«Ликвидность была, но закончилась» — должна гласить табличка на входе в российский долговой рынок. Оставшись без основного средства к существованию в конце прошлого месяца, участники рынка расстроились и начали продавать. В результате доходности отдельных инструментов, которые находились на рекордно низких уровнях, поползли вверх. Денег нет, а тут еще настроение портит буквально все: и новый очаг «возгорания» в Европе, и обещающая много интересного в ближайшем будущем риторика представителей ЦБ, готовых «развязаться» с низкими ставками. Теплится надежда на небольшой новогодний подарок от бюджета, чьи возросшие под конец года расходы могут подбросить ликвидности и на облигационный рынок.

Без драйва

Антонина ТЕР-АСТВАЦАТУРОВА

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ

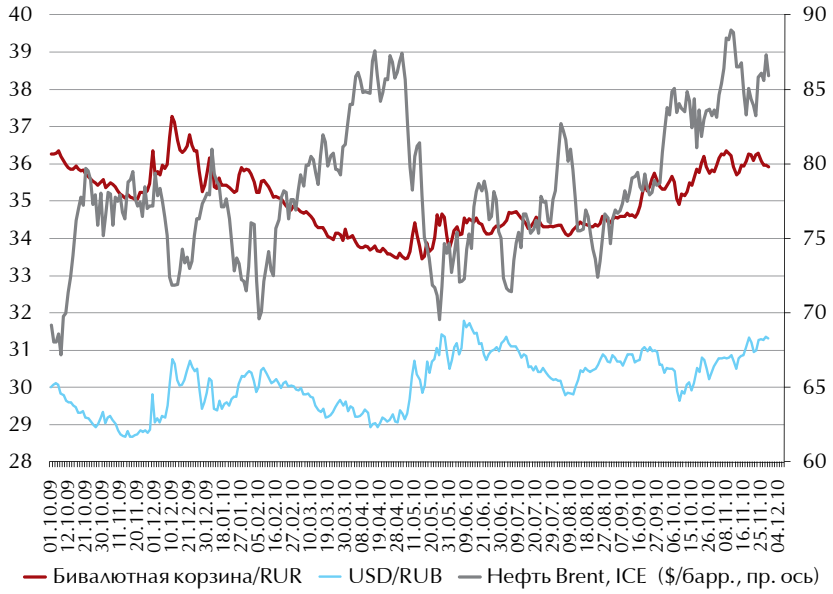
Опубликованная в ноябре октябрьская макростатистика превзошла ожидания экономистов и показала, что восстановление российской экономики набирает обороты после летней пробуксовки. Ольга Стерина, аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал», обращает внимание прежде всего на убедительную динамику инвестиций в основной капитал, которые в октябре выросли на 5.8% по сравнению с предыдущим месяцем и на 10.7% относительно уровня годичной давности. Рост этого показателя возобновился после июльского провала и, согласно прогнозу «УРАЛСИБ Кэпитал», достигнет 6.5% по итогам года. По мнению Ольги Стериной, в 2011 году отложенный инвестиционный спрос, который стал результатом резкого падения инвестиций в ходе кризиса (на 17% за 2009 год), приведет к увеличению их объема на 11.7%. Это станет одним из основных двигателей роста российской экономики в будущем году.

Промышленное производство выросло в октябре на 4.2% относительно сентябрьского уровня и на 6.6% по сравнению с тем же месяцем прошлого года. По итогам года рост должен составить 8.2%, прогнозирует аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал». Еще одной приметой октября стало первое в этом году снижение реальных доходов населения — на 0.7% относительно октября 2009 года. В «УРАЛСИБЕ» ожидают, что к концу года ситуация с реальными доходами населения значительно улучшится и их рост за год составит 5.5%.

Министр экономического развития Эльвира Набиуллина подтвердила благополучные показатели макроэкономической динамики: по итогам октября сезонно сглаженный рост ВВП

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



«ДО КОНЦА ТЕКУЩЕГО ГОДА ЦЕНТРОБАНК ЕДВА ЛИ ЗАХОЧЕТ ПОВЫШАТЬ СТАВКУ, ЧТОБЫ НЕ СТАВИТЬ ПОД УДАР ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ В РОССИИ. ОДНАКО В ПЕРВОМ КВАРТАЛЕ ПОВЫШЕНИЕ ВЕСЬМА ВЕРОЯТНО»

составил 0.9% за месяц и 3.9% относительно октября 2009 года. «Недавно мы скорректировали свой макропрогноз и, согласно его новой версии, ожидаем роста российской экономики по итогам нынешнего года на 4%, — комментирует Ольга Стерина. — В третьем квартале восстановление экономики затормозилось — сказалась аномальная погода летом и замедление роста мировой экономики, но, на наш взгляд, четвертый квартал окажется существенно более благополучным, чем третий, и рост ВВП составит 4.9% по сравнению с четвертым кварталом 2009 года».

По итогам второго осеннего месяца рост потребительских цен несколько замедлился, инфляция выросла на 0.5% после ускорения на 0.8% за сентябрь. За ноябрь потребительские цены вырастут на 0.8%, а по итогам года — на 8.5%, прогнозируют в «УРАЛСИБЕ».

Разгон инфляции может вынудить ЦБ ужесточить денежно-кредитную политику и повысить ставку рефинансирования, которая в настоящий момент находится на уровне 7.75%.

На последнем заседании ноября совет директоров ЦБ принял решение о сохранении ставки рефинансирования на текущем уровне 7.75%. Не изменились и другие ключевые ставки. «Такое решение было полностью ожидаемым. Новый пресс-релиз не демонстрирует каких-либо признаков, сигнализирующих о том, что ЦБ начал склоняться к ужесточению денежно-кредитной политики, поэтому такая новость была воспринята рынком нейтрально», — говорит Дмитрий Власов, начальник отдела торговли долговыми инструментами ФЦ «Инфина».

Зато слова представителей ЦБ о том, что они «развязали себе руки» в отношении возможного повышения ставки рефинансирования и, соответственно, стоимости остальных инструментов предоставления ресурсов Центральным банком, были восприняты участниками рынка весьма настороженно, комментирует Владимир Малиновский, начальник управления анализа долговых рынков банка «ОТКРЫТИЕ». И хотя отмечается, что повышение ставки — это дело не ближайшей, а скорее среднесрочной перспективы, такая риторика является в целом достаточно негативным сигналом для облигационного рынка.

До конца текущего года Центробанк едва ли захочет повышать ставку, чтобы не ставить под удар экономический рост в России, полагает Ольга Стерина. Однако в первом квартале будущего года повышение ставки весьма вероятно.

Можно ожидать повышения ставок со стороны регулятора не раньше конца первого квартала 2011 года, когда, с одной стороны, станет очевидным их отставание от динамики инфляции, с другой — будет получена первая статистика о состоянии экономики, соглашается Дмитрий Власов.

При этом в «УРАЛСИБЕ» сомневаются, что повышение ставок в следующем году будет агрессивным. Согласно прогнозу инвесткомпании, к концу 2011 года ставка рефинансирования составит 9%.

Одной из ключевых макрохарактеристик ноября стал довольно слабый рубль, считает Ольга Ефремова, начальник отдела анализа долговых рынков НОМОС-БАНКА. Вопреки очевидно позитивным сигналам — довольно комфортным ценам на нефть и в целом удовлетворительной ситуации в части внешнеторговой деятельности, особенно по сальдо платежно-

Владимир МАЛИНОВСКИЙ,
начальник управления анализа долговых рынков, банк «ОТКРЫТИЕ»

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

КОММЕНТАРИЙ

— Объем вложений банков в долговые инструменты на 1 ноября достиг рекордных значений — более 4.4 трлн руб. Из них объем вложений в ОФЗ составляет 1.02 трлн руб., в остальные облигации, включая корпоративные, — 3.38 трлн руб. Столь большого объема долговых инструментов в портфелях банков не было никогда. Дело в том, что большую часть года у банков наблюдался избыток ликвидности, который они вынуждены были вкладывать в долговые инструменты. Высокий спрос на облигации привел к тому, что разница между доходностями по корпоративным и государственным бумагам достигла исторических минимумов, а это не отражает реальных рисков эмитентов корпоративных облигаций.

Я считаю, что сейчас рынок еврооблигаций является более привлекательным с точки зрения relative value относительно рублевых аналогов и соответствующих ставок денежного рынка.

Игорь НИКОНОВ,
заместитель начальника департамента торговых операций и казначейства, МБСП

го баланса — национальная валюта категорически не хотела укрепляться, за исключением лишь тех дней, когда сокращение валютных позиций выполняло функцию пополнения рублевой ликвидности в пики ее наибольшего дефицита.

Банк России в лице главы ЦБ Сергея Игнатьева озвучил оценки платежного баланса РФ, исходя из которых, чистый отток капитала частного сектора за прошедшие десять месяцев вырос до $21 млрд, а профицит счета текущих операций — до $66 млрд. Отток капитала в сентябре-октябре составил около $8 млрд, приводит статистику Дмитрий Власов.

«Главным источником увеличения оттока капитала в последние месяцы стало его бегство из корпоративного сектора в виде покупок иностранных активов и наращивания валютных позиций. Скорее всего, капитал компаний утекает не столько по причине ухудшения российской инвестиционной среды, сколько из-за роста привлекательности зарубежных активов. Немаловажную роль в увеличении капитальных потоков, вероятно, сыграл эффект отложенного спроса. Причем то, что компании предпочли зарубежные рынки, объясняется, скорее, постепенным сокращением конкурентного преимущества соотношения «риск-доходность» на фоне низких ставок, набирающей обороты инфляции, нестабильности экономического роста России», — полагает представитель «Инфины».

«Происходящее вокруг рубля хочется связать с процессами недопритока валютных ресурсов на внутренний рынок, а также ажиотажным спросом на валюту со стороны активизировавшихся в части M&A корпораций, — рассуждает Ольга Ефремова. — Но причина выглядит банальнее: отсутствие уверенности в стабильной экономической ситуации в глобальных масштабах, безусловно, ретранслируется и в Россию, что обуславливает приоритет наиболее ликвидных и изолированных от сугубо российских рисков активов».

Тем не менее, несмотря на слабость национальной валюты в ноябре, по мнению Дмитрия Власова, основную часть валютной ликвидности под погашение наиболее крупных выплат по внешнему долгу в конце этого года компании привлекли заблаговременно, давление на рубль до конца года будет оставаться умеренным.

С оттоком капитала из РФ связан и возникший в конце ноября дефицит денежной ликвидности в системе. Так, в ноябре совокупный объем остатков средств коммерческих банков на корсчетах и депозитах в ЦБ в среднем составлял порядка 850 млрд руб. по сравнению с 1.1 трлн руб. в октябре, а к началу декабря их значение и вовсе сократилось до порядка 630 млрд руб., вспоминает Владимир Малиновский, начальник управления анализа долговых рынков банка «ОТКРЫТИЕ». Повысившийся спрос на валюту начал оказывать определенное давление на рубль, и чтобы его скомпенсировать, ЦБ стал проводить интервенции, продавая доллары. В итоге рубли не остались на рынке, а были стерилизованы Центральным банком. Закономерным итогом сокращения ликвидности стал рост ставок на денежном рынке — MOSPRIME O/N вырос до почти 4% годовых с 2.7%, а годовые NDF поднялись до 4.9% с порядка 4%, констатирует аналитик «ОТКРЫТИЯ».

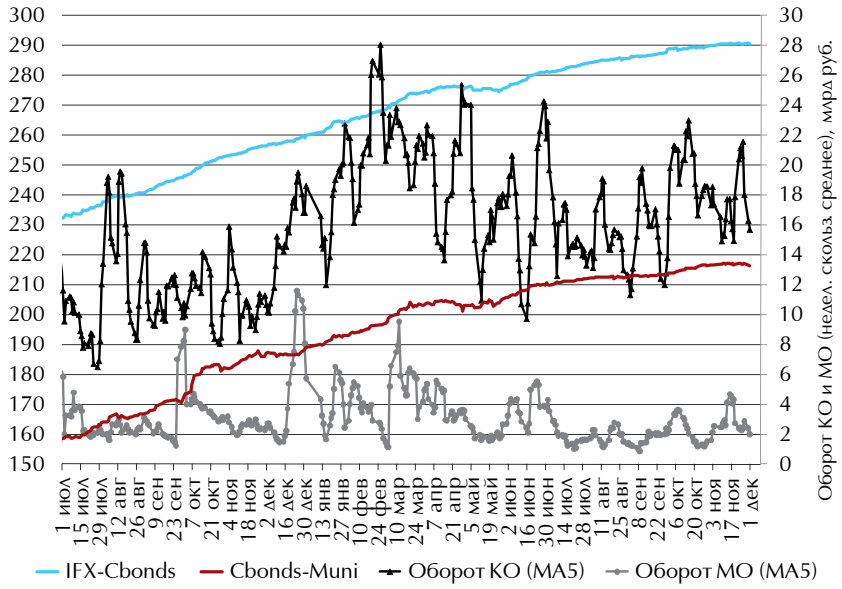
Ситуация с ликвидностью, по мнению Владимира Малиновского, должна улучшиться к середине декабря, когда традиционно растут бюджетные расходы. Однако, как показывает практика, эти средства практически не попадают

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Рост доходностей на 0.3–0.4% — не последний, вероятно, мы увидим дальнейшее снижение цен облигаций. Положительными факторами, которые могут оказать поддержку рынкам в декабре, являются стабильная ситуация на рынке основных экспортных товаров РФ и традиционная высокая ликвидность конца года. На мой взгляд, предпочтительным будет отстранение от активных приобретений на вторичном рынке. Выбор за первичными размещениями в некоторых секторах эмитентов и выборочная осторожная покупка, в первую очередь, банковских бумаг (Газпромбанк, Райффайзенбанк).

Рисунок 2

Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



на облигационный рынок и в лучшем случае будут способствовать стабилизации обстановки.

КОНЪЮНКТУРА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Слабость внутренних факторов, традиционно поддерживающих российский долговой рынок, привела к тому, что в ноябре его участники стали проявлять болезненную чувствительность к внешним негативным новостям.

По словам Ольги Ефремовой, главным лейтмотивом формирования конъюнктуры внешних рынков стало обсуждение «кредитного кризиса» в Европе. Отсутствие понимания масштабов угрозы, а именно того, сколько стран на самом деле могут столкнуться с похожими проблемами и насколько крупными являются их потребности в экстренном финансировании, пожалуй, являются основными причинами паники, которые распространялись в отношении европейских рисков, а также рисков emerging markets, по традиции оценивающихся выше европейских.

Все это мотивировало инвесторов искать какую-нибудь защитную стратегию, и довольно часто определяющим мотивом был отказ от новых агрессивных покупок, отмечает аналитик НОМОС-БАНКА. Наиболее сильные обострения ситуации наблюдались в пики налоговых выплат, которые по стечению обстоятельств совпадали с наиболее проблемными для внешних рынков торговыми днями.

Естественно, в условиях когда почти отказал основной драйвер роста котировок за последний год — избыточная ликвидность, — активизировались и продажи долговых инструментов, доходности многих из которых находились на исторических или близких к ним уровнях, вспоминает Владимир Малиновский.

В результате, в последние дни месяца произошло заметное снижение цен облигаций, раздвинулись спреды по большинству ликвидных бумаг, констатирует Игорь Никонов, заместитель начальника департамента торговых операций и казначейства МБСП. Рост доходности по итогам месяца отмечен во всех сегментах рынка рублевого долга. В ОФЗ доходность двухлетней 25073 выросла с 5.70% до 6.10%. В секторе корпоративных и муниципальных бумаг можно выделить облигации «Газпром-11» и «Москва-56», чьи доходности подросли с 6.92% до 7.25% и с 7.47% до 7.68% соответственно.

Ольга Ефремова допускает, что за последнее время в сегменте рублевых бумаг как довольно активные покупатели себя проявляли участники-нерезиденты, ориентирующиеся в первую очередь на более короткую дюрацию, а за последнее время их влияние на вторичный рынок заметно сокращается по причине массового оттока (повод — общее «бегство» из рисков, а также влияние временного фактора — необходимость подводить итоги года). Тем самым можно объяснить сформировавшиеся диспропорции в спредах, когда при относительной стабильности по длинным бумагам наблюдается расширение спреда по более коротким выпускам.

Заметной характеристикой месяца был ценовой апсайд по выпускам, только начинающим вторичные торги, что, вероятно, являлось отражением сформировавшегося при размещении переспроса, полагает Ольга Ефремова: «Сложно давать однозначные оценки, поскольку проявлялись сигналы искусственного ажиотажа, обусловленного ограниченными объемами бумаг, по-

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

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Динамика последних дней ноября обеспечила для довольно безыдейного рынка, который мы наблюдали в последнее время, серьезные перемены. Фактически коррекция сформировала новые ценовые уровни, воспринимаемые как вполне приемлемые для новых покупок. В большей степени такой подход может оказаться справедливым для сегмента еврооблигаций, которые стандартно более чувствительны к давлению внешней конъюнктуры.

В части рублевых бумаг главной мотивацией для покупок, безусловно, способен стать приток «бюджетных денег», конечно, если он окажется реальностью. В противном случае мы остаемся весьма консервативны в наших рекомендациях, предлагая ориентироваться в первую очередь на понятные риски компаний с надежным кредитным профилем.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

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

Рынок явно перегрет. Спреды минимальные, но, тем не менее, есть небольшие «перекосы» на текущем уровне, которые можно назвать инвестиционными идеями.

На рынок вышли новые выпуски ФСК: «ФСК-7» (YTP 7.60% — пять лет), «ФСК-9» и «ФСК-11» (YTP 8.15% — семь лет). Новая кривая ФСК относительно кривой ОФЗ едва ли выглядит привлекательно: так, на пятилетнем участке премия ФСК едва достигает 50 б.п. Единственная возможность немного заработать есть в длинных выпусках. На семилетнем горизонте наблюдается почти 90 б.п. спреда. Вполне вероятно, рынок может опустить его до 60–70 б.п. — средних значений, которые наблюдаются в инструментах «Газпрома», «ЛУКОЙЛА».

Учитывая ожидание предновогоднего ралли, рекомендую смотреть на покупку корпоративных бумаг, особенно обратить внимание на длинный конец кривой доходности — «Мечел-13» и «Мечел-14», «ЕвразХолдинг-2», недавно размещенный «Вымпелком-6» и «Вымпелком-7», «Алроса-20» и «Алроса-23». Кроме того, советую обратить внимание на выпуски с крепким кредитным качеством, недавно включенные в Ломбардный список — «Атомэнергопром», «ПрофМедиа».

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

ступающими в «свободное обращение» после того, как в размещении принимали участие весьма крупные участники рынка, мало заинтересованные в том, чтобы поддерживать по выпуску высокую ликвидность на вторичке».

Не менее яркой в ноябре, по оценке аналитиков НОМОС-БАНКА, стала ситуация, сформировавшаяся в сегменте ОФЗ, который ощущал на себе довольно сильное влияние внутренних конъюнктурообразующих факторов: можно было наблюдать полную апатию участников к сегменту госбумаг и весьма жесткую позицию Минфина, не желающего предоставлять какие-либо премии при размещении.

Министерство финансов несколько изменило тактику первичных размещений: со второй половины ноября Минфин стал учитывать рыночные уровни на вторичном рынке, в частности за день до аукциона стал публиковать ориентир доходности в рамках предстоящего размещения, где нижняя граница коридора доходности как раз примерно и отражала текущие уровни в рамках вторичных торгов, комментирует Михаил Гонопольский, начальник аналитического управления БИНБАНКА. В то же время, такая практика приводила к тому, что даже «ограниченно рыночные» первичные размещения проходили по верхней границе указанного перед размещением коридора доходности. В итоге вторичный рынок в дни размещений просто-напросто показывал рост доходностей в секторе ОФЗ на 5–10 б.п. При этом успешными с определенными оговорками можно назвать лишь пару аукционов во второй половине ноября: аукцион ОФЗ 17 ноября, когда удалось разместить выпуск ОФЗ-26203 на общую сумму 11.7 млрд руб. Правда, следует оговориться, что успех размещения был обеспечен одной заявкой крупного игрока на 10 млн бумаг, так что рыночным данное размещение назвать нельзя. В рамках аукциона 24 ноября была размещена ОФЗ-25075 объемом 15.5 млрд руб. и ОФЗ-25073 объемом 13.9 млрд руб. Этот объем тоже был распределен между несколькими достаточно крупными заявками.

Незавидная участь в ноябре постигла и бумаги Банка России. Аукцион по размещению трехмесячных ОБР новой 16 серии был признан несостоявшимся, несмотря на уменьшившийся срок обращения, что свидетельствует об отсутствии интереса к низкодоходным выпускам в период налоговых платежей и растущей инфляции, добавляет Дмитрий Власов.

В декабре внутренний рынок, скорее всего, ждет плавное сползание котировок до середины месяца, после чего активность игроков на вторичном рынке начнет стремительно угасать, прогнозирует Владимир Малиновский. Впрочем, не исключено, что продажи могут усилиться под влиянием внешней конъюнктуры.

Пожалуй, единственный и главный фактор, который может привести к снижению доходностей в рублевом сегменте облигационного рынка в декабре, — это формирование избыточной рублевой ликвидности за счет колос-

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Наш общий взгляд на рынок рублевых облигаций остается положительным, что позволяет рекомендовать к покупке довольно широкий круг уже обращающихся бумаг. Ниже представлен список наших основных фаворитов.

Верхняя граница бумаг с рейтингами инвестиционной категории, а именно «АИЖК-8», «Транскред-6» (ожидаем его консолидации с ВТБ), «РСХБ-10», «ВТБ-5», «Русфинанс-8/9», «Райффайзен-4».

Группа высокодоходных бумаг второго эшелона, включающая «Евраз-1/3», «Сибметинвест-1/2», «Евраз-2/4», «Мечел-13/14», «Мечел-5», «СУЭК-1». Кроме того, нам по-прежнему кажется привлекательным выпуск «НК Альянс-3». Однако, в отличие от эмитентов-металлургов, долговая нагрузка компании будет в ближайшее время расти, а не снижаться. Неплохо выглядит также «НПК-1» — мы советуем инвесторам еще раз обратить внимание на тот факт, что при сроке до погашения пять лет дюрация бумаги составляет всего два года, в этом смысле она короче, чем «СУЭК-1». При этом левередж компании относительно низок и едва ли будет расти в ближайшее время.

«Алроса» недавно опубликовала отличные результаты за первое полугодие 2010 года, а оценка финансовых показателей компании за полный год обещает дальнейшее снижение долговой нагрузки. По сути, бонды «Алросы» несут квазисуверенный риск, поэтому дальнейшее сужение кредитных спредов облигаций эмитента представляется весьма вероятным. В среднесрочной перспективе можно ожидать снижения доходности бумаг «Алросы» еще на 50 б.п. относительно рынка. На этом фоне сохраняют привлекательность как трехлетние, так и пятилетние бумаги компании, а именно «Алроса-21/22» и «Алроса-20/23».

Из бумаг строительного сектора мы продолжаем выделять **«ЛСР-БО-1»** — привлекательность выпуска повысилась вследствие существенного роста котировок его прямого конкурента «ЛенСпецСМУ-1», который мы ранее рекомендовали как более доходный.

Основная бумага второго банковского эшелона, которую мы продолжаем рекомендовать, — **«МДМ-8»**. «НОМОС-12», который мы ранее также выделяли, подрос в цене и приблизился к своему справедливому положению, хотя он еще обладает некоторым потенциалом роста (ориентиром должен служить уровень доходности 8%). Из более коротких выпусков можно отметить «РусСтанд-7», «ХКФ-5», «ХКФ-7», «МКБ-8», «МКБ-7», «ВосточныйБО-5», «УралсбЛК-2».

Из высокодоходных выпусков по-прежнему заслуживают внимания облигации **«ПрофМедиа-1»**, которые после размещения котируются ниже номинала. В последнее время бумага несколько подросла в цене, но ее доходность остается выше справедливого уровня, который мы оцениваем в 10% годовых. Мы допускаем, что инвесторов может смущать структура, при которой эмитентом выступает SPV, а поручителем — оффшорная компания, однако это не первый пример такого размещения — вспомним «Сибметинвест».

сального роста бюджетных расходов в конце года со стороны федеральных властей. При этом прогнозы ЦБ РФ по оттоку капитала по итогам 2010 года в размере $23 млрд предполагают отсутствие ожиданий дальнейшего оттока в декабре. В итоге давление на российский рубль, а следовательно, и стерилизация рублевой ликвидности посредством валютных интервенций ЦБ РФ при отсутствии существенного отрицательного сальдо капитального счета исчезнет, что, в свою очередь, также поддержит котировки рублевых облигаций.

Интересным событием декабря могло бы стать размещение суверенных еврооблигаций, номинированных в рублях, отмечают аналитики. «Сама идея заимствования в национальной валюте за рубежом выглядит весьма здраво — с точки зрения как замещения планов по массовому предложению ОФЗ на внутреннем рынке, так и популяризации инструментов в рублях среди иностранных инвесторов, — полагает Владимир Малиновский. — В случае если к рублевым евробондам удастся привлечь внимание мирового инвестиционного сообщества, дальнейшее размещение такого рода бумаг корпоративными заемщиками и банками могло бы быть гораздо более успешным. Впрочем, для этого, на наш взгляд, необходимо как минимум предложить инвесторам премию к ОФЗ (а не дисконт, как предполагается сейчас). Пусть премия на первом размещении привлечет максимальное количество игроков, а на вторичном рынке они уже выведут бумагу на справедливые уровни, которые, не исключаем, будут соответствовать дисконту к ОФЗ. Впрочем, наиболее вероятным является сценарий, при котором размещение суверенных рублевых евробондов будет перенесено на следующий год из-за неблагоприятных рыночных условий».

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Если рассчитывать на то, что декабрь все же окажется позитивным, то ставку стоит делать прежде всего на сектор ОФЗ со средней дюрацией три-пять лет. При этом в корпоративном сегменте первого-второго эшелонов движения могут быть более вялые в пользу снижения доходностей, так как спреды относительно доходностей ОФЗ по ряду выпусков, особенно в первом эшелоне, очень узкие.