Несмотря на шквал плохих новостей с внешних рынков, в российском сегменте сложилась вполне благоприятная конъюнктура в условиях роста нефтяных котировок. Приятным сюрпризом для долгового рынка стали итоги заседания совета директоров Банка России — на фоне снижения инфляционного давления регулятор решился как минимум сделать паузу в «закручивании гаек», воздержавшись от повышения ставок. Высокие геополитические риски в мире способствовали повышенному спросу на российские долговые инструменты — объемы торгов на вторичном рынке превысили показатели февраля, а к высокой активности инвесторов на первичке отчасти оказались не готовы и сами эмитенты, предложив слишком мало выпусков.

Сохранить веру в рынок

Елена СКУРИХИНА

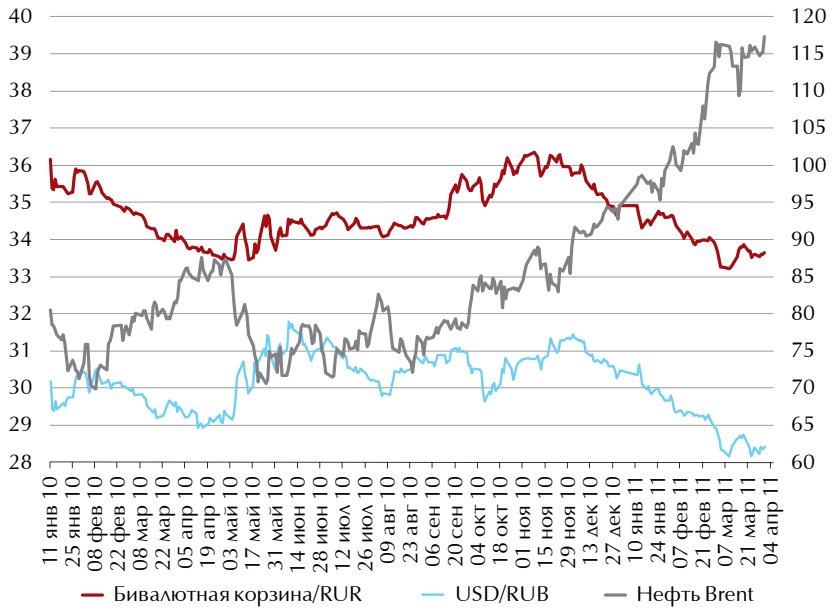
ГЛАЗА РАЗБЕЖАЛИСЬ

Непростая ситуация на мировых рынках, обусловленная продолжением революционных конфликтов на Ближнем Востоке, сохраняющимися долговыми проблемами в Европе и очередными шагами монетарных властей Китая по борьбе с «пузырем» в экономике, усложнилась из-за природных катаклизмов в Японии. В результате под вопросом оказался скорый выход мировой экономики из кризиса, анализирует внешний фон Александр Ермак, заместитель начальника аналитического управления БК «РЕГИОН». Март преподнес так много неожиданностей, что у инвесторов буквально разбежались глаза… Но они решили проигнорировать все события, сохранив веру в рынок, вспоминает Екатерина Леонова, аналитик Альфа-Банка. Комментируя ситуацию в мире, она отмечает, что в начале месяца на первый план вышли трагические события в Японии. Однако рыночную реакцию на произошедшие события показал преимущественно лишь японский рынок, продемонстрировав максимальное падение индекса Nikkei после природных катаклизмов (на 17.5%) и резкое укрепление иены — тоже до рекордных за последние 20 лет уровней. Инвесторы остальных рынков не спешили впадать в панику и сокращать позиции. С середины марта события в Японии отошли на второй план, потесненные развернувшейся в Ливии военной операцией, добавила Екатерина Леонова.

Мировые цены на сырьевые товары остаются определяющим внешним фактором для российского рынка облигаций: ралли на рынках нефти и металлов, которое наблюдается последние

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



месяцы, получило новый импульс с разрастанием вооруженного конфликта в Ливии и нагнетанием политической напряженности в большинстве стран ОПЕК, подчеркивает Денис Демин, начальник аналитического отдела инвестиционной компании БФА.

Неизбежным результатом ближневосточного кризиса стал рост цен на нефть, а авария на японской АЭС привела к повышению спроса на сжиженный природный газ, продолжает тему Ольга Стерина, аналитик ФК «Уралсиб». Она отмечает, что ситуация на сырьевых рынках более чем благоприятна для российской экономики, которая таким образом получает новые возможности для дальнейшего посткризисного восстановления. По-видимому, коньюнктура на рынке нефти в течение ближайших месяцев будет оставаться сильной на фоне развития событий в арабских странах, предполагает Денис Демин. Это обеспечит определенную поддержку рублю и рублевым активам, однако может создать проблемы для глобальной экономической коньюнктуры и усилить инфляционные тенденции в России, предупреждает он.

ЕСТЬ ПОВОДЫ ДЛЯ ОПТИМИЗМА

С середины марта настроение участников долгового рынка, подпорченное внешними волнениями, стало меняться к лучшему, отмечает Александр Ермак. К основным факторам поддержки рынка он относит высокие цены на нефть, укрепление рубля, сохраняющийся избыток рублевой ликвидности и снижение темпов роста инфляции, наблюдаемое в конце февраля – начале марта. Представители Банка России не преминули выступить с заявлением о том, что финансовым властям, возможно, удастся уложиться в озвученный ранее прогноз по годовой инфляции и исполнить федеральный бюджет без дефицита. 25 марта совет директоров ЦБ оставил все ключевые процентные ставки без изменения, что стало неожиданным для многих, но приятным для всех участников долгового рынка сюрпризом, вспоминает Александр Ермак. После февральского повышения ставок вполне можно было ожидать аналогичного решения ЦБ по итогам заседания 25 марта, второе подряд повышение ставки могло быть расценено как начало тренда ужесточения кредитно-денежной политики, рассуждает Денис Демин. Однако регулятор ограничился повышением нормативов обязательных резервов, решив взять паузу. Воздержаться от повышения ставок ЦБ помогла нормализация показателя инфляции: в марте потребительская инфляция составила около 0.5%, а недельный показатель сократился примерно до 0.1%, пояснил он. Инвесторы получили еще месяц отсрочки до очередного заседания, когда ставка по операциям ЦБ может быть изменена, комментирует ситуацию Екатерина Леонова. Повышение резервных требований свидетельствует о том, что ЦБ в большей мере озабочен возможным притоком в страну спекулятивного иностранного капитала, нежели растущим инфляционным давлением, пояснила она, предположив, что, судя по всему, инвесторы разделяют мнение ЦБ, ожидая притока иностранных средств.

После вялого старта в январе некоторое улучшение макроэкономической ситуации показывают опубликованные в конце месяца статданные за февраль, констатирует Ольга Стерина. Однако второй месяц года, как и первый, был отмечен сокращением объема инвестиций в основной капитал и реальных доходов населения соответственно на 0.4% и 1.5% по сравнению с февралем прошлого года. Вдобавок рост промышленного производства замедлился до 5.9% год к году с 6.7% в январе. Однако поводы для оптимизма все же есть, отмечает Ольга Стерина.

Во-первых, сокращение объема инвестиций второй месяц подряд отражает особенности инвестиционной деятельности и учета ее результатов: большинство инвестиционных проектов сдается в конце квартала, так что уже по итогам марта аналитик «Уралсиба» прогнозирует рост показателя на 1.3% по сравнению с тем же месяцем 2010 года. С восстановлением кредитования

Денис ДЕМИН,
начальник аналитического отдела, инвестиционная компания БФА

Екатерина ЛЕОНОВА,
аналитик, Альфа-Банк

КОММЕНТАРИЙ

Пока ключевым фактором для российского рынка остается избыток свободных ресурсов и стабильность рубля. Вместе с тем, покупать дальше на таких уровнях становится страшно. Все большая часть инвесторов будет стремиться «зафиксироваться» в длинных выпусках, постепенно укорачивая дюрацию портфеля. Пика этот процесс достигнет к следующему заседанию ЦБ в конце апреля. Спасти положение могут эмитенты. Сейчас наиболее благоприятное время для привлечения средств в текущем году. Избыточный спрос позволит минимизировать стоимость заимствований и одновременно максимизировать сроки привлечения. Для компаний первого-второго круга наиболее эффективным способом заимствований может стать выпуск рублевых еврооблигаций. За счет более широкой базы инвесторов (в первую очередь, иностранных) эмитент может привлечь крупный объем средств в рублях по ставкам ниже, чем на внутреннем рынке. Ярким примером является суверенный рублевый евробонд, торгующийся с дисконтом к ОФЗ аналогичной дюрации.

Александр ЕРМАК,
заместитель начальника аналитического управления, БК «РЕГИОН»

реального сектора экономики в нынешнем году инвестиции могут стать одним из основных локомотивов экономического роста. Будет сказываться и отложенный инвестиционный спрос: во время кризиса инвестиционная активность пострадала больше всего, поясняет Ольга Стерина. По итогам года в ФК «Уралсиб» прогнозируют рост объема инвестиций в основной капитал на 11.7%. Падение реальных доходов населения может в определенной степени объясняться эффектом базы: это был один из немногих макроэкономических показателей, который даже в кризис показал положительную динамику — в основном благодаря увеличению социальных выплат. Реальные располагаемые доходы населения, по оценке ФК «Уралсиб», вырастут за год на 4.2%. Замедление роста промышленного производства Ольга Стерина считает вполне закономерным в условиях постепенного увеличения загрузки мощностей. Ее прогноз роста промпроизводства по итогам года равен 5.1%.

В марте российская экономика продолжала испытывать эффект притока ликвидности на фоне устойчиво высоких цен на сырьевые товары и роста госрасходов, продолжает обсуждать ситуацию в стране Денис Демин из БФА. Ликвидность в финансовом секторе на протяжении месяца оставалась на достаточно высоких уровнях: сумма средств на корсчетах и депозитах в ЦБ находилась в коридоре 1200–1450 млрд руб., незначительно уступая показателям февраля. Центробанку в последние месяцы удается сдерживать объем денежной массы: за первые два месяца 2011 года он снизился примерно на 2.4%, что хорошо сочетается с заметным укреплением курса рубля к бивалютной корзине. Однако вряд ли можно рассчитывать на перелом тренда роста денежной массы в условиях увеличения бюджетных расходов и притока экспортной выручки, предупреждает Денис Демин, полагая, что показатели марта могут стать тому подтверждением.

КОММЕНТАРИЙ

В кратко- и среднесрочной перспективе мы ожидаем сохранения позитивной ценовой динамики на рынке рублевых облигаций, что будет обусловлено избытком рублевой ликвидности и перспективами укрепления российской валюты на фоне высоких нефтяных из-за военного конфликта на Ближнем Востоке. Сокращение темпов инфляции, которое наметилось в марте, и возможное последующее снижение инфляционных ожиданий могут существенно ослабить «агрессивность» Банка России по повышению ставки рефинансирования и остальных ключевых процентных ставок. Это также обещает стать существенным фактором поддержки цен на рублевом долговом рынке. С учетом этих ожиданий мы рекомендуем инвесторам продолжать принимать участие в первичных размещениях относительно качественных эмитентов, по облигациям которых будет предложена премия к уровню вторичного рынка. На вторичке рекомендуем сохранять осторожность к инвестициям в долгосрочные облигации, обратив основное внимание на бумаги первого и второго эшелонов с дюрацией в пределах двух-трех лет и доходностью в районе 7–7.5% и 8–9% годовых соответственно.

> «СПРОС ПЕРЕМЕСТИЛСЯ В СЕГМЕНТ ПЯТИ-СЕМИЛЕТНИХ БУМАГ, НЕВЗИРАЯ НА ОЖИДАНИЯ ТОГО, ЧТО РАНО ИЛИ ПОЗДНО ЦБ ПРОДОЛЖИТ ПОВЫШЕНИЕ СТАВОК. В ИТОГЕ ОБЪЕМ ТОРГОВ ПОБИЛ ВСЕ РЕКОРДЫ, А НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ ИНВЕСТОРЫ С РАДОСТЬЮ УЧАСТВОВАЛИ В РАЗМЕЩЕНИЯХ, ПРАКТИЧЕСКИ НЕ ОБРАЩАЯ ВНИМАНИЯ НА КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО»

ВАЛЮТА НЕ СДАЕТСЯ

Реакция валютного рынка на политический кризис в Португалии и веерное понижение рейтингов периферийных стран была практически нейтральной, анализирует ситуацию на денежном рынке Екатерина Леонова. Невзирая на негативный новостной фон, евро продолжал укрепление к доллару или, как минимум, не сдавал своих позиций, добавляет она.

Прервавшийся в середине марта процесс укрепления российской валюты, во-первых, из-за землетрясения в Японии и связанного с этим временного снижения цен на нефть, а во-вторых, по причине напряженности на мировых финансовых рынках, возобновился к концу месяца, отмечает Ольга Стерина. В ФК «Уралсиб» ожидают, что в ближайшее время цены на нефть останутся вблизи текущих уровней, что будет способствовать дальнейшему укреплению российской валюты. Учитывая конъюнктуру сырьевых рынков, возросла вероятность того, что официальный прогноз дефицита федерального бюджета, составляющий 3.6% ВВП, будет пересмотрен в сторону сокращения, подчеркивает Ольга Стерина.

ПРИНЯТОЕ В КОНЦЕ ФЕВРАЛЯ РЕШЕНИЕ БАНКА РОССИИ О ПОВЫШЕНИИ КЛЮЧЕВЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК НА 0.25 Б.П. И УВЕЛИЧЕНИЕ НОРМ РЕЗЕРВИРОВАНИЯ ДЛЯ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ СТАЛО ОДНОЙ ИЗ ГЛАВНЫХ ПРИЧИН ДАЛЬНЕЙШЕГО ПЛАВНОГО СНИЖЕНИЯ ЦЕН ПО ШИРОКОМУ СПЕКТРУ БУМАГ

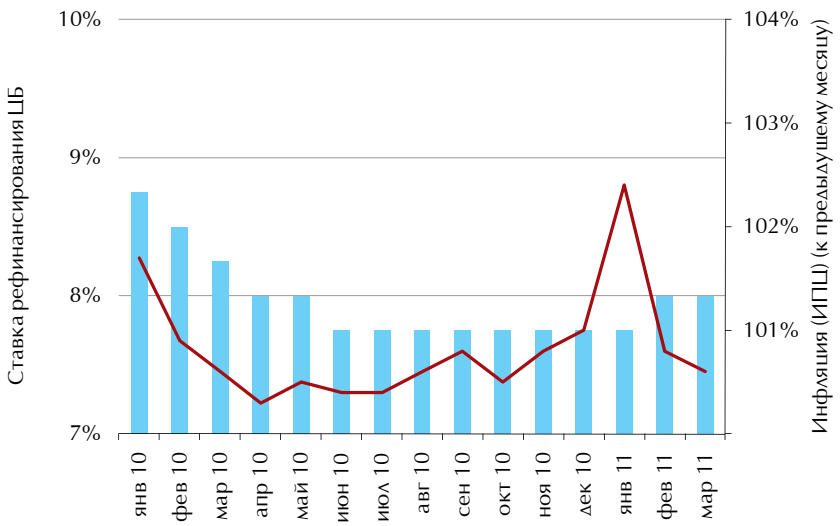


Рисунок 2

Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

СИЛА СПРОСА

Месяц прошел в целом удачно для российского рынка облигаций. По словам Дениса Демина, высокая ликвидность и комфортная макроэкономическая конъюнктура обеспечивали высокий спрос на долговые инструменты. Дополнительным фактором интереса инвесторов к облигациям стали высокие геополитические риски, приведшие к некоторому «пробуксовыванию» рынка акций и притоку средств в более консервативные инструменты, заключил он.

Повышенную активность на первичном рынке корпоративных облигаций отмечает и Александр Ермак. Первоначальный спрос к концу месяца существенно превышал первоначальное предложение, говорит он. Так, если большая часть размещений проходила при двух-трехкратном превышении спроса, то по облигациям ОТП Банка спрос превысил предложение в 6.4 раза, по облигациям Почты России — почти в 6.7 раза, а по облигациям БНП Париба Банка — в 12.5 раз, приводит примеры аналитик БК «РЕГИОН». Отдельно он отмечает обмен части двух обращающихся выпусков АФК «Системы» на новый выпуск объемом 19.5 млрд руб. Предложенные условия выкупа «старых» бумаг и уровень процентной ставки и структура по новому выпуску были достаточно комфортны для инвесторов. С другой стороны, эмитент смог существенно сэкономить на будущих платежах по старым выпускам с высокими ставками (14.75% и 12.5% годовых по старым против 7.65% годовых по новому выпуску). Знаковым событием для рынка рублевого долга стало размещение 23 марта Минфином РФ нового семилетнего выпуска ОФЗ объемом около 24.76 млрд руб. (или 99% от объема предложения) при средневзвешенной ставке 7.89% годовых, продолжает анализировать ситуацию в госсекторе Александр Ермак. Благодаря этому размещению эмитент удлинил кривую доходности «рыночных» госбумаг, более четко установив ориентиры для «длинных» выпусков корпоративных облигаций, пояснил он.

ПОШЛА ТОРГОВЛЯ

В первой половине месяца рынок торговался неактивно — инвесторы не были уверены в сохранении позитивного тренда и готовились к сокращению позиций, а в последней декаде марта их уверенность заметно возросла, вспоминает Екатерина Леонова из Альфа-Банка. Снижение цен в первой половине месяца было не только компенсировано, но и перекрыто во второй половине марта, дополняет Александр Ермак. По его словам, поддержку рынку рублевых облигаций в первой декаде марта оказало резкое укрепление рубля, что также стало реакцией рынка на февральское решение Банка России о повышении ставки рефинансирования и расширении коридора бивалютной корзины.

Постоянно сохраняющийся избыток рублевой ликвидности — несмотря

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, ФК «Уралсиб»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Инвесторам мы рекомендуем обратить внимание на наиболее ликвидные бумаги госсектора с дюрацией три-пять лет, к которым относятся, в частности, ОФЗ-25075, ОФЗ-26203 и ОФЗ-25077. Заслуживают внимания также размещенные в марте семилетние ОФЗ-26204 — Минфин предложил при дебюте облигаций солидную премию, и их доходность сложилась на уровне 7.89% годовых. Через неделю после аукциона доходность снизилась до 7.86% годовых, на наш взгляд, дальнейший потенциал снижения доходности сохраняется. Мы оцениваем справедливый уровень доходности выпуска в 7.78% годовых.

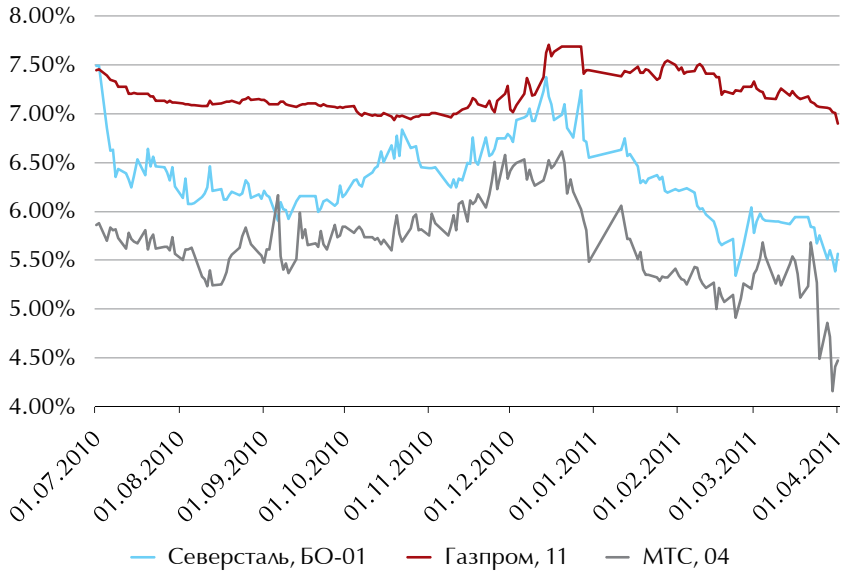


Рисунок 3

Индикативные доходности корпоративных выпусков

даже на отток средств из банковской системы в размере около 700 млрд руб. в период налоговых платежей — вынуждает участников рынка продолжать наращивать позиции, считает Екатерина Леонова. При этом, по ее мнению, эмитенты оказались не готовы к сохранению и нарастанию спроса: поток первичного предложения к середине месяца превратился в тонкий ручеек. Дефицит предложения новых выпусков создает еще более ажиотажный спрос на вторичном рынке, полагает она.

Принятое в конце февраля решение Банка России о повышении ключевых процентных ставок на 0.25 б.п. и повышение норм резервирования для коммерческих банков стало одной из главных причин дальнейшего плавного снижения цен по широкому спектру бумаг, особенно в долгосрочном секторе, продолжает комментировать ситуацию на вторичном рынке Александр Ермак. Правда, надо отметить, что такой сценарий был ожидаем многими участниками рынка и уже учтен в рыночных ценах, поэтому их существенного изменения не произошло: снижение цен составило в среднем не более 0.1–0.2 п.п., подсчитали в БК «РЕГИОН». На повышение процентных ставок Банком России отреагировал рынок МБК и рынок РЕПО, где также произошел рост ставок на соответствующую величину. Так, например, средние ставки однодневных кредитов выросли с уровня порядка 2.8–2.9% годовых в январе-феврале 2011 года до 3.15–3.16% годовых в марте, отмечает Александр Ермак.

По словам Дениса Демина, объемы операций на долговом рынке оставались высокими, превышая показатели февраля. К концу месяца на рынке торговались все более или менее ликвидные выпуски. Причем спрос переместился в сегмент пяти-семилетних бумаг, невзирая на ожидания того, что рано или поздно ЦБ продолжит повышение ставок. В итоге объем торгов побил все рекорды, а на первичном рынке инвесторы с радостью участвовали в размещениях, практически не обращая внимания на кредитное качество, говорит Екатерина Леонова. Александр Ермак тоже отмечает рост аппетита инвесторов к рискам, что подтверждается активностью операций с долгосрочными выпусками (в пределах 7–10 млрд руб., дюрация — четыре-пять лет), например с МТС, 7, «ВК-Инвест», 06, 07, при росте цен примерно на 1 п.п. Более 2 п.п. составил рост цен вышедших на вторичные торги облигаций «Газпром нефти» 8 и 9 выпусков (дюрация — около четырех лет). В целом, по оценкам БК «РЕГИОН», оборот торгов на вторичном рынке корпоративных облигаций вырос более чем на четверть по сравнению с предыдущим месяцем, при этом рост цен за прошедший месяц составил в отдельных выпусках 1–2.5 п.п., а по большей части торгуемых бумаг — 0.2–0.7 п.п.

Однако по мере снижения доходностей на рынке облигаций уже в апреле можно ожидать замедления роста индексов облигационных рынков или — в случае ухудшения экономической конъюнктуры — перехода рынка в боковой тренд со слабой активностью участников, полагает Денис Демин. Весьма вероятным вариантом развития событий является ухудшение конъюнктуры долгового рынка в апреле на фоне обострения рисков суверенного долга стран еврозоны, замедления восстановления мировой экономики и возобновления роста инфляции в РФ, предостерегает он. Снижение инфляции в марте не в последнюю очередь произошло из-за критики властей в адрес нефтедобывающих компаний и последовавшего за этим снижения цен на нефтепродукты. Возможно, в апреле сезонное повышение спроса и высокие цены на мировых рынках спровоцируют новую волну роста цен на нефтепродукты, что способно ухудшить общую инфляционную картину. На этом фоне ЦБ будет вынужден вновь активизировать политику противодействия инфляции, а это способно испортить «аппетит» участникам долговых рынков, заключили в БФА.

«ПОСТОЯННО СОХРАНЯЮЩИЙСЯ ИЗБЫТОК РУБЛЕВОЙ ЛИКВИДНОСТИ — ДАЖЕ НЕСМОТРЯ НА ОТТОК СРЕДСТВ ИЗ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ В РАЗМЕРЕ ОКОЛО 700 МЛРД РУБ. В ПЕРИОД НАЛОГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ — ВЫНУЖДАЕТ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ПРОДОЛЖАТЬ НАРАЩИВАТЬ ПОЗИЦИИ»

РЫНОК ОБЛИГАЦИЙ ЗАДЫХАЕТСЯ: ПОТЕРИ ПО «ДВУХЛЕТНИМ» ГОСОБЛИГАЦИЯМ ЗА НОЯБРЬ 2010 СОСТАВИЛИ -0.5%.*

ФЬЮЧЕРСЫ НА КОРЗИНУ ОФЗ — КИСЛОРОДНАЯ ПОДУШКА ДЛЯ ПОРТФЕЛЯ ОБЛИГАЦИЙ

ДОХОДНОСТЬ ОТ ПРОДАЖИ ФЬЮЧЕРСОВ НА ДВУХЛЕТНЮЮ КОРЗИНУ ОФЗ ЗА НОЯБРЬ 2010 СОСТАВИЛА +30%.**

Возможность заработать с «плечом» в условиях роста ставок — продажа фьючерса на корзину ОФЗ

Гарантийное обеспечение:

- 3% по фьючерсному контракту на «двухлетние» облигации федерального займа (код контракта OFZ2) и
- 4% по фьючерсному контракту на «четырехлетние» облигации федерального займа (код контракта OFZ4)

* Для расчетов использовались средневзвешенные цены (WAP) основного режима торгов рынка государственных ценных бумаг ММВБ и индикатор ставок РЕПО овернайт, рассчитываемый ММВБ

** Оценочные данные. В качестве «двухлетней» облигации брали ОФЗ 25065, для расчета оценочной цены фьючерса использовали безарбитражную модель: результат равен конверсионному коэффициенту, умноженному на разницу между текущей стоимостью облигации и керри (разнице между купонным доходом и стоимостью фондирования). Конверсионный коэффициент для ОФЗ 25065 считали равным 1.1051.

FORTS ФЬЮЧЕРСЫ И ОПЦИОНЫ

на правах рекламы