Оптимистичная макроэкономическая статистика по росту ВВП, а также данные по бюджетному дефициту по итогам 2010 года вселили уверенность в успешном восстановлении экономики после кризиса. Однако неутешительные темпы инфляции, особенно разогнавшейся под конец года, заставили рынок жить в ожиданиях повышения ключевой процентной ставки, которая по итогам января все же осталась на прежних уровнях. Аналитики сходятся во мнении, что ближайшие месяцы могут стать лебединой песней первичного рынка долга, полагая, что повышение ставок все же неизбежно.

ПЕСЕНКА СПЕТА

Елена СКУРИХИНА

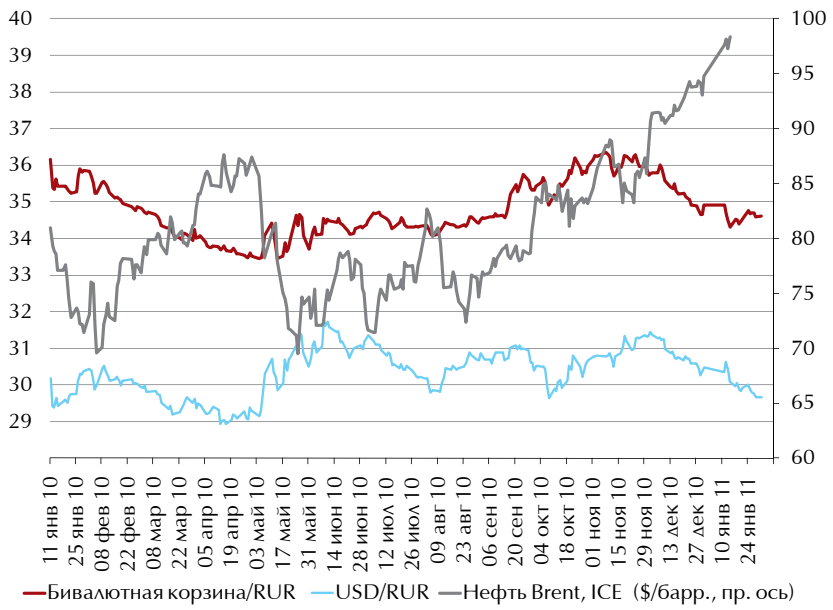
МАКРОСЮРПРИЗЫ

Последняя макроэкономическая статистика продемонстрировала, что российская экономика успешно преодолела спад третьего квартала 2010 года и закончила год на пике посткризисного восстановления, вплотную приблизившись к своему потенциальному уровню: безработица находится вблизи естественных показателей, а следствием значительного роста загрузки производственных мощностей стала активизация инвестиционного спроса, наблюдаемая во втором полугодии 2010 года, отмечает руководитель аналитического департамента Credit Agricole CIB Максим Орешкин. Конец года преподнес несколько позитивных сюрпризов российской макроэкономике: рост экономики и ВВП заметно превзошел ожидания, бюджетный дефицит оказался намного меньше первоначально запланированного, продолжает тему экономист «Ренессанс Капитала» Антон Никитин. Отток капитала, вызванный резким изменением бизнес-климата в августе-ноябре, наблюдался в течение сентября-ноября, однако с начала декабря курс рубля начал значительно укрепляться. По итогам года дефицит бюджета РФ составил 3.9% ВВП (1.8 млрд руб.). При этом еще в конце декабря министр финансов Алексей Кудрин озвучивал прогнозы на уровне 4.1–4.2% ВВП. Отметим, что первоначально дефицит бюджета на 2010 год планировался на уровне 6.8% ВВП, но позже официальный прогноз был снижен до 5.3%.

Но нельзя считать такой результат серьезной заслугой Минфина по сокращению неэффективных расходов, считает Антон Никитин, приводя в качестве аргумента тот факт, что дефицит в итоге оказался меньше благодаря более высокому росту ВВП, а также повышенным доходам бюджета. Дело даже не столько в высокой цене на нефть ($77 против $58 в плане) и нефтегазовых доходах бюдже-

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



та, которые были выше плана всего лишь на 2%: доходов, не связанных с экспортом нефти и газа, собрали на 10% больше благодаря стабильному росту импортных пошлин и НДС. Таким образом, Россия вошла в 2011 год, значительно сэкономив Резервный фонд, но с большой нехваткой ликвидных средств на своих операционных счетах, которые использовались для покрытия дефицита, поясняет экономист «Ренессанс Капитала».

НЕ УТЕШИЛИСЬ ИНФЛЯЦИЕЙ

В то же время, под занавес года российская экономика столкнулась с рядом проблем, среди которых одной из основных оказалась инфляция, особенно ускорившаяся к концу года. Летняя засуха стала основным фактором, вызвавшим рост цен. Инфляция ускорилась и вследствие повышения рублевой ликвидности, отмечает Андрей Бобовников, вице-президент по исследованиям долгового рынка компании «АТОН». Инфляция вышла из-под контроля ЦБ и вылетела за рамки прогнозов регулятора, составив по итогам года 8.8% при официальных границах 7–8%, приводит статданные Антон Никитин, заметив, что рост потребительских цен ускорился и в непродовольственном сегменте (с 4.4% в сентябре до 5% в декабре).

Несмотря на повышение инфляционных рисков, 31 января 2011 года совет директоров Банка России принял решение оставить без изменения уровень ставки рефинансирования и процентных ставок по операциям Банка России, но повысить с 1 февраля нормативы обязательных резервов. «В результате январского ускорения темпы инфляции в годовом выражении на 24 января 2011 года возросли примерно до 9%. Повышение инфляционных рисков, в том числе обусловленных монетарными факторами, определяет целесообразность принятия соответствующих мер со стороны денежных властей», — говорится в сообщении ЦБ. Также отмечается, что, «несмотря на позитивную динамику ряда макроэкономических показателей, последние данные Росстата об индексах предпринимательской уверенности и оценках спроса на продукцию предприятий свидетельствуют о сохранении неопределенности в оценке устойчивости экономического роста». Следующее заседание по вопросам процентной политики намечено на февраль.

Подобное решение регулятора оказалось весьма неожиданным для рынка облигаций, который последнее время жил в ожидании повышения ключевой ставки.

В декабре регулятор уже объявил о растущих инфляционных ожиданиях и готовности к борьбе с инфляцией. Однако два решения ЦБ, которые последовали за этими заявлениями, оказались очень мягкими, продемонстрировав, что, во-первых, ЦБ не ставит приоритетом борьбу с инфляцией за счет увеличения ставок кредитования в банковском секторе и замедления экономической активности; во-вторых, ЦБ опасается возможного притока капитала вследствие подъема ставок; и в-третьих, ЦБ принимает решения, которые скорее направлены на ограничение инфляционных рисков в будущем, нежели на борьбу с текущими темпами инфляции, комментируют ситуацию аналитики «Ренессанс Капитала».

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

КОММЕНТАРИЙ

Судя по всему, в ближайшее время отток капитала из страны сохранится: это позволяет предположить, что именно финансирование дефицита бюджета станет основным источником ликвидности на внутреннем рынке. Бюджет в первые месяцы года традиционно сводится с профицитом и будет играть скорее стерилизационную роль. По нашим оценкам, объем налоговых сборов в январе-феврале составит порядка 600 млрд руб. Таким образом, уже к марту только за счет «естественной убыли» уровень ликвидности может опуститься до декабрьских уровней, когда участники рынка облигаций опасались возникновения дефицита рублевых ресурсов.

«Последнее решение Банка России пошло вразрез с нашими ожиданиями и прогнозами участников рынка», — недоумевает Максим Орешкин, подчеркивая, что в ситуации значительных избыточных банковских резервов повышение нормативов обязательных резервов будет иметь малозначимый эффект. «Мы считаем, что уже в ближайшие месяцы Банк России под влиянием свежей макроэкономической статистики (которая продемонстрирует дальнейший рост спроса и инфляционного давления) будет продолжать двигаться в сторону ужесточения своей

Антон НИКИТИН,
экономист,
ИК «Ренессанс Капитал»

КОММЕНТАРИЙ

В первом квартале 2011 года Минфин будет оттягивать на себя ликвидность, которая наводнила российскую экономику в конце 2010 года. Цены на нефть, которые держатся выше $95 за баррель в течение января, добавляют надежду на то, что Министерство финансов будет иметь практически неограниченные возможности выбора источников финансирования дефицита в течение 2011 года: это может быть как Резервный фонд, так и внутренние и внешние заимствования. Размер дефицита не будет заметно ограничивать ресурсы долговых рынков, и государство не станет вытеснять корпоративный сектор с рынка внутренних долговых обязательств.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЙ СЕКТОР

Основной отличительно чертой этого сектора является то, что большинство выпусков имеют необходимые характеристики для включения в портфели инвесторов с ограничениями. Бумаги 70 выпусков входят в список ММВБ А1; облигации 45 выпусков принимаются ЦБР в качестве обеспечения по сделкам РЕПО; рейтинги бумаг 73 выпусков находятся на уровне B+ и выше; рейтинги 28 облигаций находятся на уровне BB+ и выше. Анализ спредов позволяет нам выступить с некоторыми торговыми рекомендациями: Самарская область, 34006; Республика Карелия, 34011, 34013; Московская область, 34008, 26007; Липецкая область, 34006; Якутия, 34004; Тверская область, 34007; Рязанская область, 34001; Костромская область, 34005.

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫЙ СЕКТОР

Основная идея в телекоммуникационном секторе — скорое слияние межрегиональных компаний (МРК) «Связьинвеста» на базе «Ростелекома». Как ожидается, сделка будет завершена к апрелю. Согласно российскому законодательству, держатели облигаций МРК получат право обменять их на новые облигации «Ростелекома». «Ростелеком» направил на регистрацию проспект эмиссии новых облигаций. В документации по выпускам прописаны структуры всех обращающихся облигаций МРК. Это означает, что все держатели облигаций по состоянию на момент ликвидации МРК получат облигации «Ростелекома» с таким же графиком платежей. Таким образом, на руках инвесторов окажутся такие же облигации, но с более высоким кредитным качеством.

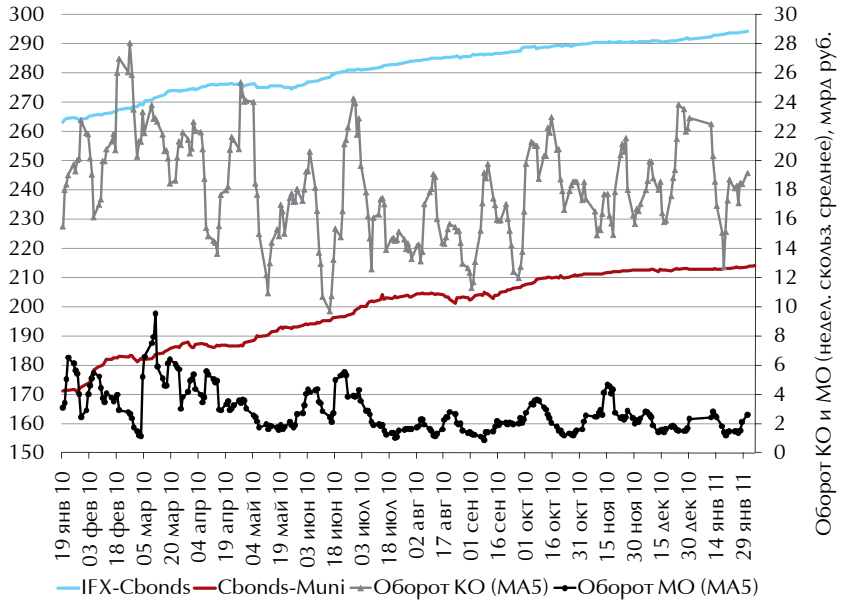
Важным моментом является то, что часть облигаций региональных компаний имеет пут-опционы, не покрываемые документацией по эмиссии. Данные оферты были объявлены в форме отдельного решения совета директоров. В этом случае «Ростелеком» становится правопреемником по задолженности региональных компаний (в соответствии с Гражданским кодексом).

Мы обращаем внимание на некоторые торговые идеи в этом секторе: ЮТК БО-4; «Уралсвязьинформ», 7; «Уралсвязьинформ», 8; «Сибирьтелеком», 8; «Сибирьтелеком», 5; «Дальсвязь», 2; «Дальсвязь», БО-5.После реорганизации кривая доходности новых облигаций «Ростелекома» будет ниже, чем у МТС, так как можно полагать, что компания «Ростелеком» будет в своем роде инфраструктурной квазисуверенной монополией.

монетарной политики. Повышение нормативов обязательных резервов будет продолжаться и, начиная с определенного момента, будет сопровождаться дальнейшим ростом процентных ставок», — прогнозирует он.

Рисунок 2

Дневная динамика индексов рынка облигаций и оборота торгов



Андрей БОБОВНИКОВ,
вице-президент по исследованиям долгового рынка, «АТОН»

КУРС НА УКРЕПЛЕНИЕ

С начала декабря курс рубля начал значительно укрепляться. Рубль вырос с 31.47 до 30.55 к курсу доллара, а против бивалютной корзины поднялся с 36.20 до 35.16, комментирует Антон Никитин. Ожидания того, что данная тенденция сохранится, питало участников рынка с начала января, однако курс рубля остановился возле области интервенций ЦБ и стал практически полностью копировать движения курса евро. Курс рубля к доллару находится вблизи минимальных значений с апреля 2010 года. Этот уровень вряд ли является достаточно привлекательным для продажи валюты со стороны экспортеров, подчеркнули в «Ренессанс Капитале». Тем не менее, рубль сохранит тенденцию к дальнейшему укреплению, по крайней мере в первой половине 2011 года, уверен Никитин.

Высока вероятность, что в первом квартале 2011 года сохранится действие положительных для рубля факторов, таких как повышение цен на нефть, вызванное нежеланием ОПЕК увеличивать добычу (организация объявила об этом после декабрьского саммита в Эквадоре), и вероятное повышение страновых рейтингов России, продолжает комментировать ситуацию на валютном рынке Андрей Бобовников. «Учитывая также возможное повышение процентной ставки, наш годовой прогноз по росту курса рубля может оправдаться наполовину уже в первом квартале текущего года. Это позволяет нам прогнозировать, что к концу первого квартала обменный курс рубля к доллару составит 29.5 руб.» — рассуждает аналитик «АТОНА».

НА РАСПУТЬЕ

Рынок рублевых облигаций оказался на своеобразном распутье в начале 2011 года. С одной стороны, большинство инвесторов еще в конце прошлого года сошлись во мнении, что рост процентных ставок практически неизбежен, с другой — всплеск бюджетных расходов, традиционно наблюдавшийся в конце декабря, сформировал значительную «подушку ликвидности», которая не только поддерживала текущие котировки, но и стимулировала новые покупки, а также дала возможность заемщикам начать новые размещения, комментирует ситуацию на долговом рынке руководитель группы анализа рынка долговых обязательств ИК «Тройка Диалог» Александр Кудрин. Активность операторов на вторичном рынке облигаций в январе была средней. Негативные ожидания, вопреки избыточной ликвидности, не способствовали активной торговле, напротив, стимулировали участников сохранять консервативные позиции, отметил он.

В «Тройке Диалог» считают, что ЦБ вновь вернется к практике одновременного изменения всей линейки процентных ставок, не исключая, что по итогам первого квартала их рост составит 50–75 б.п. «Повышение ставок на 25 б.п. уже заложено в текущие котировки, поэтому соответствующее решение ЦБ может и не оказать существенного воздействия на цены рублевых бумаг», — полагает Кудрин.

Однако, по мнению Максима Орешкина, февраль или в лучшем случае март станут лебединой песней рынка рублевых облигаций. Он поясняет это тем, что все еще низкие процентные ставки на фоне высокого уровня ликвидности в финансовой системе и еще не ужесточенные требования к Ломбардному списку подтолкнут эмитентов к размещениям. Однако вслед за этим уровни как кратко-, так и долгосрочных рублевых процентных ставок возобновят рост, кредитные спреды начнут расширяться — все это приведет к заметному сокращению первичной активности на рублевом долговом рынке и устойчивому росту доходностей, предостерегает он.

Согласны с такими прогнозами и в «Тройке Диалог», полагая, что «окно» на первичном рынке рублевых облигаций может захлопнуться уже в феврале. Стоимость заимствований для крупных компаний может заметно возрасти, сделав рублевое фондирование невыгодным по сравнению с привлечением ресурсов на внешнем рынке. Для заемщиков с более низким кредитным качеством возможности по выпуску рублевых облигаций могут и вовсе исчезнуть на некоторое время, пояснил Александр Кудрин.

Вместе с тем, по его мнению, уже в середине года обстановка на рынке рублевых облигаций может измениться. «Если объем бюджетных расходов не будет пересмотрен в сторону увеличения, то возникнет большая вероятность того, что на фоне дефицита ликвидности инфляция начнет замедляться и к концу года выйдет на уровень 7–7.5% (что будет стимулировать снижение процентных ставок регулятором). Более того, недостаток денежных ресурсов на внутреннем рынке может стимулировать локальных инвесторов сокращать валютные позиции. Это должно обусловить укрепление рубля. Совокупность этих факторов может сделать рублевые долговые инструменты весьма привлекательным активом в глазах зарубежных инвесторов и спровоцировать снижение доходности на сегменте рублевых облигаций», — подытожили в «Тройке».

КОММЕНТАРИЙ

Андрей БОБОВНИКОВ,
вице-президент по исследованиям долгового рынка, «АТОН»:

Мы считаем, что в первом квартале ЦБР повысит ставку до 8.5%. На таком уровне она находилась в период стабильного уровня инфляции в первом квартале 2010 года. Это означает, что, возможно, будет три цикла повышения процентной ставки по 25 б.п. каждый.

Помимо борьбы с инфляцией повышение процентной ставки может быть использовано для остановки оттока капитала, который ускорился в конце 2010 года.

Повышение отрицательно скажется на российском рынке облигаций (рост доходности на коротком конце кривой, по нашим оценкам, составит 70–100 б.п.), но положительно отразится на обменном курсе рубля. Мы прогнозируем, что рубль подорожает до 29 руб. за доллар к концу 2011 года, что повысит привлекательность рублевого рынка облигаций по сравнению с рынком евробондов.

Максим ОРЕШКИН,
руководитель аналитического департамента по России и СНГ в управлении по операциям на российских финансовых рынках, Credit Agricole CIB

КОММЕНТАРИЙ

Мы по-прежнему не ожидаем ослабления инфляционного давления, особенно на фоне последних действий Банка России. Январское решение регулятора спровоцировало снижение кривой рублевых процентных ставок на фоне пересмотра ожиданий дальнейшей динамики краткосрочных процентных ставок со стороны участников рынка. Таким образом, его можно трактовать даже как фактическое смягчение монетарной политики Банком России. Приближение экономики к состоянию полной занятости и продолжающаяся активная кредитная экспансия в таких условиях будет способствовать дальнейшему усилению инфляционного давления в экономике.

Мы ожидаем продолжения роста месячных приростов индекса непродовольственных цен (с корректировкой на сезонность), в то время как продовольственная инфляция продолжит постепенно замедляться. Годовое изменение ИПЦ на фоне данных тенденций будет активно расти до конца июля (из-за эффекта базы — низких темпов инфляции в начале 2010 года, когда она достигала рекордно низких значений) и может превысить 10.5%, однако затем в силу вступит эффект высокой базы продовольственной инфляции во второй половине 2010 года. В итоге, к концу года годовой показатель изменения ИПЦ опустится до 9.5%, после чего вновь возобновит свой рост.

CBONDS-EM

ИНФОРМАЦИОННАЯ УСЛУГА CBONDS ПО РЫНКУ ЕВРООБЛИГАЦИЙ СТРАН EMERGING MARKETS

Мехико Бразилиа Москва Нью-Дели Пекин

ПОДПИСКА НА ПЛАТНЫЙ СЕРВИС CBONDS-EM ВКЛЮЧАЕТ:

- доступ к базе эмиссий еврооблигаций стран Emerging Markets
- доступ к ежедневным котировкам еврооблигаций фондовых бирж и внебиржевого рынка
- индикаторы рынков Emerging Markets
- новостную ленту по выпускам еврооблигаций и макроэкономике