НА ЛОКАЛЬНОМ РЫНКЕ ПРОДОЛЖАЛ БУШЕВАТЬ РУБЛЕВЫЙ ГОЛОД. ЭТО ОЖИДАЕМО НЕ ДОБАВИЛО АКТИВНОСТИ УЧАСТНИКАМ ВТОРИЧНЫХ ТОРГОВ: ИГРОКИ В ОСНОВНОМ СОСРЕДОТОЧЕНЫ НА СРЕДНЕСРОЧНЫХ ОФЗ. ИНТЕРЕСНЫ ИНВЕСТОРАМ И НОВЫЕ КОРПОРАТИВНЫЕ ВЫПУСКИ, КОТОРЫЕ РАЗМЕЩАЛИСЬ С ПРЕМИЕЙ. В ДЕКАБРЕ АНАЛИТИКИ ОЖИДАЮТ НЕКОТОРОГО СНИЖЕНИЯ ДОХОДНОСТЕЙ И РЕКОМЕНДУЮТ ОБРАТИТЬ ВНИМАНИЕ НА ГОТОВЯЩИЕСЯ РАЗМЕЩЕНИЯ НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ.

Однако за время пути бумага могла подрасти…

Елена СКУРИХИНА

РАЗВЯЗКА НЕМИНУЕМА

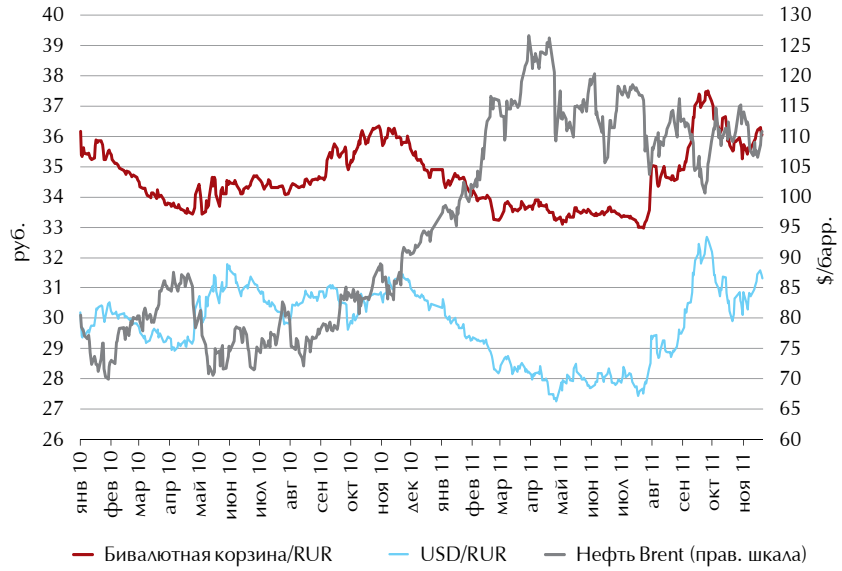
Ноябрьская конъюнктура оставалась под давлением обострившихся европейских долговых проблем, которые приобрели черты более масштабного структурного кризиса, распространившегося уже далеко за пределы стран PIIGS, рассуждает Ольга Ефремова, начальник отдела анализа долговых рынков НОМОС-БАНКА. Теперь центральное место на сцене заняла Италия, а само действо стало еще ближе к трагической развязке — дефолту одного из ее участников или же развалу еврозоны, вспоминает события минувшего месяца на внешних рынках Иван Манаенко, руководитель управления по анализу долговых рынков ИК «Велес Капитал». Важной особенностью прошлого месяца стал повсеместный рост требований инвесторов к премиям по госбумагам европейских стран. Усиление подобных настроений спровоцировала довольно высокая активность международных рейтинговых агентств по снижению суверенных рейтингов, дополняет Ольга Ефремова. В частности, стоимость обслуживания долга для Испании и Италии выходила за пределы приемлемого уровня в 6% и 7% соответственно. Резко выросли доходности госбумаг Бельгии, Австрии, Венгрии. Этой участи не избежали даже бумаги Германии: доходность десятилетних немецких облигаций выросла в ноябре на 50 б.п., комментирует Александр Ермак, заместитель начальника аналитического управления БК «РЕГИОН».

Только благодаря активному вмешательству ЕЦБ, который увеличил объемы покупок бумаг с рынка для снижения их доходности, а также принятию Еврокомиссией плана по расширению полномочий EFSF для предоставления необходимой финансовой помощи странам Европы обозначился механизм решения существующих проблем, отметила Ольга Ефремова.

Инструменты, которые позволят хотя бы временно снять напряженность в финансовом секторе еврозоны, у денежных властей есть, соглашается Михаил Гонопольский,

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



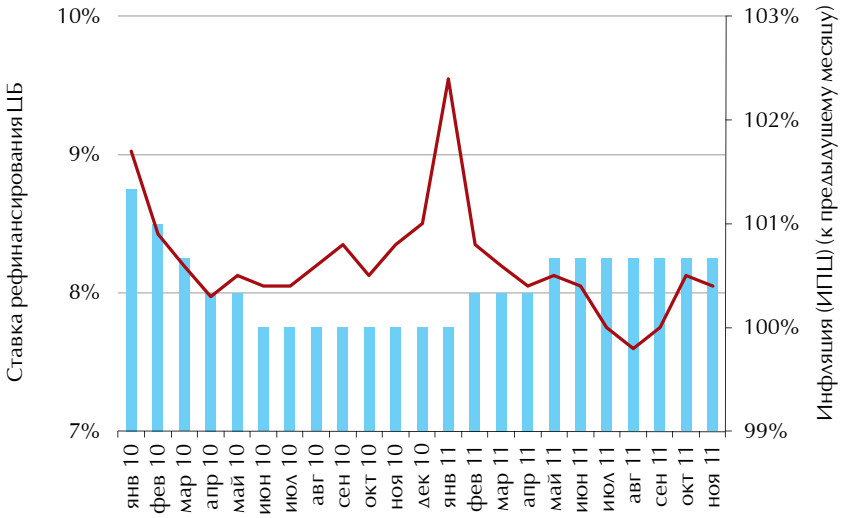
начальник аналитического управления БИНБАНКА. Это инструменты рефинансирования ЕЦБ, долларовые своп-линии ФРС для поставки необходимых объемов ликвидности финансовым институтам Европы. Рост напряженности на долговом и фондовом рынках Европы в значительной степени связан с низкой скоростью принятия необходимых решений по выходу из кризиса, а также с существующими разногласиями среди политических лидеров крупнейших стран, например по вопросу выпуска общеевропейских облигаций, роли и места фонда стабилизации EFSE и многим другим вопросам, отметил Александр Ермак.

В фокусе находилось также обсуждение вопроса по сокращению бюджетного дефицита США и оптимизации госрасходов на следующий год, вспоминает Ольга Ефремова. При этом, несмотря на то что консенсус в Конгрессе так и не был достигнут, спрос на казначейские обязательства США сохранился. Доходность этих бумаг сохраняется на достаточно стабильном уровне, отмечают в НОМОС-БАНКЕ. Очевидно, что до конца года ситуация на внешних рынках останется достаточно напряженной: к долговым проблемам европейских стран может прибавиться неопределенность с долгом в США, полагает Александр Ермак. Кроме того, остро встают вопросы финансовой устойчивости и рекапитализации крупнейших банков как в Америке, так и в Европе, о чем заявило агентство Standard & Poor's, понизив в конце ноября кредитный рейтинг 37 крупнейших мировых банков, подчеркнул он.

ЗАМЕДЛЯЕМСЯ

Последний отчет о социально-экономическом состоянии России за октябрь не внес существенных корректив в общую картину. Он отражает разнонаправленную динамику ключевых индикаторов, говорит Ольга Ефремова. Хотя удалось избежать спада промышленного производства, аналогичного сентябрьскому (рост месяц к месяцу с исключением фактора сезонности составил 0.8%), в целом тренд скорее понижательный. Это подталкивает к идее пересмотра общих темпов роста промпроизводства и ВВП, считает она.

По мнению Михаила Гонопольского, макроэкономическая ситуация в России пока не выглядит устрашающей, но очевидно, что в четвертом квартале произойдет замедление темпов экономического роста. Еще в сентябре можно было наблюдать отрицательную динамику экспорта в физическом выражении по ряду ключевых направлений. Основной рынок для российского сырьевого экспорта — это Европа, поэтому сильнейший спад деловой активности в странах ЕС негативно скажется на результатах внешней торговли России в четвертом квартале, пояснил аналитик БИНБАНКА. Прежде всего, речь идет об экспорте газа — за 9 месяцев 2011 года прирост экспорта газа в физическом выражении составил лишь около 10%, в то время как в рамках первого полугодия показатели были существенно лучше. Не впечатляет и динамика экспорта сырой нефти.



ИНФЛЯЦИЯ СДЕРЖАЛАСЬ

Постепенно ослабевает всплеск потребительского спроса, наблюдавшийся с весны этого года, и сокращается рост инвестиций в основной капитал, анализирует Ольга Ефремова. Инфляционные риски на текущий момент умеренные, прогноз по инфляции ниже 7% по итогам 2011 года выглядит вполне реализуемым. Отдельные компоненты индекса потребительских цен в последние месяцы перестали показывать замедление, однако в целом ситуация с инфляцией продолжает оставаться стабильной: по итогам года рост цен составит менее 7%, что позволит ЦБ РФ в ближайшие месяцы уделять большее внимания проблемам экономического роста и ситуации с рублевой ликвидностью, озвучил прогнозы БИНБАНКА Михаил Гонопольский.

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Мы ожидаем, что короткий конец кривой ОФЗ в декабре-январе может показать лучшую динамику: снижение доходностей в пределах 20–50 б.п. по коротким бумагам до 2.5 лет в секторе ОФЗ является вполне вероятным сценарием на ближайший месяц. В корпоративном секторе на вторичном рынке, на наш взгляд, серьезных движений в декабре-январе ждать не стоит. Участие в первичных размещениях бумаг качественных эмитентов корпоративного сегмента с дюрацией до трех лет и определенной премией — наиболее привлекательный подход к формированию позиций в ближайшие месяцы. При этом мы не ожидаем большой активности качественных заемщиков в корпоративном секторе в декабре, так как многие из них по-прежнему предпочтут сохранять выжидательную позицию в надежде привлечь более дешевые ресурсы позже.

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

Иван МАНАЕНКО,
руководитель управления по анализу долговых рынков, ИК «Велес Капитал»

В ЦЕЛОМ СПОКОЙНО

На денежном рынке основной проблемой оставался дефицит рублевой ликвидности, который подтверждали высокие ставки на рынке МБК: овернайт колебались в пределах 5.3–5.8% годовых. Кроме того, примерно на треть по сравнению с предыдущим месяцем вырос объем операций прямого РЕПО с Банком России, приблизившись к 8 трлн руб., комментирует Александр Ермак. При этом в ноябре дважды был установлен исторический максимум по объему привлечения денежных средств у Банка России за один день, который превышал 801 и 840 млрд руб. Объем размещенных на депозитах в банках бюджетных средств Минфина составлял на конец месяца порядка 900 млрд руб. Очевидно, что благодаря проведению понятной процентной политики монетарных властей, а также готовности Банка России расширить объем предоставляемой дополнительной ликвидности за счет снижения кредитных требований по ломбардным ценным бумагам с 5 декабря и возможности предоставления банкам беззалоговых кредитов ситуация на денежном, валютном и долговом рынках сохранялась относительно спокойной, заключил Александр Ермак.

ЦБ сохраняет базовые ставки неизменными, определив для себя в качестве главного приоритета в данном вопросе ценовую стабильность и опасаясь отложенного проявления эффекта мягкой девальвации, которая произошла в сентябре этого года, рассуждает Ольга Ефремова. Интервенции ЦБ на валютном рынке незначительные, однако они продолжаются на фоне усиления оттока капитала из России.

Цены на нефть выше $100 за баррель и прекращение ускоренного роста импорта в последние месяцы позволили российской валюте по итогам ноября показать нейтральный результат даже в условиях сохраняющегося оттока капитала, который, по оценкам БИНБАНКА, в ноябре должен несколько замедлиться по сравнению с результатами августа-октября. Тогда эта цифра превышала $10 млрд ежемесячно, дополнил Михаил Гонопольский. При стабилизации внешнего фона аналитики БИНБАНКА ожидают сокращения темпов оттока капитала из России в декабре-январе и, как следствие, стабилизации национальной валюты на уровнях 35–36 руб. относительно бивалютной корзины.

ГОСУДАРСТВО В ФАВОРИТАХ

На внутреннем рынке в ноябре по-прежнему царил рублевый голод, комментирует Иван Манаенко. Как результат, среднедневные обороты по основной секции, РПС и госсекции ММВБ оказались практически идентичны октябрьским. Хотя создавалось впечатление, что рублевый рынок стал еще более узким и почти полностью переключился на ОФЗ. Именно сектор госбумаг (главным образом среднесрочные выпуски) остается индикатором настроений в рублевом сегменте, соглашается Ольга Ефремова.

На рынке рублевых облигаций в ноябре существенных продаж зафиксировано не было, а наблюдаемое в отдельные периоды локальное снижение цен на ОФЗ и корпоративные облигации первого эшелона инвесторы зачастую использовали для приобретения инструментов с более высокой доходностью, которая позволяет эффективнее задействовать их для рефинансирования в ЦБ РФ. Среди наиболее ликвидных облигаций федерального займа по итогам ноября оказались выпуски с дюрацией порядка четырех-пяти лет, а повышение доходности по всей кривой ОФЗ составило 30–50 б.п., подсчитал Александр Ермак.

В ПОИСКАХ НОВЫХ ОРИЕНТИРОВ

Первичный рынок, получивший хоть какие-то ценовые ориентиры после успешного размещения ФСК ЕЭС в конце октября, заметно активизировался, отметил Иван Манаенко. На общем фоне довольно отчетливо выделялся банковский сектор, явно пытавшийся проскочить первым в едва приоткрывшееся окно. Однако сказать, что банковские бумаги расходились на ура, было бы лукавством. Практически все займы уходили в рынок по верхней границе маркетируемого диапазона, а итоговый объем заявок едва покрывал потребности заемщиков, сетует аналитик. В итоге на вторичном рынке почти все новые выпуски торговались вяло и чаще в районе номинала. Куда более интересным с точки зрения быстрого заработка стало участие в аукционах субфедеральных бумаг. В ноябре на рынок вышли Костромская и Нижегородская области, а также администрация Краснодара. Такого рода инвестиции традиционно характерны для управляющих компаний, для которых кредитные метрики и госгарантии важнее сиюминутной рыночной ситуации. На фоне возникшего переспроса и скромной аллокации на вторичном рынке вышеперечисленные бумаги пользовались повышенным спро-

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Час расплаты неминуем — и хорошо, если он настанет лишь в феврале. Поэтому наиболее целесообразно использовать возможное улучшение ситуации для сокращения позиций. Для краткосрочных спекуляций лучше предпочесть свежие выпуски ФСК ЕЭС, 15, НЛМК, БО-05 и Россельхозбанк, 15. Многообещающим выглядит первичный рынок, который в декабре представлен преимущественно субфедами.

сом и смогли заметно оторваться от своих номиналов, констатирует Иван Манаенко. Довольно ярким стало и размещение седьмого выпуска биржевых облигаций НЛМК, по сути, как и в случае с ФСК ЕЭС, ставшего своего рода новым ценовым ориентиром для всего рублевого рынка.

ОЩУЩЕНИЕ НОВИЗНЫ

На вторичных торгах в корпоративном секторе ситуация была неоднозначная: большинство выпусков второго эшелона не отличались приемлемой ликвидностью, поэтому повсеместной отрицательной оценки не происходило, сделки носили фрагментарный характер, комментирует Михаил Гонопольский. В относительно ликвидных выпусках первого эшелона доходности подрастали на 10–30 б.п. в течение месяца. Однако последняя неделя прошла под знаком разворота настроений участников рынка: можно было наблюдать снижение оттока капитала на фоне устойчивых мировых цен на нефть и позитивных ожиданий от решительных действий мировых центральных банков и европейских властей. В корпоративном секторе ряд ликвидных бумаг все-таки закрыли месяц на более высоких уровнях доходности, которая выросла на 10–20 б.п. с начала месяца, уточнил аналитик.

Корпоративный сектор реагирует на общие колебания конъюнктуры весьма сдержанно, потому что ликвидность является характеристикой ограниченного перечня бумаг. В частности, довольно активны участники рынка были в выпусках, появившихся на вторичном рынке в ноябре («Газпром Капитал», 03; РСХБ, 15; НЛМК, БО-07), поскольку размещение при текущей непростой конъюнктуре требовало от эмитентов обязательную премию ко вторичному рынку, констатирует Ольга Ефремова. Интерес к новым выпускам очевиден, так как они размещались и торгуются с премией к старой кривой своих бумаг в пределах 60–100 б.п., продолжил Александр Ермак. Сокращение этой премии в ближайшее время вряд ли возможно, учитывая проблемы с ликвидностью на рынке и постоянно увеличивающийся поток первичных размещений, по которым эмитенты также готовы предоставлять премии к текущим ставкам вторичного рынка, считает он.

В целом, не считая отдельных эпизодов, в плане пересмотра цен итоги месяца выглядят не слишком впечатляющими, продолжает Иван Манаенко. Буквально в последнюю неделю ноября старые выпуски наиболее ликвидных эмитентов стали подтягиваться к уровням только что проданных займов, что хорошо заметно на примере размещенного в октябре выпуска ФСК ЕЭС. Рынок наконец осознал, что премиальные уровни по новым размещениям все же являются нормальными, тогда как старые выпуски (в основном из-за нежелания игроков получить отрицательную переоценку) торгуются по мифически высоким ценам, пояснил аналитик «Велес Капитала».

ВЕРИМ В РОСТ

Росту котировок в декабре будет способствовать глобальное желание рынка расти, которое проявляется в подчас неадекватно сильной реакции на условно положительные новости и игнорировании текущего негатива, считает Иван Манаенко. Ярким примером стал последний торговый день ноября, когда новость о совместном решении центробанков крупнейших финансовых держав предоставить банкам дополнительную ликвидность через механизм валютных свопов в совокупности с намерением Китая ослабить свою денежно-кредитную политику не только затмили продолжающее понижение страновых рейтингов, но и позволили фондовым индексам взлететь до уровней двухнедельных максимумов, продолжил он. Если предположить, что до конца года новостной фон потихоньку сойдет на нет (этому будут способствовать и приближающиеся рождественские каникулы), то долгожданное ралли вполне может продолжиться. Добавим к этому традиционное декабрьское освоение бюджетов, способное возместить часть вымытой из системы за осень рублевой ликвидности — получаем неплохую конъюнктуру для роста отечественных долговых бумаг, рассуждает аналитик «Велес Капитала». В БК «РЕГИОН» не ожидают существенного изменения доходности в рублевых облигациях по крайней мере до конца года: текущие ставки по ОФЗ, корпоративным облигациям достаточно комфортны как для банков, использующих ценные бумаги для рефинансирования в Банке России, так и для других инвесторов.

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

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Возможное улучшение конъюнктуры внешних рынков и приток дополнительной ликвидности дают повод задуматься о покупках, тем более что на рынке сформировался навес дешевого качественного риска. В целом, для компаний, риски рефинансирования которых выглядят умеренными, доходность на уровне 10–11% на дюрации в пределах трех-четырех лет кажется завышенной. В связи с этим хороший потенциал ценового роста мы видим в выпусках «Евраза», «ВымпелКома». Среднесрочные ОФЗ остаются при реализации позитивного сценария комфортным объектом для инвестирования, поскольку в числе первых будут реагировать на улучшение конъюнктуры. Стоит обратить внимание на потенциальных претендентов в Ломбардный список с учетом ослабления требований к рейтингам. В частности, выпуски «Ситроникса», КБ «Ренессанс Капитал» при поддержке данного фактора выглядят интересно.

В сегменте евробондов предлагаем отслеживать возникающие периодически ценовые диспропорции. В настоящее время перепроданными выглядят бумаги металлургического сектора и бонды крупных частных банков.