К УЧАСТНИКАМ РУБЛЕВОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА ПОСТЕПЕННО ПРИХОДИТ ОСОЗНАНИЕ ТОГО, ЧТО ГОНКИ ПО ВЕРТИКАЛИ ЗАКОНЧИЛИСЬ. РАССЕКАЯ ПОСЛЕДНИЕ ПОЛТОРА ГОДА ПО ЗНАКОМЫМ ТРАССАМ ВТОРИЧНОГО РЫНКА, РАЗМАХИВАЯ НА ХОДУ ФЛАГОМ ЛИКВИДНОСТИ, ВХОДЯ В КРУТЫЕ ПОВОРОТЫ НА РЕКОРДНЫХ СКОРОСТЯХ, ЗАВСЕГДАТАИ ЗАЕЗДОВ НЕ ЗАМЕТИЛИ, КАК СОБРАЛИ ВСЕ ТРОФЕИ ПОД НАЗВАНИЕМ «КАЧЕСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ ПО ДОСТУПНЫМ ЦЕНАМ». КТО ПЕРВЫЙ, ТОГО И ДОХОДНОСТЬ. В РЕЗУЛЬТАТЕ, ИНВЕСТОРАМ НИЧЕГО НЕ ОСТАЕТСЯ, КАК, СКРИПЯ ТОРМОЗАМИ, НАЧАТЬ ПРОКЛАДЫВАТЬ НОВЫЕ МАРШРУТЫ — ЧЕРЕЗ ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК. ТЕМ БОЛЕЕ ЧТО ПОСЛЕДНИЙ ОБЕЩАЕТ КИЛОМЕТРЫ НЕОБЪЕЗЖЕННЫХ ДОРОГ. ГЛАВНОЕ — НЕ ПРОПУСТИТЬ НУЖНЫЙ ПОВОРОТ.

ПРИЕХАЛИ

Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА

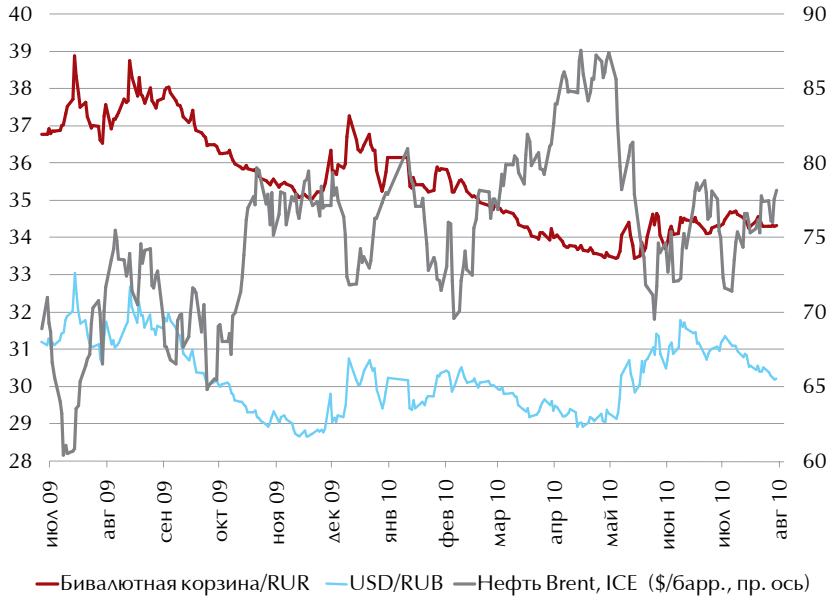
МЕДЛЕННО, НО ВЕРНО

В июле инвесторы довольно слабо реагировали на внешние раздражители, хотя формально их было предостаточно. Цена на нефть, проблемы Европы и намек на замедление темпов роста мировой экономики в связи с выходом неубедительной макростатистики в США — все это отрицательно влияло на рынок (помимо аномальной жары), подчеркивает Дмитрий Гадалов, директор департамента корпоративного финансирования UFS. Доллар ослабил свои позиции по отношению ко многим мировым валютам. Динамика пары евро/доллар складывалась не в пользу последнего: за месяц цена пары увеличилась с 1.22 до 1.29 (данные на 27.07.10), что является основным показателем роста аппетита к риску. Позитива на мировые рынки добавило сообщение МВФ о повышении прогноза роста мировой экономики в 2010 году с 4.2% до 4.6%. К концу месяца выход позитивных результатов крупнейших американских банков и компаний, а также результаты стресс-тестов европейских банков (несмотря на скептическое отношение к ним ряда инвесторов) повлияли на стабилизацию рынков и рост сырьевых фьючерсов. Факторы курсообразования неизменны — улуч-

> В ДАЛЬНЕЙШЕМ ВОССТАНОВЛЕНИЕ БАНКОВСКОГО КРЕДИТОВАНИЯ ВПОЛНЕ СПОСОБНО СОСТАВИТЬ КОНКУРЕНЦИЮ ЗА РЕСУРСЫ УЖЕ ДАЛЕКО НЕ СТОЛЬ ОЧЕВИДНО ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫМ ДОЛГОВЫМ ИНСТРУМЕНТАМ

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



шение конъюнктуры рынка сырья, а также рост фондовых индексов, усиление интереса инвесторов к инструментам emerging markets. В связи с этим доллар по отношению к рублю упал с 31.25 до 30.30 (данные на 27.07.10). Кривая NDF не отдаляется от уровня SPOT, сохраняет правильную форму, что, как и ранее, косвенно говорит об отсутствии выраженного оттока капитала.

На фоне сохраняющихся внешних рисков макроэкономика в России продолжает постепенно восстанавливаться, хоть и не слишком быстрыми темпами. По словам Сергея Гончарова, аналитика НБ «ТРАСТ», июньские цифры показали худшую динамику, чем наблюдалась в мае: промпроизводство замедлило темп прироста в годовом выражении (+9.7% за месяц против +12.6% месяцем ранее), а рост оборота розничной торговли в месячном выражении замедлился (в июне +1% к прошлому месяцу против +2% в мае). В целом картина остается скорее позитивной: реальные располагаемые доходы и реальные зарплаты растут (+3.6% и +6.1% в июне относительно мая соответственно), безработица падает, а, что самое главное, банки четвертый месяц подряд наращивают кредитные портфели (в июне на 1.9%), продолжают расти и инвестиции в основной капитал (+1.3% в первом полугодии 2010 года к аналогичному периоду в прошлом году).

В целом настрой размеренного роста отмечает и ЦБ, который на фоне обозначенных трендов решил не снижать ставку рефинансирования: уровень инфляции вполне комфортен, а ожидания ее роста пока не слишком сильны, заключает Сергей Гончаров.

Менее оптимистичный взгляд на ситуацию с инфляцией у Екатерины Леоновой, аналитика Альфа-Банка. «Мы ожидаем нарастания инфляционного давления — как ситуативно, из-за роста цен на продовольствие в результате засухи, так и с экономической точки зрения, из-за восстановления экономики и усиления потребительских трендов, что было отражено статистикой за второй квартал, — говорит она. — Таким образом, уже в августе-сентябре, по нашим прогнозам, будет отсутствовать традиционная для этих месяцев дефляция, темпы роста ИПЦ составят 0.3% и 0.2% соответственно. Уже на последних двух заседаниях ЦБ сохранил ставку рефинансирования без изменений, считая сохраняющийся разрыв с инфляцией на уровне примерно 200 б.п. вполне комфортным (5.7% ИПЦ год к году в июле и 7.75% — ставка рефинансирования). Однако уже в следующие месяцы в комментариях ЦБ могут прозвучать слова об усилении инфляционного давления. Это будет означать, что к концу года ставка рефинансирования может быть повышена до 8%».

Ожидания аналитиков Альфа-Банка подтверждаются и коммюнике МВФ по итогам очередного годового обзора российской экономики. Фонд считает, что экономика РФ находится на стадии восстановления, и, учитывая угрозу нарастания инфляционного давления, советует монетарным органам власти сворачивать пакет стимулирующих бюджетных мер и постепенно ужесточать денежно-кредитную политику, включая повышение ставки.

Екатерина ЛЕОНОВА,
аналитик, Альфа-Банк

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

В текущих условиях мы не советуем открывать длинные позиции на период свыше одного-двух месяцев, рекомендуя спекулятивную игру на разнице в ставках между эмитентами с близким кредитным качеством. Самой интересной историей июля стало размещение облигаций «Копейка», БО-01. В случае если ФАС разрешит X5 покупку этой торговой сети (решение должно быть принято до конца августа), «Копейка» существенно улучшит свой кредитный профиль, что позитивно скажется на котировках ее облигаций. Также недооцененными относительно текущего рынка нам представляются облигации «Башнефти» (премия к «Системе» составляет порядка 100 б.п.), в металлургическом секторе интересны облигации второго эшелона — «Евраз», «Мечел». Вместе с тем, доходность облигаций «Сибмета», на наш взгляд, дает необоснованно низкую премию за лишних полтора года обращения к облигациям «Евраза».

В конце июля дал сбой основной поддерживающий фактор для рынка бондов — сверхликвидность, вспоминает Денис Гусев, начальник управления ценных бумаг НК Банка. Впервые за долгое время на денежном рынке реально ощущался эффект конца месяца, а совокупный объем корсчетов и депозитов в ЦБ опустился ниже отметки в 1000 млрд руб. «Конечно, такое сужение ликвидности не является критичным, а пока просто делает спекулятивные вложения в бонды чуть менее комфортными. Тем не менее, на фактически безыдейном рынке бондов этого может оказаться достаточно для стабилизации или охлаждения,

Сергей ГОНЧАРОВ,
аналитик, НБ «ТРАСТ»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Спреды «Евраз», ХФ-1, к другим выпускам металлургов, в частности «Северстали», по-прежнему слишком высоки. В крепком третьем эшелоне по соотношению риск/доходность лучше всего смотрятся «ЛенСпецСМУ», 1 и БО-2, «Соллерс», БО-2. В банковском секторе нам нравятся длинные выпуски ВТБ, БО-1, БО-2, БО-5; РОСБАНК, БО-2, короткие «Ренкап», КБ-2, КБ-3. Спреды выпусков МКБ, 7, 8; СКБ, БО-4, имеют перспективы сокращения до 100 б.п. к ликвидным бумагам сравнимой дюрации.

Из недавно размещенных и вышедших на торги бумаг привлекательной нам кажется доходность «Профмедиа», 1.

особенно на фоне сохраняющейся нервозности на внешних рыках», — говорит он.

Анализируя же статистику банковской системы в целом, Денис Гусев обращает внимание на то, что банки продолжают ударными темпами наращивать активы в своем приоритетном сегменте — кредитовании. При этом на фоне поступательного роста совокупного кредитного портфеля наметилась и тенденция к стабилизации (и даже небольшому росту) ставок по кредитам. Так, в июне средняя ставка по кредитам для нефинансовых организаций выросла на 0.1% до 11.5%. «Строго говоря, такая маржа по «профильным» операциям банков вполне способна конкурировать со ставками на рынке долговых инструментов, где банки, по большому счету, абсорбировали избыточную ликвидность. Таким образом, в дальнейшем восстановление банковского кредитования вполне способно составить конкуренцию за ресурсы уже далеко не столь очевидно привлекательным долговым инструментам», — полагает представитель НК Банка.

Денис ГУСЕВ,
начальник управления ценных бумаг, НК Банк

РУБЛЬ ДОРОЖЕ

Практически всю последнюю неделю июля котировки облигаций эмитентов первого-второго эшелонов понемногу прибавляли в цене. Этому способствовали как стабилизация внешних рынков, так и некоторая передышка на первичном рынке, где акцент стал смещаться в сторону размещений бумаг качественного третьего эшелона, считает Дмитрий Гадалов. В этих условиях на вторичном рынке высоким спросом стали пользоваться бумаги первого-второго эшелонов. Основные ликвидные бумаги первого эшелона выросли на 0.5%, второго — на 0.46%, третьего — на 0.74%, подсчитал Сергей Гончаров. Лидерами роста оказались длинные выпуски «Евраза» — Сибметинвест, 1, 2, выросшие на 2.2%.

> НЕСМОТРЯ НА ТО ЧТО ДОХОДНОСТИ БУМАГ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА УЖЕ ДОСТИГЛИ МИНИМУМОВ СЕРЕДИНЫ 2007 ГОДА, ПОТЕНЦИАЛ РОСТА КОТИРОВОК ЗА СЧЕТ БОЛЕЕ НИЗКИХ ТЕКУЩИХ СТАВОК РЕПО ЦБ ВСЕ ЕЩЕ СОХРАНЯЕТСЯ

Несмотря на то что доходности бумаг первого эшелона уже достигли минимумов середины 2007 года, потенциал роста котировок за счет более низких текуших ставок РЕПО ЦБ все еще сохраняется: по оценкам Дмитрия Гадалова, по бумагам первого эшелона он составляет около 90 б.п., по второму эшелону — более 130 б.п. Безусловно, для реализации данного роста необходимы более сильные позитивные факторы с внешних рынков.

Одним из наиболее примечательных итогов июля, по мнению Максима Коровина, аналитика «ВТБ Капитала», стало то, что разрыв в спредах к свопам между долларовыми и рублевыми облигациями увеличился до рекордного с начала года значения. Спреды к свопам по ликвидным рублевым облигациям на конец июля в среднем были на 130 б.п. меньше в сравнении с долларовыми бумагами. Разница в апреле составляла порядка 80–100 б.п., а в январе имелось немало рублевых бумаг, которые торговались по спредам на одном уровне с еврооблигациями.

«Почему рублевые бумаги настолько «дороже» еврооблигаций? — недоумевает аналитик «ВТБ Капитала». — Каза-

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Учитывая вполне возможное общее ухудшение конъюнктуры рынков после окончания сезона отпусков, вопрос о защитной части портфеля вполне актуален. Если выбирать что-то за пределами стандартных сверхликвидных защитных бумаг первого эшелона, то мне субъективно нравится короткий евробонд «Русский стандарт», 10. Бумага торгуется около номинала под доходность порядка 7.5% в долларах, или около 10% в рублях (в случае фондирования позиции через валютные свопы), к октябрю 2010 года. Если посмотреть на рынок векселей (как некую аналогию ультракоротких внебиржевых инструментов), то под двузначную рублевую доходность на двухмесячном горизонте торгуется только откровенный junk, тогда как синтетический рублевый выпуск «Русского стандарта» дает существенную премию даже к куда более слабым именам.

Если же говорить про вторичный рублевый рынок, то в ситуации летнего затишья неплохой идеей может стать игра на продолжающемся сужении спредов между дочерними и материнскими компаниями. Наиболее интересный вариант — облигации «Башнефти». Несмотря на достаточно агрессивное сужение спреда в последнее время (порядка 50 б.п.), все три выпуска продолжают торговаться с премией порядка 100 б.п. к бумагам материнской компании («Система», 03). При этом вторичный рынок по бумагам (в том числе РЕПО) вполне ликвиден, а сама «Башнефть» обладает скромной долговой нагрузкой (долг/EBITDA'10 составляет примерно 0.8), высокими денежными потоками и фактическим статусом cash cow для «Системы». Для сравнения, бумаги другой дочерней компании — МТС — торгуются с дисконтом в 40–60 б.п. к сопоставимым по дюрации выпускам «Системы». Сравнивать напрямую МТС и «Башнефть», конечно, некорректно, однако разница в спредах все же представляется чрезмерной. Краткосрочный потенциал роста, судя по всему, фактически исчерпан, но в более отдаленной перспективе бумаги «Башнефти» сохраняют хорошие перспективы.

лось бы, из-за структурных недостатков (например, отсутствия ковенант) они должны быть дешевле! Насколько мы понимаем, проблема в том, что очень мало участников рынка могут, умеют и хотят использовать данную рыночную диспропорцию. Российские банки — основные игроки на локальном долговом рынке — не совершают таких операций. Они предпочитают воздерживаться от сложного финансового инжиниринга и размещать рублевые пассивы в обычных рублевых облигациях. По нашим представлениям, банки не придают особого значения разрыву в спредах с рынком еврооблигаций. Для них главное — это все еще очень солидная премия (по сравнению с докризисными временами) в рублевых облигациях к стоимости РЕПО бумаг на межбанковском рынке и в ЦБ».

Между тем, приток рублевых пассивов в российские банки впечатляет. Как следует из статистики Банка России, за январь-май объем рублевых депозитов юридических и физических лиц увеличился примерно на 850 млрд руб. (+9.78%). При этом кредитный портфель за этот же период вырос на скромные 280 млрд руб. (+2.3%). «Теоретически разрыв в спредах к свопам между рублевыми и долларовыми бумагами должен со временем уменьшиться, — прогнозирует Максим Коровин. — Банки не смогут бесконечно долго опережающими темпами наращивать облигационный портфель (доля облигаций в активах и так уже выше 11%, что является рекордом с 2006 года). Одновременно экспортеры продолжат активно эксплуатировать разницу в спредах, размещая рублевые облигации и конвертируя их в долларовые, что будет оказывать давление на ставки NDF. Как быстро будет происходить конвергенция спредов, мы оценить затрудняемся».

АЛЬТЕРНАТИВЫ НЕТ

Так или иначе, затяжное, почти полуторагодовое ралли и навес ликвидности сделали свое дело: на вторичном рынке фактически не осталось откровенно дешевых бумаг хорошего или среднего кредитного качества, констатирует Денис Гусев. «Конечно, в третьем эшелоне еще есть вменяемые эмитенты с двузначной доходностью, но здесь инвестор уже сам должен определить для себя меру принятия кредитного риска, — рассуждает он. — Глобально же альтернативы первичному рынку пока нет, тем более что на нем стало появляться все больше интересных имен из разных эшелонов. Достаточно репрезентативным стал конец июля, когда на рынок вышли бумаги ГМК «Норильский никель», НК «Альянс», ТД «Копейка», «Сахатранснефтегаза» и ТКС Банка. Фактически полная подборка кредитного риска для любого класса инвесторов — от консервативного институционального до «физика-спекулянта».

Кстати, в июле, помимо корпоративных заемщиков, резко нарастил объемы привлечения средств с публичного долгового рынка Минфин, разместив ОФЗ на 80 млрд руб. по сравнению с 40 млрд руб. месяцем ранее, анализирует Екатерина Леонова: «Эмитент спешит привлечь средства по текущим низким ставкам и удлиняет заимствования. В целом, на третий квартал у Министерства достаточно агрессивные планы по заимствованиям — в августе объем предложения запланирован на уровне 125 млрд руб., в сентябре Минфин предложит бумаги уже на 250 млрд руб.»

Максим КОРОВИН,
аналитик, «ВТБ Капитал»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

АИЖК. Погашение облигаций гарантировано государством, агентство получает постоянные бюджетные инъекции. Спред к кривой ОФЗ составляет 150–170 б.п.

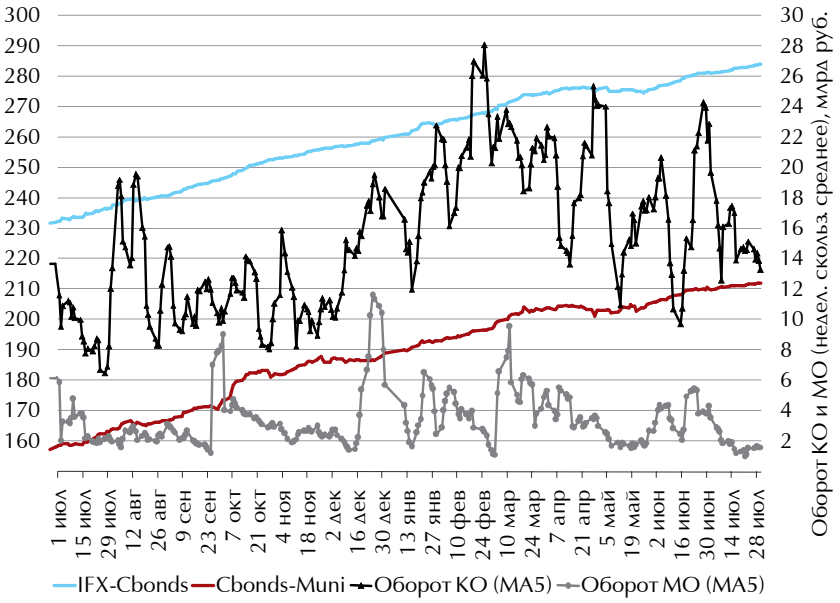
Облигации «Евраза». Кредитные метрики компании постоянно улучшаются, за 2009–2010 годы была проделана большая работа по снижению долговой нагрузки, мы позитивно оцениваем перспективы роста цен на уголь, руду и сталь. Рублевые облигации компании наименее переоценены по сравнению с еврооблигациями.

«ЛенСпецСМУ» (B). Спред к свопам составляет около 700 б.п., в то время как спред по бумагам ЛСР, «Ситроникса», «Евраза», «Северстали», которые обладают сравнимыми кредитными рейтингами, не превышает 450 б.п.

«Интурист», «Детский мир», «Ситроникс». Все компании контролируются АФК «Система» (Ba3/BB/BB-), однако их облигации торгуются с привлекательным спредом по отношению к бумагам «Системы».

Рисунок 2

Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



Аналитики Альфа-Банка ожидают дальнейшего роста предложения со стороны Минфина, учитывая, что запланированный объем привлечения с рублевого долгового рынка на этот год составляет 1.2 трлн руб., необходимых для финансирования бюджетного дефицита. Вместе с тем, к настоящему моменту было привлечено порядка 200 млрд руб. Таким образом, до конца года в бюджет потребуется привлечь еще порядка 1 трлн руб.

Однако, несмотря на столь масштабные планы финансового ведомства, очевидно, что привлечение денег «любой ценой» сейчас не в интересах правительства. Минфин не хочет толкать вверх кривую гособлигаций, так как на самом деле острой потребности в финансировании дефицита сейчас нет, рассуждает Максим Коровин, аналитик «ВТБ Капитала». По словам министра финансов Алексея Кудрина, дефицит федерального бюджета по итогам января-июня составил лишь 2.1% ВВП за полугодие (439 млрд руб.), в то время как план заимствований сверстан исходя из дефицита на уровне 6.8% ВВП. По нашим оценкам, дефицит бюджета по итогам 2010 года составит 1.3% ВВП при цене нефти $85 за баррель и не превысит 3% ВВП при $75 за баррель. В июле президент Дмитрий Медведев подписал изменения в закон о бюджете на 2010 год, предполагающие снижение дефицита до 5.4%. В свою очередь, премьер-министр Владимир Путин заявил, что дополнительные доходы позволят сократить дефицит до 5% ВВП или даже меньше.

«На наш взгляд, локальная кривая госбумаг выглядит вполне здоровой, в особенности по сравнению с докризисным периодом. Впервые за всю «новейшую» историю рынка гособлигации торгуются с премией по отношению к инфляции, то есть предлагают положительные реальные процентные ставки, — говорит Максим Коровин. — Спред среднесрочных ОФЗ к ставке однодневного РЕПО с ЦБ сейчас составляет около 130 б.п., тогда как в апреле 2010 года он был на уровне 70 б.п., а в 2007 году — около 30 б.п. Наконец, кривая ОФЗ сейчас располагается выше кривой NDF/свопов, в то время как еще год назад госбумаги торговались внутри NDF. Прежнюю ситуацию вряд ли можно назвать здоровой — она была связана с большим объемом спекулятивной игры на разнице в долларовых и рублевых ставках и укреплении рубля».

> ПРИ СОХРАНЕНИИ СПРОСА В КОРПОРАТИВНОМ СЕГМЕНТЕ ДОЛГОВОГО РЫНКА ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЙ ДО КОНЦА ГОДА МОЖЕТ СОСТАВИТЬ 1.2–1.4 ТРЛН РУБ.

Кроме Минфина, анонсировавшего свои планы участия в первичном рынке, можно ожидать большого объема предложения нового долга и со стороны частного бизнеса и банков. В начале года планы долгового финансирования в корпоративном сегменте были очень амбициозными, вспоминает Екатерина Леонова. Однако коньюнктура рынков снизила объемы размещений в традиционно «тучные» месяцы — апрель и июнь. Тем не менее, навес размещений по-прежнему остается значительным — объем зарегистрированных займов приблизился к 2 трлн руб. Кроме того, рост экономики усиливает потребности компаний в привлечении дополнительных средств. «Таким образом, при сохранении спроса мы ожидаем, что в корпоративном сегменте долгового рынка объем размещений в оставшиеся месяцы может составить 1.2–1.4 трлн руб. Столь значительные планы как со стороны Минфина, так и со стороны корпораций, во-первых, будут оказывать дополнительное повышательное давление на ставки, а во-вторых, приведут к сокращению рублевой ликвидности, — заключила Екатерина Леонова. — Не исключено, что к четвертому кварталу мы столкнемся с дефицитом денежных средств».

Дмитрий ГАДАЛОВ,
директор департамента корпоративного финансирования, UFS

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Мы рекомендуем придерживаться консервативной стратегии, отдавая предпочтение бумагам качественных эмитентов длиной до трех лет. Среди конкретных выпусков интересно выглядит новый СУЭК, «Норильский никель» и Татфондбанк, 6. Боковое движение на рынке может сохраниться до конца лета: хотя спреды доходностей бумаг первого-второго эшелонов к ставке РЕПО сейчас достаточно широки, большие объемы первичного размещения не дают им сузиться.

На текущем рынке основными фаворитами, на наш взгляд, могут быть короткие бумаги банков, такие как Газпромбанк, 5, «Реннесанс Капитал», 3, МБРР, 5, РСХБ, 5. Интересные идеи на фоне роста сырьевых рынков могут быть в нефтяных бумагах, таких как «ЛУКОЙЛ», БО-3, «ИтераФин», 1. Кроме того, советуем инвесторам обратить внимание на первичный рынок, особенно на бумаги, предлагающие хорошую премию к рынку. В хорошем третьем эшелоне имеет смысл присмотреться к биржевым облигациям ТД «Копейка» (в которых основной идеей является покупка компании со стороны X5), а также ко второму выпуску «Сахатранснефтегаза».

Организация долгового финансирования

Самое важное при размещении облигаций — активные продажи широкому кругу Инвесторов. Для Эмитентов, впервые выходящих на рынок, это создает положительную кредитную историю и удешевляет привлечение.
Для опытных и крупных Эмитентов — позволяет добиваться увеличения дюрации и снижения ставки.
Промсвязьбанк имеет широкую сеть контрагентов на рынке рублевых облигаций и еврооблигаций российских эмитентов, мы работаем в системе Bloomberg TOMS и со всеми ведущими российскими и иностранными брокерами.
Мы умеем продавать. Мы знаем, кому продавать. Мы знаем, когда продавать. Мы знаем, как помочь Инвесторам найти лучшее в Вас.

+7 (495) 705 90 97
www.psbank.ru
ib@psbank.ru

Промсвязьбанк

ОАО «Промсвязьбанк». Генеральная лицензия Банка России № 3251, бессрочная. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 177-03816-100000, выдана ФКЦБ 13.12.2000 г.
Реклама.