Весь прошлый месяц участники российского долгового рынка боролись с искушением дать волю устремлениям к активным покупкам в условиях сверхликвидности, время от времени их сдерживали только мрачные сводки новостей с внешних рынков. В отсутствие приемлемых предложений на вторичном рынке инвесторы сконцентрировались на первичке, где сформировалась довольно плотная очередь из эмитентов, желающих занять до грядущего повышения ставок регулятором. ЦБ же, как ожидают аналитики, впредь будет действовать осторожно, лавируя между нарастающей инфляцией, укреплением рубля и поддержанием роста кредитования реального сектора.

Лавировали, лавировали...

Елена СКУРИХИНА

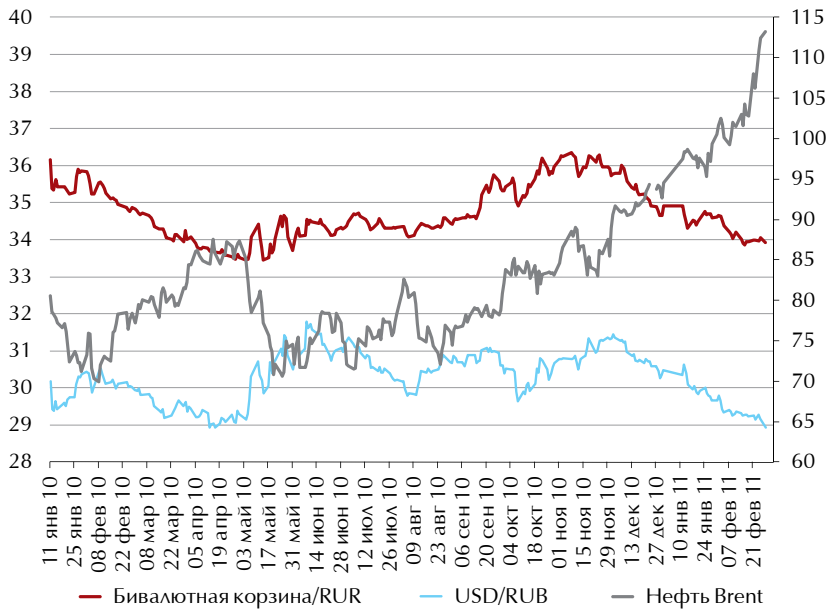
ГЕОПОЛИТИЧЕСКАЯ ЛИХОРАДКА

Весь февраль благоприятная ситуация с ликвидностью, показатели которой в системе добрались до рекордно высоких уровней (порядка 1.4 трлн руб.), подталкивала инвесторов к торговой активности. Однако внешний фон, «напрягающий» конфликтами на Ближнем Востоке, а также набирающими силу инфляционными рисками, сдерживал покупательские инициативы, вспоминает начальник отдела анализа долговых рынков НОМОС-БАНКА Ольга Ефремова. Неоднозначность новостного фона февраля подчеркивает и Тимур Галеев, сетуя, что настроения инвесторов часто менялись. Основными драйверами покупок и продаж фондовых инструментов как на внешних, так и на внутреннем российском рынке стали два достаточно разных по своей сути события: высказывания представителей ФРС по поводу возможности осуществления третьей фазы количественного смягчения в США (QE-3) и беспорядки на Ближнем Востоке, отмечает он.

Геополитическая лихорадка на Ближнем Востоке заставила изрядно понервничать глобальные рынки, продолжает тему Ольга Ефремова. Большую часть февраля не было понимания, насколько оперативно удастся разрешить проблемы в Египте, это на какое-то время ставило под сомнение полноценное функционирование Суэцкого канала, что спровоцировало первую волну роста цен на нефть. Причем когда ситуация более или менее прояснилась и влияние этого фактора стало не столь ощутимо, коррекции нефтяных цен не последовало. Напротив, положительная динамика сохранилась. Опасения

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



трансформировались в иную форму: непредсказуемость следующего очага конфликта, а также попытки инвесторов сконцентрироваться в так называемых «ликвидных» активах, характеризующихся умеренными рисками, отмечают в НОМОС-БАНКЕ.

В целом же статистика подтверждает сохраняющийся тренд на рост экономики США и Европы при том, что развивающимся странам приходится все активней бороться с инфляционным давлением, анализирует ситуацию на внешних рынках Дмитрий Грицкевич, аналитик Промсвязьбанка. На этом фоне Россия продолжает выгодно отличаться по уровню притока иностранного капитала от большинства других стран ЕМ. Данный факт позволил Минфину разместить дебютный суверенный рублевый еврободнд на семь лет с доходностью 8% годовых в объеме 40 млрд руб., что стало новым рублевым бенчмарком в длинном конце рублевой кривой, добавил он.

Вызывают интерес высказывания первых лиц США о возможности продолжения политики количественного смягчения, которые явно влияют на то, как инвесторы трактуют публикуемую макроэкономическую статистику. Риторика американских властей словно «погружает» рынок в «королевство кривых зеркал», когда макроэкономическая новость может трактоваться с множителем -1, подмечает Тимур Галеев, независимый аналитик. Он приводит в пример рост фондовых рынков 25 февраля после выхода более низких, чем ожидалось, цифр по ВВП США за четвертый квартал 2010 года (2.8% против 3.3% в годовом исчислении). Не исключено, что изначально негативные данные рынок мог трактовать как сигнал ФРС к новым денежным вливаниям, подытожил аналитик.

ВЫШЕ ТОЛЬКО СТАВКИ

Глобальная проблема инфляционного разгона становится все более актуальной и для России, отмечает Ольга Ефремова. При этом механизм ценового регулирования, использованный в РФ в феврале, представляется довольно оригинальным. «Так, ощутив стремительный рост потребительских цен (2.4% по итогам января), который выводил годовой показатель инфляции к 9.6% (это совершенно не укладывается даже в пересмотренные ориентиры МЭР на уровне 7–8%), правительство взяло на себя функции контролера, в первую очередь сбытовой политики компаний ТЭК», — говорит она, приводя данные, что подобная активность позволила в течение февраля резко затормозить цены на бензин и дизельное топливо, обеспечив общее увеличение цен по итогам февраля на уровне (по предварительным данным) 3.3%. При этом в НОМОС-БАНКЕ сомневаются в успешности дальнейшего применения такого механизма, ведь нет задачи отказываться от рыночного ценообразования, да и основной драйвер роста потребительских цен — стоимость продуктов питания — продолжает неуклонно расти, постепенно подтягивая за собой и непродовольственный сектор. Это будет подталкивать власти к поиску новых способов регулирования.

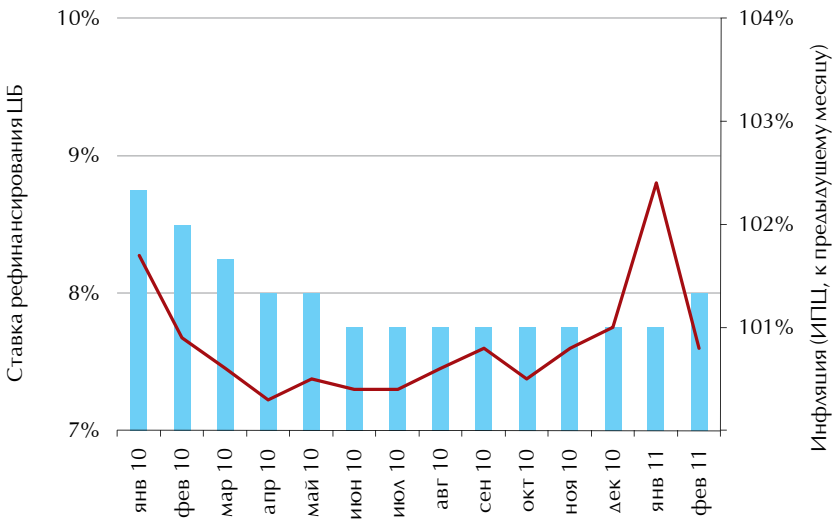
Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

В третьем эшелоне мы рекомендуем обратить внимание на ломбардные выпуски КБ «Ренессанс Капитал», 02; ЛК «Уралсиб», БО-03; «ПрофМедиа», 01; «СОЛЛЕРС», 02, а также неломбардные — РМБ, «Трансаэро», «Интурист», РМК и ЧТПЗ. Среди более надежных эмитентов мы отдаем предпочтение новым выпускам «Газпром нефти» серии 8 и 9, «Водоканал-Финанс», 01 с рейтингом на уровне Baa3, лизинговым компаниям ВТБ и ВЭБа, а также «Банк Санкт-Петербург», БО-02. Небольшой потенциал после заметного роста в январе-феврале сохраняется также в длинном конце кривой «Мечела» и «Евраза».

На заседании 25 февраля Банк России все же повысил ставку рефинансирования на 25 б.п. — до 8%, мотивируя свое решение сохранением высоких инфляционных ожиданий и предпосылок для притока капитала в Россию на фоне растущих мировых цен на нефть, констатировал Дмитрий Грицкевич. Он отмечает, что с начала года ускорение инфляции составляло 0.7 п.п., и повышением ставок снизить продуктовую инфляцию будет непросто — «спасением» от нее может стать лишь хороший новый урожай.

Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



Тимур ГАЛЕЕВ,
независимый аналитик

В «Велес Капитале» повышение ключевых процентных ставок считают несколько неожиданным. «Надо признать, мы полагали, что в условиях стагнации в строительном сегменте (а на него многое завязано в нашей экономике) и глобального предвыборного курса на удешевление стоимости кредитования, в том числе ипотечного, повышение ставок — последнее, к чему должен был бы прибегнуть ЦБ, — комментирует Иван Манаенко, начальник управления анализа долгового рынка ИК «Велес Капитал». — Впрочем, справедливости ради, стоит заметить, что неожиданным можно считать только время, выбранное для изменения ключевых ставок, тогда как уровень их коррекции был вполне ожидаемым для рынка и пока остается весьма символическим». Отчасти именно поэтому даже спекулятивно настроенные игроки проигнорировали очередную смену настроений денежных властей.

В Промсвязьбанке ожидают, что в политике ставок ЦБ продолжит действовать достаточно осторожно, чтобы не допустить чрезмерного укрепления курса национальной валюты. Согласны с такими ожиданиями и в UFS, где полагают, что в складывающейся ситуации Банк России будет продолжать искать золотую середину между рисками раскручивания инфляции и замедления роста кредитования. «На фоне ускорения инфляции и перспектив притока капитала в страну до конца первого полугодия мы видим ставку рефинансирования на уровне 8–8.25%», — прогнозирует Станислав Письменный, аналитик UFS.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Я рекомендую инвестировать средства в длинные инструменты. Лучше всего подойдут короткие «защитные» выпуски. Можно обратить внимание на Московскую область, 8 (имеющую достаточно широкий спред по доходности к менее длинному Московская область, 9). Среди менее ликвидных выпусков, на наш взгляд, интересны выпуски Иркутской области серии 31006, а также Судостроительного банка серии 03.

СКРОМНАЯ СТАТИСТИКА

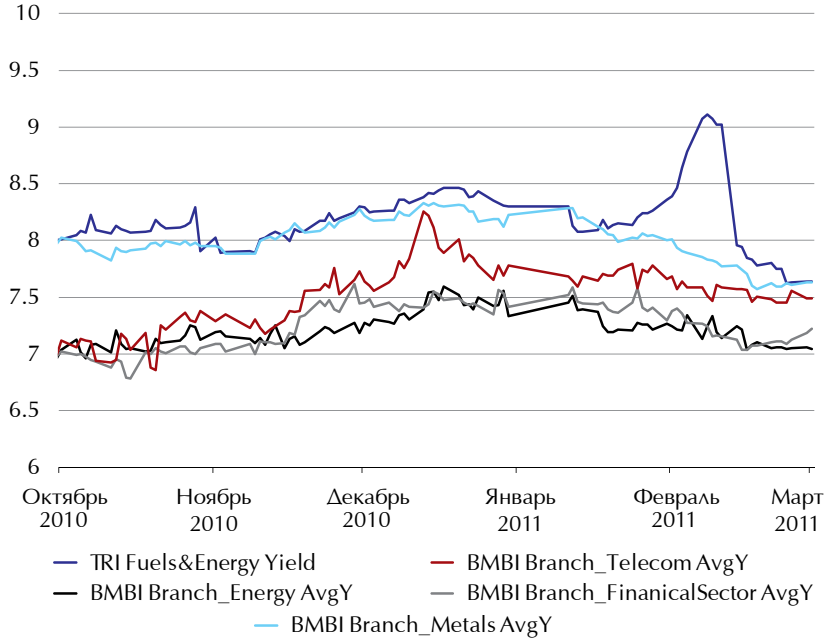
Что касается макростатистики за январь, она выглядит более чем скромно — с очисткой от сезонного и календарного факторов предварительный ВВП РФ в январе снизился на 0.3% по сравнению с декабрем, оборот розничной торговли вырос на 0.5%, сократившись к декабрю на 25%, реальные денежные доходы населения упали на 5.5% (год к году), инвестиции в основной капитал в январе сократились на 4.7% (год к году), приводит данные Дмитрий Грицкевич. Он также обращает внимание на другой сдерживающий фактор для ЦБ по агрессивному ужесточению монетарной политики — это предпосылки для притока капитала в Россию, способные вызвать заметное укрепление рубля. «Так, положительное сальдо торгового баланса РФ в январе выросло на 17.7% — до $19.2 млрд при средней цене нефти Brent $96.8 за баррель, в феврале средняя цена нефти на фоне продолжающихся народных волнений в арабском мире, очевидно, превысит $100», — уверен аналитик. В результате ЦБ приходится лавировать между нарастающей инфляцией, укреплением рубля и поддержанием роста кредитования реального сектора.

ПОД ГНЕТОМ ЛИКВИДНОСТИ

Основные факторы, которые двигают локальный долговой рынок в ту или иную сторону — это ужесточение монетарной политики Банка России и в противовес ей избыточная ликвидность в системе, укрепление национальной валюты и переток капитала из развитых рынков в развивающиеся в случае развития системных проблем у первых, комментирует Станислав Письменный.

Решение ЦБ от 31 января сохранить ключевые процентные ставки на прежних уровнях спровоцировало бум на рынке рублевых облигаций, пару недель до этого пребывавшем в ожидании реакции ЦБ на растущую инфляцию, вспоминает Иван Манаенко из «Велес Капитала». Спрос наблюдался по всему рынку, хотя, пожалуй, основное внима-

Рисунок 3
Облигационные индексы участников рынка, доходность



ние было, как и прежде, к выпускам с дюрацией до трех лет и доходностью от 8.5% годовых, продолжает он, указывая на тот факт, что участники рынка довольно быстро переключились на первичку. Предложений с приемлемым кредитным качеством на вторичном рынке было не так уж и много.

Комфортный уровень ликвидности в значительной степени поддерживал спрос на облигации как на вторичном, так и на первичном рынке, соглашается Дмитрий Грицкевич. Кроме того, к середине месяца недельная инфляция замедлилась до 0.2%, а национальная валюта с начала года укрепилась уже на 3.6% — до 33.9 руб. по бивалютной корзине, что создавало ощущение незыблемости текущего уровня учетных ставок ЦБ, и в результате средние уровни доходностей по первому-второму эшелону вплотную приблизились к своим минимумам сентября-октября 2010 года, отмечают в Промсвязьбанке.

> ЛУЧШЕ РЫНКА ЧУВСТВОВАЛИ СЕБЯ ОБЛИГАЦИИ ВТОРОГО-ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНОВ, ЧТО ЯВЛЯЕТСЯ ПРИЗНАКОМ ЛОКАЛЬНОЙ ПЕРЕКУПЛЕННОСТИ И ОТСУТСТВИЯ ИДЕЙ В БУМАГАХ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА, «ХУЖЕ РЫНКА» БЫЛИ ДЛИННЫЕ ОФЗ, ОБЛИГАЦИИ МОСКВЫ

Лучше рынка чувствовали себя облигации второго-третьего эшелонов, что является признаком локальной перекупленности и отсутствия идей в бумагах первого эшелона, «хуже рынка» были длинные ОФЗ, облигации Москвы (почти сравнявшиеся с ОФЗ по доходности), комментирует ситуацию на долговом рынке Тимур Галеев, высказывая предположение, что в марте динамика облигаций будет нейтральной либо негативной. «Как показывает практика, рублевые долги имеют определенный предел снижения доходности, по достижении которого обычно стабилизируются и прекращают рост», — пишет он, связывая это с такими категориями и соотношениями, как уровень инфляции и уровень процентных ставок по междилерскому РЕПО и операциям прямого РЕПО с Банком России; динамикой бивалютной корзины; стоимостью валютного хеджирования для нерезидентов; уровнем суверенного спреда (RUS30 — UST10) и так далее. Аналитик также предупреждает о существовании ряда рисков, которые инвесторы еще не заложили или не полностью дисконтировали в ценах активов. Это инфляция, геополитические риски (сейчас, на фоне смены политических режимов в странах арабского мира, они особенно сильны) и непомерно высокие долговые нагрузки отдельных муниципалитетов США, а также стран PIIGS еврозоны.

О неоднородности ситуации на локальном долговом рынке в феврале говорит и Ольга Ефремова. Она подчеркивает, что об определенных благоприятных влияниях накопившегося запаса ликвидности все же можно говорить уверенно: в очередной раз эпицентр концентрации интересов инвесторов сместился в первичный сегмент, где сформировался довольно плотный список желающих привлечь средства при комфортно низких ставках. Эмитенты вняли рыночным опасениям относительно возможного роста ставок в ближайшей перспективе и фактически «избавили» потенциальных покупателей от долгосрочной дюрации. В корпоративном секторе наиболее популярным стало размещение на срок не более трех лет, и даже Минфин РФ, осознавая незаинтересованность участников в длин-

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

Станислав ПИСЬМЕННЫЙ,
аналитик, UFS

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Из бумаг нефтяной отрасли мы выделяем биржевой выпуск НК «Альянс». Потенциал роста бумаги в среднесрочной перспективе составляет порядка 30–40 б.п.

В металлургической отрасли нам наиболее интересны бумаги «Евраза» и СУЭКа. В долгосрочной перспективе в случае приватизации «Алросы», при адекватной цене на бумаги, мы видим снижение стоимости долга на полфигуры.

Среди бумаг представителей розничного сектора привлекателен биржевой выпуск «Копейки», который имеет слишком широкий спред к кривой материнской «ИКС 5».

В телекоммуникационном секторе интересен выпуск МТС, 07 — слишком высокий спред относительно собственной кривой. Обращает внимание и биржевой выпуск ЮТК, 04, который также торгуется неоправданно широко по сравнению с компаниями-аналогами.

Банковский сектор мы считаем главным аутсайдером рублевого рынка, и на то есть веские причины. В первую очередь, это насыщенность рынка. Есть эмитенты, которые не внушают нам доверия с точки зрения своей финансовой устойчивости. Кроме того, осуществляемая программа по борьбе с инфляцией в конечном счете приведет к росту резервных требований банков, повышению процентных ставок и снижению ликвидности и, как результат, сокращению маржинальности банковских операций (около 4–5%). Среди бумаг данного сектора недооцененными нам видятся облигации Татфондбанка (БО-01), ГЛОБЭКСБАНКА (БО-03 и БО-05) и Новикомбанка (1-й выпуск).

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

ных бумагах, пошел на определенные уступки, заменяя ранее планируемое долгосрочное предложение на более комфортные среднесрочные выпуски, прокомментировала она ситуацию на первичном рынке.

По мнению Ивана Манаенко, знаковым моментом можно считать 8 февраля, когда в один день успешно разместились «КАМАЗ», НК «Альянс», «Газпром нефть», Альфа-Банк и Промсвязьбанк. И всем стало очевидно, что долговой рынок прогибается под гнетом рублевой ликвидности. Это отчетливо продемонстрировало размещение «Мечела», далеко не самого идеального в плане долговой нагрузки заемщика, который оказался в силах разместить новый выпуск ниже собственной кривой, спровоцировав при этом не только пересмотр доходностей по своим, уже обращающимся выпускам, но и по всей металлургической отрасли, отмечает аналитик «Велес Капитала».

Вторичный рынок выглядел довольно вяло, основной интерес концентрировался на новом предложении, которое в силу преобладания формата биржевых бумаг довольно оперативно появлялось на вторичном рынке. Однако подобная тенденция исчерпывает себя в течение одной-двух недель, заставляя участников рынка искать какие-то новые идеи в первичном сегменте, считает Ольга Ефремова.

Спросом у покупателей пользуются бумаги первого и качественного второго эшелона, причем наметилась тенденция к покупке более длинных бумаг, в среднем длина приобретаемых бумаг составляет два-три года, отмечает Станислав Письменный. Навес первички пока не может сбить волну роста. Наиболее интересными выпусками, вышедшими на рынок в феврале, в UFS считают бумаги «Газпром нефти» (8–10 выпуски) и «Уралкалия» (Б0-01). В целом сейчас очень мало бумаг, которые по тем или иным причинам торгуются выше своей справедливой доходности, полагают в UFS, а спреды между бумагами одной отрасли становятся все уже.

«В ближайшие месяцы мы не ждем заметного уменьшения подушки ликвидности в банковской системе, которая по-прежнему будет поддерживать долговой рынок», — предполагает Дмитрий Грицкевич. Так, например, после объявления ЦБ о повышении ставок заметных продаж на рынке не последовало — доходности бумаг первого-второго эшелонов выросли максимум на 5 б.п., добавив лишь немного волатильности торгам. В результате предпосылок для полномасштабной коррекции на рынке нет, и мы ожидаем бокового движения котировок в среднесрочной перспективе. Скорее всего, ЦБ предпримет очередное повышение ставок не ранее чем через два месяца, при этом продолжая пристально следить за ключевыми индикаторами: инфляцией, курсом рубля и ценами на нефть, подытожили в Промсвязьбанке.

Главным фактором продолжающегося бума на рынке публичных корпоративных заимствований остается колоссальный навес рублевой ликвидности, пишет Иван Манаенко. Учитывая, что кредитные механизмы в России так полноценно и не заработали, в перспективе нескольких месяцев можно смело говорить о том, что остатки на корсчетах и депозитах никуда не растворятся и даже вырастут, пояснил он. Таким образом, рост цен на рынке рублевого долга продолжится, причем новые размещения будут этому лишь способствовать. Очевидно, что постепенно начнут снижаться и требования к эмитентам. Тем более что подобное мы не раз уже наблюдали, заключил аналитик «Велес Капитала».

> СКОРЕЕ ВСЕГО, ЦБ ПРЕДПРИМЕТ ОЧЕРЕДНОЕ ПОВЫШЕНИЕ СТАВОК НЕ РАНЕЕ ЧЕМ ЧЕРЕЗ ДВА МЕСЯЦА, ПРИ ЭТОМ ПРОДОЛЖАЯ ПРИСТАЛЬНО СЛЕДИТЬ ЗА КЛЮЧЕВЫМИ ИНДИКАТОРАМИ: ИНФЛЯЦИЕЙ, КУРСОМ РУБЛЯ И ЦЕНАМИ НА НЕФТЬ

> ГЛАВНЫМ ФАКТОРОМ ПРОДОЛЖАЮЩЕГОСЯ БУМА НА РЫНКЕ ПУБЛИЧНЫХ КОРПОРАТИВНЫХ ЗАИМСТВОВАНИЙ ОСТАЕТСЯ КОЛОССАЛЬНЫЙ НАВЕС РУБЛЕВОЙ ЛИКВИДНОСТИ

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Сформировавшаяся конъюнктура вторичного рынка делает его довольно скудным на какие-либо торговые идеи, особенно на фоне последнего повышения ставок. Единственное, на что инвесторам приходится надеяться — это поиск ценовых диспропорций. В части российских еврооблигаций мы отмечаем сохраняющийся потенциал для положительных переоценок в бумагах частных банков, особенно на фоне обещающих позитивные результаты отчетов, а также в выпусках компаний ТЭК на фоне продолжающегося роста цен на нефть. В рублевом сегменте, на наш взгляд, имеет смысл более внимательно отслеживать первичное предложение, конечно, если оно не характеризуется агрессивностью ставок.