Российский рынок облигаций в июне оказался несколько в стороне от долговых проблем по-прежнему волатильной Европы — куда важнее была ситуация с рублевой ликвидностью, которая в начале месяца таяла буквально на глазах. Однако ускорившийся рост инвестиций и улучшение показателей ВВП порадовали рынок и добавили оптимизма участникам. Глобальные риски не стали помехой и для игроков первичного рынка долга, которые, воспользовавшись моментом, поспешили увеличить объемы предложения. Между тем, аналитики рекомендуют задуматься о целесообразности наращивания позиций, прежде всего в длинных выпусках.

Переломный момент

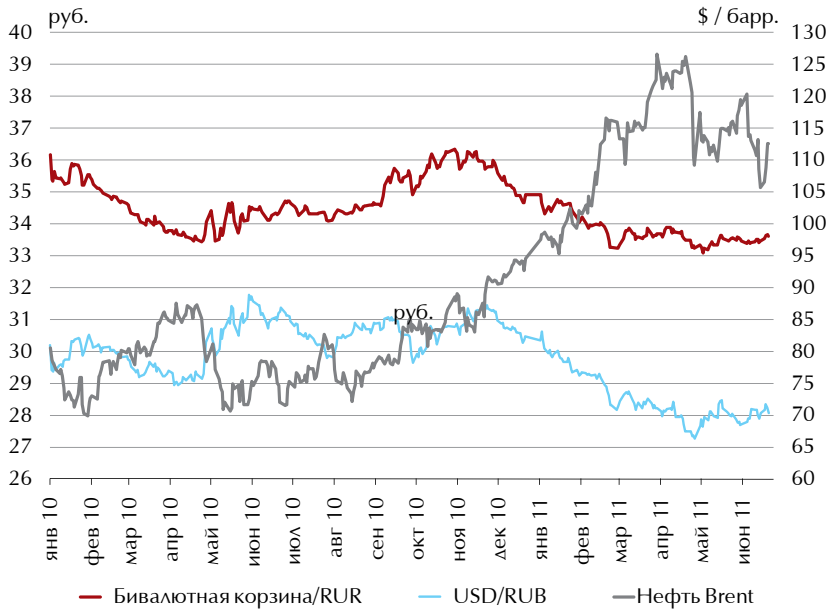
Елена СКУРИХИНА

ГРЕЧЕСКАЯ КУХНЯ

Основные темы внешних рынков в июне остались прежними: явные признаки замедления экономики США и греческий долговой кризис, который к концу месяца снова обострился, оттеснив на второй план остальные глобальные проблемы мировой экономики, вспоминает Дмитрий Грицкевич. Вместе с тем, инвесторы достаточно позитивно восприняли одобрение греческим парламентом новых бюджетных сокращений, что открыло стране доступ к новому траншу финансовой помощи от ЕС и МВФ. По мнению аналитика Промсвязьбанка, сегодня для всех уже очевидно, что без реструктуризации греческих долгов (в том или ином виде) не обойтись. Накопленные годами структурные проблемы страны невозможно решить лишь финансовой поддержкой, и «греческая угроза» еще не раз потревожит инвесторов в обозримом будущем.

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



После принятия ЕС решения о поддержке Греции весной 2010 года соотношение долга к ВВП страны выросло со 120% до 150%, подсчитал Олег Дорофейкин из БФА. Страны PIIGS и другие страны – члены зоны евро ограничены экономически и политически в применении таких рычагов решения своих долговых проблем, как девальвация долга и дефолт по своим обязательствам и гарантиям. Это будет оказывать сильное давление на будущий экономический рост в данных странах, прогнозируют в БФА.

В США официальные представители ФРС, в том числе глава ведомства Бен Бернанке, достаточно оптимистично оценивают перспективы национальной экономики, ожидая ускорения во втором полугодии 2011 года, продолжает комментировать ситуацию Дмитрий

Грицкевич. При этом регулятор не настроен ужесточать монетарную политику как минимум в текущем году. Этот фактор поддержит рынки избыточной долларовой ликвидностью.

Решение Конгресса США о повышении потолка государственного долга, окончание программы QE2 и дискуссия о возможности возобновления мер количественного смягчения будут оказывать основное влияние на рынки. В Европе достигнуто временное решение проблемы долгов Греции, однако принимаемые правительствами стран-должников меры пока недостаточны для долгосрочного решения этих проблем, подвел итог Олег Дорофейкин.

ОТХОДИМ ОТ ШОКА

Опубликованная в июне макростатистика за май наконец-то порадовала. Рост инвестиций ускорился до 7.4% год к году с апрельских 2.2%, причем по итогам первого квартала показатель демонстрировал снижение на 0.8% по сравнению с тем же периодом прошлого года. Одной из основных причин столь низкой инвестиционной активности в первом квартале, по мнению аналитика ФК «Уралсиб» Ольги Стериной, стало повышение ставки страховых взносов с 24% до 36% в начале года: из-за увеличения налогового бремени бизнес был вынужден сократить инвестиции в основной капитал.

Рост промышленного производства в мае замедлился до 4.1% год к году с 4.5% месяцем ранее, и тенденция к снижению темпов в ближайшее время сохранится, считают в «Уралсибе», объясняя это рядом факторов. Во-первых, на фоне укрепления рубля эффект импортозамещения сходит на нет. В кризис вследствие сильной девальвации российской национальной валюты импорт стал дорогим, от чего выиграла прежде всего российская обрабатывающая промышленность. За последний год темпы ее роста упали почти в четыре раза: в мае текущего года они составили 5% год к году против 18.7% в мае прошлого. Во-вторых, загрузка свободных мощностей вышла практически на предкризисный уровень, а для расширения и создания новых мощностей нужны инвестиции, с которыми пока ситуация обстоит не самым лучшим образом. В «Уралсибе» полагают, что рост инвестиций продолжится, чему будет способствовать отложенный инвестиционный спрос, и по итогам года темпы роста показателя достигнут 10%.

Комментируя макроэкономическую ситуацию, Дмитрий Грицкевич отмечает улучшение показателей ВВП. Рост ВВП РФ в мае ускорился до 3.8%, за январь-май составил 3.9% при годовом прогнозе Минфина на уровне 4%, приводит данные аналитик. В «Уралсибе» ожидают, что во втором полугодии темпы роста российской экономики достигнут 4.5%, а по итогам года рост составит 4.3%. Экономика стала постепенно отходить от шока, который она испытала в начале года после повышения налогов, считают в «Уралсибе».

Однако из-за инфляции реальные денежные доходы населения в мае упали на 7%, что несколько подпортило общее впечатление о ситуации в экономике, констатирует Дмитрий Грицкевич. По реальным доходам населения ударило опять-таки повышение налогов в начале года: часть бизнеса была вынуждена уйти в теневой сектор, полагает Ольга Стерина.

Макроэкономические показатели указывают на то, что Банк России сохранит текущий уровень ставок, считают в Промсвязьбанке. В соответствии с предварительными данными Росстата, инфляция в июне замедлилась до 0.2% против 0.4% в 2010 году. Во втором полугодии инфляционное давление продолжит ослабевать. В июле будет пройдена низкая база продуктовой инфляции 2010 года, что вкупе с урожаем 2011 года должно привести к снижению цен на продукты питания и замедлить общий уровень инфляции в РФ, уверен Дмитрий Грицкевич.

Макроэкономическая ситуация в Рос-

Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Текущий наклон кривой ОФЗ выглядит интересно, учитывая широкие спреды к кривой NDF, а также рублевому евробонду Russia-18 — рекомендуем накапливать на размещениях выпуски с дюрацией 3.5–5 лет. Мы все же не советуем покупку ОФЗ длиннее пяти лет из-за ограниченной ликвидности выпусков и высокого показателя PVBP для портфеля ценных бумаг. Кроме того, в условиях волатильности рынков рекомендуем использовать хедж на часть позиции через IRS и/или фьючерс на ОФЗ.

На первичном рынке в рамках идеи чрезмерного угла наклона кривой мы рекомендуем участие в десятилетнем выпуске ОФЗ, который маркетируется с привлекательной премией к ОФЗ на уровне 80–110 б.п. При этом, учитывая срок бумаги при очевидных рисках, рекомендуем идти в размещение небольшим объемом. На вторичном рынке в выпусках первого-второго эшелонов идей остается все меньше. Среди них мы хотели бы отметить выпуски Русфинанс Банка, «ТГК КЭС Холдинга» и «Русала».

Довольно интересный уровень спредов остается только в бумагах третьего эшелона. Однако нельзя забывать, что данный сегмент рынка традиционно волатилен при нестабильном внешнем фоне. Вместе с тем, на наш взгляд, можно рекомендовать к покупке выпуски ТГК-2, ЧТПЗ, РМК, «Кокса», Крайинвестбанка, НОВИКОМБАНКА, УБРиРа, «Трансаэро», «Профмедиа», «ЮТэйра», «Соллерса». Инвесторам, склонным к большему риску, рекомендуем обратить внимание на бумаги ТКС Банка, «Полипласта», «Аптеки 36,6» и Республики Беларусь.

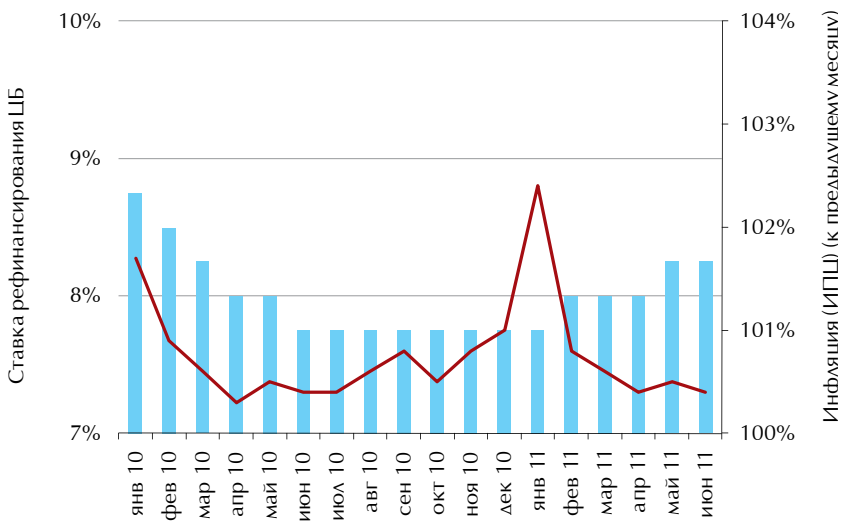


Рисунок 2

Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

сии по-прежнему зависит от коньюнктуры мировых рынков. Сохранение высоких цен на нефть и другие экспортные товары будет поддерживать российскую экономику и курс рубля, резюмирует Олег Дорофейкин. С марта 2011 года укрепление рубля к бивалютной корзине остановилось, рынок находился в «боковике» и слабо реагировал на внешние факторы. В среднесрочной перспективе аналитики БФА прогнозируют ослабление курса рубля.

Екатерина ЛЕОНОВА,
старший аналитик по долговому рынку, Альфа-Банк

СМЕНА ТРЕНДОВ

Для рублевого долгового рынка июнь, скорее всего, станет «переломным» месяцем, говорит Екатерина Леонова. Если в первом полугодии можно было наблюдать устойчивый интерес к рублевому долгу, позволявший держать ставки на низком уровне, то в следующие шесть месяцев мы, вероятно, увидим рост ставок, который, по оценкам аналитиков Альфа-Банка, составит 100–200 б.п. В Альфа-Банке видят несколько причин для смены трендов. Так, факторы, поддерживавшие рынок в первом полугодии, фактически исчерпали себя. С точки зрения российских инвесторов, ключевым моментом поддержки рынка является уровень рублевой ликвидности. «В начале года мы традиционно наблюдали избыток свободных ресурсов и поиск инструментов для их размещения, но к середине года объем свободных средств постепенно «рассосался», — объясняет Екатерина Леонова. — Первым симптомом возможного появления дефицита ликвидности еще в апреле стали сложности прохождения налоговых выплат».

С тем, что в июне для российского локального рынка гораздо более важным фактором, чем внешняя волатильность, оказался объем рублевой ликвидности в банковской системе РФ, согласен и Дмитрий Грицкевич. Поддержку рынку оказало погашение выпуска ОБР-18 на 750 млрд руб. — судя по параметрам новых размещений ОБР-19, регуляторы стремились перенаправить данную ликвидность в ОФЗ, где начал ощущаться явный дефицит спроса при новых размещениях Минфина, отметил аналитик Промсвязьбанка.

Изменилась ситуация и для иностранных инвесторов, продолжает Екатерина Леонова. Цены на нефть, судя по всему, уже достигли своих локальных максимумов в этом году, и в оставшиеся месяцы в лучшем случае будут оставаться стабильными, в худшем — мы увидим падение сырьевых рынков во втором полугодии 2011 года, рассуждает она. Этот фактор является немаловажным с точки зрения оценки перспектив рубля. Ожидания его укрепления, доминировавшие на рынке в начале года, исчерпали себя, перестав быть фактором поддержки интереса нерезидентов к рублевому долгу, подытожили в Альфа-Банке.

НАДО ТОРОПИТЬСЯ

Несмотря на обострение глобальных рисков и сохранение общей неопределенности макроэкономического фона в России, первичный рынок облигаций в июне показал довольно высокую активность, анализирует ситуацию Олег Дорофейкин. В ожидании возможного роста ставок в мире и России компании предпочитают финансироваться по текущим ставкам, пояснил он. Уровень средств в банковской системе оставался высоким, инфляционные ожидания снизились, в результате интересы эмитентов и инвесторов совпали, создав отличную атмосферу для успешных заимствований, говорит Екатерина Леонова. Это обусловило высокий спрос в ходе первичных размещений, который зачастую превышал предложение в три-пять раз. Воспользовавшись моментом, многие эмитенты поспешили увеличить объемы

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

По нашим оценкам, в следующем месяце длинные выпуски могут прибавить в доходности еще порядка 20 б.п., а в целом до конца года это движение может достичь 100–200 б.п. Причем по мере того, как большинство инвесторов будут осознавать, что период низких ставок закончился, это движение ускорится. В связи с этим мы считаем, что участникам надо взять паузу и не участвовать в новых размещениях, даже если эмитенты предлагают премию к текущему рынку, поскольку следующие выпуски данных заемщиков будут размещаться под более высокие проценты. На вторичном рынке наиболее грамотной стратегией выглядит укорачивание дюрации портфелей с предпочтением бумаг второго эшелона.

предложения, в процессе сбора заявок предлагая инвесторам дополнительные выпуски. По этому пути пошли «Мечел», «Евраз», НК «Альянс», «Теле-2». Более того, несмотря на увеличение объема эмиссии (по некоторым выпускам — более чем вдвое), эмитентам одновременно удалось понизить стоимость привлечения средств относительно своих первоначальных ориентиров. Наиболее впечатляющими с этой точки зрения были размещения НК «Альянс» и дебютанта долгового рынка — «Теле2-Санкт Петербург». Оба эмитента привлекли средства на 60 б.п. ниже нижней границы первоначального диапазона, одновременно увеличив первоначальное предложение с 5 млрд руб. до 10 млрд руб. и 13 млрд руб. соответственно, отметила Екатерина Леонова.

Навес первичного предложения со стороны Минфина остается главным слабым местом сектора ОФЗ, продолжает Дмитрий Грицкевич. В предвыборный год мы наблюдаем рост бюджетных аппетитов, которые, видимо, не в силах удовлетворить даже текущие высокие цены на нефть. Несмотря на снижение ожидаемого дефицита бюджета по итогам года, Минфин подтвердил свои планы по привлечению на внутреннем рынке по 1.7–2 млрд руб. в текущем и следующем году, напоминает он. Такая политика регулятора уже привела к чрезмерному наклону кривой ОФЗ и высокой волатильности госбумаг при снижении спроса в периоды ухудшения рыночной конъюнктуры, отмечают в Промсвязьбанке. Пока объем ликвидности остается выше 1 трлн руб., Минфину удается размещать ОФЗ. Поддерживают спрос и депозитные аукционы Минфина, однако, учитывая разницу в сроках депозитов и размещаемых ОФЗ, данный источник ресурсов вряд ли можно считать устойчивым, предупреждает аналитик Промсвязьбанка.

На рынке сложилась весьма нетипичная ситуация, когда смену «розы ветров» первыми ощутили эмитенты, а не инвесторы, подметила Екатерина Леонова. В результате в июне мы увидели не просто всплеск размещений (объем новых заимствований превысил 120 млрд руб.), но и большой объем предложения выпусков с высокой дюрацией (от пяти лет). Так, в корпоративном сегменте объем предложения бумаг со сроком обращения от пяти лет составил 86 млрд руб. (включая новый выпуск ФСК-13 объемом 10 млрд руб., размещение которого прошло 5 июля), подсчитали в Альфа-Банке. Причем инициатором удлинения заимствований стал Минфин, который еще в конце мая изменил свою программу размещений на июнь — как с точки зрения удлинения сроков привлечения (объем эмиссии ОФЗ со сроком до погашения шесть-десять лет составил 100 млрд руб.), так и с точки зрения увеличения объемов предложения. Вторым сигналом Минфина о том, что надо поторопиться, стала готовность ведомства привлекать семилетние ресурсы по доходности, превышающей уровень ставок в ходе первичного размещения данного выпуска, говорит Екатерина Леонова. Таким образом, эмитент дал понять, что не ожидает дальнейшего снижения ставок и опасается ухудшения конъюнктуры рынка во второй половине года.

Олег ДОРОФЕЙКИН,
аналитик, инвестиционная компания БФА

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

В средне- и долгосрочной перспективе мы прогнозируем окончание периода снижения доходностей на рынке и укрепления рубля против бивалютной корзины и рекомендуем сокращать дюрацию портфелей облигаций. Большее внимание следует уделять надежным эмитентам, которые наименее зависимы от мировой конъюнктуры. На глобальных рынках мы оцениваем премии CDS на долги многих европейских стран как слишком низкие, лишь частично отражающие долговые проблемы этих регионов и высокую вероятность развития новых ситуаций по греческому типу в будущем.

ЗАБЕГ НА ДЛИННЫЕ ДИСТАНЦИИ

В корпоративном сегменте в первом-втором эшелоне преимущественно наблюдается боковое движение, анализирует ситуацию на вторичном рынке Дмитрий Грицкевич. Из-за роста кривой ОФЗ спреды по бумагам сузились до локального минимума, но благодаря восстановлению ликвидности инвесторы не сокращают свои позиции. При этом в отсутствие глобальных идей участие в первичных размещениях снова стало массовым явлением, в результате чего большинство выпусков размещаются также без премии к рынку, констатировал он.

Сектор ОФЗ в июне показал преимущественно положительную динамику. В лидерах роста — Россия-26203, Россия-25075, Россия-25076, Россия-25077, Россия-26201, приводит

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, ФК «Уралсиб»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Банки являются одними из бенефициаров восстановления экономики и входят в число наших фаворитов среди эмитентов облигаций. Рекомендуемые нами банковские бумаги: Русфинанс Банк-10, ГПБ-БО1, ВТБ-БО2, РОСБАНК-БО2 и А3, ЕАБР-4, Юникредит Банк-4, РСХБ-БО5, ХКФ-БО3, ОТП Банк-2, МДМ-БО2, Кредит Европа Банк-БО1, Промсвязьбанк-БО3, СКБ-БО5, СКБ-БО3, МКБ-БО1, МКБ-БО4, КБ «Ренессанс Капитал»-2 и, конечно, ТКС Банк-БО2 и ТКС Банк-БО3.

примеры Олег Дорофейкин. Облигации корпоративного сектора демонстрировали смешанную динамику: в финансовом секторе уверенный рост показали облигации Россельхозбанка, в телекоммуникационном секторе хорошо себя чувствовали выпуски МТС, а котировки «Ростелекома» снизились, в потребительском секторе лидерами стали все выпуски облигаций «Магнита». На рынке евробондов снижение наблюдалось в длинных выпусках Russia-20, Russia-28, Russia-30, отмечают аналитики БФА.

К концу месяца инвесторы начали подозревать неладное, делится наблюдениями Екатерина Леонова. Триггером для смены настроений стала возросшая турбулентность мировых рынков на фоне обострившихся проблем греческого долга. Добавило ложку дегтя в создавшуюся ситуацию и Международное энергетическое агентство, пообещавшее расконсервировать запасы нефти, чтобы сбить высокие цены и компенсировать прекращение поставок из Ливии, вспоминает она. Падение котировок на нефтяном рынке стало наиболее болезненным ударом для российского долга. Сочетание всех перечисленных факторов вынудило инвесторов задуматься о целесообразности столь агрессивного наращивания позиций, прежде всего в длинных выпусках. В результате в последней декаде июня наблюдалось увеличение угла наклона кривой — на сроке от пяти лет. Если в более коротких выпусках сохранялся спрос и рынок был достаточно стабильным, то дальний конец просел в доходности примерно на 10 б.п., подсчитали аналитики Альфа-Банка.

По мнению Олега Дорофейкина, на российском долговом рынке должно позитивно отразиться завершение налогового периода и временное решение греческой проблемы. Учитывая эти факторы, аналитики БФА ожидают краткосрочный интерес инвесторов к рисковым активам и сохранение преимущественно благоприятной коньюнктуры на рынке в течение следующего месяца.

Менее оптимистично настроен Дмитрий Грицкевич. «Быстро греческие проблемы решены не будут, в результате чего напряженность на внешних рынках может сохраниться. А навес новых ОФЗ может негативно сказаться на волатильности рынка госбумаг. Вместе с тем, при ожидании сохранения текущей политики ЦБ нынешний наклон кривой госбумаг кажется нам чрезмерным», — говорит аналитик Промсвязьбанка. В корпоративном сегменте сужение спредов к кривой госбумаг выглядит настораживающим — при снижении ликвидности или резком ухудшении внешнего фона это может привести к продажам. При этом ввиду отсутствия идей участие в первичных выпусках при последующем сокращении позиции на вторичке станет уже привычной игрой, резюмировал Дмитрий Грицкевич.

КОММЕНТАРИЙ

Петр КАДЫШ,
руководитель управления анализа долговых инструментов и деривативов, ИФК «МЕТРОПОЛЬ»

В последнее время изменения в ликвидности были связаны с увеличением стоимости заимствований. Мы проанализировали, насколько сильна связь между количеством ликвидности в системе и краткосрочной межбанковской ставкой (база для ставок РЕПО), с целью понять, определяет ли межбанковскую ставку количество ликвидности в системе в целом либо на нее влияют только шоковые пики в изменении ликвидности. Результаты нашего статистического анализа показывают, что изменение ликвидности влияет на межбанковскую ставку, учитывая сезонность и исключая влияние эффекта поднятия базовых ставок на краткосрочную стоимость фондирования. Влияние значимо, но не столь существенно. Например, если убрать фактор сезонности, то при увеличении ликвидности в системе на 100 млрд руб. ставка в среднем падает на 3 б.п. Даже без учета сезонности увеличение ликвидности в системе на 100 млрд руб. в среднем снижало ставку на 5 б.п.

Мы считаем, что основное влияние на стоимость краткосрочного фондирования будет оказывать монетарная политика ЦБ РФ, а не ситуация с ликвидностью.

Что касается долгосрочной ставки, то ее изменение в прошлом (исключая влияние краткосрочной ставки) определяли несколько основных факторов: риск-премия России, инфляция, реальный рост ВВП, а также ребалансировка портфелей инвесторов. Риск-премия объясняет существенную часть долгосрочной доходности рублевых гособлигаций. Очевидно, что падение стоимости нефти в последнее время значительно повлияло на увеличение долгосрочной ставки. К сожалению, данная переменная поддается прогнозированию с высокой погрешностью, так как зависит от стоимости нефти. Несмотря на то что раньше при цене нефти $100 за баррель риск-премия была достаточно неэластична к изменениям стоимости нефти, сейчас ситуация кардинально изменилась. По словам министра финансов РФ Алексея Кудрина, России необходима цена нефти в $115 за баррель, чтобы покрыть дефицит бюджета в текущем году. Большие социальные расходы и низкая эффективность экономики приводят к переоценке рисков России. Рынки начинают закладывать все более высокую стоимость нефти, необходимую для поддержания стабильного экономического роста, соответственно, риск-премия начинает играть все более важную роль в определении долгосрочной ставки в России.

Однако существует и вторая переменная, которая поддается прогнозированию, а именно влияние уровня инфляции на долгосрочную ставку. Исторически более высокий уровень инфляции в России по сравнению с США объяснял разницу как между доходностью ОФЗ России и treasuries США, так и разницу в доходности долларовых и рублевых гособлигаций России. Сокращение инфляции в России по сравнению с инфляцией в США с начала года не отразилось в снижении доходности рублевых облигаций России по отношению к ее долларовым госбумагам. Мы считаем, что данная дивергенция исторически не обоснована и должна исчезнуть, что соответствует снижению долгосрочных рублевых ставок примерно на 50–75 б.п.

Благодаря замедлению уровня инфляции и отсутствию притока иностранного капитала риски ужесточения кредитно-денежной политики уменьшаются. В результате угол наклона кривой доходности будет определяться долгосрочной ставкой. Мы считаем, что рестриктивная политика ЦБ РФ сделает кривую доходности плоской. Соответственно, наша позиция в отношении наиболее доходного расположения активов на кривой доходности остается прежней: мы продолжаем рекомендовать долгосрочные корпоративные и суверенные облигации к покупке (дюрация более четырех-пяти лет) вне зависимости от решения ЦБ РФ в отношении краткосрочной ставки.

CBONDS MM
MONEY MARKET

mm.cbonds.info

Время денег

Всё о рублевой ликвидности
Интерактивный календарь событий
Котировки межбанковского рынка
Индексы и индикаторы
Лента новостей и комментариев

на правах рекламы