Это тягостное чувство одолевало участников российского долгового рынка на протяжении августа. Вопреки сложившейся национальной традиции, ничего плохого не произошло, но исход лета оказался неспособным на несдержанные осенние обещания. В то время как цены на рынке продолжают лениво заигрывать с продавцами, потенциальных покупателей становится все меньше, а их все более явное равнодушие убивает перспективы роста этих самых цен. По схожему сценарию действуют инвесторы и на первичном рынке, предпочитая открывать портфели для новых позиций в исключительных случаях. Оправдать августовское бездействие можно разыгравшимся инфляционным обострением. Чтобы справиться с ним, ЦБ, вероятно, решится прописать рынку повышение ставок

Какая СКУКА!

Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА

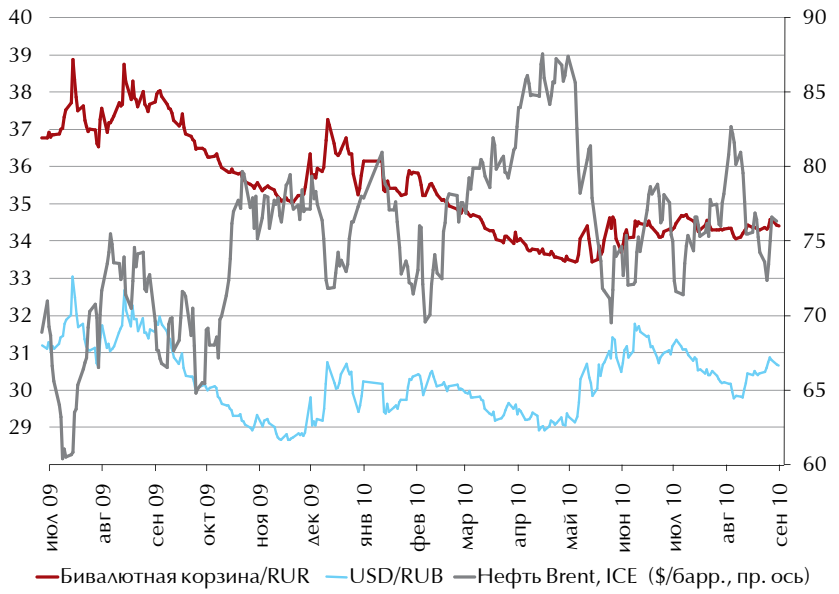
НА ТЕМНОМ ФОНЕ

Август для российской экономики, как, впрочем, и для мировой, стал месяцем разочарований, констатирует Владимир Евстифеев, аналитик банка «ЗЕНИТ». Стало окончательно ясно, что восстановление, которое наблюдалось с начала года, себя исчерпывает, а посткризисный рост базируется на слишком кратковременных и ненадежных факторах. За этот период было опубликовано много данных, свидетельствующих о том, что ключевые экономики мира будут восстанавливаться не линейно и поступательно, как закладывали в свои сценарии рынки, а достаточно нестабильно и неравномерно.

> САМЫМ НЕПРИЯТНЫМ ИТОГОМ АВГУСТА СТАЛ РОСТ ИНФЛЯЦИОННОГО ДАВЛЕНИЯ, ВЫЗВАННЫЙ ВСПЛЕСКОМ ЦЕН НА ПРОДОВОЛЬСТВИЕ ИЗ-ЗА АНОМАЛЬНОЙ ПОГОДЫ

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



Одним из самых сильных ударов для инвесторов в августе, по словам Александра Ермака, заместителя начальника аналитического управления БК «РЕГИОН», стали результаты августовского заседания ФРС США, на котором фактически были подтверждены выводы о неблагоприятной ситуации в экономике, но не были озвучены новые меры по ее стимулированию, которых так ждали участники финансовых рынков. Результатом усилившегося пессимизма инвесторов стало снижение интереса «к рискам» и «уход» в качественные активы, прежде всего — казначейские облигации США, доходность которых достигала минимальных уровней за

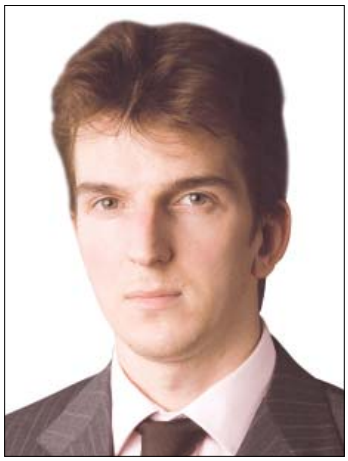
почти двухлетний период. Так, доходность десятилетних UST опустилась до уровня порядка 2.5–2.55% годовых. Интерес к качественным активам обусловил и укрепление доллара относительно большинства мировых валют, в том числе евро. В результате, в начале августа был сломлен почти двухмесячный рост евро относительно доллара, а его курс снизился с уровня 1.32 до 1.27 евро за доллар.

«Эффект от монетарной политики количественного смягчения достигнут — денежная масса выросла, дефицита ликвидности на мировом рынке не ощущается. В то же время, неуверенность компаний в будущем состоянии рынка труда и потребления заставляет не наращивать инвестиции, а адаптировать запасы под консервативные прогнозы роста потребительских расходов, — продолжает анализировать макроэкономическую ситуацию Владимир Евстифеев. — То же справедливо и для российской экономики: положительный эффект от восстановления цен на сырье и физических объемов поставок сырьевых товаров уже отыгран для добывающих сегментов производства, однако темпы роста обрабатывающего сектора начали замедляться по мере наращивания запасов. В августе на показателях промышленного выпуска отрицательно скажется ситуация в сельскохозяйственном секторе и пищевой промышленности, каникулы на ряде автозаводов, а также повышение статистической базы прошлого года. Тем не менее, у российской экономики есть одно позитивное отличие — доходы населения, которые продолжают рост умеренными темпами, обеспечивая вполне неплохие цифры по конечному потреблению и розничным продажам. Тем не менее, позитивное влияние от этого фактора на экономику в российских условиях достаточно размыто из-за доминирования импортных товаров в потребительской корзине».

Макроэкономический фон становится все сложнее охарактеризовать как комфортный, соглашается Ольга Ефремова, начальник отдела анализа долговых рынков НОМОС-БАНКА. Наибольшее беспокойство, по ее словам, вызывают несколько аспектов: «Во-первых, появляются признаки отрицательной динамики ключевых показателей относительно предыдущих летних месяцев. Во-вторых, наблюдается замедление темпов роста поступлений налогов в консолидированный бюджет: несмотря на превышение в целом аналогичных показателей 2009 года, восстановление до уровня «докризисного» 2008 года пока еще остается далекой перспективой. При сложившейся ситуации вынужденное увеличение государственных расходов, неизбежное в условиях проявления летних природных катаклизмов, может внести заметные коррективы в первоначальные оценки бюджетного дефицита. При этом вполне обоснованными выглядят оценки и возможного сокращения «нефтяных доходов» в условиях, когда нефтяные котировки неспособны продвинуться выше $75 за баррель».

Так, в начале августа почти месячный рост нефти марки Brent (с $71.5 до почти $83 за баррель) сменился снижением, в результате которого котировки опустились до уровня порядка $72.5–73.5 за баррель. Правда, по оценкам Александра Ермака, объективно этот уровень цен по-прежнему можно назвать комфортным для российских экспортеров и экономики в целом.

Самым неприятным итогом августа стал рост инфляционного давления, вызванный всплеском цен на продовольствие из-за аномальной погоды. «Если пока этот рост нельзя назвать критичным (по нашим оценкам, он добавит годовому значению инфляции 0.7–1% до 7.9–8.2%), то в перспективе он может отразиться на решениях ЦБ РФ по ставкам, — предупреждает Владимир Евстифеев. — Безусловно, причины августовского роста цен не могут быть решены за счет каких-либо шагов в денежно-кредитной политике, однако этот ценовой всплеск может повлиять на масштаб и продолжительность будущего цикла повышения ставок ЦБ РФ в конце текущего — начале следующего года».



Никита ГУСАКОВ,
начальник отдела организации выпусков рублевых облигаций, Ситибанк

КОММЕНТАРИЙ

– Доходность, которую могут получить эмитенты первого эшелона на международном рынке, находится на беспрецедентно низком уровне. Это вызвано, в первую очередь, рекордно низкими базовыми ставками казначейских облигаций США. Так, доходность пятилетних Treasuries в конце августа опускалась до 1.32%, в то время как минимальный уровень за последние 20 лет был 1.26%. При этом на фоне восстановления аппетита к риску кредитные спреды российских компаний существенно сузились за последние месяцы. Таким образом, многие российские корпорации могут выйти на рынок с купоном ниже, чем до кризиса. Данная ситуация вкупе с ожиданиями постепенного роста доходностей Treasuries будет подталкивать российские компании и банки к выходу на международный рынок. Кроме того, фактором, способствующим росту активности в еврооблигациях, является возросший объем сделок M&A, которые неминуемо приведут к росту потребности в фондировании как у российских компаний, так и, вполне вероятно, у российских банков, финансирующих такие сделки.

Владимир ЕВСТИФЕЕВ,
аналитик, банк «ЗЕНИТ»

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

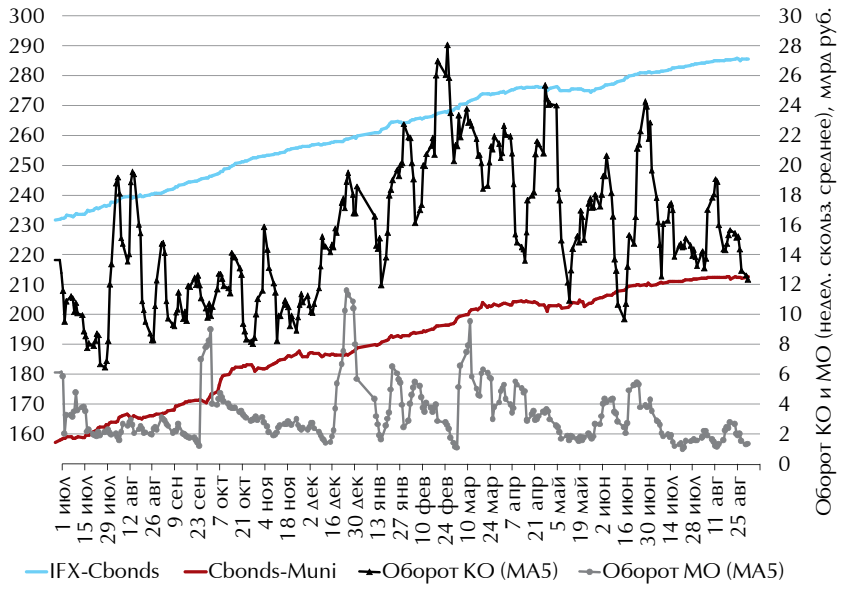
Вместе с тем, пока ситуация на внутреннем валютном и денежном рынке остается относительно устойчивой. «В первую очередь, можно отметить снижение волатильности бивалютной корзины, стоимость которой в августе колебалась в пределах 34.05–34.45 руб., — отмечает Александр Ермак, заместитель начальника аналитического управления БК «РЕГИОН». — Суммарные остатки на корреспондентских и депозитных счетах кредитных организаций в Банке России оставались на высоком уровне — порядка 1–1.15 трлн руб. (а с учетом ежедневного положительного сальдо операций с ЦБ РФ — еще выше). Ставки на рынке МБК в течение практически всего рассматриваемого периода были стабильны. Так, например, ставки MOSPRIME по кредитам overnight находились в узком диапазоне 2.73–2.78% годовых, превышая его на 10–20 б.п. лишь дважды в первый рабочий день месяца и при налоговых платежах (25 августа). При этом нельзя не отметить, что объем ОБР в обращении с конца июня сохраняется на уровне выше 1 трлн руб. (против 300 млрд руб. в начале года), подтверждая тем самым тезисы о сохранении избыточной рублевой ликвидности в российской банковской системе».

КОММЕНТАРИЙ

– По части идей рынок становится беднее с каждым днем. В этих условиях центр активности сосредоточен в сегменте первичного предложения. Однако и здесь, несмотря на некоторое оживление на фоне размещений, объемы нового предложения встречаются рынком без лишнего ажиотажа. Безусловно, не обходилось без исключений, но в целом инвесторы довольно консервативны к наполнению новых позиций, особенно при дюрации бумаг более трех лет. В секторе гособлигаций также пока «вакуум» инвестидей, поскольку выбранный регуляторами «штурм» рынка новым предложением ОФЗ не находит какой-либо поддержки.

Рисунок 1

Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



ДОЛГ ПЕРВИЧЕН

Последний месяц лета оказался весьма неоднозначным для российского долгового рынка, вспоминает Ольга Ефремова. С одной стороны, запас ликвидности у участников создавал комфортные условия для того, чтобы рынок оставался столь же активным, как и в начале лета. С другой, все более очевидно проявлялась «защитная» стратегия, причины выбора которой во многом диктовались коньюнктурой внешних рынков, оказавшихся в условиях высокой «турбулентности».

Результатом влияния внешних и внутренних факторов на вторичный рынок рублевых облигаций стало умеренное понижательное движение цен. При этом негативная ценовая динамика была зафиксирована, в первую очередь, в сегменте долгосрочных облигаций (с дюрацией от двух лет и более), говорит Александр Ермак. В первом эшелоне снижение цен составило в среднем в пределах 0.1–0.4 п.п., в то время как по отдельным ликвидным бумагам второго-третьего эшелонов оно достигало 0.6–0.9 п.п.

По словам Владимира Евстифеева, на вторичном рынке идеи реализовывались очень точечно и базировались либо на скупом новостном фоне, либо на небольшой переоценке доходностей после размещения новых облигаций.

При этом, в отличие от вторички, на первичном рынке в августе жизнь продолжала теплиться. В последний месяц лета с новыми выпусками на рынок вышли десять корпоративных эмитентов, которые разместили облигаций на 54.3 млрд руб., подсчитал аналитик банка «ЗЕНИТ». Правда, большая часть размещений в первой половине августа прошла, как и в предыдущие месяцы, под «диктовку эмитентов» (то есть по нижним границам прогнозируемых купонов). В результате к концу лета котировки ряда облигаций (например, «Норильского никеля», АК «АЛРОСА»), размещенные в последние два месяца, опустились на 0.3–0.4 п.п. ниже номинала, добавляет Александр Ермак.

По его мнению, в ближайшее время вряд ли стоит ждать существенного изменения настроения инвесторов, учитывая опасность ускорения темпов роста инфляции и соответствующую реакцию со стороны Банка России; ослабление

рубля на фоне сокращения притока иностранных инвестиций как в средне-, так и в долгосрочной перспективе (о чем, в частности, свидетельствуют озвученные в конце августа изменения прогнозов Минэкономразвития). На этом фоне основные рекомендации инвесторам, очевидно, могут быть связаны только с сокращением и ограничением дюрации по вложениям в рублевые облигации на вторичном рынке одним-двумя годами. А участие в первичных размещениях оправдано только при условии высокого кредитного качества эмитента и наличии существенной премии к текущим уровням доходности.

Пока что ценовые уровни на рынке остаются комфортно высокими для продавцов, однако постепенное сокращение количества потенциальных покупателей оказывает изрядное давление как на ликвидность бумаг, так и на перспективы возможных ценовых апсайдов, предупреждает Ольга Ефремова: «Не будем оригинальными, отметив, что изобилие предложения со временем может двинуть цены вниз. К тому же, не на пользу долговым бумагам пошло наблюдавшееся во второй половине августа движение стоимости рубля относительно других валют, спровоцированное общей проблемной ситуацией на внешних рынках, особенно в условиях приступов массовой паники».

К тому же, на рынке по-прежнему сохраняются опасения, что Минфин к концу года может увеличить объемы размещения ОФЗ, подчеркивает Никита Гусаков, начальник отдела организации выпусков рублевых облигаций Ситибанка. «За восемь месяцев этого года Минфин разместил 260 млрд руб. Увеличение предложения со стороны Минфина, особенно в бумагах более длинных сроков обращения, потребует предоставления премии ко вторичному рынку, что приведет к сдвигу кривых сначала государственных бумаг, а затем и корпоративных. Кроме того, наращивание объемов размещения ОФЗ отвлечет ликвидность с рынка корпоративных бондов. Если же Минфин сохранит текущие темпы размещения, то рынок должен безболезненно абсорбировать запланированный на осень объем размещения корпоративных облигаций», — заключил Никита Гусаков.

«ЦЕНОВЫЕ УРОВНИ НА РЫНКЕ ОСТАЮТСЯ КОМФОРТНО ВЫСОКИМИ ДЛЯ ПРОДАВЦОВ, ОДНАКО ПОСТЕПЕННОЕ СОКРАЩЕНИЕ КОЛИЧЕСТВА ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ ПОКУПАТЕЛЕЙ ОКАЗЫВАЕТ ИЗРЯДНОЕ ДАВЛЕНИЕ КАК НА ЛИКВИДНОСТЬ БУМАГ, ТАК И НА ПЕРСПЕКТИВЫ ВОЗМОЖНЫХ ЦЕНОВЫХ АПСАЙДОВ»

Александр ЕРМАК,
заместитель начальника аналитического управления, БК «РЕГИОН»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

– В текущих условиях на рынке есть облигационные выпуски, которые, по нашему мнению, имеют потенциал роста в цене и остаются интересными для инвестиций.

Облигации шестого выпуска **ОАО «Северо-Западный Телеком»** торгуются в настоящее время по цене около 108% от номинала, что соответствует доходности к оферте в размере 5.8% годовых и доходности к погашению в размере 10.62% годовых. Если доходность к оферте на текущий момент не обещает премию к рынку, то премия к погашению к текущему уровню рынка телекоммуникационных облигаций составляет не менее 200 б.п. В то же время, наличие двух встроенных колл-опционов через три и шесть лет с даты начала обращения могут уменьшить возможности заработать на данной бумаге, но даже в этом случае облигации обещают премию по доходности в размере не менее 90 б.п. и 200 б.п. соответственно с одновременным снижением рисков в связи с сокращением сроков обращения. Кроме того, нельзя не отметить, что в течение ближайших шести-девяти месяцев можно ожидать реализации планов по присоединению компаний МРК к «Ростелекому» и конвертации облигаций СЗТ в облигации новой объединенной компании, которую, несомненно, можно будет отнести к эмитентам первого эшелона. Таким образом, текущая доходность к погашению или к дате любого выкупа бумаг эмитентом, что наиболее вероятно в текущих условиях процентных ставок и высокого (11.7% годовых) купона по выпуску, дает дополнительную премию к рынку в пределах 90–210 б.п.

В начале июня компания **«Башнефть»** заявила о намерении получить кредитный рейтинг от международных агентств. С учетом представленных данных в отчетности за первый и второй квартал мы ожидаем достаточно высокий рейтинг — не ниже уровня материнской АФК «Система» (BB/BB-), а может, и чуть выше (BB+, как у дочерней МТС). В связи с этим мы ожидаем сокращения спредов доходности этих облигаций к ОФЗ до 180–220 б.п., что может привести к росту цены на облигации до 109.1–109.9% от номинала.

В июле биржевые облигации **«ЮТэйр-Финанс»** были включены в котировальный список А1 ФБ ММВБ. Вместе с тем, облигации компании по-прежнему торгуются с высоким спредом (порядка 460 б.п.) к облигациям «Аэрофлота», что, на наш взгляд, дает неоправданно высокую премию, учитывая производственные и финансовые показатели АК «ЮТэйр» — поручителя по займам. Так, например, за январь-июль текущего года «Аэрофлот» увеличил пассажирские перевозки на 32.5%, «ТРАНСАЭРО» — на 38.5%, а АК «ЮТэйр» — на 42.5% при среднем росте по отрасли на 29.8%.

В середине июля **АК «АЛРОСА»** успешно разместила четыре выпуска рублевых облигаций на общую сумму 26 млрд руб. по номиналу на срок три и пять лет. Осенью эмитент планирует разместить еврооблигации на $1 млрд для рефинансирования второй половины краткосрочной задолженности. Мы ожидаем сохранения устойчивого финансового состояния АК «АЛРОСА» на фоне высоких цен на алмазы, а с учетом перевода коротких долгов в длинные не исключаем повышения кредитных рейтингов компании (текущий уровень — B+/Ba3/B+ от Standard & Poor's, Moody's и Fitch соответственно). По нашим оценкам, справедливый уровень доходности по выпускам 21 и 22 (с трехлетней офертой) находится на уровне порядка 8–8.1% годовых, для выпусков 20 и 22 (с погашением через пять лет) — на уровне порядка 8.5–8.7% годовых, что соответствует росту цен не менее чем на 1–2 п.п. соответственно.