Для того чтобы продать что-нибудь ценное, нужно сначала купить что-нибудь ценное. Решением этой нехитрой головоломки участники российского долгового рынка были увлечены весь прошлый месяц. В то время как международное сообщество единодушно томилось в ожидании, пока ФРС сделает «ку», и гадало на кофейной гуще об объемах очередного денежного мешка с фирменным ярлычком Федрезерва, российские инвесторы упрямо продолжали игнорировать негативные послания с дальних рубежей, без страха используя любую подвернувшуюся возможность для пополнения позиций. Такая ситуация сохранится в ближайшие месяцы. По крайней мере, если уповать на благодушную динамику ликвидности и ставок денежного рынка. Главное, чтоб доллар устоял да рубль удержался.

А нам все равно

Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА

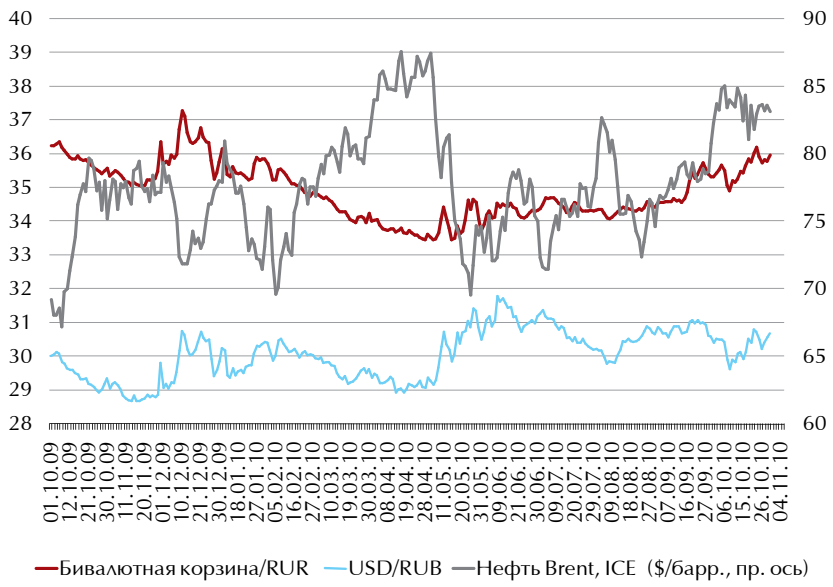
УРОКИ «ПЛАВАНИЯ»

Макроэкономическая ситуация в России по-прежнему характеризуется нестабильным восстановительным ростом как реального, так и потребительского секторов.

Промышленное производство продемонстрировало самый высокий месячный темп роста с мая текущего года, однако в годовом сопоставлении показатели снизились, составив 6.2%, анализирует Антон Никитин, экономист ИК «Ренессанс Капитал».

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



Локомотивом продолжает оставаться обрабатывающая промышленность (9.4% в годовом сопоставлении), в частности производство транспортных средств (41.9%) и электрооборудования (15.4%). Опережающее восстановление этих секторов, в первую очередь, традиционно связывается с эффектом низкой базы кризисного 2009 года, а также с восстановлением потребительского и инвестиционного спроса. Однако последние индикаторы уже не показывают столь позитивной динамики, которая демонстрировалась ранее.

Действительно, оборот розничной торговли в реальном выражении вырос всего лишь на 4.7% в сентябре против 6.5% месяцем ранее. На этот параметр обратил внимание и ЦБ РФ в пресс-релизе по результатам решения о сохранении процентных ставок неизменными, отмечает аналитик «Ренессанс Капитала». Регулятор связывает снижение спроса с ухудшением потребительских ожиданий в третьем квартале, а также с падением темпов роста реальных располагаемых доходов населения.

Объем инвестиций в основной капитал увеличился на 9.4% в сентябре

(против 10.9% в августе). «В августе рост объема инвестиций был обусловлен разовым фактором, а именно официальным приемом (не запуском) части проекта ВСТО. Более того, квартальная динамика инвестиций является более показательной, поскольку большинство строительных объектов традиционно сдается в конце квартала, — анализирует Антон Никитин. — Объемы строительства (на 5.5% в третьем квартале в годовом сопоставлении) продолжают оставаться низкими, в частности в связи с тем, что кредитование строительного сектора практически отсутствует, в особенности под залог самих строительных объектов. Таким образом, инвестиции в основной капитал растут в основном на фоне спроса от реального сектора, а динамика импорта в последнее время подтверждает это, демонстрируя стабильный рост импорта продукции машиностроения (причем в меньшей степени — ввоза легковых автомобилей)».

На фоне сжатого потребительского спроса остаются низкими и инфляционные риски, по поводу которых активно дискутируют в последнее время. Не увеличивает риск инфляции и динамика потребительского кредитования, которая остается намного ниже докризисных уровней, поэтому рассчитывать в ближайшее время на взрывной характер инфляции не стоит, уверены в «Ренессансе». Как только первоначальный ценовой шок от засухи прошел, уровень инфляции уже в октябре вернулся к предыдущим значениям в 0.1% в неделю — даже раньше, чем ожидал рынок. Поэтому обусловленное немонетарными факторами ускорение инфляции до 7.5% в годовом сопоставлении скорее носит разовый характер и не требует никакого вмешательства ЦБ РФ.

Зато действия регулятора на валютном рынке в октябре находились под пристальным вниманием его участников. В прошлом месяце Банк России огласил введение нового режима интервенций с отменой фиксированного, расширением плавающего коридора и снижением объема интервенций на его границах. Новый механизм, помимо прочего, предполагает смещение границ плавающего коридора, даже если интервенции производятся не на пограничных уровнях, а внутри них. Несмотря на очередной шаг в сторону плавающего курса, объем продаж валюты регулятором только вырос в последнее время, подсчитали в «Ренессансе». Согласно заявлениям ЦБ, продажи в сентябре – начале октября составили $3.3 млрд. Причем по меньшей мере $1.3 млрд были проданы после 13 октября, даты введения нового механизма интервенций.

Курс рубля продолжил слабеть, достигнув 36.3 против бивалютной корзины в середине октября. «Действительно, импорт продолжает расти, экспорт стабилен, но снижение торгового баланса до $9–10 млрд в месяц не может служить причиной ослабления рубля, — рассуждает Антон Никитин. — В большей степени спекулятивные факторы влияют на характер торгов на валютном рынке: притока спекулятивного иностранного капитала нет (в первую очередь, из-за непредсказуемой динамики рубля в последнее время), банки пытаются приобрести как можно больше долларов, экспортеры придерживают выручку, импортеры стабильно покупают и происходят масштабные выплаты иностранного долга с привлечением рублевого фондирования. При этом объем возникшего дисбаланса на валютном рынке настолько высок, что вмешательство Банка России пока не приводит к решению проблемы».

Вряд ли слабый курс рубля является целенаправленной политикой Банка России с целью поддержки российской экономики: экспортно ориентированные отрасли полностью зависят от мировых цен на сырье и их товары не выиграют от слабого рубля, а структура импорта предполагает, что конкурентоспособных товаров внутреннего производства не так много, полагает экономист ИК «Ренессанс Капитал».

В этой связи позиция регулятора, не демонстрирующего интереса к курсу рубля в официальных пресс-релизах и лишь разово высказывающего сомнения в фундаментальном характере валютных торгов, по мнению аналитиков «Ренессанс Капитала», несет определенные риски. В случае если динамика мировых валют будет совершенно другой и курс

Антон НИКИТИН,
экономист, ИК «Ренессанс Капитал»

Дмитрий ГАДАЛОВ,
директор департамента корпоративного финансирования, UFS

КОММЕНТАРИЙ

Факторы курсообразования неизменны — улучшение конъюнктуры рынка сырья, а также рост фондовых индексов, усиление интереса инвесторов к инструментам Emerging Markets. В связи с этим доллар по отношению к рублю практически не изменил своего значения.

Мы считаем, что до конца года изменений в динамике рынка быть не должно. Рост пары евро/доллар продолжится в связи с усилением аппетита к риску. Цены на нефть будут расти в преддверии холодной зимы, что позволит сырьевым валютам, таким как рубль, чувствовать себя достаточно стабильно по отношению к защитной валюте — доллару США. Диапазон изменений пары рубль/доллар будет колебаться в коридоре от 29.8 до 31 руб. за доллар.

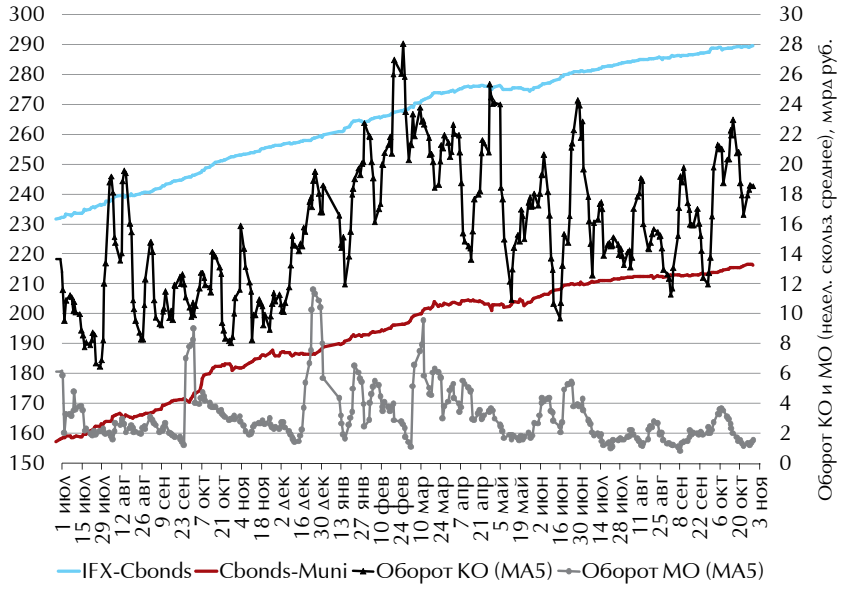


Рисунок 2

Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов

доллара значительно укрепится, существует риск повышения интереса к иностранной валюте со стороны населения, а такой процесс остановить достаточно сложно. Однако такая позиция регулятора может быть преднамеренной: не обращать отдельного внимания на динамику валюты в условиях перехода к плавающему курсу.

НА СВОБОДУ С ЛИКВИДНОСТЬЮ

В начале октября ситуация на российском денежном рынке не изменилась по сравнению с коньюнктурой первого осеннего месяца, хотя определенные ожидания относительно сезонного роста спроса на «короткие» деньги, вероятно, были, полагает Дмитрий Гадалов, директор департамента корпоративного финансирования UFS. Собственно, их объем по-прежнему остается на относительно комфортном уровне. Ставка овернайт стабильно находится в нижней части условного процентного коридора

> ДО КОНЦА ГОДА ВРЯД ЛИ СТОИТ ОЖИДАТЬ РЕЗКИХ СКАЧКОВ СТАВОК ДЕНЕЖНОГО РЫНКА, ОНИ БУДУТ ОСТАВАТЬСЯ КОМФОРТНО НИЗКИМИ

(2.5–7.75%), составляя порядка 2.75%. В структуре ликвидности (вне налогового периода) значительной остается доля остатков на депозитных счетах, что является косвенным признаком «асимметрии» — некоторого превышения предложения над спросом.

Освоение расходов федерального бюджета привычно отстает от плана — по итогам девяти месяцев текущего года отставание составляет порядка 9.1% (9.9% за аналогичный период прошлого года), подсчитал представитель UFS. Примечательно, что расходование средств Резервного фонда с целью «обеспечения сбалансированности федерального бюджета» в сентябре, как и в течение предыдущих четырех месяцев, не осуществлялось. Соответственно, в четвертом квартале необходимо будет осваивать примерно по 1.17 трлн руб. ежемесячно, а текущий дефицит бюджета (728 млрд руб.) должен расшириться на 1.6 трлн руб. (даже с учетом опережающего роста доходов).

До конца года вряд ли стоит ожидать резких скачков ставок денежного рынка, они будут оставаться комфортно низкими, продолжает анализировать Леонид Игнатьев, руководитель дирекции анализа экономики и финансовых рынков НБ «ТРАСТ». Учитывая, что основные сделки проходят на рынке МБК и РЕПО, а рефинансирования за счет инструментов ЦБ как такового практически не происходит, решающую роль в формировании ставок сейчас играет именно объем свободной ликвидности (в настоящий момент он находится на уровне около 1.8 трлн руб.). Проблем с ним до конца года не ожидается.

С одной стороны, благоприятствовать дальнейшему притоку средств будет характерный для конца года навес бюджетных расходов (примерно 2.7 трлн руб.). С другой стороны, весьма умеренный план размещений ОФЗ (по 120 млрд руб. на октябрь и ноябрь, 60 млрд руб. в декабре) и приемлемый уровень налоговой нагрузки корпоративного

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Дмитрий Гадалов,
директор департамента корпоративного финансирования, UFS:

– Текущий рынок достаточно стабилен, но при этом стоит учитывать риск повышения инфляционного давления. На рынке есть идеи в конкретных секторах, например в электроэнергетике и в коротких бумагах с погашением в 2011 году. Если говорить про облигации энергетических компаний, то мы предполагаем, что текущие выпуски бумаг «Атомэнергопром-6», «Иркутсэнерго-1», «МРСК Урала-1», «ОГК-5 – БО-15» являются наиболее привлекательными в секторе.

В связи с тем что длинные бумаги вторичного рынка будут корректироваться в случае резкого роста индекса инфляции, внимание следует переключить на первичный рынок.

Привлекательными для покупки на вторичном рынке можно назвать обращающиеся на рынке в настоящий момент короткие облигации «Дикси» с погашением в марте 2011 года (предлагаемая доходность более 7% на таком коротком сроке), в также «Вымпелком-1» и биржевые облигации «Аэрофлота».

сектора (около 650 млрд руб. в месяц) не создают серьезной угрозы значительного дефицита средств на рынке.

Хотя инфляция по итогам года превысит, по оценкам аналитиков НБ «ТРАСТ», официальный прогноз 8% и составит около 8.5%, на текущий момент они не ожидают трансформации инфляционных ожиданий в значительное повышение стоимости кредитных средств до конца года — монетарное давление усиливается, но основной причиной инфляции пока служат немонетарные факторы. «Монетарное давление на ставки в полной мере проявится, скорее всего, в первом полугодии 2011 года, — прогнозирует Леонид Игнатьев. — Если прибавить к этому аргументу неустойчивость экономического роста, то можно предположить, что ЦБ вряд ли пойдет на повышение ключевых ставок до конца года. Это значит, что угроза роста ставок денежного рынка из-за изменения монетарной политики ЦБ до конца года также не просматривается».

Однако в «ТРАСТЕ» не исключают, что состояние ликвидности может ухудшиться уже в первом квартале 2011 года. Основная причина — обширная программа заимствований на будущий год (1.7 трлн руб. на внутреннем рынке) и неравномерность расходования средств бюджета. Вкупе с распространением инфляционных ожиданий, усилением монетарного давления, рисками ухудшения внешней коньюнктуры, а также возможным ужесточением денежно-кредитной политики ЦБ это может привести к подъему ставок денежного рынка в первом квартале будущего года. Таким образом, гарантированный период благоприятной коньюнктуры ставок сохранится в ближайшие три-четыре месяца, заключает аналитик НБ «ТРАСТ».

ОКТЯБРЬ СТАБИЛЬНОСТИ

Именно так характеризуется прошедший месяц для рублевого облигационного рынка, считает Дмитрий Зак, начальник отдела анализа рынка долговых обязательств «ТКБ Капитала». Ожидаемые действия ЦБ по сворачиванию антикризисных мер поддержки российского банковского сектора не вызвали никакого удивления и агрессии со стороны российских участников. Рублевый долг по-прежнему интересен, даже при тяжело объяснимом слабом рубле.

В течение всего месяца мы наблюдали неизменное улучшение рыночной коньюнктуры, соглашается Екатерина Леонова, старший аналитик Альфа-Банка. Инвесторы практически полностью игнорировали негативные для рынка факторы, используя локальные снижения котировок для пополнения позиций.

В условиях повышенного спроса на свежий долг предложение новых выпусков со стороны корпоративных эмитентов первого эшелона стабильно высокое как по объему, так и по количеству представленных на рынке имен. Зато тенденция к увеличению предложения со стороны эмитентов второго и в особенности третьего эшелона, наметившаяся еще в августе, в прошлом месяце ослабла из-за ухудшения внешнего новостного фона, считает Леонид Игнатьев.

Большинство размещений проходят с высоким переспросом и, как следствие, со снижением первичных ориентиров организаторов, продолжает комментировать ситуацию на первичном рынке Дмитрий Зак. Но и это не мешает большинству новых бумаг торговаться на «сером рынке» (форвард) на 0.3–0.7 п.п. выше цены размещения, что отражает, во-первых, действительно «рыночность» размещений, работоспособность средств в системе и,

Дмитрий ЗАК,
начальник отдела анализа рынка долговых обязательств, «ТКБ Капитал»

КОММЕНТАРИЙ

Изредка возникающая активность на вторичном рынке рублевых бондов в целом связана с предложениями в сегменте первичных размещений. Под метлу ликвидности попали практически все обращающиеся бумаги. Нашими фаворитами были выпуски ФСК, «СУЭК-Финанс», среднее крыло «Мечела», «Евраз», «АЛРОСА», Московская область и «ЛенСпецСМУ», из высокодоходных — бумаги «Ситроникса», «Соллерса». По большому счету, наши лошадки пришли к финишу одними из первых, показав динамику, в целом, выше рынка.

Таблица 1

Размещения корпоративных и субфедеральных эмитентов третьего эшелона в августе-октябре 2010 г.*

Название	Объем (млн руб.)	Купон, %	Размещение	Срок обращения (лет)	Спрос (млрд руб.)
НК Альянс, 03	5000	9.75	03 авг	3	> 20.000
АРИЖК, 01	1200	3	10 авг	20	
Трансфин-М, БО-01	1250	9.75	17 авг	3	
Трансфин-М, БО-03	500	9.75	17 авг	3	
Медведь, БО-01	1000	14	20 авг	1	
РК Хакасия, 34001	1200	8.2	25 авг	3	
Балтинвестбанк, 02	1500	9	16 сен	1.5	
ТехноНиколь, БО-01	1500	13.5	15 сен	3	
ЛСР, БО-02	2000	10	14 сен	3	
Русский Международный Банк, 03	1100	10.75	21 сен	1	1.267
ТехноНиколь, БО-02	2500	13	23 сен	2	
Банк Санкт-Петербург-2бо	5000	7.5	27 сен	1.5	11.181
Тинькофф Кредитные Системы, БО-01	1600	14.22	24 сен	3	
ТехноНиколь, БО-03	2000	13	29 сен	2	
ТД Копейка, БО-02	3000	9	05 окт	3	5.01
Технопромпроект, 01	1200	8.5	06 окт	3	
Синергия, БО-01	3000	9.75	07 окт	2	3.37
СБ Банк, 04	1500	10	12 окт	1.5	> 2.0
РФА-Инвест, 02	1000	8.4	21 окт	3	
Восточный Экспресс Банк, БО-05	2000	9	21 окт	1.5	3.13
КИТ Финанс Капитал, 01	300	11	21 окт	3.5	

* Данные по состоянию на 28 октября

Источники: ММВБ, НБ «ТРАСТ»

Екатерина ЛЕОНОВА,
аналитик, Альфа-Банк

главное, желание инвесторов покупать инструменты на фоне неудовлетворенного спроса. «Все-таки по-прежнему ощущается недостаток качественных бумаг на рынке, — сетует аналитик «ТКБ Капитала». — Ведь не секрет, что средний коэффициент удовлетворения заявок инвесторов на проходящих и недавно прошедших аукционах в форме заполнения книги заявок составляет не более 60%. Следовательно, большинство игроков придерживались простой стратегии: фокус на первичный рынок, участие в займе в случае адекватного ценового диапазона и последующая продажа».

Основным движением на рынке в октябре являлось удлинение дюрации портфелей. Это выражалось как в характере сделок на вторичном рынке, так и в результатах размещений, вспоминает Екатерина Леонова.

В частности, в облигациях ФСК доходность трехлетних бумаг опустилась за месяц на 20 б.п., а пятилетнего выпуска — на 30 б.п. В облигациях «АЛРОСЫ» тенденция была еще более выраженной: минус 60 б.п. по пятилетним облигациям в сравнении с потерей в 30 б.п. по трехлетним бумагам. На первичном рынке картина выглядела еще более впечатляющей. Лучшие результаты размещений показали пятилетние облигации «Вымпелкома», ставка купона которых в результате букбилдинга была снижена на 100 б.п. при спросе свыше 80 млрд руб. (в четыре раза больше объема эмиссии). В итоге данные тенденции привели к сокращению угла наклона кривых доходностей, которые приняли практически плоский характер, говорит аналитик Альфа-Банка.

По оценкам НБ «ТРАСТ», ставки на публичном рынке долговых обязательств (для первого и второго эшелонов) достигли своего исторического минимума 8–9 августа 2010 года и к настоящему моменту практически не изменились. Всего с начала 2010 года средневзвешенная доходность рублевых облигаций третьего эшелона упала на 500 б.п., по бумагам компаний второго эшелона — на 320 б.п., по голубым фишкам — на 170 б.п.

> «ОЖИДАЕМЫЕ ДЕЙСТВИЯ ЦБ ПО СВОРАЧИВАНИЮ АНТИКРИЗИСНЫХ МЕР ПОДДЕРЖКИ РОССИЙСКОГО БАНКОВСКОГО СЕКТОРА НЕ ВЫЗВАЛИ НИКАКОГО УДИВЛЕНИЯ И АГРЕССИИ СО СТОРОНЫ РОССИЙСКИХ УЧАСТНИКОВ»

Оценивая динамику стоимости долгового фондирования на публичном рынке, можно говорить об установлении некого статус-кво между ожиданиями ужесточения монетарной политики, которое неизбежно последует вслед за ростом инфляции, и желанием крупных инвесторов вложить ликвидность, объем которой в банковской системе остается на высоком уровне, резюмирует Леонид Игнатьев.

Наблюдаемый в последние несколько месяцев взрывной рост на российском рынке долговых инструментов связан, по мнению Дмитрия Гадалова, главным образом с двумя факторами: «С одной стороны, рынок насыщен ликвидностью. С другой, в 2009–2010 годах мы столкнулись с рядом глобальных изменений, в частности изменением динамики рентабельности на рынках капитала. На фоне снижения уровня доходности на рынке акционерного капитала и низкого аппетита к риску в целом рынок долговых инструментов стал более привлекательным для инвесторов. Мы ожидаем, что бурный рост объемов первичного и вторичного рынка облигаций будет продолжаться».

Правда, в том случае если российский долговой рынок не окажется под давлением в результате ослабления рубля. «Ослабление, сопровождаемое снижением нефтяных котировок и падением фондовых индексов, способно сместить интерес российских игроков в пользу валютного рынка. «Уход из рубля» будет способствовать значительному снижению котировок на рынке долговых активов. На этом фоне предстоящие размещения могут пройти не столь успешно, как рассчитывают эмитенты», — заключила Екатерина Леонова.

Леонид ИГНАТЬЕВ,
руководитель дирекции анализа экономики и финансовых рынков, НБ «ТРАСТ»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

– Явно недооценен выпуск «ПрофМедиа», который расширил спред к прочим облигациям рейтинговой группы B+ до 250–300 б.п. Интересна покупка всей рублевой кривой «Евраза» и особенно свежих выпусков «Евраз-2» и «Евраз-4». Из размещаемых и разместившихся выпусков также привлекательно смотрятся бумаги МТС и рублевые еврооблигации «РусГидро». Рекомендуем участвовать в аукционах по Москве: Москомзайм дает рыночные премии. Интересных торговых идей на еврооблигациях больше: новые выпуски «АЛРОСЫ» и «ЛУКОЙЛА», СИНЕК-2015, еврооблигации ВТБ.

Партнерство на рынке ценных бумаг

DEAL DONE, HAVE FUN*

*Сделал дело – гуляй смело

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