Несмотря на вполне благоприятное развитие событий в январе, ясно, что 2012 год окажется очень непростым для рынков: волны безграничного глобального позитива могут быстро сменяться паническими настроениями. Перспективы локального рынка долга большинство аналитиков оценивают весьма сдержанно и рекомендуют в первую очередь обратить внимание на первичные размещения облигаций, где эмитенты порой предлагают весьма интересные доходности.

Перепады настроения

Елена СКУРИХИНА

АПОКАЛИПСИСА НЕ ПРОИЗОШЛО

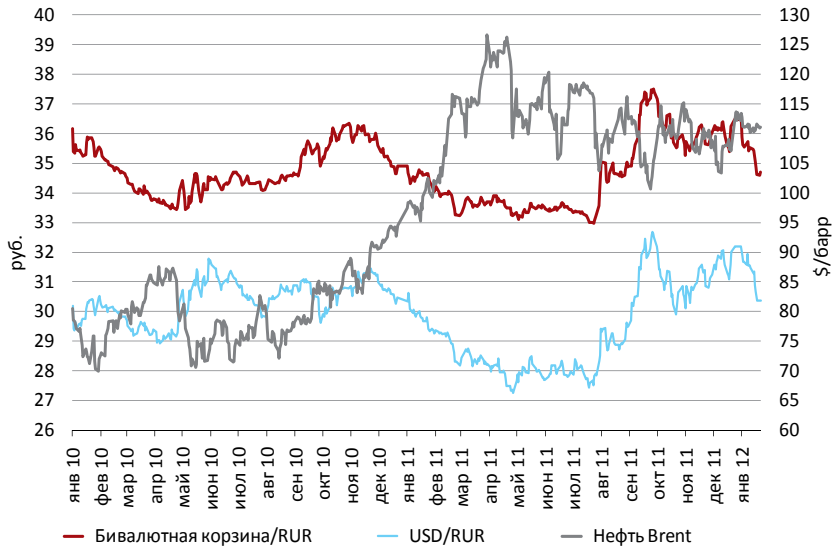
За последние два месяца список внешних факторов, оказывающих влияние на настроения игроков, практически не изменился: низкое доверие инвесторов, европейские долговые проблемы и замедление мировых экономик, включая США, Китай, страны еврозоны, комментирует начальник управления анализа инструментов с фиксированной доходностью Газпромбанка Алексей Демкин. На первое место вышли, принимаемые регуляторами меры по восстановлению доверия инвесторов и стимулированию экономики. Судя по всему, в Европе этот лимит доверия ограничен первыми месяцами 2012 года, когда европейские политики должны будут продемонстрировать способность реализовывать достигнутые ранее соглашения, полагают в Газпромбанке.

Начало года выдалось крайне позитивным: предновогоднее ралли задержалось ровно на месяц, перейдя в постновогодние покупки, вспоминает Дмитрий Грицкевич. Еще в декабре настроение инвесторов было пессимистичным, в результате чего многие игроки выходили в кэш перед новогодними праздниками. Но спустя месяц стало понятно, что апокалипсиса не произошло, и инвесторы принялись заполнять бумагами свободные лимиты, отметил он. Опубликованная в январе макростатистика свидетельствует о том, что экономическая ситуация в Европе несколько лучше, чем ожидалось, продолжает Ольга Стерина. Выкуп бондов Европейским центральным банком привел к снижению доходностей госбумаг проблемных стран, последние аукционы прошли очень успешно, и рынок стал спокойно реагировать на новости о снижении рейтингов, пояснила аналитик.

Экономика США продолжила плавный рост, а публикация прогнозов ФРС, которые сдвинули начало ужесточения монетарной политики с 2013 года на 2014 год, позитивно сказалась на росте аппетита к риску, дополняет Дмитрий Грицкевич. Европейский кризис перешел в тлеющую фазу во многом благодаря ликвидности, предоставленной банкам

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ЕЦБ в конце года. Эти меры положительно сказались на европейском денежном рынке, а также позволили снизить стоимость заимствований для ряда стран еврозоны, вызвав интерес к покупке рисковых активов по всему миру, отметил Алексей Демкин.

ИНФЛЯЦИЯ УДИВИЛА

Согласно опубликованной недавно макроэкономической статистике, 2011 год финишировал с неплохими показателями, многие из которых превысили прогнозы, рассказывает про ситуацию в России Ольга Стерина. Минувший год войдет в историю самой низкой инфляцией за весь постсоветский период. Прирост индекса потребительских цен составил 6.1%, что приятно удивило рынок. Снижение инфляции в конце года было обусловлено двумя основными причинами: во-первых, хорошим урожаем и связанной с этим дефляцией в продовольственном секторе, а во-вторых, ослаблением влияния монетарных факторов благодаря политике ЦБ, позволившей замедлить рост денежной массы. По итогам нынешнего года в «УРАЛСИБ Кэпитале» прогнозируют инфляцию на уровне 7.2%. Поскольку в связи с предвыборным периодом традиционное в начале года повышение регулируемых тарифов было перенесено на июль, аналитики рассчитывают на дальнейшее замедление 12-месячной инфляции в первом полугодии. В «УРАЛСИБ Кэпитале» ожидают, что по итогам мая показатель может составить 3.9%, что станет очередным историческим минимумом, однако затем инфляция будет ускоряться.

Несмотря на низкую инфляцию, Банк России продолжает придерживаться консервативной монетарной политики, продолжает Дмитрий Грицкевич. В результате ставки на денежном рынке остаются высокими и восприимчивыми к крупным платежам в бюджет. Аналитики Промсвязьбанка не ждут от регулятора снижения ключевых ставок фондирования как минимум до конца первого квартала, когда фактор крепкого рубля и низкой инфляции будет несколько менее актуален. Аналитики «УРАЛСИБ Кэпитала» полагают, что Банк России может пойти на снижение ключевой ставки до конца года. «С учетом нашего прогноза по инфляции, а также рисков замедления экономического роста мы ожидаем, что в течение года ЦБ будет постепенно снижать ставку рефинансирования. Наш прогноз по ставке на конец года равен 7.5%», — говорит Ольга Стерина.

В прошедшем году ЦБ предпринял ряд шагов к таргетированию инфляции, среди которых наиболее значимым является последовательное расширение границ коридора допустимых значений стоимости бивалютной корзины с 4 руб. до 6 руб., а также снижение обьемов интервенций на границе диапазона, вспоминает аналитик Газпромбанка Анна Богдюкевич. Тем не менее, говорить о полном отказе от вмешательства в процесс курсообразования со стороны ЦБ пока преждевременно: рассчитываемый Газпромбанком индекс свободы рубля по-прежнему находится ниже 50 пунктов (100 — свободное плавание; 0 — фиксированный обменный курс).

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Для инвесторов на рынке облигаций сложилась уникальная ситуация: в условиях низкой инфляции реальные доходности остаются положительными. Спред пятилетних ОФЗ к инфляции составляет порядка 200 б.п. Рекомендуем инвесторам покупать бумаги с дюрацией порядка трех лет — именно эта точка предлагает весьма ощутимую премию к рублевым свопам при умеренном рыночном риске, тогда как покупка длинных бумаг сейчас менее привлекательна из-за уменьшения наклона кривой. Мы советуем обратить внимание на такие выпуски, как ОФЗ-26203 (YTM 7.7%), ОФЗ-25077 (YTM 7.6%), ОФЗ-25075 (YTM 7.5%) и ОФЗ-25079 (YTM 7.5%).

НА ПИКЕ ВОЗМОЖНОСТЕЙ

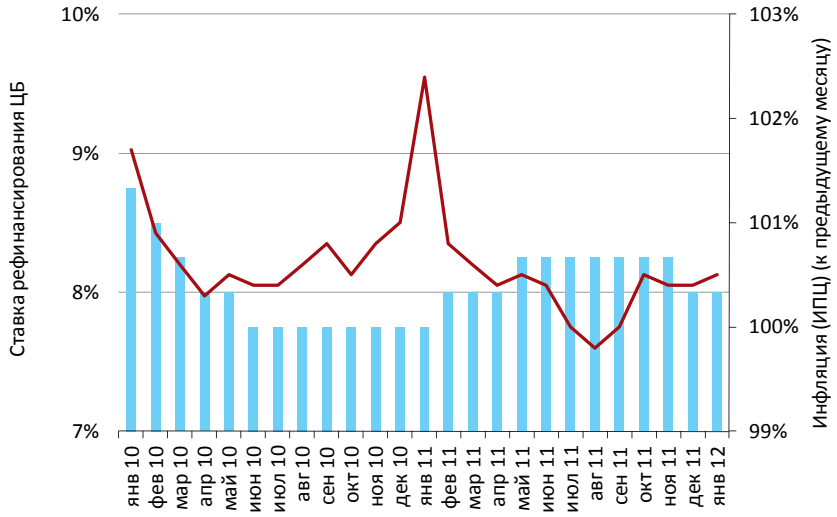
По предварительным оценкам Росстата, российская экономика в 2011 году выросла на 4.3% и вышла в четвертом квартале на докризисные уровни производства, приводит данные Анна Богдюкевич. Однако потенциал для дальнейшего роста ограничен рядом факторов, считают в Газпромбанке. Во-первых, среднегодовая цена на нефть в прошлом году составила $109.3 за баррель марки Urals, продемонстрировав тем самым рост почти на 40% год к году. При этом изначально Минэкономразвития прогнозировало рост ВВП на 4.2% при среднегодовой цене нефти

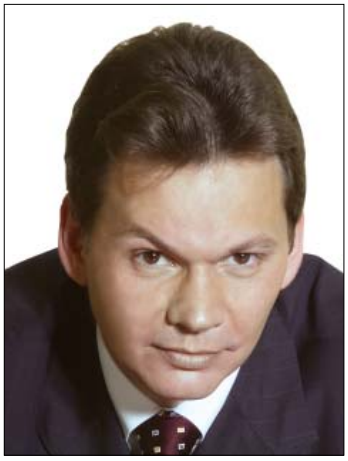
Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

На вторичном рынке мы выделяем два сектора — банковские облигации второго эшелона и сектор субфедеральных бумаг. На текущий момент при относительно короткой дюрации премии в банковских бумагах с рейтингом на уровне BB (НОМОС-БАНК, банк «ЗЕНИТ», МДМ Банк, Промсвязьбанк, ХКФ Банк, ОТП Банк и др.) по отношению к ОФЗ находятся на уровне 270–300 б.п. против 160–180 б.п. в первой половине прошлого года. Что касается субфедерального сегмента, то, несмотря на существенную дифференциацию в рейтингах регионов, риск дефолта, на наш взгляд, близок к суверенному, в результате чего покупка облигаций со спредом к ОФЗ от 150–200 б.п. выглядит привлекательной. В частности, рекомендуем следующие выпуски: Костромская область, 34006, Вологодская область, 34002, Красноярский край, 34005, Свердловская область, 34001, Карелия, 34014, и Московская область, 08.

Рисунок 2. **Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ**





Алексей ДЕМКИН,
начальник управления анализа инструментов с фиксированной доходностью, заместитель начальника департамента анализа рыночной конъюнктуры, Газпромбанк

на уровне $81 за баррель. Во-вторых, по оценкам ГПБ, экономика РФ в настоящее время оперирует практически на пике своих возможностей, в связи с чем дальнейшее наращивание выпуска требует обновления и расширения производственных мощностей. При этом темп роста инвестиций в основной капитал на уровне 6.2% по итогам 2011 года, по всей видимости, обеспечивает лишь поддержание имеющихся мощностей в рабочем состоянии, заключил аналитик.

В прогнозах на 2012 год «УРАЛСИБ Кэпитал» ожидает замедления темпов экономического роста по сравнению с 2011 годом до 2.8%. «Мы исходим из предположения, что среднегодовая цена на нефть марки Urals снизится почти на 10% по сравнению с 2011 годом — до $98.5 за баррель, а это, в свою очередь, произойдет из-за скатывания европейской экономики в рецессию в первом полугодии», — пояснила Ольга Стерина.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ*

Из рублевых выпусков облигаций рекомендуем покупку коротких бумаг с кредитным рейтингом инвестиционной категории. Предпочтение отдаем выпускам с наибольшей доходностью, размещенным в непростых рыночных условиях декабря 2011 года. Также рекомендуем участие в первичных размещениях с расчетом на премию к рынку. Из отдельных бумаг отметим ГЛОБЭКСБАНК, БО-01 (YTM 8.78%), «ДельтаКредит», 06 (YTM 9.25%).

В локальных облигациях есть смысл сделать ставку на возможное укрепление рубля (в случае начала притока капитала после президентских выборов) и рост интереса иностранных инвесторов к российским долговым инструментам в свете начала использования в расчетах системы Euroclear во втором полугодии. Наилучший инструмент для этого — среднесрочные выпуски ОФЗ (пять-семь лет).

Тем, кому лимиты позволяют брать риск уровня кредитной категории B, предлагаем обратить внимание на высокодоходные короткие банковские выпуски: ТКС Банк, БО-03 (YTP 13.42%), КБ «Ренессанс Капитал», 03 (YTM 9%), «Русский Стандарт», БО-1 (YTP 9.05%).

* На 31 января 2012 года

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Ликвидность банковского сектора в начале января 2012 года находилась на уровне 1.3–1.4 трлн руб. Для сравнения, значение этого показателя в начале 2011 года превышало 1.7 трлн руб. Во второй половине прошлого года банки наращивали свои обязательства перед Минфином и Банком России, покрывая растущий дефицит рублевой ликвидности, вспоминает аналитик UFS Виктория Королева. Российские рынки поддержали бюджетные деньги, поступившие в банковскую систему в конце декабря, в результате чего проблема с рублевой ликвидностью временно отошла на второй план, продолжает Дмитрий Грицкевич. Чистая ликвидная позиция банковской системы РФ в начале января стала положительной при дефиците на уровне 700–900 млрд руб. в декабре. Вместе с тем, уже к концу января после уплаты налогов и возврата Минфину около 300 млрд руб. (нетто) сальдо по ликвидной позиции банков вновь ушло в минус, составив около 400 млрд руб., подсчитали в Промсвязьбанке. Ситуация с рублевой ликвидностью, вероятнее всего, продолжит ухудшаться — бюджет по-прежнему будет стерилизовать рублевую ликвидность, источники ее пополнения в ближайшие месяцы неочевидны, прогнозируют в Газпромбанке. В результате стоимость заимствований на рынке МБК может вплотную приблизиться к 6.25% (фиксированная ставка по операциям РЕПО с ЦБ).

Несмотря на потребность банковского сектора в рублях, ЦБ РФ устанавливает символические лимиты на аукционах прямого РЕПО, отмечают в UFS. Это, в свою очередь, отразилось на росте средних ставок на аукционах прямого РЕПО. За последние месяцы прошлого года она выросла в среднем на 1 п.п. — до 6.1–6.2% годовых. В таких условиях кредитные организации вынуждены были прибегать к РЕПО по фиксированной ставке (6.25% годовых). В середине января задолженность банковской системы перед ЦБ РФ по РЕПО по фиксированной ставке достигала 180 млрд руб., хотя в первых числах февраля снизилась почти до нулевых значений, констатировала Виктория Королева.

ПОД ДИКТОВКУ ИНВЕСТОРОВ

В декабре 2011 года на рынке рублевых облигаций сложилась нетипичная для этого месяца ситуация. Традиционно она характеризуется сезонным всплеском ликвидности и положительным влиянием на динамику котировок. На этот раз рынки были разочарованы, деньги стали поступать в

систему только в последние дни года. Кроме того, тот факт, что ЦБ РФ поменял подходы к установлению лимитов на аукционах РЕПО, подтолкнуло доходности вверх во второй декаде декабря, комментирует ситуацию на долговых рынках Алексей Демкин. В первые рабочие дни января ситуация поменялась. Средства, направленные на погашение бюджетных расходов, поступили на рублевый рынок облигаций и более равномерно разделились среди его участников. Это, в свою очередь, вызвало рост цен, прежде всего на ОФЗ: доходности коротких ОФЗ снизились примерно на 20–30 б.п., более длинные выпуски потеряли свыше 40 б.п., подсчитали в Газпромбанке в конце января 2012 года. С начала года кривая ОФЗ по длинным выпускам снизилась на 45–50 б.п., поделился данными Дмитрий Грицкевич. При этом к концу января стали заметны покупки со стороны нерезидентов, которые входили в рынок на фоне укрепляющегося рубля (корзина за январь укрепилась на 2 руб. — до 34.4 руб.) На этом фоне ставки NDF заметно снизились при расширении спреда между кривыми ОФЗ и валютных свопов с 130 б.п. до 180–200 б.п. В условиях укрепления рубля и рекордно низкой инфляции в январе доходности ОФЗ выглядели крайне привлекательно.

Благоприятно на рынке госбумаг отразилась и объявленная в январе неагрессивная программа заимствований Минфина на первый квартал 2012 года: всего 285 млрд руб., а с учетом погашений и выплаты купонов — порядка 150–155 млрд руб., подсчитал Алексей Демкин. Поддержку рынку оказал также дополнительный спрос инвесторов: осенью 2011 года некоторые игроки рублевого рынка бумаг были вынуждены сократить лимиты на рыночные активы, в том числе и на облигации, с января 2012 года начался обратный процесс восстановления лимитов.

В корпоративном сегменте неплохо выглядят бумаги первого-второго эшелона: по сравнению с первым полугодием 2011 года премии к ОФЗ расширились в среднем на 50–100 б.п. в зависимости от эшелона, отмечает Дмитрий Грицкевич. К концу января активизировалось первичное предложение: на фоне улучшения коньюнктуры эмитенты стремились разместить максимальный объем бумаг. Хотя размещения проходили при минимальных премиях к рынку, аппетит к риску инвесторов пока ограничен облигациями первого-второго эшелонов и дюрацией не более трех лет, заключает аналитик Промсвязьбанка.

В первом квартале вряд ли стоит ждать высокой активности на первичном рынке, полагает Виктория Королева. Для компаний третьего эшелона он по-прежнему закрыт. Что касается эмитентов с высоким кредитным качеством, имеющих кредитные рейтинги международных рейтинговых агентств и удовлетворяющих требованиям ЦБ РФ для включения в Ломбардный список, их размещения в начале года напрямую будут зависеть от того, какую премию эмитенты готовы предложить рынку. Как показали результаты первичных размещений в конце 2011 года, эмитенты готовы были платить инвесторам больше с целью выхода на первичный рынок рублевого корпоративного долга.

Похоже, эмитенты свыклись с новыми реалиями рублевого рынка, где условия диктуют инвесторы, констатировали аналитики Газпромбанка. В первую очередь интерес вызывают выпуски качественных эмитентов с кредитным рейтингами категорий BBB и BB, с короткой дюрацией (максимум три года), а также премией ко вторичному рынку, говорит Алексей Демкин.

В Промсвязьбанке достаточно сдержанно оценивают перспективы рынка в феврале-марте. Дальнейший рост котировок облигаций при явном отсутствии внутренних ресурсов может продолжиться лишь за счет притока средств нерезидентов, что выглядит неочевидно. Пока не будут разрешены европейские долговые проблемы, активного прихода инвесторов на развивающиеся рынки ждать не стоит. Кроме того, предстоящие мартовские выборы также остаются сдерживающим фактором для нерезидентов, подвел итог Дмитрий Грицкевич.

Виктория КОРОЛЕВА,
аналитик, UFS

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

В нефтегазовом секторе интересно поучаствовать в первичных размещениях «ЛУКОЙЛА» и «Газпрома». Инвестиционные планы данных компаний на рынке рублевых облигаций оцениваются соответственно в 300 и 50 млрд руб. По итогам 2011 года спред к кривой ОФЗ по облигациям первого эшелона компаний нефтегазового сектора расширился на 40–80 б.п. до 80–130 б.п.

В банковском секторе интересны выпуски банков второго эшелона: МКБ, НОМОС-БАНКА, банка «ЗЕНИТ», МДМ Банка и банка «Русский Стандарт». За 2011 год спред банков первого круга к суверенной кривой расширился на 60–70 б.п. На первичном рынке эмитенты предлагают неплохие премии (около 50–80 б.п.). Эта же тенденция сохранится и в 2012 году, поскольку даже с учетом предоставляемых премий стоимость заимствования для банков с высоким кредитным качеством остается невысокой.

В секторе черной металлургии по-прежнему привлекательно выглядят бумаги НЛМК и «Северстали» в связи с невысокой долговой нагрузкой данных компаний. НЛМК планирует в 2012 году предложить инвесторам рублевые облигации в объеме 55 млрд руб. На наш взгляд, эмиссии будут интересны рынку. Напомним, что в конце 2011 года НЛМК удачно разместил два выпуска облигаций серий БО-02 и БО-03, которые сразу после выхода на вторичный рынок демонстрировали снижение доходности (на 20 б.п.).