Внутренний рынок облигаций в апреле попал под влияние внешних факторов риска. Настроения его участников скорректировались вслед за снижением прогноза по рейтингу США и обострением ситуации с долгами еврозоны. Интересных инвестиционных идей практически не осталось — возможность заработать давал лишь первичный рынок. Под конец месяца ЦБ, сославшись на значительное инфляционное давление, все же принял решение о повышении ставок на 25 б.п., чего совсем не ждали участники. Прогнозируя негативную реакцию рынка на эти события, аналитики рекомендуют пока воздержаться от открытия длинных позиций по рублевым бумагам.

Ждем попутного ветра

Елена СКУРИХИНА

СПУСКОВОЙ КРЮЧОК

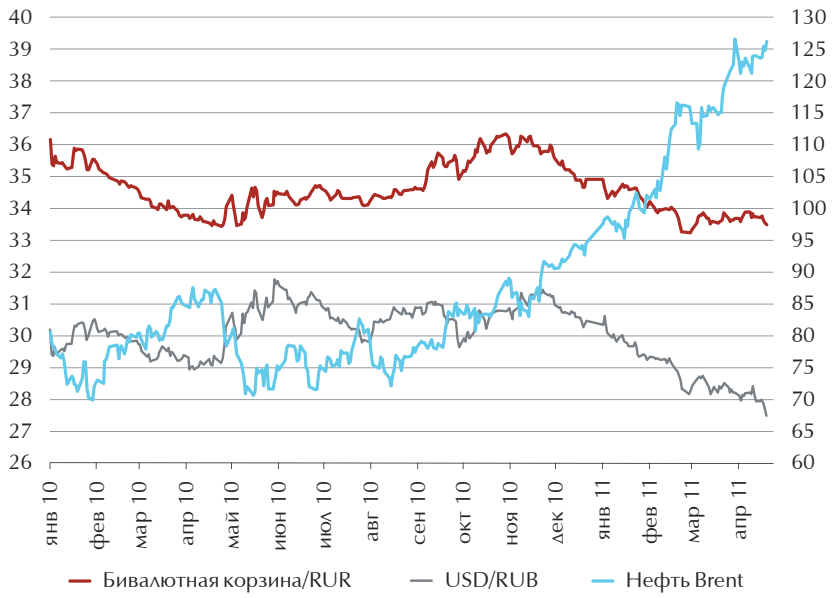
В начале апреля Португалия ожидаемо обратилась за помощью в Стабилизационный фонд ЕС после того, как доходности по ее государственным облигациям достигли критических уровней. Вслед за этим ЕЦБ повысил ставку рефинансирования до 1.25%, пытаясь обуздать инфляцию, анализирует ситуацию в мире Дмитрий Назаров, старший аналитик отдела анализа долговых рынков UFS. Сильнейший удар по рынкам нанесло агентство Standard & Poor's, изменив прогноз по кредитному рейтингу США на негативный. В результате последовала давно назревавшая коррекция, отмечает он. По сути Standard & Poor's констатировало то, что всем давно было известно: проблема бюджетного дефицита и растущего долга США возникла не вчера и никуда не исчезла.

Хотя, по мнению Владимира Евстифеева, аналитика банка «ЗЕНИТ», существенных поводов для коррекционного движения заметно не было, видимо, рынкам просто была необходима передышка после внушительного мартовского роста большинства рискованных активов.

Зато серьезной проблемой, с которой могут столкнуться долговые рынки в среднесрочной перспективе, является высокая вероятность реструктуризации греческого долга, считает Дмитрий Назаров. Так, в апреле доходности суверенных облигаций Греции вновь резко выросли, при этом доходность двухлетних долговых обязательств превысила 24%. Вероятность реструктуризации греческого долга в ближайшие два года вполне реальна, так как экономика Греции по-прежнему находится в сильнейшей рецессии, полагают в UFS.

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



«МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИТОГИ ПЕРВОГО КВАРТАЛА ПОДТВЕРДИЛИ, ЧТО «ЧУДА» ДЛЯ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ В 2011 ГОДУ НЕ ПРОИЗОЙДЕТ»

Если говорить о состоянии денежно-кредитного рынка как базового фактора для реализации тех или иных стратегий на глобальном рынке, то здесь ситуация скорее нейтральна, отмечает Владимир Евстифеев. Комфортный уровень ставок сохранился, поддерживая привлекательность рискованных стратегий. Федеральная резервная система США остается явным приверженцем стимулирующей монетарной политики, а европейский центробанк хоть и взял курс на повышение процентных ставок, но удерживает в силе возможность срочного предоставления ликвидности банкам региона, отмечают в банке «ЗЕНИТ».

По мнению Романа Дзугаева, вице-президента департамента макроэкономики и стратегии НБ «ТРАСТ», главными событиями апреля, наступления которых ждали все, стали заседание ФРС, прошедшее 26–27 апреля, и традиционное для конца месяца заседание ЦБ РФ. Пикантность первому событию придавала запланированная пресс-конференция Бена Бернанке — новая практика в работе ФРС. «Мы не присоединились к скептикам, сомневавшимся в выполнении QE2 в полном объеме — как и намечалось, ФРС действительно выкупит все $600 млрд казначейских облигаций до конца июня», — комментирует аналитик «ТРАСТА». Однако ответ на вопрос, будут ли новые стимулы после QE2, на апрельском заседании ФРС не последовал, все свелось к традиционной формулировке: «Это будет зависеть от ситуации в экономике». НБ «ТРАСТ» по-прежнему делает ставки на продолжение стимулирования экономики после QE2. Интересно, что ФРС с некоторой оговоркой уже обозначил инструмент реализации exit strategy (правда, не давая никакого намека на время начала «выхода») — им станет как раз прекращение реинвестирования в UST с конечной целью сокращения баланса центробанка, отмечает Роман Дзугаев.

КАРНАВАЛА НЕ БУДЕТ

Макроэкономические итоги первого квартала подтвердили, что «чуда» для российской экономики в 2011 году не произойдет, заключил Владимир Евстифеев. Показатели промышленности, инвестиций и спроса демонстрируют очень скромные темпы прироста. Так, рост объемов промышленного выпуска в марте увеличился лишь на 5.3%, при этом скорость прироста снижалась с января, поясняет он. Скромный рост производственного сектора во многом обеспечивает восстановление тех отраслей, которые наиболее сильно просели в период кризиса (автопроизводители, машиностроение, металлургия, производство отдельных видов стройматериалов). В перспективе точки качественного роста для промышленности неоднозначны, поэтому как минимум в текущем полугодии темпы прироста объемов выпуска останутся близкими к 4.5–5% в годовом выражении, считают в банке «ЗЕНИТ».

Общее число безработных в России на третью декаду апреля снизилось на 1.03% по сравнению с началом месяца и составило 1.623 млн человек, или 2.13% от численности экономически активного населения, приводит статистику по рынку труда Дмитрий Назаров. Данное снижение обусловлено техническими сезонными факторами, а не качественными изменениями в экономике. В UFS уверены, что ближе к концу года уровень безработицы покажет плавный рост и вернется на уровни начала 2011 года (2.5%). Продолжая анализировать ситуацию на рынке труда, Владимир Евстифеев отмечает, что тревожным моментом является резкое замедление роста показателей, характеризующих благосостояние граждан. Так, в марте зарплата в

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

Владимир КОСЯКОВ,
аналитик, «ТКБ Капитал»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Движение по доходности возможно в выпуске «КредитЕвропаБанк, БО-01». Организаторы размещения установили купон на уровне 8.1% годовых, соответствующий доходности к погашению 8.26%. Учитывая спред торгующегося выпуска «КредитЕвропаБанк-06» к свопам в 220–230 б.п., мы оцениваем справедливую доходность нового выпуска на уровне 8.1–8.15%, что примерно соответствует аппроксимированной кривой доходностей банковских выпусков с рейтингами эмитента BB-/BB/BB+, входящих в котировальные списки Б, В, а также внесписочные облигации. Наша цель по цене, соответственно, 100.3–100.4%.

Исходя из наклона кривой «Мечела» и учитывая успешное размещение «ИркутскЭнерго, БО-01» («Русал» и «Иркутскэнерго» входят в одну структуру активов), мы оцениваем справедливую доходность нового выпуска «РУСАЛ Братск, 08» в районе 8.4–8.5%, а существующего выпуска «РУСАЛ Братск, 07» — на уровне 8–8.1%. На вторичном рынке обращаем внимание на два выпуска «Мечела» — «Мечел-15» и «Мечел-16». Оба выпуска располагаются в данный момент на 10–20 б.п. выше кривой эмитента.

Владимир ЕВСТИФЕЕВ,
аналитик по макроэкономике, банк «ЗЕНИТ»

реальном выражении снизилась на 0.4%, скорректированные на инфляцию располагаемые денежные доходы населения — на 3.4%. Доходы населения, а вместе с ними и потребительские расходы, оказались под давлением из–за инфляции, а также повышения социальных налогов в текущем году. На этом фоне ожидать существенной поддержки экономики от растущего потребления было бы ошибкой. Иными словами, социальная направленность бюджета 2011 года позволит скорее удерживать экономику на плаву, нежели запустить ее полноценный рост. Судя по имеющимся опережающим экономическим индикаторам, ситуация в апреле была лишь немногим лучше марта, подытожил Владимир Евстифеев.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Учитывая сложившуюся ситуацию на российском рынке, где возможность для роста котировок ограничивается потенциалом увеличения базовых краткосрочных процентных ставок и неочевидными перспективами укрепления рубля в среднесрочной перспективе, сложно найти гарантированно работающие инвестиционные идеи. Основная торговая возможность на вторичном рынке заключается в поиске оптимального баланса между доходностью портфеля и его дюрацией, обеспечивающей должный уровень защиты от увеличения ставок вдоль кривой. На мой взгляд, для инвесторов с умеренным отношением к кредитному риску наиболее предпочтительными выглядят облигации с дюрацией около 2–2.5 лет, спред которых к валютным свопам находится в диапазоне 250–350 б.п. Именно такая стратегия в случае сохранения стабильных ставок позволяет получить доходность, сравнимую с более дальним сегментом. В то же время, при повышении кривой процентных ставок она обеспечивает неплохой запас прочности. Инвесторам, более консервативно настроенным в отношении кредитного риска, можно посоветовать выпуски «Русал-7», «МДМ-8», «МДМ-2». Для более рискованных стратегий подходят бумаги «НПК-01», «Копейка-БО-01» и «Копейка-БО-02», «Уралвагонзавод-02», «Гражданские самолеты Сухого-БО-03», «Профмедиа-1», «МКБ-БО-01», «Крайинвестбанк-БО-01».

Роман ДЗУГАЕВ,
вице-президент департамента макроэкономики и стратегии дирекции анализа долговых рынков, НБ «ТРАСТ»

ПРЯМО ПО КУРСУ

По итогам месяца рубль укрепился относительно доллара на 2.5% и достиг минимума за последние 28 месяцев, комментирует обстановку на валютном рынке Дмитрий Назаров. Относительно корзины рубль укрепился значительно скромнее, всего на 0.3%, подсчитал он. Риторика Центробанка в отношении рубля изменилась, и как только инфляционное давление пошло на убыль, регулятор стал менее активно поддерживать идею сильного рубля, анализирует ситуацию Владимир Евстифеев. Укрепление нацвалюты ранее компенсировало для локального долгового рынка сохраняющийся потенциал повышения ключевых ставок ЦБ РФ, поэтому пауза в удорожании рубля по отношению к бивалютной корзине подорвала спрос на рублевые облигации, считают в банке «ЗЕНИТ». В среднесрочной перспективе в UFS ожидают сохранения тренда на укрепление рубля. Пока основной акцент в монетарной политике Банка России смещен в сторону инфляции, а цены на нефть остаются на высоком уровне, ЦБ и правительство имеют ограниченный набор средств по удержанию рубля от дальнейшего укрепления, говорит Дмитрий Назаров.

Сейчас общерыночные риски сильно выросли, но инвесторы, похоже, стараются не замечать негативных факторов, ориентируясь на общий повышательный тренд, продолжает Дмитрий Назаров. Это наглядно подтверждает динамика валютного курса пары евро/доллар. Так, по итогам апреля курс доллара относительно евро снизился до минимального значения за последние 16 месяцев. Инвесторы уверены в том, что ФРС не совершит резких шагов по сворачиванию сверхмягкой монетарной политики, считают в UFS.

ПОДКРУТИЛИ ГАЙКИ

В апреле рынок внимательно следил за риторикой финансовых властей в отношении приоритетов кредитно-денежной политики и за определенным ростом стоимости ресурсов на межбанковском рынке, рассуждает Владимир Малиновский, начальник управления анализа долговых рынков банка «ОТКРЫТИЕ». В течение апреля поступали достаточно позитивные данные о росте потребительских цен в России, что снизило ожидания инвесторов по поводу возможного ужесточения денежно-кредитной политики ЦБ в ближайшей перспективе. Однако последовавшие в середине месяца выступления — как премьера, так и официальных лиц в Минфине и МЭР — о необходимости ограничения инфляционного давления, приоритете контроля цен над курсом рубля и другими факторами заставили рынок задуматься о том, не является ли это сигналом, что ЦБ продолжит закручивать гайки уже на апрельском заседании, вспоминает Владимир Малиновский.

На инфляцию продолжает давить сезонное повышение цен в первом квартале этого года, рост цен на энергоносители и другие сырьевые составляющие экономики, большие объемы свободных денежных средств, подкрепленные существенными иностранными инвестициями на фоне роста привлекательности российских активов, поясняет Дмитрий Назаров. По мнению представителей UFS, в ближайшей перспективе Банку Рос-

сии вряд ли удастся обуздать инфляцию, и к концу года она, более чем вероятно, выйдет за пределы 7–8%, установленные Минэкономразвития. По прогнозам UFS, инфляция в 2011 году составит 8.5–9%. Особенно это актуально на фоне привлекательности российского рынка для мирового спекулятивного капитала.

«Вопреки ожиданиям многих рыночных игроков и аналитиков, в том числе и наших, ЦБ РФ на заседании решил-таки повысить как ставку рефинансирования, так и ставки по операциям РЕПО и депозитам на 25 б.п.», — говорит Владимир Малиновский. Неожиданностью стало повышение ставок и для аналитиков НБ «ТРАСТ». «Апрельская статистика по реальному сектору уже было заставила нас не рассчитывать на повышения ставки на заседании регулятора 29 апреля», — пишет Роман Дзугаев. Не ждали повышения и рынки: после аукциона ОФЗ-26204 на последней неделе апреля участники вновь начали перекладываться из коротких бумаг в длинные — поведение, уж явно не соответствующее ожиданиям ужесточения монетарной политики. Представители банка «ТРАСТ» ставят ускорение инфляции во главу угла и ожидают, что в конце первого полугодия ставка рефинансирования будет находиться на уровне 8.5%.

По мнению Владимира Евстифеева, повышение линейки ключевых процентных ставок под влиянием растущих цен без уверенных сигналов от экономики в целом и рынка кредитования в частности — явно вынужденное решение, поэтому замедление инфляционных процессов должно повлиять на масштаб и сроки действий по усилению процентной политики в сторону их уменьшения.

«Что означает для рынка повышение ставок?» — задается вопросом Владимир Малиновский. С одной стороны, эта мера направлена на постепенную стерилизацию избыточной ликвидности, которая до последнего времени присутствовала на рынке, рассуждает он. Так, ставки межбанка уже отреагировали на ужесточение политики: стоимость денег овернайт поднялась до уровня примерно 4% годовых (по сравнению с 2.9–3.15% в последние месяцы). Впрочем, возможно, фактором для дефицита ресурсов стали налоговые выплаты, и не исключено, что в начале мая ситуация на межбанковском рынке стабилизируется, предполагает аналитик «ОТКРЫТИЯ». Как бы то ни было, средства для инвесторов стали чуть дороже, и это может негативно отразиться на их интересе к долговым инструментам на текущих уровнях доходности.

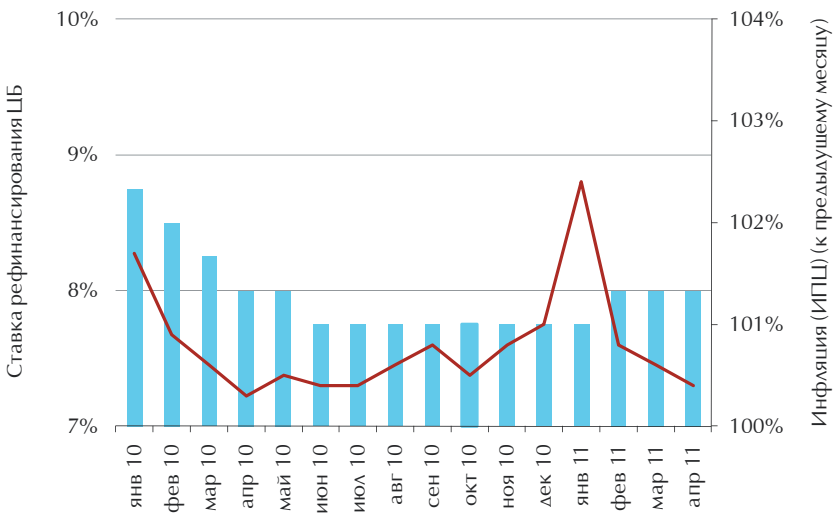


Рисунок 2

Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

Впрочем, есть вероятность и другого развития событий, продолжает комментировать Владимир Малиновский. Повышение ставок внутри страны на фоне продолжающегося укрепления рубля (звучат прогнозы и об уровне 24–25 руб. за доллар) может привлечь на внутренний рынок спекулятивный иностранный капитал. Это наполнит денежный рынок ликвидностью, увеличит спрос и, соответственно, цены на облигации, но и сведет к минимуму старания ЦБ по стерилизации денежной массы. Хотят ли этого власти, до конца непонятно. С одной стороны, говорится о необходимости привлечения иностранного капитала и инвестиций, с другой стороны, если капитал поступит раньше и пойдет не на инвестиции, а на спекулятивную покупку, это вряд ли будет способствовать снижению инфляции, подытожил он.

НАДЕЖДА НА ПЕРВИЧКУ

В апреле рублевый долговой рынок в основном показывал боковое движение, анализирует Дмитрий Назаров. Сохраняющийся избыток рублевой лик-

Дмитрий НАЗАРОВ,
старший аналитик отдела анализа долговых рынков, UFS

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Мы считаем, что бумаги «Башнефти» и «Татнефти» имеют потенциал роста на 50 б.п. на фоне позитивной отчетности за 2010 год. Сохраняем наши рекомендации покупать бумаги «Евраза» (повышение долгосрочного рейтинга дефолта эмитента от агентства Fitch до BB- с B+), «Русала» (восьмой выпуск — после результатов первичного размещения) и НЛМК из-за перспективы роста цен на металлы и сильной отчетности, показанной данными компаниями по результатам 2010 года. В связи с возможностью покупки ХКФ Банка Сбербанком России мы рекомендуем к покупке бумаги ХКФ Банка серии 07 и БО-03 в среднесрочной перспективе.

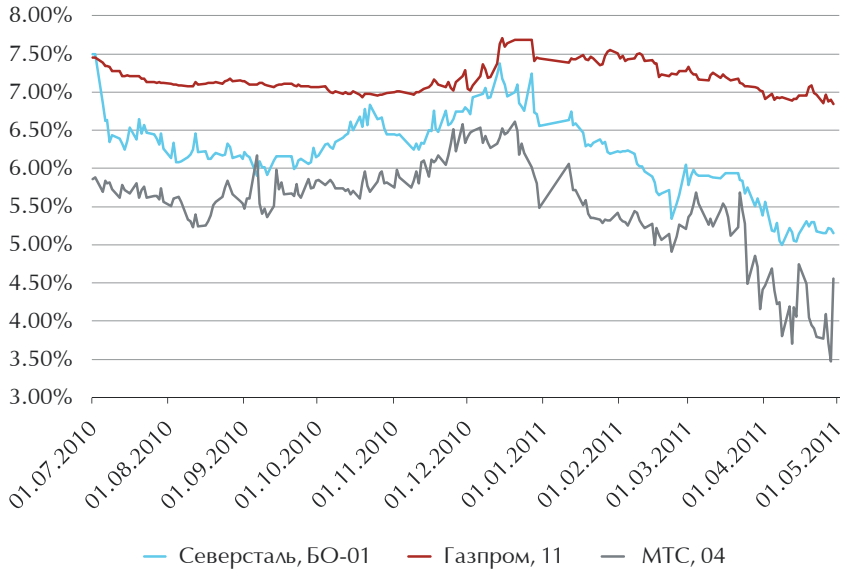


Рисунок 3
Индикативные доходности корпоративных выпусков

видности обеспечивал необходимую поддержку рынку, даже несмотря на нестабильную ситуацию на мировых фондовых площадках.

Российские еврооблигации в большей степени были подвержены влиянию общемировой динамики, поэтому и волатильности в валютных облигациях наблюдалось куда больше, продолжает Дмитрий Назаров. По итогам месяца большинство российских еврооблигаций снизилось. Выпуск Россия-30 потерял около 0.5%, около 0.7% потеряли выпуски «Газпрома» длинной дюрации. В то же время, фаворитами рынка оказались еврооблигации банков второго эшелона. В целом они показали динамику лучше, чем евробонды государственных банков. Например, «НОМОС-БАНК-15» вырос на 0.5%, около 0.6% прибавили выпуски «Промсвязьбанк-15» и «Промсвязьбанк-16», подсчитал он.

Для локального долгового рынка, который вслед за внешними отыграл позитивное начало месяца, перспективы дальнейшего роста стали более неопределенными. Начало коррекции на глобальном рынке вызвало аналогичные настроения в российских облигациях, говорит Владимир Евстифеев. Небольшой простор для реализации инвестиционных идей оставлял только первичный рынок, отмечает он. Инвесторы искали недооцененные бумаги или активно участвовали в первичных размещениях благодаря существенному навесу «качественных» бумаг со стороны эмитентов, соглашается Дмитрий Назаров. Интересных инвестиционных идей на рублевом долговом рынке практически не осталось, сетует он. Разве что первичный рынок в основном и давал возможность заработать. Однако излишняя ликвидность и острая борьба за качественные инструменты толкала инвесторов в процессе букбилдинга на существенное снижение ставки от первоначального ориентира с дисконтом к кривой долга компании или схожих по кредитному качеству аналогов, заметил он. Однако в UFS уверены, что такая ситуация не сможет сохраняться вечно. Стоимость государственных заимствований в РФ поднялась с исторических минимумов из-за опасений, что правительство попытается сдержать укрепление рубля, который вырос на 10.3% к доллару с начала текущего года. В ходе размещения 27 апреля ОФЗ с погашением в марте 2018 года на 19.8 млрд руб. средневзвешенная доходность составила 7.71%, что на 13 б.п. выше минимума в 7.58%, сложившегося на размещении 6 апреля, подсчитал аналитик UFS. Доходности растут из-за опасений по поводу того, что правительство РФ попытается сдержать рост национальной валюты, который негативно отражается на конкурентоспособности, пояснил Дмитрий Назаров.

> «ПОВЫШЕНИЕ ЛИНЕЙКИ КЛЮЧЕВЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ПОД ВЛИЯНИЕМ РАСТУЩИХ ЦЕН БЕЗ УВЕРЕННЫХ СИГНАЛОВ ОТ ЭКОНОМИКИ В ЦЕЛОМ И РЫНКА КРЕДИТОВАНИЯ В ЧАСТНОСТИ — ЯВНО ВЫНУЖДЕННОЕ РЕШЕНИЕ»

Одним из важных событий апреля в госсекторе стало появление на рынке самой длинной ОФЗ, вспоминает Роман Дзугаев. Минфин решил размещать десятилетний выпуск ОФЗ-26205 внепланово, и покупатель на него нашелся. Правда, большую часть апреля выпуск торговался ниже цены размещения (98.41% от номинала, доходность — 7.99%), добавил представитель банка «ТРАСТ».

В среднесрочной перспективе аналитики UFS рекомендуют воздержаться от длинных позиций по рублевым бумагам по причине высокой перекупленности рынка облигаций, а также сезонного снижения торговой активности на летний период. В банке «ОТКРЫТИЕ» инвесторам пока рекомендуют занять выжидательную позицию. В начале мая реакция на повышение учетной ставки Центральным банком, скорее всего, будет негативная, предупредил Владимир Малиновский. Однако он не исключил, что это станет хорошей возможностью для покупки подешевевших бумаг в расчете на приток средств из-за рубежа. Впрочем, необходимо продолжать следить и за озвученными выше внешними факторами риска — не исключено, что события там начнут развиваться так, что никакой объем свободной ликвидности не убережет от глобальной коррекции.

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