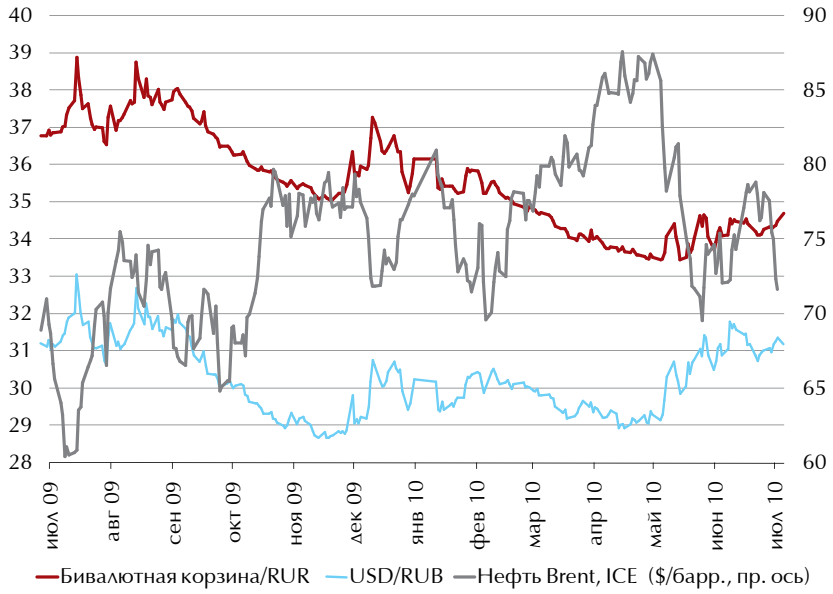
Справившись со страхами по поводу затянувшегося «недомогания» рублевых облигаций, в начале лета участники рынка ценой неимоверных усилий все же смогли развернуть его в нужную сторону. В результате цены очень быстро достигли обнадеживающих уровней. Правда, наступившая ремиссия оказалась весьма непродолжительной. За витамин роста, замешанный на новостях о низкой инфляции и очередном снижении ключевой ставки, рынку пришлось «расплачиваться» в евро. Его громкое падение в первой декаде месяца заставило доллар подскочить на месте и спровоцировало новую коррекцию в сегменте рублевого долга. Правда, едва завидев дно, участники рынка снова принялись за фанатичные покупки, сослав доходности отдельных выпусков на новые далекие рубежи. Но уже в начале июля рублевые бонды ожидала очередная перемена участи. Подстрекаемые внешними негативными новостями и тенденцией к сокращению объемов портфелей ценных бумаг банков, котировки локальных выпусков могут оглушительно «провалиться», так и не сдав летнюю сессию.

КЛАСС коррекции

Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



1.2 ТРЛН ДЛЯ БЮДЖЕТА

Долги Европы, как и в предыдущие месяцы, не давали покоя инвесторам. В результате в июне евро опускался до минимального за последние четыре года значения — $1.19 за евро. В середине июня премьер-министр Испании был вынужден опровергать информацию, что его правительство ведет переговоры с МВФ и Еврокомиссией о предоставлении помощи объемом $250 млрд. Испания является четвертой по величине экономикой в зоне евро, и спекуляции на тему финансовой помощи стране не добавили рынкам оптимизма, анализирует внешнюю конъюнктуру Ольга Стерина, аналитик ФК «Уралсиб». В результате стоимость обслуживания долгов ряда европейских стран заметно возросла, и риск их реструктуризации вновь увеличился. Финансовая ситуация в Испании, Греции и Португалии, а также меры финансового регулирования стали основными темами на проведенном в середине июня саммите ЕС в Брюсселе. Лидеры европейских стран договорились опубликовать в середине июля результаты стресс-тестов, показывающие реальное финансовое состояние банков. Согласно статистике Банка международных расчетов, на конец 2009 года общая сумма государственных долгов проблемных стран еврозоны, а именно Греции, Португалии, Ирландии, Испании и Италии, на балансе банков превышала $3 трлн. Основными держателями облигаций вышеназванных стран являются банки Франции, Герма-

нии и Великобритании. Уже сейчас ЕЦБ предполагает, что до конца нынешнего года европейские банки будут вынуждены списать проблемные активы в размере $195 млрд, но картина банковского сектора еврозоны окончательно прояснится только после публикации стресс-тестов. Очевидно, что при усугублении кризиса европейских суверенных долгов значительно возрастает угроза замедления восстановления мировой экономики. Макроэкономическая статистика, поступавшая из США в июне, была, по оценкам аналитика ФК «Уралсиб», достаточно противоречивой. Так, ситуация на американском рынке недвижимости остается сложной, и его быстрое восстановление маловероятно: продажи новостроек в мае рухнули на 32.7%, снижение показателя стало максимальным за все время ведения расчетов, то есть с 1963 года. В числе положительных тенденций стоит отметить некоторое улучшение ситуации на рынке труда в США — на конец мая уровень безработицы в стране снизился до 9.7% с 9.9% в апреле, хотя, судя по динамике числа вновь создаваемых рабочих мест, тенденция к снижению безработицы пока остается под вопросом. Таким образом, ужесточение кредитно-денежной политики в США в среднесрочной перспективе представляется маловероятным, что подтверждают итоги июньского заседания ФРС. Это обстоятельство, вероятно, продолжит оказывать поддержку финансовым рынкам.

Опубликованная в июне майская макростатистика свидетельствует о том, что восстановление российской экономики набирает силу, отмечает Ольга Стерина. С начала года средняя стоимость барреля нефти превышает $70, что благоприятствует оживлению экономической активности в РФ. Другим немаловажным фактором является повышение внутреннего потребительского спроса и государственная поддержка ряда отраслей экономики. Не последнюю роль играет и эффект низкой базы предыдущего года. В «Уралсибе» прогнозируют рост российской экономики на 5.5%. Согласно опубликованным в июне данным Росстата за май, в последнем весеннем месяце промышленное производство выросло на 1.2% по сравнению с апрелем и на 12.6% относительно уровня годичной давности. Производство всех основных видов промышленной продукции увеличилось по сравнению с показателями прошлого года. Но наиболее заметный рост был зафиксирован в автомобилестроительной отрасли, пищевой промышленности, металлургии и в добывающем секторе. «Мы ожидаем, что данные за июнь подтвердят дальнейшее ускорение промышленного роста», — говорит Ольга Стерина.

Помимо промпроизводства, определенная позитивная динамика наблюдалась в мае и в потребительском секторе, подчеркивает Дмитрий Власов, начальник отдела торговли долговыми инструментами ФЦ «Инфина». Повысился объем розничных продаж, снизилась безработица. В то же время, рост инвестиций в основной капитал прекратился, а объем грузооборота серьезно упал. «Расхождения позитивной динамики показателей грузооборота с динамикой промпроизводства, фиксируемой Росстатом, является еще одним подтверждением того, что главным источником роста промышленности в последние месяцы являлось пополнение запасов, а не повышение спроса. Это подтверждает прогнозы о том, что восстановление российской экономики в 2010 году не будет гладким и быстрым, — считает Дмитрий Власов. — Хотя позитивные сигналы, безусловно, присутствуют в экономике, показатели спроса пока не выглядят впечатляющими. Как только цикл пополнения запасов подойдет к концу, темпы роста промпроизводства снизятся и перестанут обгонять потребительский и инвестиционный спрос».

Между тем, процесс восстановления российской промышленности сопровождается ростом цен производителей, который в мае значительно ускорился. Так, опубликованная в июне статистика свидетельствует, что цены производителей за май выросли на 2.7% относительно апреля, значительно превысив консенсус-прогноз. По словам Ольги Стериной, наибольший вклад в рост цен внес металлургический сектор, так как уголь, сталь и железная руда резко подорожали на оптовом рынке. В мае ин-

Иван МАНАЕНКО,
руководитель управления по анализу долговых рынков, ИК «Велес-Капитал»

Станислав БОЖЕНКО,
аналитик, ФК «Уралсиб»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

– Среди бумаг с рейтингами инвестиционного уровня мы считаем привлекательными РЖД-23, ВТБ-5, ВТБ-БО1/2, РСХБ-8/9 и ЛУКОЙЛ-4. В банковском секторе хорошо выглядят ХКФ-7, МДМ-БО1, АКБАРС-4, МБРР-5 и БСПб-БО1. Среди более доходных банковских бумаг мы предпочитаем УралсибЛК-2, СКБ-БО4 и МКБ-8. Нашими фаворитами во втором эшелоне, конечно, остаются бумаги металлургов, а именно Мечел-БО2 и БО3, Евраз-1, Сибметинвест-1/2 и, разумеется, облигации «Башнефти». Спред облигаций «Башнефти» к выпускам АФК «Система» в настоящий момент находится на уровне 120 б.п. Наша оценка справедливого спреда составляет 100 б.п., однако мы считаем, что после присвоения «Башнефти» кредитного рейтинга во втором полугодии нынешнего года спред может целиком сойти на нет. В третьем эшелоне мы продолжаем рекомендовать выпуск Интегра-2, а также недавно размещенный Ситроникс-БО1, который в настоящий момент торгуется со спредом в размере порядка 400 б.п. к кривой АФК «Система», тогда как справедливый спред мы оцениваем в 300 б.п.

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

фляция превысила прогнозный уровень: за месяц потребительские цены выросли на 0.5% относительно апреля против прогноза, равного 0.4%. Согласно прогнозу ФК «Уралсиб», рост потребительских цен в июне составит 0.4% по сравнению с маем. «Однако ближе к концу года мы ожидаем усиления инфляционного давления на российскую экономику, наш прогноз по инфляции на конец года составляет 7.5%, что несколько превышает официальную оценку МЭРТ (7%), — сравнивает Ольга Стерина. — Ожидаемое усиление инфляционного давления во втором полугодии, как мы полагаем, будет сдерживать дальнейшее снижение ключевых процентных ставок Центробанком. Это подтверждается и высказываниями первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева, который в конце июня дал понять, что цикл снижения ставок завершен. По нашему мнению, для внутреннего рынка облигаций это умеренно негативный фактор, так как многие участники рынка закладывали в цены возможность снижения ставки еще примерно на 50 б.п.».

В июне Министерство финансов озвучило свои планы по заимствованиям на локальном рынке, объявив, что планирует занять в форме ОФЗ 1.2 трлн руб. Ведомство намерено отказаться от привлечения внешних денег и полного расходования средств государственных фондов в пользу привлечения средств на внутреннем рынке для финансирования дефицита федерального бюджета. Предельные объемы размещения государственных долговых обязательств на внутреннем рынке могут составить 1.2 трлн руб. до конца 2010 года и 1.9 трлн руб. в 2011–2013 годах.

«Вызывает сомнения цифра в 1.2 трлн руб., поскольку с начала года чистое привлечение средств на отечественном рынке было близким к нулю (на 1 июня Минфин привлек 137 млрд руб. через размещение ОФЗ и ГСО и погасил обязательства на 180 млрд руб., а в июне объем размещения ОФЗ составил 30 млрд руб.), — комментирует Дмитрий Власов. — Правительство намерено сохранять национальные фонды (на первое июня Резервный фонд составлял 1.2 трлн руб., а Фонд национального благосостояния — 2.6 трлн руб.) настолько долго, насколько это возможно. Это предполагает максимальное использование рынка ОФЗ для заимствования как можно большего объема денежных средств на внутреннем рынке до конца года. В июне министр финансов А. Кудрин заявил, что правительство не будет расходовать средства Фонда национального благосостояния в 2010 году и намерено сохранить по крайней мере 300 млрд руб. в Резервном фонде до конца 2010 года. Однако, если темпы его расходования останутся на текущем уровне, то уже в этом году его значение будет близким к нулю».

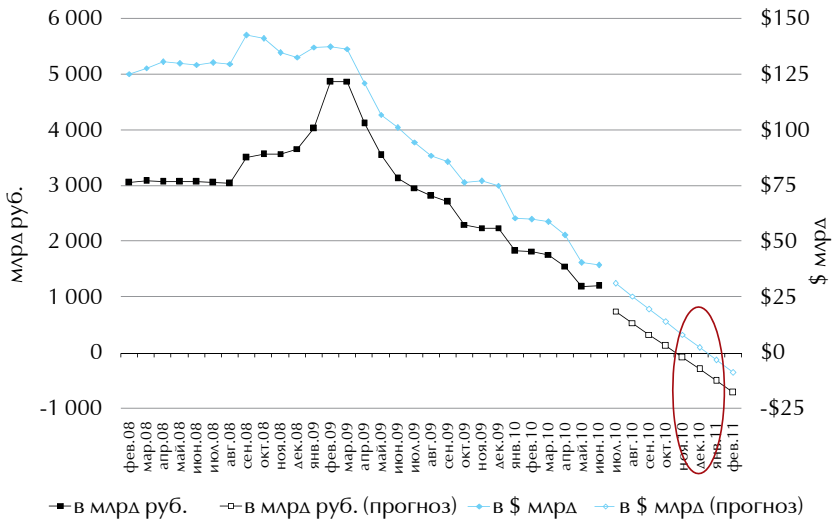
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

– Мы считаем, что наибольшая волатильность на мировых площадках будет наблюдаться именно в третьем квартале. В этот же период не исключается ослабление рубля. Соответственно, держать ультракороткие выпуски в такой ситуации нет большого смысла из-за чрезмерно низких доходностей в данном сегменте и отсутствия апсайда в перспективе выхода рынка на положительную динамику. Поэтому выпуски со средней дюрацией ОФЗ и корпоративного сегмента являются оптимальным выбором. Коридор движения доходностей ОФЗ (26202, 25068) в третьем квартале может составить 6.6–7.6% годовых.

По итогам третьего квартала при здравой политике европейских властей по поддержанию достаточного уровня ликвидности в регионе не произойдет дефолтов, макроэкономическая статистика покажет умеренное замедление темпов роста в США и Китае из-за проблем в еврозоне, а соответственно, избирательный аппетит к рисковым активам, в том числе и к российским, начнет восстанавливаться. При таком сценарии мы будем наблюдать формирование более плоской кривой ОФЗ и корпоративного сегмента, в связи с этим лишь более длинные выпуски смогут показать снижение доходностей. Плавающий коридор ОФЗ (26202, 25068) в таком случае может сместиться к диапазону 6–6.6% годовых.

Рисунок 2

Совокупный объем средств Резервного фонда



МЕСЯЦ КОНТРАСТОВ

К началу июня рынок уже практически полностью отыграл идею низкой инфляции и, соответственно, планомерного снижения ставки рефинансирования Банком России. С оглядкой на мировые фондовые площадки, надежды на мощный приток спекулятивного капитала также не осталось. По словам Ивана Манаенко, руководителя управления по анализу долговых рынков ИК «Велес-Капитал», в такой ситуации основным ориентиром для долгового рынка послужила динамика пары евро/доллар. Падение евро до своих многомесячных минимумов в первой декаде месяца вызва-

ло резкий скачок курса доллара по отношению рублю и спровоцировало довольно приличную коррекцию на рынке рублевых облигаций, доходности на котором к тому моменту по многим ликвидным выпускам находились уже на своих предкризисных уровнях. «Впрочем, стоит отметить, что ничего похожего на панические распродажи на рынке не наблюдалось. Скорее, это было похоже на тотальную перетряску портфелей. Продавали те, кто купил давно и желал зафиксировать немалую прибыль, покупали спекулянты в надежде на «временный» характер коррекции, — комментирует Иван Манаенко. — Главное, что на определенных уровнях фактически всегда возникали биды. В среднем, для оживления покупательского интереса было достаточно «просадки» по цене порядка 50 б.п. Такое планомерное снижение, кажется, устраивало всех. Ведь еще в конце мая стали возникать разговоры о перегретости российского долгового рынка, кризисе торговых идей, что не способствует повышательной динамике цен. После коррекции на 1.5–2 фигуры вверх рынок получил своего рода заряд бодрости и четкие ориентиры для движения. Именно поэтому, когда по паре евро/доллар нарисовалось отчетливое дно, а улучшившийся новостной фон дал формальный повод для оптимизма, участники рынка, подстегиваемые внушительными остатками на корсчетах, с прежним фанатизмом принялись откупать подешевевшие бумаги и, в результате, загнали доходности наиболее ликвидных выпусков не только на прежние минимумы, но и по ряду бумаг первого эшелона вышли на новые уровни».

В начале появились биды в двух- и четырехлетних выпусках ОФЗ, РЖД, «Газпром нефти», облигациях Москвы (в частности, от иностранных банков), вслед за ними начали скупать ликвидные бумаги второго эшелона («Сибметинвест» прибавил 3%, «Мечел», БО-1, «Система», 3, «Ленэнерго», «Башнефть» — по 2%). Покупки наблюдались во всех эшелонах: так, например, в третьем лучше рынка торговался ЧТПЗ, БО-1, прибавивший 4% за месяц, вспоминает Алексей Криволап, специалист отдела операций на внутренних долговых рынках ИФК «Метрополь».

По его словам, при июньском росте во многих выпусках тяжело было найти заявки на продажу, так как инвесторы, купившие облигации до коррекции на более высоких уровнях, не были готовы фиксировать убытки, в результате бумаги росли при относительно небольших оборотах сделок. Удачные аукционы по размещению госбумаг на общую сумму 40 млрд руб., проведенные Минфином, способствовали росту котировок в секторе госбумаг, анализирует Дмитрий Власов. Ценовой индекс данного сегмента за день подрос на 4 б.п., средневзвешенная доходность опустилась на 2 б.п. до 6.2% при дюрации 3.2 года.

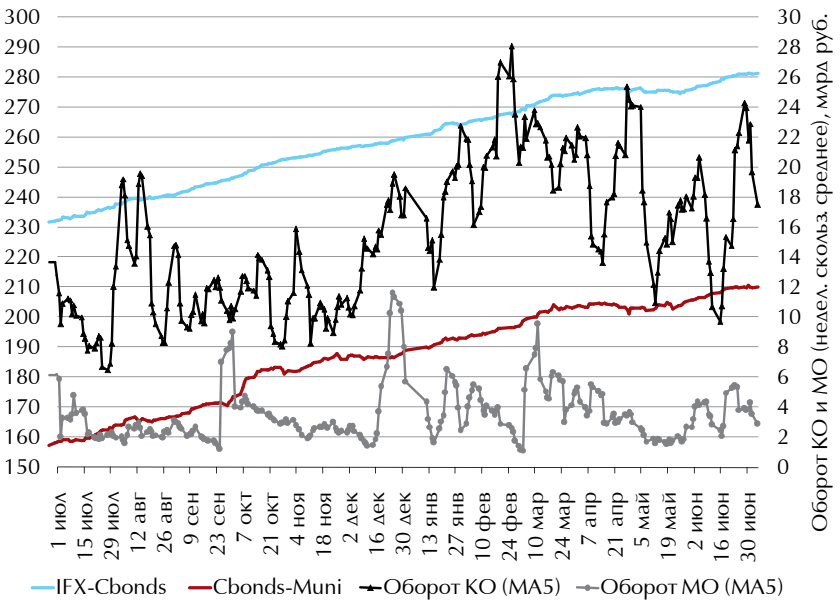
Как и ожидалось, основной интерес инвесторов вызвал наиболее короткий из размещаемых в последние годы однолетний выпуск ОФЗ-25074, спрос на который в 3.12 раза превысил предложение, составив по номиналу 64.2 млрд руб., говорит представитель ФЦ «Инфина». Высокий спрос позволил Минфину разместить выпуск без премии к вторичному рынку: средневзвешенная ставка на аукционе составила 4.57% годовых. Спрос на пятилетний выпуск серии 25071 оказался существенно ниже, перекрыв предложение более чем на половину (на 63%) и составив 12.6 млрд руб. В такой ситуации Минфин оказался к покупателям более щедр и предложил символическую премию на уровне около 5 б.п. Средневзвешенная доходность выпуска на аукционе составила 6.98%.

В условиях сохранения избытка ликвидности на рынке торговая активность вторичных торгов снижалась под давлением большого объема новых размещений и перераспределения внимания инвесторов на первичный рынок, отмечает Дмитрий Власов. В частности, РОСБАНК разместил биржевые облигации БО-01 объемом 5 млрд руб. с трехкратной переподпиской (ставка первого купона — 7.4%, что соответствует доходности к оферте через два года на уровне 7.54% годовых). Кроме того, с аналогичной переподпиской и

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

Рисунок 3

Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



купоном на уровне 7.5% годовых (YTM — 7.63%/2.7 лет) книгу заявок на приобретение трехлетних биржевых облигаций серии БО-01 объемом 10 млрд руб. закрыл «Новатэк».

В числе наиболее интересных размещений Иван Манаенко отмечает также выпуски «АЛРОСЫ» и «Вимм-Билль-Дана». Рынок региональных и муниципальных бумаг оживили размещения Волгоградской и Ярославской областей, а также стремительные займы администрации Томска и Республики Карелия. «В целом, можно сказать, что проблем с размещением качественных эмитентов у организаторов не возникло. Спрос по-прежнему превосходил предложение. Чуть хуже шли бумаги, относимые рынком ко второму эшелону, хотя и они находили своих покупателей. Впрочем, самым главным моментом является то, что за пределы Ломбардного списка Банка России первичный рынок шагнуть так и не решился», — констатирует аналитик ИК «Велес-Капитал».

По оценкам Ивана Манаенко, июль российский рынок встретил очередным витком коррекции. Причины нынешнего падения все те же: долговые проблемы и стабильность финансовой системы Европы, туманные перспективы Китая и, главное, всеобщее понимание того, что их решение — дело отнюдь не нескольких недель. «Если добавить к этому сокращающиеся в пользу кредитования объемы портфелей ценных бумаг банков, то мы имеем реальный шанс столкнуться с более серьезным провалом котировок, нежели в мае-июне. Разве что сработает сезонный фактор и до сентября рынок войдет в режим спячки», — предполагает он.

По мнению Михаила Гонопольского, до конца текущего года банкам уже не будет столь выгодно наращивать портфели облигаций, так как потенциал снижения доходностей невелик, а напряженность ситуации на европейском кредитном рынке будет способствовать достаточно инертным действиям нерезидентов в отношении своих вложений в рублевые облигации. Номинальные уровни доходностей — 6.7–8.5% годовых — уже не так привлекательны, когда нет особых поводов для устойчивого непрерывного роста рыночных цен.

«Мы не исключаем, что на горизонте до конца года произойдет снижение доли долговых обязательств в активах фининститутов до уровня 11–12%. То есть, по сути, банки не будут вкладывать в рынок свежие деньги, соответственно, явного тренда на снижение доходностей за счет внутренних игроков может не сложиться, — рассуждает Михаил Гонопольский. — В итоге динамика движения доходностей во многом будет зависеть от объемов первичного предложения, так как для сохранения абсолютного объема вложений банкам придется замещать погашающиеся выпуски за счет покупок либо на первичном рынке, либо на вторичном». Так, по подсчетам аналитиков БИНБАНКА, объем зарегистрированных выпусков, эмитенты которых в принципе в любой момент при желании могут инициировать процесс первичного размещения, составляет более 1.5 трлн руб., причем основная часть приходится на выпуски первого-второго эшелонов.

Станислав Боженко полагает, что доходности длинных рублевых облигаций в ближайшие месяцы, скорее всего, продолжат постепенное снижение, несмотря на все еще неустойчивый внешний фон. «В условиях когда цены на нефть стабильно превышают $70 за баррель, а ставки на денежном рынке остаются низкими и держатся вплотную к уровню ставок по депозитам ЦБ, идея carry trade остается актуальной. Ее актуальность сохранится до тех пор, пока не возникнет угроза роста ставок Банка России. В настоящий момент мы не видим оснований для начала повышения ставок, по крайней мере, до окончания третьего квартала. С другой стороны, снижение доходностей на вторичном рынке может сдерживаться масштабным навесом первичного предложения. Хотя в целом мы считаем, что развитию нисходящего тренда доходностей первичка все же не помешает, и рекомендуем инвесторам продолжать покупки», — заключил он.

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

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

– Из перспективных бумаг отмечу выпуски Башнефть-1, 2, 3. Я считаю, что доходности по бумагам будут снижаться по направлению к кривой материнской АФК «Система», с таргетом в 9.0% годовых. Рублевые выпуски Евраз-1, 3 выглядят недооцененными, торгуясь практически на одном уровне доходности с более длинными бумагами «Сибметинвеста». Выпуски РЖД-15, 17, 18 с плавающим купоном предоставляют наилучшее сочетание риска и доходности в РЕПО-стратегии.

Также для реализации стратегии carry trade представляет интерес рынок ОФЗ. Кривая ОФЗ все еще предполагает спред в размере 50–150 б.п. относительно кривой NDF, что оказывает поддержку рынку государственных облигаций. Ставки денежного рынка в настоящее время колеблются в диапазоне 2.0–2.5%. Рыночные ставки РЕПО также находятся на благоприятных уровнях: ставки однодневного и недельного РЕПО под залог государственных облигаций составляют 3.0–3.5%. До конца года ситуация с ликвидностью вряд ли ухудшится. Однако не стоит терять бдительность. Для осуществления Минфином планов по заимствованию на внутреннем рынке в этом году до 1.2 трлн руб. он может пойти на предоставление премии к вторичному рынку, что при массированных размещениях подвинет кривую наверх и негативно повлияет на весь вторичный рынок.

Возможно, в октябре-ноябре 2010 года Банк России приступит к активизации стерилизационных мер, которые будут способствовать росту наклона кривой доходности за счет долгосрочных ставок, а следовательно, и снижению котировок облигаций на долговом рынке.