Устав от томительного бездействия, в сентябре участники долгового рынка нашли повод сбросить накопившееся нервное напряжение и растрясти свои портфели. Рубля, на который за неделю подорожала бивалютная корзина, хватило для того, чтобы на время прекратить бороться и искать, найти и не сдаваться. В ход оказались пущены все «помедвежьи» неуклюжие аргументы, включая всплеск инфляции и риски повышения ключевых ставок. Кратковременный приступ панической атаки за несколько дней обошелся ликвидным бумагам в 70 с лишним б.п. Правда, уже к концу месяца встрепенувшиеся покупатели вернулись в игру, велев ценам занять исходные позиции. Ждать радикального роста доходностей в четвертом квартале вряд ли стоит, учитывая объем ликвидности в системе и настрой Минфина, слишком прижимистого в части предоставления премий на аукционах по размещению ОФЗ.

Вспомнить ВСЕ

Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА

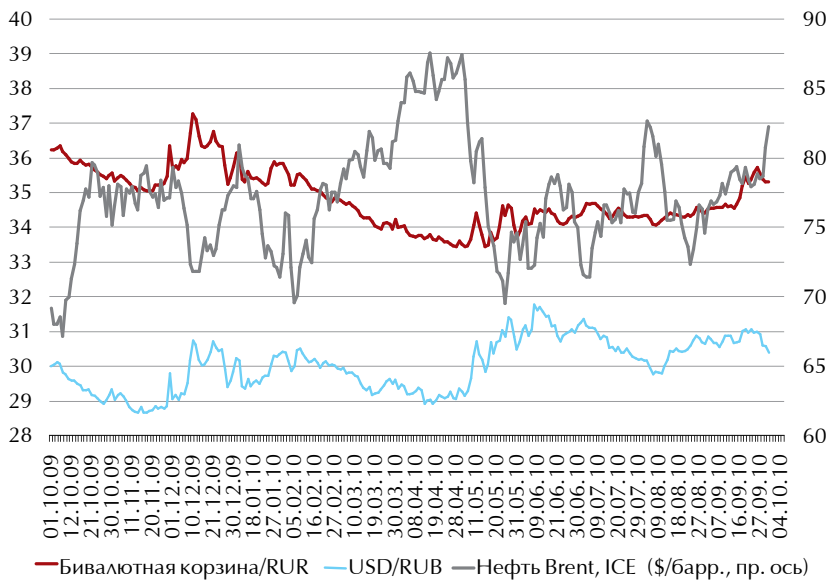
НА РУБЛЬ ДОРОЖЕ

Опубликованная в сентябре макростатистика за последний месяц лета показала, что экономика несколько ожила после июльского солнечного удара. Несмотря на то что Росстат констатировал в августе замедление экономических темпов практически по всем ключевым показателям (промпроизводство, грузооборот транспорта, розничная торговля и пр.), не обошлось и без приятного сюрприза, которым стало восстановление объема инвестиций в основной капитал на 10.9% (год к году), анализирует Дмитрий Грицкевич, главный аналитик инвестиционного департамента Промсвязьбанка. В условиях аномальной жары многие компании были вынуждены переносить начало инвестиционных проектов, что и стало основной причиной столь резкого сокращения инвестиционной активности в июле. «Мы полагаем, что восстановление отложенного инвестиционного спроса продолжилось и в сентябре, — говорит Ольга Стерина, аналитик ФК «Уралсиб». — Хорошей новостью стал не только рост инвестиций, но и слабое оживление промпроизводства, которое показало хоть и очень скромный, но прирост на уровне 0.1% по отношению к июлю, тогда как ожидалось снижение показателя. Действительно, еще в начале августа, по сообщению информагентств, многие предприятия из-за жары останавливали производство и сокращали рабочий день. К тому же, в августе промышленная активность традиционно снижается».

По мнению Дмитрия Грицкевича, более важным индикатором для рынков на текущий момент является индекс потребительских цен, который рос в сентябре на 0.2% еженедельно, достигнув к 27 сентября 6.3%. «Пока регуляторы не склонны драматизировать ситуацию, хотя мы не исключаем, что по итогам 2010 года инфляция

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



вполне может догнать показатель 2009 года (8.8%)», — прогнозирует аналитик Промсвязьбанка.

По крайней мере, официальный прогноз инфляции уже был пересмотрен в сторону повышения и теперь, по словам Ольги Стериной, совпадает с прогнозными оценками ФК «Уралсиб» — 7.5% по итогам года.

Неудивительно, что рост инфляционных рисков тут же породил опасения по поводу того, что ЦБ может пересмотреть денежно-кредитную политику и повысить ключевые ставки.

С одной стороны, засушливое лето обусловило ускорение инфляции, которое в совокупности с некоторым увеличением ее монетарной составляющей может привести к тому, что по итогам 2010 года ИПЦ достигнет отметки 8%. В этом случае вполне вероятно, что ЦБ РФ пойдет на повышение процентных ставок еще до нового года, рассуждает Александр Кудрин, руководитель группы анализа рынка долговых обязательств ИК «Тройка Диалог». «С учетом большого объема свободных рублевых ресурсов спрос на рефинансирование со стороны главного банка страны небольшой, поэтому повышение ставок РЕПО вряд ли окажет какое-либо материальное воздействие на рынок облигаций, — уверен он. — Однако если ЦБ РФ также повысит депозитные ставки, то это может стать причиной роста стоимости краткосрочных ресурсов, которое будет транслировано и на рынок долговых инструментов. При этом не стоит забывать и о психологическом воздействии решения регулятора, которое фактически будет означать констатацию того факта, что Россия переходит в стадию роста процентных ставок».

«На наш взгляд, в основе разгона инфляции лежат не монетарные факторы, а паника на продовольственных рынках, — возражает Ольга Стерина. — До кризиса одним из основных факторов роста экономики выступали инвестиции, объем которых рос в основном за счет кредитов. Сейчас кредитование реального сектора экономики постепенно восстанавливается. Кроме того, роль ставки рефинансирования для банковской системы существенно возросла по сравнению с докризисной ситуацией. Повышение ставок подставит под удар кредитную деятельность банков, что служит еще одним доводом в пользу сохранения ставки рефинансирования на текущем уровне — 7.75%».

Серьезным испытанием для российских участников в сентябре стало кратковременное, но резкое ослабление российской валюты: только в период с 14 по 16 сентября бивалютная корзина подорожала сразу на 88 коп. — с 34.70 руб. до 35.58 руб. «Причем цена барреля нефти Urals, которая всегда служила основным «флюгером» для российской валюты, в этот период практически не изменилась, да и в последнее время резких колебаний цен на нефть не наблюдалось, — вспоминает Ольга Стерина. — Поэтому мы считаем, что ослабление российской валюты было обусловлено не фундаментальными, а спекулятивными факторами». Уже в сентябре ЦБ был вынужден продавать валюту — с начала месяца до 22 сентября было продано $600 млн, приводит статистику аналитик «Уралсиба». Начиная с сентября прошлого года регулятор только скупал валюту, предприняв интервенции на сумму более чем $67 млрд. Однако не исключено, что в ближайшее время рынок станет свидетелем укрепления рубля. «В сентябре на мировом валют-

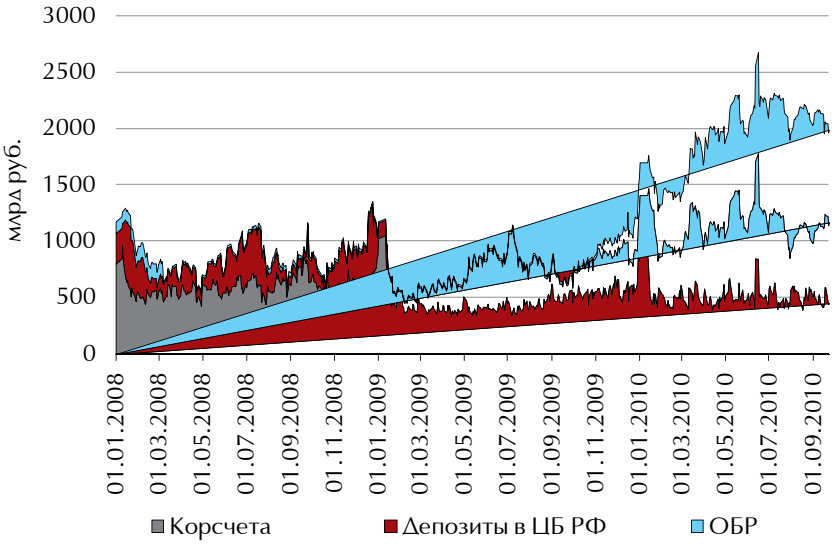
Александр КУДРИН,
руководитель группы анализа рынка долговых обязательств, ИК «Тройка Диалог»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Несмотря на туманные перспективы рынка рублевых облигаций в среднесрочной перспективе, мы полагаем, что в четвертом квартале 2010 года ожидать радикального роста доходности здесь не стоит. Избыточная ликвидность позволит успешно абсорбировать большую часть предложения ценных бумаг со стороны частных заемщиков, государство же по-прежнему достаточно чувствительно к стоимости займов, а наличие средств в Резервном фонде позволяет ему быть более гибким в части объемов заимствований. Тем не менее, мы рекомендуем инвесторам на вторичном рынке отдавать предпочтение ликвидным облигациям с хорошим кредитным качеством, а на первичном «требовать» от эмитентов дополнительную премию.

Рисунок 2

Добровольные резервы банковской системы*



* — сумма вложений в ОБР и остатков на корреспондентских счетах и депозитах в ЦБ РФ

Источник: ЦБ РФ

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, ФК «Уралсиб»

ном рынке отмечено весьма существенное падение доллара, пара евро/доллар выросла с $1.27 до $1.36 за евро, что уже повлекло за собой повышение цен на золото и серебро. По нашему мнению, ослабление американской валюты уже в ближайшее время вызовет рост цен на нефть и остальные металлы, что окажет поддержку рублю», — говорит Ольга Стерина.

Однако Александр Кудрин полагает, что волатильность обменного курса на фоне роста инфляции и сохранения избыточной ликвидности, скорее всего, возрастет. «Более того, не исключено, что с учетом сохранения дефицитного бюджета регуляторы не будут препятствовать небольшой девальвации (5–10%) в среднесрочной перспективе для того, чтобы увеличить нефтегазовые доходы в рублевом выражении. В этой связи многие инвесторы, в первую очередь иностранные, будут склонны оценивать вероятность обесценения рубля как высокую. Последнее обстоятельство вряд ли будет стимулировать спрос на локальные бумаги с их стороны», — говорит он.

Между тем, именно укрепление рубля будет самым эффективным инструментом в борьбе с ростом инфляционного давления на российскую экономику, убеждена Ольга Стерина. Согласно наиболее актуальным данным, по итогу января-августа дефицит федерального бюджета составил 2.3% ВВП, что пока лучше, чем официальный прогноз, который предполагает по итогам года дефицит бюджета на уровне 5.4% ВВП. «Мы полагаем, что бюджет будет более сбалансированным, и даже не исключаем его профицита в размере 0.8% ВВП», — предполагает она.

Хотя в Александра Кудрина скорректированный вариант бюджета на 2011 год и бюджетного плана на 2012–2013 годы не вселяет оптимизм. «Расходы будут расти, а дефицит — колебаться на уровне 1.7–1.8 трлн руб., — прогнозирует он. — Это, в свою очередь, создает предпосылки для дальнейшего ускорения инфляции и, соответственно, в конечном итоге для роста процентных ставок. Помимо этого, Минфину придется эмитировать на внутреннем рынке облигации на сумму порядка 1.4–1.6 трлн руб. Эта задача выглядит как минимум амбициозной, особенно если принять во внимание, что за весь 2009 год общий объем выпуска рублевых бумаг (без учета технических сделок) всеми категориями заемщиков составил около 1 трлн руб. В любом случае, если Минфин начнет претворять планы по займам в жизнь, то составит серьезную конкуренцию частным заемщикам и создаст предпосылки для роста процентных ставок».

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

После того как паническая первая реакция на разгон инфляции сойдет на нет, инвесторы вновь обратят внимание на длинные бумаги. На наш взгляд, наиболее привлекательны для покупки ликвидные ОФЗ с дюрацией три-пять лет: мы рекомендуем обратить внимание на ОФЗ-25075, ОФЗ-26203 и ОФЗ-25071. Все эти бумаги предлагают также весьма привлекательные премии к кривой доходностей ОФЗ. Что касается корпоративного рынка рублевого долга, то мы по-прежнему советуем инвесторам пользоваться большим наклоном кривой рублевого рынка для получения дополнительного дохода, который возникает при снижении доходности бумаги вследствие ее простого движения вдоль кривой. Наиболее подходящим сроком до погашения/оферты нам представляются три-четыре года, так как наклон кривой доходности наиболее велик при дюрации порядка четырех лет. Наклон даже более значителен при дюрации один-два года, однако более короткие бумаги обеспечивают пропорционально меньший ценовой рост, а ликвидность очень длинных облигаций (пять лет и более) и их привлекательность для инвесторов заметно снижены отсутствием на рублевом рынке надежной базы долгосрочного фондирования. С учетом вышеназванных факторов, а также нашего общего взгляда на рынок мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на следующие бумаги: трехлетние выпуски с рейтингом инвестиционного уровня, дающие доходность 7–8%, а именно «РОСБАНК, БО-2», «ВТБ, БО-5» и «ВТБ-5», «РСХБ-8» и «РСХБ-3». Из более доходных бумаг мы по-прежнему предпочитаем «Евраз-1, 3» и «Сибметинвест-1, 2», «Мечел, БО-2, 3» и «Мечел-5», «НПК-1», СУЭК. Среди банковских бумаг второго эшелона привлекательно выглядят выпуски «ХКФ-7» и «МДМ-8», «МБРР-5», «БСПб, БО-1» и «НОМОС-9». Среди высокодоходных банковских бумаг мы традиционно отмечаем «УралсибЛК-2» и «МКБ-7». В секторе продуктовой розницы можно выделить три выпуска, привлекательных для покупки: «Дикси», «Магнит-2» и, конечно, «Копейка, БО-1, 2», которые будут размещены в начале октября.

В ПОИСКАХ СЧАСТЬЯ

В сентябре внутренний рынок, по обыкновению весьма чувствительный к изменениям внешней конъюнктуры, воспринимал поток страстей, бушующих на мировых рынках, с завидным хладнокровием. Главным раздражителем для инвесторов в начале осени стали ожидания принятия нового пакета мер количественного смягчения ФРС США, отмечает Дмитрий Грицкевич. На своем последнем заседании 21 сентября американский регулятор констатировал наблюдающееся замедление экономики США и выразил готовность применить дополнительные инструменты денежно-кредитной политики в случае необходимости. В результате, это вызвало ослабление позиций американской валюты, снижение доходно-

Таблица 1

Ключевые параметры бюджета

Параметр	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Доходы, млрд руб.	7336	7784	8844	9503	10379
Расходы, млрд руб.	9662	10212	10658	11237	12175
Дефицит, млрд руб.	-2326	-2429	-1814	-1735	-1796
в % ВВП	5.9%	5.4%	3.6%	3.1%	2.9%

Источник: Министерство финансов

стей базовой кривой UST и взлет цен на золото до новых максимумов (выше $3 тыс. за унцию). «На этом фоне европейские долговые проблемы снова отошли на второй план, хотя периодически негативная реакция инвесторов прослеживалась в динамике европейских индексов, — отметил аналитик Промсвязьбанка. — Проблемные страны еврозоны в сентябре успешно справились с привлечением заемных средств, однако стоимость заимствований снова выросла, а высокий спрос на облигации обеспечил в основном ЕЦБ. Кроме того, под ударом снова оказалась Ирландия из-за обострившихся проблем крупнейших банков страны — Anglo Irish Bank Corp. и Allied Irish Banks Plc».

Несмотря на мрачный новостной фон с Запада, рынок рублевых облигаций, спокойно пережив исторически коварный август, с началом осени, казалось бы, вздохнул с облегчением. По словам Ивана Манаенко, начальника управления анализа долгового рынка ИК «Велес Капитал», большую часть сентября движение котировок по наиболее ликвидным бумагам вполне укладывалось в рамки бокового тренда. Впрочем, в коротком сегменте рынка все же наблюдалось некоторое давление со стороны управляющих компаний, вынужденных было сокращать свои портфели в связи с возвратом Фонду ЖКХ размещенных еще в разгар кризиса средств. Но сильного ценового движения, даже несмотря на довольно крупные объемы продаж, не происходило, поскольку рублевая ликвидность оставалась избыточной, и любое предложение, отличавшееся от рынка в лучшую строну, сметалось банками буквально в считанные часы.

Ситуация изменилась, когда меньше чем за неделю стоимость бивалютной корзины выросла почти на рубль. «К тому моменту отечественный долговой рынок уже довольно долгое время испытывал своего рода кризис идей, и тут, не видя толком истинных причин, вспомнили сразу обо всем, — рассказывает Иван Манаенко. — В первую очередь заговорили о дефиците бюджета, связав стремительное обесценение национальной валюты с попыткой заполнить опустевшую казну: видимо, не успели зарасти паутиной воспоминания о событиях конца осени 2008 – начала 2009 года. Сюда же подтянули отставание Минфина от своей собственной программы размещения ОФЗ, не говоря уже о проекте по возвращению на рынок ГКО. А тут, как сговорившись, внушительные планы по размещению на внутренних и внешних рынках озвучили основные квазисуверенные заемщики. Почувствовав запах гари, участники рынка не на шутку испугались и буквально за несколько дней ликвидные бумаги потеряли в цене более чем 70 б.п., а объемы торгов снизились до минимальных уровней».

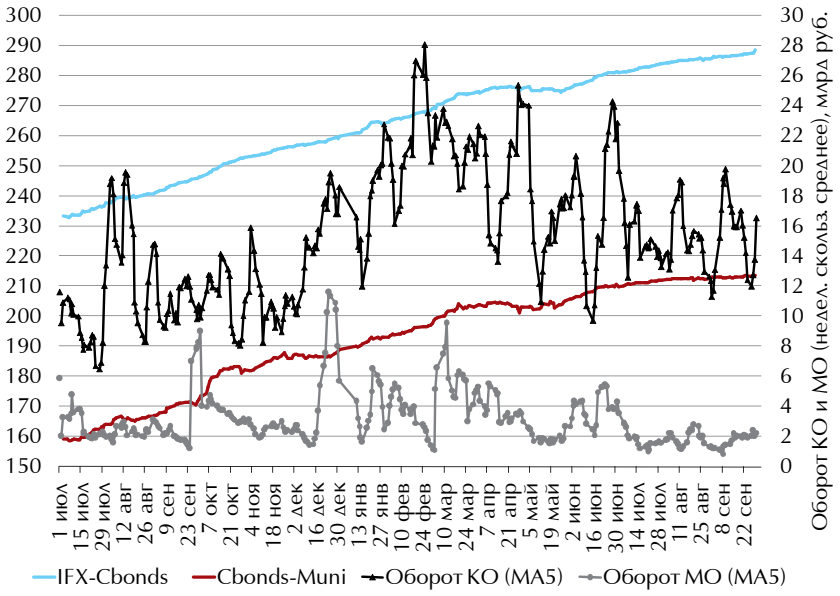


Рисунок 3

Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов

Однако худшему сценарию реализоваться было не суждено. Достигнув уровня 35.74 руб., стоимость рублевой корзины возобновила снижение. В результате, последняя неделя сентября прошла под знаком покупателей, и по большинству бумаг цены вернулись к уровням начала месяца, вспоминает аналитик «Велес Капитала».

Примечательно, что первичный рынок облигаций практически не ощутил на себе влияние валютного рынка. Всего было размещено корпоративных бумаг на 120 млрд руб. — максимум в 2010 году, хотя рекорд декабря 2009 года, когда было выпущено облигаций почти на 200 млрд руб., пока не побит, подсчитал Дмитрий Грицкевич.

Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

В корпоративном сегменте глобальные идеи по-прежнему отсутствуют — основная игра сводится к покупке бумаги при размещении и ее быстрой продаже с прибылью 10–15 б.п. на вторичном рынке. Можно отметить рост интереса к более доходным бумагам качественного третьего эшелона. В качестве инвестиционных идей нам нравятся бумаги банковского сектора, которые торгуются с премией к корпоративным выпускам с аналогичным рейтингом на уровне 70 б.п. В других секторах неплохо смотрятся облигации «Башнефти», «АЛРОСЫ», «ЕвразХолдинга». Среди более доходных бумаг мы отдаем предпочтение выпускам «ПрофМедиа», «ЮТЭйра», «РТК Лизинга», «ГАЗ-Финанса» и «СОЛЛЕРСА». Из последних размещений интересно выглядят выпуски ФСК ЕЭС, а также облигации Краснодарского края. В ближайшее время ждем выхода на рынок таких тяжеловесов, как «ЛУКОЙЛ» и «Мегафон».

Иван МАНАЕНКО,
начальник управления анализа долгового рынка, ИК «Велес Капитал»

Нарастающий обьем первичных размещений может внести заметные коррективы в конъюнктуру вторичного рынка, полагает Александр Кудрин. Помимо традиционного для начала осени увеличения обьемов эмиссий негосударственных заемщиков, более активную позицию заняло и Министерство финансов. Если за первые восемь месяцев года правительство привлекло на рынке внутреннего долга всего 364 млрд руб. (с учетом ГСО), то за первые три недели сентября ему удалось разместить ОФЗ на сумму более 145 млрд руб. «С одной стороны, подобная активность, вероятно, указывает на то, что Минфин не ожидает дальнейшего снижения процентных ставок. С другой, общий план по заимствованиям на рублевом рынке установлен бюджетом на уровне 1.2 трлн руб., и когда-то выполнять его надо. Последнее обстоятельство заставляет нас предположить, что и в ближайшие месяцы Минфин продолжит активно размещать ОФЗ, создавая конкуренцию частным заемщикам за средства инвесторов, — говорит представитель «Тройки». — В этом случае можно ожидать, что премии на первичном рынке увеличатся, а доходности на вторичном рынке станут расти. В некоторой степени эта тенденция стала проявляться уже в сентябре (на вторичном сегменте доходности подросли на 10–30 б.п.), но более явные ее признаки, скорее всего, будут видны в октябре».

Действительно, с завершением лета крупные игроки стали возвращаться на рынок, результатом чего стали рост оборота торгов в госсекторе и увеличение обьемов размещений, продолжает Ольга Стерина. Не последнюю роль в успешном для Минфина проведении аукционов сыграло, по ее мнению, и то, что перед каждым аукционом на сайте министерства стал публиковаться ориентир по доходности. «На наш взгляд, проведение аукционов по размещению ОФЗ будет прежде всего способствовать росту ликвидности, а не доходностей», — говорит она.

Говоря о перспективах, Иван Манаенко подчеркивает, что сентябрьская встряска не только не отбила желание покупать рублевые бумаги, но и, похоже, вернула рынку утраченный за лето запал. «Однако все же текущие доходности в первом-втором эшелонах остались довольно низкими, — сетует он. — Именно поэтому инвесторы будут пытаться искать «счастья» на первичном рынке. Судя по итогам сентябрьских размещений, основной спрос будет сконцентрирован в потенциально ликвидных выпусках со сроком погашения от года до трех лет, дающих доходность не ниже 8% годовых».

«Спрос на новые выпуски по-прежнему высок, облигации первого эшелона продолжают размещаться практически без премий к рынку, — добавляет Дмитрий Грицкевич. — В этом ключе растет интерес к бумагам второго и качественного третьего эшелонов, предлагающим инвесторам интересные доходности. В ближайшие месяцы мы ожидаем сохранения данной тенденции — склонность к риску и желание повысить доходность своих инвестиций продолжит расти».

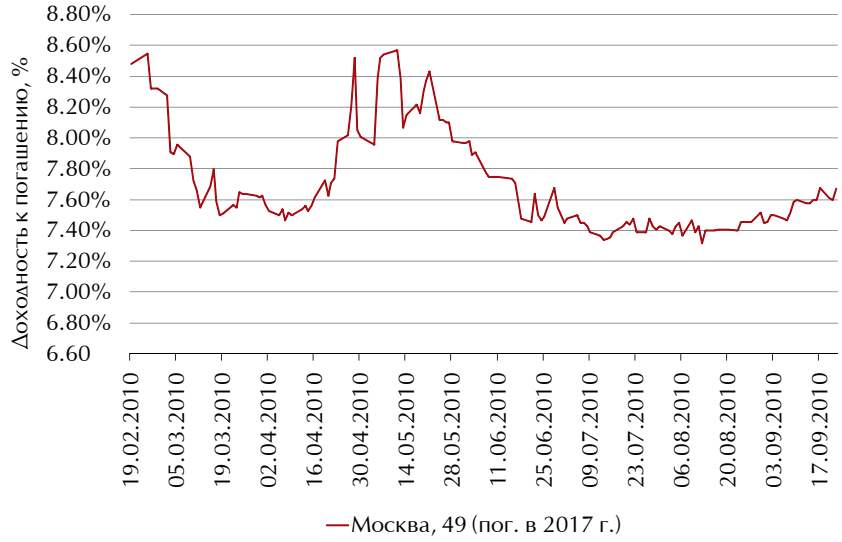
По его прогнозам, в текущем «равновесном» состоянии при сохранении избыточной ликвидности и низких ставок рынок может находиться достаточно долго, и до конца года вряд ли стоит ожидать существенных движений. Вместе с тем, уже в первом квартале 2011 года доходности на рынке могут пойти вверх при росте инфляционных рисков и активных действиях ЦБ по стерилизации ликвидности, связанных с повышением ставок, сокращением Ломбардного списка и прочих.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

На вторичном рынке, на наш взгляд, есть смысл обратить внимание на недавно вышедшие на рынок выпуски «НОМОС-12» и «Банк Санкт-Петербург, БО-2». По-прежнему интересен «Магнит» — лучший ритейлер по соотношению риск/доходность. А вот X5 на фоне ее агрессивной политики по расширению сети уже не столь однозначна, что, кстати, в числе прочего делает участие в размещении нового займа «Копейки» интересным лишь по верхней границе озвученного диапазона. Из долгоиграющих идей можно присмотреться к новому выпуску ТКГ-2 — скорое завершение допэмиссии может решить ключевые проблемы компании.

Рисунок 4

Доходность к погашению облигаций «Москва-49»



Источник: Cbonds

ГРУППА ММВБ
MICEX GROUP

РОСНАНО

РЫНОК ИННОВАЦИЙ И ИНВЕСТИЦИЙ ММВБ

Привлечение инвестиций в компании высоких технологий

преимущества для эмитентов

- Повышение эффективности процесса привлечения инвестиций за счет использования налаженной инфраструктуры ММВБ
- Получение рыночной оценки стоимости бизнеса
- Повышение репутации компании в глазах партнеров и инвесторов
- Получение ликвидности, возможность дальнейшего привлечения капитала и облегчение условий кредитования

Фондовая биржа ММВБ
MICEX Stock Exchange

Лицензия Фондовой биржи № 077–10489-000001 от 23 августа 2007 года, выдана Федеральной службой по финансовым рынкам

Контакты

125009, Москва,
Большой Кисловский пер. д.13
Тел.: 234-48-11, 705-96-16
Факс: 705-96-22, 745-81-27
www.micex.ru