рынке избыточная ликвидность участников. Важным аспектом, по ее словам, стало стремление эмитентов «пролонгировать» существующие обязательства путем установления на достаточно низких уровнях ставок купона на срок до погашения, который в отдельных случаях превышал три года (наиболее показательны примеры МТС по выпускам серии 01 и 02, а также ВТБ по выпуску серии 05). Однако, как показали результаты оферт по данным бумагам, участники пока еще не готовы к тому, чтобы существенно увеличивать дюрацию своих позиций. В результате эмитентам пришлось смириться с выводом существенных объемов облигаций из обращения. Вполне возможно, что ухудшение коньюнктуры в последние дни апреля заставило участников рынка быть еще более требовательными к премии за дюрацию предлагаемых выпусков. Однако, к сожалению, требовательность к премиям за проблемное кредитное качество сохраняется на довольно слабом уровне, вероятно ввиду имеющегося запаса ликвидности, а также пока не теряющих силу ожиданий того, что ЦБ сохранит свою политику комфортно низких ставок в ближайшей перспективе.

Характер торгов на вторичном рынке облигаций в апреле был неоднородным. Рост котировок продолжался вплоть до середины месяца, цены большинства бумаг обновляли посткризисные максимумы. Тем не менее, смена настроений на внешних площадках и общая перегретость рублевых выпусков привели к довольно существенному коррекционному движению в третьей декаде апреля: бумаги средней и дальней дюрации теряли в цене по 50–150 б.п. в день, подсчитал Владимир Евстифеев.

В момент снижения рейтинга Греции падение цен ускорилось. Доходность бенчмарка ОФЗ, 46018 подскочила с минимума, равного 7%, до 7.5%, а рост доходности в корпоративном секторе был еще более значительным, добавляет Дмитрий Дудкин.

По словам Дмитрия Зака, несмотря на панические настроения на рынке, явных причин для массовой разгрузки портфелей рублевых бумаг у участников российского рынка нет. «Все, что необходимо для рублевых облигаций: стабильный рубль, ликвидность, ставки — по меньшей мере на докризисных уровнях. Нефть выше $80 за баррель. Фиксировать прибыль по позициям надо было давно, но вот устраивать распродаж не стоило», — полагает Дмитрий Зак.

По мнению аналитика «КИТ Финанса», можно попытаться объяснить распродажу на рынке рублевого долга опасениями инвесторов по поводу планов Сбербанка вернуть ВЭБу 500 млрд руб. субординированного кредита, стоимость которого (8%) после череды снижения ставок ЦБ РФ стало значительно труднее «отбить» при текущих уровнях на рынке рублевого долга, да и в целом это, видимо, дорогие деньги для стоимости пассивов Сбербанка.

«Во второй половине апреля Сбербанк активно продавал на рынке рублевые облигации, что лишний раз свидетельствует о его намерении погасить это обязательство. Кроме того, банк организовал road show нового выпуска евробондов, который в мае должен обеспечить ему привлечение порядка $1 млрд, — дополняет Дмитрий Дудкин. — Если погашение такой крупной суммы действительно произойдет «одним куском», в тот момент, когда Сбербанк перечислит кредитору 500 млрд руб., рынок немедленно ощутит это в виде дефицита ликвидности, так что в последнюю неделю мая мы можем стать свидетелями ее существенного сжатия. Однако, как бы ни значительна была эта угроза, эффект единичной

Дмитрий ЗАК,
начальник отдела анализа рынка долговых инструментов, ИБ «КИТ Финанс»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ

— Наша основная рекомендация на ближайший квартал: не покупайте рынок (рыночные риски), покупайте идеи. В моменте мы рекомендуем пересмотр кривой всех выпусков металлургов (среди фаворитов — «Евраз Холдинг», «Мечел»), интересны выпуски «Башнефти» в свете ожидаемых качественных, да и количественных изменений, которые, как мы оцениваем, позитивно отразятся на кредитном профиле компании. Эти тенденции, вероятно, можно будет увидеть уже по итогам деятельности за первый квартал 2010 г.

В целом же рынок рублевого долга, с точки зрения спекуляций, на наш взгляд, уже не интересен. Основные идеи ближайшего квартала — кредитный риск, а не рыночный, покупать который, кстати, мы по-прежнему советуем на первичном рынке. Мы ожидаем, что к концу лета весь рынок поднимется на 0.5–1% п.п. в терминах доходностей. Движения, по всей видимости, не будут напоминать мощную волну распродаж — это будет поиск некоего равновесного уровня между достаточной доходностью в рублях с одной стороны и огромным объемом денег с другой. Иными словами, нас ожидает скорее боковой тренд с плавным сползанием котировок.

«ФИКСИРОВАТЬ ПРИБЫЛЬ ПО ПОЗИЦИЯМ НАДО БЫЛО ДАВНО, НО ВОТ УСТРАИВАТЬ РАСПРОДАЖ НЕ СТОИЛО»

Владимир ЕВСТИФЕЕВ,
аналитик, банк «ЗЕНИТ»

транзакции будет временным, и дефицит средств едва ли будет ощущаться дольше одного–двух месяцев».

Несмотря на ажиотаж вокруг Сбербанка, правильно было бы связывать апрельскую коррекцию с ожидаемым завершением цикла снижения ставок ЦБ РФ и слухами о возможном повышении ставок регулятором уже летом текущего года, убежден Дмитрий Зак. «Хотя мы считаем, что эта гипотеза в реальности будет опровергнута», — заключает он.

Получается, что формально внутренних проблем для рынка рублевых процентных ставок сейчас не существует. Денег в избытке, они относительно дешевы, и резко изымать их или повышать стоимость заимствований не планируется. Тем не менее, говорить о дальнейших перспективах снижения доходностей на рынке, по мнению аналитика «КИТ Финанса», скорее безосновательно: «Во-первых, действия ЦБ по дальнейшему снижению ключевых ставок под большим вопросом, мы ожидаем, что они продержатся на текущих уровнях как минимум до начала 2011 г. Во-вторых, на рынке сохраняется большой навес первичного предложения от эмитентов первого и крепкого второго эшелона. В-третьих, ставки уже настолько низкие, что банкам, а именно они — наиболее активные игроки на рынке рублевого долга, негде развернуться. Придется уходить в продукты с более высокой маржинальностью. Следовательно, спрос с облигационного рынка, вероятно, сместится в сторону кредитования тех же эмитентов, но по более интересным условиям для кредитора. Видимо, это опять глобальный тренд. Как и то, что кредитные организации постепенно начинают распускать резервы, что формирует некий дополнительный поток средств, который будет необходимо осваивать. Рублевый долговой рынок в отличие от кредитного ведет себя активнее в плане освоения ликвидности. Этот фактор позволит доходностям как минимум удержаться от быстрой переоценки».

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ

— Для инвесторов, не склонных к активной торговле и принятию на себя повышенных рыночных рисков, я бы рекомендовал обратить внимание на качественный второй эшелон с прицелом на среднесрочную перспективу (6–12 мес.), одновременно сократив позиции в «длинном» первом эшелоне при появлении такой возможности. Мы ожидаем ускорения темпов восстановления российской экономики во втором полугодии текущего года, что должно усилить кредитный профиль соответствующих компаний.

1–2 июля 2010 Ереван

VII ОБЛИГАЦИОННЫЙ КОНГРЕСС
СТРАН СНГ И БАЛТИИ

Приглашаем принять участие в Конгрессе

Организатор: CBONDS FINANCIAL INFORMATION

При поддержке: NASDAQ OMX

Генеральные спонсоры: Промсвязьбанк, VTB Capital

Спонсор Гала-ужина: URSA Capital

Спонсор: БАНК ГЛОБЭКС

Официальный партнер: VEGAS LEX

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