Оптимизм последних месяцев по поводу перспектив локального рынка долга практически иссяк после очередной порции внешнего негатива. Избежать распродаж на этот раз не удалось — коррекция больно ударила по российским облигациям. А новые покупатели явно не спешат активизироваться на рынке, так как избыточной ликвидности в системе взяться просто неоткуда. Аналитики все же надеются, что относительно стабильная ситуация на валютном и денежном рынках, благоприятная динамика инфляционных показателей и высокие цены на нефть помогут противостоять сформировавшемуся в августе тренду, и пока рекомендуют придерживаться бумаг с короткой дюрацией.

«Медвежий» месяц

Елена СКУРИХИНА

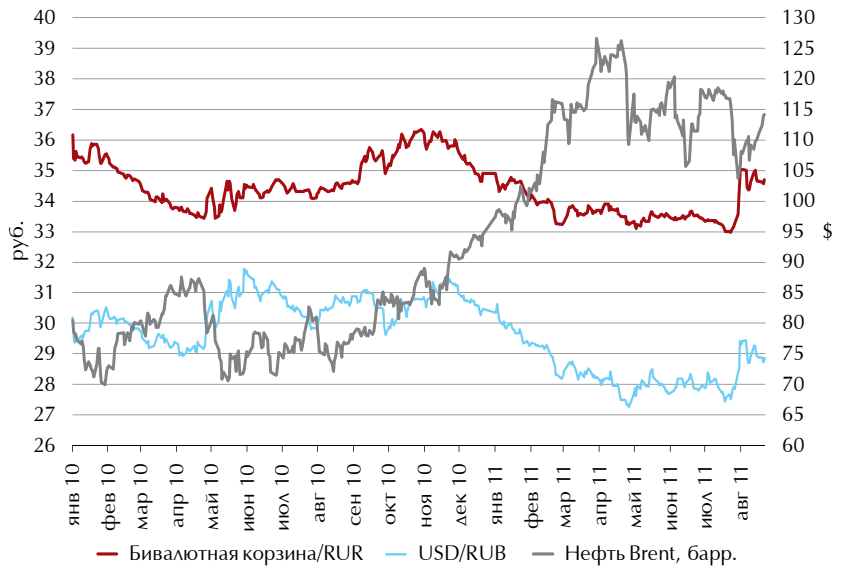
БЕГСТВО ОТ РИСКА

В августе рублевый долговой рынок продемонстрировал наихудшую динамику с начала текущего года из-за негативного влияния событий на мировых фондовых площадках. Несмотря на своевременное разрешение проблемы увеличения лимита государственного долга США, возможный технический дефолт по которому держал в напряжении инвесторов по всему миру в конце июля – начале августа, негативная динамика на фондовых рынках США и остальных стран сохранилась, так как инвесторы опасались новой волны мирового кризиса, вспоминает заместитель начальника аналитического управления БК «РЕГИОН» Александр Ермак. Основным поводом для дальнейших распродаж стало решение агентства Standard & Poor's о снижении суверенного кредитного рейтинга США на одну ступень при сохранении негативного прогноза.

Из-за рисков повторения рецессии в США и сохранения в активной фазе европейского долгового кризиса по рынкам прокатилась коррекция, продолжает комментировать ситуацию на внешних площадках Дмитрий Грицкевич. Несколько успокоить инвесторов смогли лишь намеки главы ФРС Бена Бернанке на запуск новой программы количественного смягчения для поддержания экономического роста в стране. Инвестсообщество ждет от ФРС конкретных решений на ближайшем двухдневном заседании. Оптимальной мерой могла бы стать продажа коротких US Treasuries при покупке длинных выпусков: в условиях ускоряющейся инфляции в США это позволило бы не увеличивать баланс ФРС и держать долгосрочные ставки на низком уровне. Вполне возможно, до заседания ФРС инвесторы будут

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



смотреть на выходящую слабую статистику через призму ожиданий QE, заняв позицию «чем хуже данные, тем больше шансов на очередное количественное смягчение в том или ином виде», полагает Дмитрий Грицкевич.

Точкой отсчета для масштабных распродаж на фондовых рынках и снижения доходностей на долговых рынках можно назвать вышедшие (за неделю до снижения рейтинга) данные по ВВП США, которые показали замедление экономики до 1.3%, в результате чего индекс MSCI World показал за несколько дней максимальное снижение с 2008 года, отмечает старший аналитик по облигациям и денежному рынку ИГ «Норд-Капитал» Максим Зайцев. Не меньше разочаровали и данные по ВВП Германии, который по итогам второго квартала показал рост за год на 2.8% по сравнению с 5.2% за аналогичный период прошлого года.

Особенно внимательно в августе инвесторы следили за действиями ФРС США, говорит Александр Ермак. Решения сохранить ставку рефинансирования на прежнем низком уровне (0–0.25%) как минимум до середины 2013 года оказалось явно недостаточно, что и отразилось в дальнейшем снижении фондовых индексов. Вместе с тем, бегство от рисков привело к существенному росту цен и снижению доходности американских гособлигаций. Так, например, доходность десятилетних облигаций снижалась до уровня порядка 2% годовых против 2.9–3.1% во второй половине июля, анализирует аналитик БК «РЕГИОН». Столь низкого уровня не наблюдалось с конца 2008 года — самого разгара финансового кризиса.

Прошедшая в первой половине августа встреча руководителей Германии и Франции, посвященная европейским долговым проблемам, не принесла ощутимых результатов для рынка, и обсуждаемая возможность выпуска европейских евробондов была признана главами крупнейших экономик Европы нецелесообразной, вспоминает Александр Ермак.

Поддержку долговым рынкам еврозоны оказало решение ЕЦБ выкупать при необходимости облигации проблемных стран, отмечает Максим Зайцев. В результате, в течение месяца снизились доходности десятилетних бумаг всех европейских стран, кроме Греции, где у министерства финансов нет необходимости поддерживать свой рынок долгов, пока ведутся переговоры с инвесторами о добровольной реструктуризации. Возможно, уже в сентябре греческий минфин все же начнет выкупать часть долга на вторичном рынке и мы увидим снижение доходностей и в облигациях Греции, прогнозируют в ИГ «Норд-Капитал».

В отличие от США, где рынки начали постепенно успокаиваться в ожидании новой иньекции ликвидности от ФРС, долговой пожар в Европе готов разгореться с новой силой в любой момент, считает Дмитрий Грицкевич. Ключевая проблема Евросоюза — отсутствие слаженных решительных действий. Так, до сих пор под вопросом остается дальнейшее увеличение Фонда европейской стабильности, за счет средств которого сейчас ведется выкуп облигаций проблемных стран, сетует аналитик. В сентябре должна пройти реструктуризация греческих облигаций, которая может еще сильнее подкосить европейскую банковскую систему, перегруженную долгами проблемных стран ЕС.

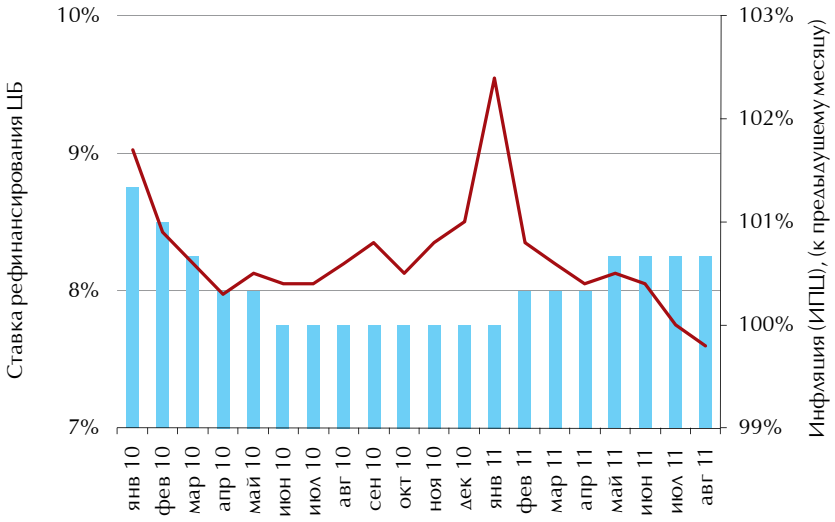
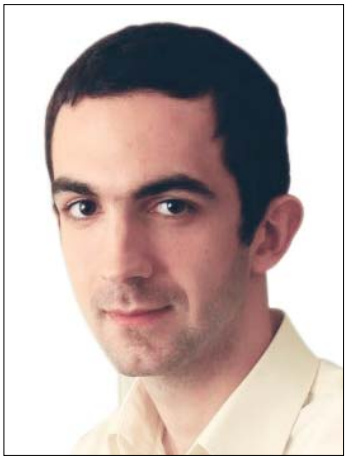


Рисунок 2

Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



Максим ЗАЙЦЕВ,
старший аналитик по облигациям и денежному рынку, ИГ «Норд-Капитал»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Если распродажи в нефти повторятся, то нас неминуемо ждет очередной всплеск доходностей в рублевых облигациях. В настоящий момент лучше сосредоточиться на краткосрочных выпусках с дюрацией до года, цены которых менее чувствительны к изменению доходностей. Несмотря на снижение ликвидности во втором эшелоне, в облигациях спекулятивного качества можно по-прежнему найти интересные идеи — бумаги, относительно небольшой срок до погашения и привлекательное соотношение доходности и кредитного риска. С фундаментальной точки зрения хорошо выглядят облигации «Аптечной сети 36.6» (погашение в июне 2012 года и доходность 22.3%) и банка ТКС (погашение в ноябре 2011 года, доходность 15.47%). Интересно смотрятся и рублевые облигации Беларуси с погашением в декабре 2012 года и доходностью 16.5% годовых. Из длинных рублевых облигаций с хорошим кредитным качеством привлекательны выпуски «Ростелекома» с погашением в июле 2019 года и доходностью 11.17% годовых.

Максим ОРЕШКИН,
руководитель аналитического департамента по России и СНГ, Credit Agricole CIB

ПОСЛЕДСТВИЯ ПАНИКИ

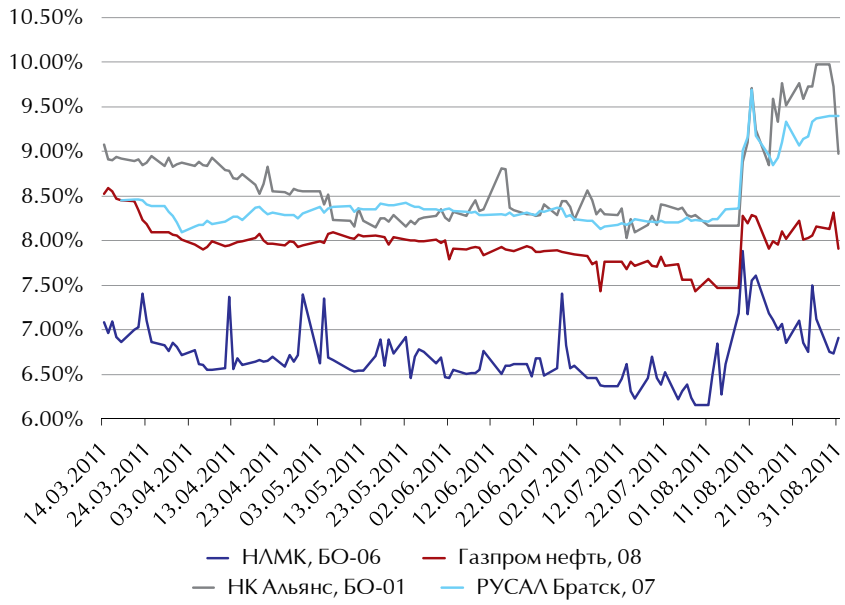
Несмотря на поток внешнего негатива обстановка на внутреннем денежном и валютных рынках оставалась относительно стабильной. Рост бивалютной корзины ограничился лишь несколькими резкими взлетами к уровню около 36 руб., затем ситуация стабилизировалась и рубль находился в диапазоне 34.5–35 руб. относительно бивалютной корзины, анализирует ситуацию в России начальник аналитического управления БИНБАНКА Михаил Гонопольский. Наблюдавшиеся периоды снижения курса рубля, когда доллар стоил более 30 руб., были обусловлены скорее паническими настроениями, чем объективными причинами даже с учетом коррекции цен на нефть, продолжает Максим Зайцев. Укрепление доллара к рублю более чем на 0.2% из-за снижения цены нефти на 1% является неоправданным, считает он. Для агрессивных инвесторов, имеющих в портфеле не только рублевые активы, подобные валютные скачки предоставили хорошую возможность заработать несколько процентов в моменте только на валютной переоценке, переложив средства из долларовых активов в рублевые облигации.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Возможно, негативный сценарий в мировой экономике не будет реализован в ближайшие кварталы, однако именно внутрироссийские факторы являются основной движущей силой сформировавшегося медвежьего тренда на рынке рублевого долга. Восстановление сырьевых цен сможет только предоставить отсрочку, которую стоит использовать для эффективного закрытия длинной позиции по дюрации.

Рисунок 3

Индикативные доходности корпоративных выпусков



Вызывает опасения уточненный прогноз социально-экономического развития РФ на 2011–2014 годы. Рост ВВП РФ в ближайшие два года сохранится на уровне 3.9–4% при росте объемов импорта в Россию, что приведет к отрицательному счету текущих операций уже в 2013 году и более быстрому ослаблению рубля, комментирует Дмитрий Грицкевич.

Зато инфляционные индикаторы пока показывают крайне благоприятную динамику — по итогам августа благодаря падению цен на плодоовощную продукцию будет наблюдаться незначительная дефляция по индексу потребительских цен впервые за последние годы, отмечают в БИНБАНКЕ. Основной причиной снижения общего ИПЦ в последние месяцы стало, в первую очередь, обвальное снижение цен на плодоовощную продукцию с экстремально высоких уровней (достигнутых из-за засухи прошлого года) и хорошего урожая этого года, соглашается руководитель аналитического департамента по России и СНГ Credit Agricole CIB Максим Орешкин. ИПЦ суждено продемонстрировать два быстрых рывка вниз по итогам августа и сентября, однако после этого он начнет стабилизироваться на фоне разнонаправленного движения базового и продовольственного ИПЦ. Максимальный негативный эффект засухи 2010 года на ИПЦ (около 2 п.п.) будет достигнут к концу первого квартала 2012 года, после этого ускоряющаяся базовая инфляция и восстановление продуктового ИПЦ начнут вместе толкать основной ИПЦ вверх, прогнозирует Максим Орешкин. По мнению Михаила Гонопольского, инфляция ускорится к ноябрю-декабрю на фоне активизации бюджетных расходов. В целом есть вероятность, что по итогам года инфляция не превысит 8% годовых, полагает он. Некоторое замедление инфляционного давления в совокупности с напряженной динамикой экономики позволят ЦБ РФ сохранить ключевые процентные ставки на текущих уровнях как минимум до ноября-декабря нынешнего года.

Инфляционное давление продолжает снижаться, в результате чего ставки ЦБ останутся на текущем уровне еще продолжительное время, соглашается Дмитрий Грицкевич. Кроме того, возможность достижения прогнозных ориентиров по инфляции, а также некоторое сокращение темпов экономи-

ческого роста теоретически позволят Банку России отказаться от прежних планов по ужесточению денежно-кредитной политики, сохранив или даже несколько снизив ключевые процентные ставки до конца текущего года, предполагает Александр Ермак.

Ситуация с рублевой ликвидностью в течение месяца была относительно стабильной. В целом впервые за последние месяцы остатки средств коммерческих банков на депозитах в ЦБ РФ приблизились к уровню чуть более 100 млрд руб., а суммарные остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ РФ в конце августа составляли немногим более 700 млрд руб., приводит цифры Михаил Гонопольский. Острого дефицита свободных средств в системе не наблюдалось, отмечают аналитики. Повышению ликвидности способствовал Минфин РФ, который оперативно увеличил объем предложения средств из федерального бюджета на депозитных аукционах, поясняет Александр Ермак. По итогам аукционов, с 10 по 24 августа банкам было предоставлено порядка 200 млрд руб. бюджетных средств на срок 2–4.5 месяцев под ставку 4.4–4.8% годовых. Стоит отметить, что объем свободной ликвидности в банковской системе уже давно не является избыточным, поэтому рынок МБК и РЕПО достаточно болезненно реагирует на любой отток средств из системы, отмечают в Промсвязьбанке. После уплаты налогов в августе объем свободной рублевой ликвидности в ЦБ снизился до 719 млрд руб. — минимума с конца ноября 2010 года, а ставка MOSPRIME O/N достигла 5% годовых. О том, что потребность в дополнительной ликвидности выросла, свидетельствуют и результаты последнего депозитного аукциона, на котором при размещении 10 млрд руб. бюджетных средств спрос превысил 91 млрд руб., а ставка выросла до 5.86% при увеличении срока до шести месяцев, добавил Александр Ермак.

Очевидно, что набранные темпы роста внутреннего спроса и кредитования в российской экономике неустойчивы даже в среднесрочной перспективе. «Быстрый рост занятости и импорта, которые мы наблюдали в последние полтора года, ведут к формированию сильных проинфляционных факторов — увеличению темпов роста номинальных заработных плат и более слабому курсу национальной валюты, — полагает Максим Орешкин. — Чтобы поддержать достигнутые низкие темпы роста денежных агрегатов, в текущей ситуации Банку России придется перевести финансовую систему в режим дефицита ликвидности, что при нынешней ширине процентного коридора приведет к росту краткосрочных ставок денежного рынка еще как минимум на 100 б.п.»

Опережающие макроэкономические индикаторы говорят о том, что ситуация в российской промышленности в ближайшие месяцы будет складываться не лучшим образом: индекс деловой активности PMI в промышленном секторе России уже два месяца подряд находится чуть ниже отметки 50 пунктов. Это явный сигнал того, что промышленный сектор стагнирует, считает Михаил Гонопольский.

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

И ГРЯНУЛ ГРОМ

Большинство участников российского долгового рынка в последние месяцы излучали оптимизм: индекс потребительских цен после всплеска прошлого года начал быстро замедляться, а снижение темпов роста денежных агрегатов подогревало ожидания замедления инфляции во втором полугодии. Рассчитывая на снижение ставок по всей длине процентной кривой, участники рынка комфортно чувствовали себя в длинных позициях по бондам, наращивая дюрацию портфелей и сокращая дюрацию фондирования, анализирует ситуацию на внутреннем рынке долга Максим Орешкин. Российский долговой рынок, которому до недавнего времени удавалось противостоять давлению внешней волатильности на фоне избыточной рублевой ликвидности, в начале августа все-таки не избежал коррекции, комментирует Дмитрий Грицкевич. Августовские события стали для многих громом среди ясного неба: поток негативных новостей с международных рынков привел к тому, что стоимость бивалютной корзины и процентные ставки подскочили, спровоци-

Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ

Пока рекомендуем сосредоточиться на коротких выпусках с дюрацией до полутора-двух лет. Длинные бумаги (три-четыре года) остаются в узких докоррекционных спредах к кривой ОФЗ, в результате чего их динамика будет определяться движением суверенных бондов. В данном сегменте мы рекомендуем пока открывать позиции только при наличии коротких стопов (в том числе и тейк-профитов), учитывая сохранение сильной зависимости российского долгового рынка от внешних факторов. В третьем эшелоне сохраняются широкие спреды bid/offer до нескольких фигур, поэтому оценка инвестиционной привлекательности бумаг данного сегмента затруднена.

ровав распродажу на рынке рублевых облигаций, добавил Максим Орешкин.

В течение двух недель на вторичных торгах рублевыми корпоративными облигациями наблюдалось снижение во всех сегментах рынка, которое достигало в среднем 1.5–2% в первом эшелоне и 2–4% во втором и третьем эшелонах, приводит статистику Александр Ермак. По итогам августа доходности облигаций первого-второго эшелонов выросли в среднем на 60–80 б.п. от уровня, на котором рынок консолидировался с апреля текущего года, подсчитал Дмитрий Грицкевич.

Доходность выпусков «Газпром нефти» и «ЛУКОЙЛА» подскочила на 50–60 б.п., приводит примеры Михаил Гонопольский. Достаточно слабо выглядел четырехлетний выпуск «ВымпелКома», доходность по которому подросла за месяц более чем на 70 б.п. В металлургическом секторе рост доходностей выпусков «Северстали» и НЛМК составил 40–60 б.п. Чуть лучше смотрелись отдельные выпуски «Евраза» и «Теле 2». Более существенный рост доходностей в ряде корпоративных выпусков отчасти связан с их довольно узкими спредами к ОФЗ, а также с более низкой ликвидностью данных бумаг. В периоды, когда участники рынка старались продать существенные объемы бумаг, это приводило к большей амплитуде изменения цен, пояснил аналитик БИНБАНКА.

Кривая ОФЗ за несколько дней сдвинулась на 60 б.п. вверх; на начало сентября доходности ОФЗ консолидировались на 40–45 б.п. выше докоррекционных уровней, анализирует итоги торгов в госсекторе Дмитрий Грицкевич. В первом эшелоне спреды к ОФЗ расширились до 80–150 б.п. на коротком участке кривой (до трех лет) и до 50–70 б.п. на длинном против 30–70 б.п. в начале августа, подсчитал Александр Ермак. В результате доходность первого эшелона установилась в пределах 6.5–7.5% по бумагам с дюрацией один-три года и в пределах 8–8.5% годовых по облигациям с дюрацией четыре-семь лет.

Более глубокое падение цен корпоративных облигаций второго и третьего эшелона, а также их незначительная коррекция в краткосрочные периоды улучшения коньюнктуры привели к существенному расширению спредов к ОФЗ, отмечают в БК «РЕГИОН». Так, например, бумаги второго и третьего эшелонов с дюрацией до года торговались в конец августа в среднем со спредом к кривой ОФЗ на уровне 200–400 б.п. и 400–800 б.п. соответственно. Из-за внешней волатильности рынков и внутренних факторов, связанных с уровнем свободных средств в системе, инвесторы не спешат переходить к активным покупкам, ожидая плавного восстановления ликвидности до очередных налогов, что позволит несколько развязать руки покупателям, отмечает Дмитрий Грицкевич. В то же время, учитывая увеличение бюджетных расходов к концу года, настоящего избытка ликвидности, скорее всего, не будет до конца декабря, как это уже было в 2010 году, прогнозирует Дмитрий Грицкевич.

В краткосрочной перспективе вряд ли стоит ожидать существенного изменения коньюнктуры на рублевом долговом рынке, рассуждает Александр Ермак. Негативное давление со стороны мировых рынков сохранится. Определенные надежды инвесторы возлагают на решения, которые могут быть приняты на заседании ФРС США 20–21 сентября текущего года. Однако, по мнению аналитика из БК «РЕГИОН», очевидно, что даже в случае принятия нового пакета мер по поддержке крупнейшей мировой экономики и решения долговых проблем Европы потребуется достаточно долгое время для практической реализации этого плана. Для рублевых облигаций одной из проблем может стать отсутствие нового спроса в результате сокращения банковской ликвидности, перетока рублевых средств на валютный рынок, вывод денежных средств иностранных инвесторов с локального рынка (в рамках бегства от рисков). Поддерживающим фактором для рублевых облигаций могут стать высокие цены на нефть и другие сырьевые товары, что позволит обеспечить достаточный уровень притока валютной выручки в страну.

«АВГУСТОВСКИЕ СОБЫТИЯ СТАЛИ ДЛЯ МНОГИХ ГРОМОМ СРЕДИ ЯСНОГО НЕБА: ПОТОК НЕГАТИВНЫХ НОВОСТЕЙ С МЕЖДУНАРОДНЫХ РЫНКОВ ПРИВЕЛ К ТОМУ, ЧТО СТОИМОСТЬ БИВАЛЮТНОЙ КОРЗИНЫ И ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПОДСКОЧИЛИ, СПРОВОЦИРОВАВ РАСПРОДАЖУ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ»

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Доходности в корпоративном сегменте сохранятся на текущих уровнях либо незначительно вырастут. Это приведет к сохранению заданного в августе тренда на постепенное расширение крайне узких спредов корпоративного сегмента первого-второго эшелонов к ОФЗ. Существенное расширение спредов корпоративных бумаг к ОФЗ если и произойдет, то с большей вероятностью в случае активизации первичных размещений. Наилучшая стратегия в такой ситуации — сохранение ОФЗ со средней дюрацией от трех-четырех лет, а также ряда выпусков второго эшелона, где наблюдаются явные улучшения кредитных метрик эмитентов и не такие узкие спреды к ОФЗ и первому эшелону.