Достаток ликвидности, высокие цены на нефть и пока весьма сдержанные показатели по инфляции привлекали в феврале на рынок долга новых инвесторов. Из-за их повышенного интереса к госбумагам на аукционах вторичному рынку пришлось смириться с мыслью, что пока «не до него». Судя по навесу первичного предложения и прошедшим в первые числа марта размещениям, бодрый настрой сохранится и в начале весны.

Смена тренда

Елена СКУРИХИНА

ОБЕЗБОЛИВАЮЩИЙ ЭФФЕКТ

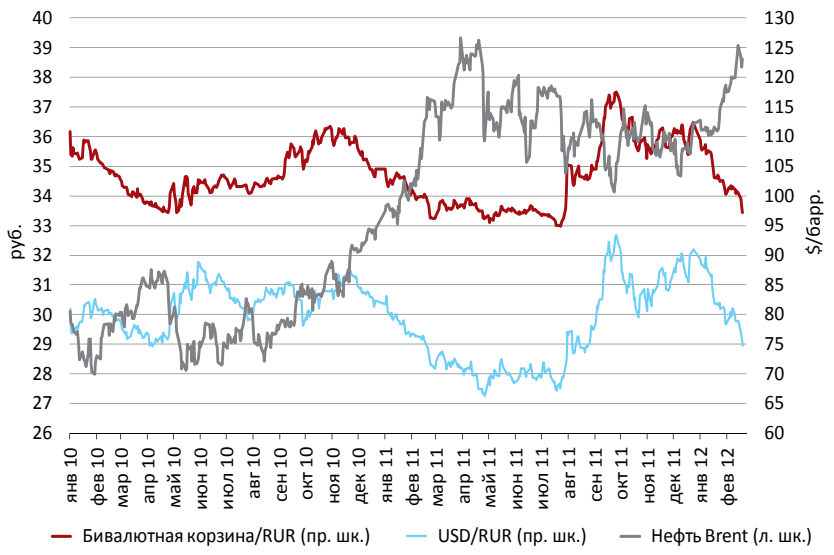
В течение февраля глобальные площадки оставались в заложниках ситуации вокруг реструктуризации госдолга Греции. И хотя проблема сдвинулась с мертвой точки, после того как была утверждена схема реструктуризации и принято решение о предоставлении второго транша финансовой помощи, у участников рынка пока не появилось уверенности, что все пройдет безболезненно, комментирует ситуацию за рубежом Ольга Ефремова, начальник отдела анализа долговых рынков НОМОС-БАНКА.

В последнюю неделю февраля в греческой трагедии появились новые мрачные оттенки: рейтинговые агентства отреагировали на утвержденную схему реструктуризации переоценкой риска до категории «Выборочный дефолт». После этого ЕЦБ обозначил свою позицию как весьма консервативную и временно перестал принимать греческие бумаги в качестве обеспечения. Вместе с тем, ориентировочно во второй половине марта оценки рисков Греции будут пересмотрены в лучшую сторону после завершения процесса реструктуризации, а также предоставления Афинам столь ожидаемого очередного транша финансовой помощи, считают в НОМОС-БАНКЕ.

Несмотря на очередной виток греческих проблем, глобальный финансовый рынок остался в позитивном ключе, вспоминает Владимир Евстифеев, аналитик по макроэкономике банка «ЗЕНИТ». В февральской динамике сложно найти рискованные активы, которые не прибавили бы в цене. Фундаментальной причиной такого поведения инвесторов, по мнению аналитика, стало перевешивание рыночных опасений над реальными фактами. Экономика США демонстрирует неплохие темпы роста по отдельным направлениям, а ожидания глубокой рецессии в Европе пока себя не оправдывают. В феврале Банк Англии и Банк Японии расширили свои программы выкупа активов, продолжает Сергей Карыхалин, аналитик по макроэкономике и стра-

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



тегии «ТКБ Капитала». Наконец, запуск программы трехлетних кредитов (LTRO) ЕЦБ, без сомнения, значительно улучшил ситуацию в европейском финансовом секторе, предотвратил вынужденную продажу банками своих активов и оживил рынок суверенных облигаций проблемных стран. Главные центральные банки ищут возможность восстановить экономическую активность, и у них нет других эффективных мер, кроме сохранения низких ставок в течение продолжительного времени и дополнительной покупки активов. Такая политика создает в долгосрочной перспективе серьезные инфляционные риски, однако в краткосрочном плане она благоприятна для сырья и рискованных активов, подытожили в «ТКБ Капитале».

МЕДЛЕННО, НО ВЕРНО

Согласно данным Росстата, экономика РФ выросла на 4.3% за 2011 год, и эта цифра может быть пересмотрена в сторону повышения в связи с недавним повышением оценок по инвестициям в основной капитал и реальным зарплатам, комментирует ситуацию в российской экономике Сергей Карыхалин. Более подробный анализ данных показывает, что в прошлом году потребление выросло на 4.8%: потребление домохозяйств увеличилось на уверенные 6.4%, в то время как расходы правительства — на 0.8%. Валовые накопления выросли на 22.4% — в частности, инвестиции в основной капитал увеличились на 8.3%. Среди отдельных отраслей самые высокие результаты показали сельское хозяйство (16.5%), обрабатывающая промышленность (6.1%), торговля (5%) и строительство (4.8%), подсчитали в «ТКБ Капитале». Полученный блок экономической статистики за январь пока не дает однозначного ответа на вопрос о том, как сильно изменились темпы роста экономики с начала года, продолжает Владимир Евстифеев. Ряд позитивных данных, в числе которых индекс промпроизводства (3.8% г/г), динамика капитальных инвестиций (15.6% г/г) и реальных зарплат (9% г/г), мог быть искажен как за счет сезонных и календарных факторов, так и из-за более слабой статистической базы января 2011 года. Тем не менее, очевидно, что экономика России скорее продолжила очень медленно расти, нежели сокращаться. В январе динамика была более слабой, однако первый месяц года нельзя считать показательным, считает Сергей Карыхалин. Согласно оценкам Министерства экономического развития, рост ВВП в январе составил 3.9% год к году. Строительство, розничная торговля и сельское хозяйство стали отраслями, которые обусловили замедление ВВП, в то время как промышленное производство внесло положительный вклад. Последние данные не являются поводом для беспокойства о состоянии экономики, но многое будет зависеть от мировых трендов.

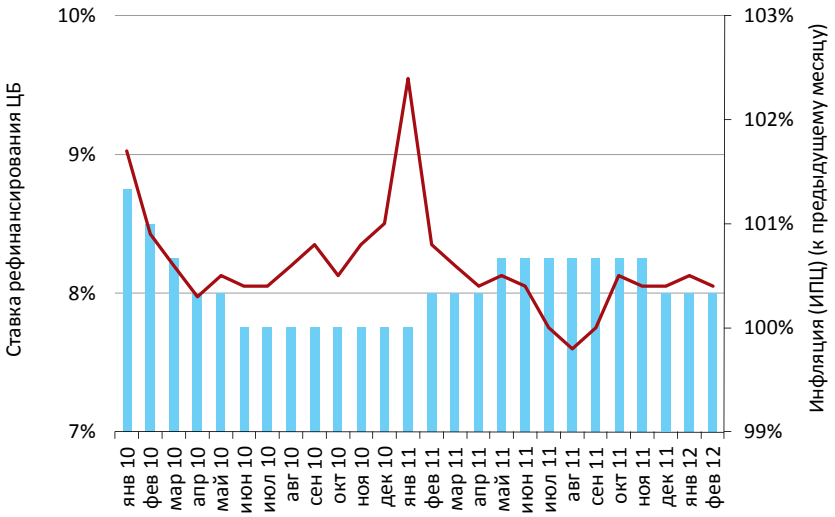
Ситуация на рынке труда продолжает улучшаться, а безработица с коррекцией на сезонность уже опустилась ниже уровня NAIRU (non-accelerating-inflation rate of unemployment), за пределами которого значительно возрастают инфляционные риски, говорит Владимир Колычев, директор управления рынков капитала РОСБАНКА. Кроме того, предвыборные повышения зарплат в бюджетном секторе серьезно подтолкнули темпы роста компенсаций в экономике: по итогам последних двух месяцев рост зарплат в реальном

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

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Пассивность вторичного рынка концентрирует основные инвестиционные идеи в сегменте первичного предложения. Мы достаточно консервативно настроены в отношении избытка новых выпусков со стороны банковского сектора, особенно к тем ситуациям, когда эмитенты увеличивали номинальный объем предложения и устанавливали агрессивные ставки, тем самым фактически лишая бумаги апсайда на вторичном рынке. Кроме того, неоправданно занижена, на наш взгляд, оценка рисков банков – дочек иностранных банков. В то же время, эмитенты-корпораты более щедры на премии ко вторичному рынку, и это делает покупку их бумаг интересной. Так, среди наших фаворитов недавно размещенные выпуски «Теле2», «Газпром нефти», анонсированное дебютное предложение «Металлоинвеста», новый выпуск НПК. Наряду с этим, мы ожидаем, что фактор Euroclear сохранит свое влияние и в марте.

Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



Екатерина ЛЕОНОВА,
аналитик, Альфа-Банк

выражении, дополнительно подстегиваемый резким замедлением инфляции, достиг двузначных цифр.

Удивительным на этом фоне выглядит зарегистрированное в январе замедление потребительского спроса. Согласно официальным данным, темпы роста оборота розничной торговли замедлились до 6.8% год к году после 9.5% год к году месяцем ранее. Замедление в равной степени затронуло сегмент как продовольственных, так и непродовольственных товаров, отмечают в РОСБАНКЕ. Косвенные показатели при этом свидетельствуют об обратном: согласно данным AEB (Association of European Businesses), продажи автомобилей продолжают расти темпами выше 20% год к году, на высоком уровне сохраняются и темпы розничного кредитования.

В краткосрочной перспективе динамика потребительского спроса, по мнению аналитиков РОСБАНКА, по-прежнему будет поддерживаться высокими темпами роста доходов населения на фоне резкого повышения довольствия военнослужащих и полиции и переноса индексации регулируемых тарифов на середину года. В дальнейшем замедление кредитования и увеличение депозитных ставок должны способствовать постепенному росту склонности населения к сбережениям, охлаждая, таким образом, излишнюю потребительскую активность, подвел итог Владимир Колычев.

Владимир ЕВСТИФЕЕВ,
аналитик по макроэкономике, банк «ЗЕНИТ»

ЛИКВИДНОСТЬ НЕ ПОДВЕЛА

На денежном рынке обошлось без обострений дефицита ликвидности, комментирует Ольга Ефремова. С одной стороны, поддержку ликвидности обеспечили нетрадиционно высокие для первых месяцев года бюджетные расходы (по предварительным оценкам Минфина, бюджетный дефицит за январь-февраль может составить порядка 124 млрд руб.). С другой стороны, Минфин и ЦБ активизировали регулирующие полномочия, чтобы не допускать существенного сжатия запаса ликвидности и роста ставок на денежном рынке. Опасения, что приходящийся на февраль возврат средств Минфину и ЖКХ (общим объемом порядка 280 млрд руб., в том числе 266.6 млрд руб. — Минфину) с депозитов может стать причиной резкого роста ставок, не оправдались, констатируют аналитики НОМОС-БАНКА. Минфин инициировал новые депозитные аукционы, позволившие сократить общую сумму оттока средств с депозитов до 169.2 млрд руб., ЦБ «оперировал» лимитами по РЕПО, увеличивая объем возможного предоставления в те даты, когда это было наиболее актуально.

> НА ПОСЛЕДНЮЮ ДЕКАДУ МАРТА ПРИХОДИТСЯ ВЫПЛАТА НАЛОГОВ, В ТОМ ЧИСЛЕ ЗА 2011 ГОД, ПОЭТОМУ ПРОБЛЕМА ДЕФИЦИТА ЛИКВИДНОСТИ ВНОВЬ МОЖЕТ ВЫЙТИ НА ПЕРВЫЙ ПЛАН

Политика российского Центробанка в феврале не претерпела кардинальных изменений ни в отношении линейки ключевых процентных ставок, ни в тактике предоставления краткосрочной ликвидности. В то же время, в отличие от января, спрос на краткосрочное фондирование в ЦБ полностью укладывался в рамки лимита регулятора, свидетельствуя о достаточном обьеме рублевой ликвидности у банков, добавил Владимир Евстифеев.

Единственное, что вызывает беспокойство, это ситуация с ликвидностью и ожидания негативной динамики денежного рынка к концу марта, считает Екатерина Леонова, аналитик Альфа-Банка. Некоторая стабилизация ставок на денежном рынке произошла лишь в феврале. Причем, несмотря на нетрадиционный для начала года дефицит бюджета (за счет предвыборных расходов), нормализации ситуации на денежном рынке в значимой степени способствовал приток средств иностранных игроков. В марте аналитики Альфа-Банка ожидают от Минфина «закручивания гаек» с точки зрения

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Потенциал дальнейшего сокращения спредов еще сохраняется. Характерно, что идеи на рынке могут почерпнуть как консервативные игроки, так и более рискованные. Если обращать внимание на облигации первого эшелона, я бы выделил такие выпуски, как «ВЭБ-лизинг», 08, 09 и РСХБ, 15, БО-02 и БО-03, которые могут продемонстрировать сокращение спредов на 50 б.п., чуть меньший потенциал видится в бумагах ФСК, 18 и 15. В сегменте более доходных бумаг интересно выглядит вся кривая выпусков «Евраза». Чуть более высокий кредитный риск предлагают новые выпуски ЛК «Уралсиб», «Куйбышевазот», МКБ, БО-01, «Профмедиа Финанс», 01.

расходной части бюджета, что негативно скажется на обьеме свободных средств в банковской системе и вновь вернет проблему доступности ресурсов. На последнюю декаду месяца приходится выплата налогов, в том числе за 2011 год, поэтому проблема дефицита ликвидности вновь может выйти на первый план, прервав восходящий рыночный тренд.

ИНФЛЯЦИЯ НЕ ТОРОПИТСЯ

Перенос повышения регулируемых тарифов обусловил нетипично низкий уровень инфляции в начале года. Потребительские цены в январе выросли всего на 0.5%. Это несколько выше декабрьских темпов (0.4%), но намного ниже показателя января 2011 года (2.4%), констатировали в «ТКБ Капитале». В феврале ожидается аналогичная динамика. Таким образом, годовая инфляция замедлилась менее чем до 4%, установив новый рекорд в современной истории России, отмечает Сергей Карыхалин. Базовая инфляция также продолжает замедляться, сократившись до 6% год к году. В первом квартале рост цен может продолжить буксовать, однако по прогнозам «ТКБ Капитала» показатель в годовом выражении стабилизируется и начнет восходящее движение во втором полугодии вследствие эффекта низкой базы и июльского повышения тарифов.

Большинство факторов, сдерживающих инфляцию в настоящее время, носят скорее временный характер. В связи с этим в РОСБАНКЕ полагают, что регулятору будет достаточно сложно достичь амбициозной цели по инфляции на этот год. А учитывая значительный объем фискальных стимулов и связанные с этим инфляционные риски, монетарная политика должна оставаться рестриктивной на протяжении всего года, считает Владимир Колычев.

По мнению аналитиков БФА, имело место сдерживание инфляции в предвыборный период, и мы увидим повышение цен после выборов. Растущие цены на нефть обеспечили увеличение золотовалютных резервов ($504.4 млрд на 22 февраля), экспорта и профицита торгового баланса. Российский рубль получил очень сильную поддержку от нефтяных котировок, и пара USD/RUB опустилась до 29 руб. Это является максимумом для рубля с августа 2011 года; евро также находился под давлением, усиленным долговыми проблемами Европы, и пара EUR/RUB опускалась ниже 39 руб. (минимум с сентября 2010 года), привел статистику Олег Дорофейкин. По итогам месяца рубль в номинальном выражении укрепился к бивалютной корзине на 2.8%, подсчитали в банке «ЗЕНИТ». Факторы, обусловившие такую динамику, были как внешними (рост цен на основные сырьевые товары), так и внутренними (поддерживающая риторика Центробанка, снижение негативного влияния предвыборного эффекта), пояснил Владимир Евстифеев.

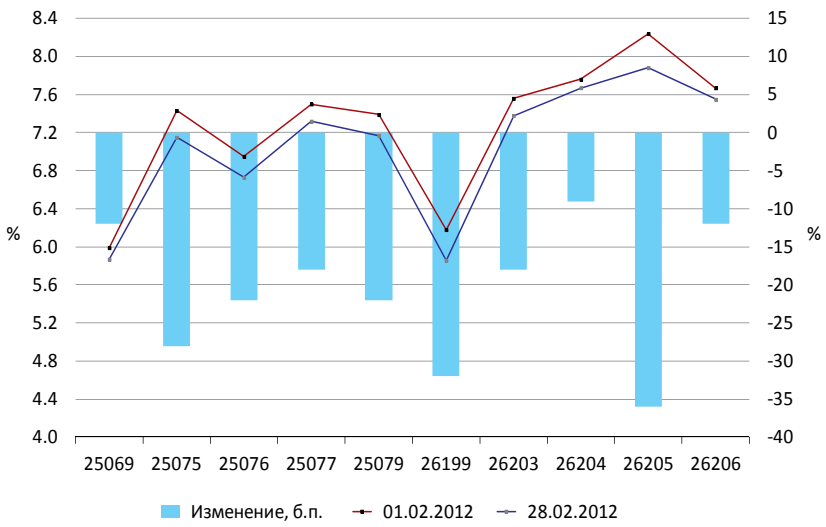
Олег ДОРОФЕЙКИН,
аналитик, ИК БФА

ОПТИМИСТИЧНЫЙ НАСТРОЙ

Ключевым событием февраля на рублевом долговом рынке стала уверенная смена тренда, рассказывает Екатерина Леонова. Предыдущий период роста цен был прерван полгода назад — в августе 2011 года, в результате интенсификации кризиса в еврозоне. С тех пор доходности в секторе негосударственного долга выросли в среднем на 200 б.п., в госсекторе — в пределах 100 б.п., подсчитала аналитик, отметив, что хотя за этот период происходили небольшие коррекции цен вверх, в целом настрой инвесторов оставался негативным.

Кардинальное изменение ситуации произошло в начале февраля. Триггером смены настроений стал рынок госдолга, продолжает комментировать Екатерина Леонова. Облегчение доступа иностранных инвесторов к рынку ОФЗ и проведению расчетов с ними подогрели интерес нерезидентов. Учитывая превалировавший оптимизм на внешних площадках и рост международных фондовых индексов, интерес к активам с повышенным риском был достаточно высоким, и игроки иска-

Рисунок 3
Изменение доходностей ОФЗ в феврале 2012 г.



Сергей КАРЫХАЛИН,
аналитик по макроэкономике и стратегии, «ТКБ Капитал»

Владимир КОЛЫЧЕВ,
директор управления рынков капитала, РОСБАНК

ли новое приложение для свободной ликвидности, интересуясь развивающимися рынками, далекими от европейских проблем. В результате приток средств иностранных инвесторов в сектор ОФЗ в первую декаду февраля, с одной стороны, продемонстрировал наличие спроса и готовность к росту котировок, с другой стороны — частично помог в решении внутренней проблемы с ликвидностью, объясняет Екатерина Леонова.

В рублевом сегменте наблюдался всплеск спроса на ОФЗ, особенно на первичных аукционах, которые напомнили о возможности не только многократного переспроса, но и последующего апсайда на вторичных торгах, отмечают в НОМОС-БАНКЕ. В целом, по итогам месяца можно говорить о снижении доходностей по всей кривой ОФЗ в диапазоне от 10 до 30 б.п., самый явный прогресс наблюдается на среднесрочной дюрации и по серии 26205, которая в течение всего месяца была одной из самых востребованных, приводит примеры Ольга Ефремова. Впечатляющее ралли в госбумагах отмечают и в РОСБАНКЕ. Кривая ОФЗ опустилась вниз на 70–80 б.п. по сравнению с уровнями начала года. Доходность пятилетнего бенчмарка (ОФЗ-26206), таким образом, снизилась до отметки 7.50%, которая, по мнению аналитиков банка, выглядит фундаментально обоснованной при текущей структуре инфляционных рисков.

В феврале ажиотажный переспрос на первичное предложение ОФЗ достаточно слабо перераспределялся на вторичный рынок. По итогам месяца сегмент госбумаг характеризуется достаточно серьезными положительными переоценками и снижением доходности, отметила Ольга Ефремова.

Возрождение рынка ОФЗ повлекло за собой и оживление в секторе негосударственного долга, подчеркнули аналитики Альфа-Банка. Эмитенты,

> КРИВАЯ ОФЗ СМЕСТИЛАСЬ ВНИЗ НА 70–80 Б.П. ПО СРАВНЕНИЮ С УРОВНЯМИ НАЧАЛА ГОДА. ДОХОДНОСТЬ ПЯТИЛЕТНЕГО БЕНЧМАРКА (ОФЗ-26206), ТАКИМ ОБРАЗОМ, СНИЗИЛАСЬ ДО ОТМЕТКИ 7.50%

долгое время не имевшие возможности привлечь средства на публичном долговом рынке, поспешили предложить игрокам новые выпуски. Разумеется, цена заимствований поначалу на 150–200 б.п. отличалась от стоимости привлечения летом 2011 года. Однако это не остановило заемщиков. Первыми воспользовались сменившейся конъюнктурой банки, сидевшие «на голодном пайке» последние два месяца, когда ЦБ жестко ограничил объемы предоставления рублевой ликвидности, говорит Екатерина Леонова.

Фронтальный рост спроса на рискованные активы продолжился в феврале, и рублевые облигации не стали исключением. В облигациях первого уровня спреды сократились в пределах 25 б.п., а наиболее прибыльными оказались облигации второго эшелона, где спреды уменьшились на 25–50 б.п., подсчитали в банке «ЗЕНИТ».

Инвесторы, поверившие в восстановление рынка, с воодушевлением встретили новые выпуски, предлагающие высокие уровни ставок, говорит Екатерина Леонова. Спрос превышал предложение в три-четыре раза, а ставки в процессе букбилдинга опускались на 25–50 б.п. по сравнению с первоначально заявленными ориентирами. Первая волна оптимизма постепенно заглохла к последней декаде февраля, отмечают в Альфа-Банке. Этому способствовали и сохранившиеся у игроков опасения дефицита ликвидности в период налоговых выплат, и приближение даты президентских выборов, и возросшая турбулентность на внешних площадках. Кроме того, за месяц снижение доходностей в целом по рынку (как и стоимости привлечения на первичном рынке) составило 30–50 б.п., и инвесторам нужно время, чтобы приспособиться к новым уровням, предупреждают аналитики Альфа-Банка.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Сколь-нибудь значительным потенциалом сужения кредитных спредов среди ликвидных облигаций обладают лишь отдельные бумаги, в то время как для общерыночной тенденции к сужению кредитных премий необходима более благоприятная ситуация с ликвидностью. Среди бумаг инвестиционной категории интересными на вторичном рынке выглядят средне- и долгосрочные бумаги «Газпром нефти» и ФСК ЕЭС, а также щедрые кредитные премии банков первого круга. При этом наиболее доходной стратегией, вероятно, останется участие в первичных размещениях, где эмитенты продолжают предлагать аппетитные премии к вторичному рынку.

ЦЕРЕМОНИЯ НАГРАЖДЕНИЯ

CFO 2012

RUSSIAN CFO AWARDS

Всем читателям СКИДКА 10%!* VIP код BRC20CB

* Внимание: скидка не действительна для лиц, уже зарегистрировавших своё участие в конференции и/или семинарах. Любая из скидок предоставляется только на момент регистрации и не может быть совмещена с другими предложениями по скидкам. Все скидки подлежат дополнительному рассмотрению при регистрации.

Adam Smith CONFERENCES

Церемония награждения финансовых директоров России и торжественный вечер Института Адама Смита

16 мая 2012 г., Ритц-Карлтон Отель, Москва

Институт Адама Смита сообщает о подготовке нового и интересного мероприятия для сообщества финансовых директоров.

В среду вечером, 16 мая 2012 г., в отеле Ритц-Карлтон г. Москва состоится Церемония награждения и торжественный ужин Института Адама Смита.

Вечер обещает стать неоценимой возможностью для сообщества финансовых директоров в России собраться вместе, пообщаться и обсудить последние профессиональные новости. И, конечно же, церемония — это идеальная возможность признать достижений финансовых директоров России.

Категории наград будут включать такие награды, как *Лучший финансовый директор, Лучшая финансовая команда, Лучшая сделка слияния и поглощения, Лучшая сделка по привлечению капитала* и многие другие.

В программе вечера предусмотрен приветственный прием, ужин, развлекательная программа и сама церемония.

Независимое жюри обеспечит непредвзятость и объективность процедуры выбора победителей. В состав жюри входят:

- **Виталий Подольский,** Председатель совета директоров, **Кронверк Синема**
- **Роджер Маннингс, Специальный представитель Правительства Великобритании по торговле с Россией /** Независимый директор, **АФК Система**
- **Сергей Гуриев,** Ректор, **Российская экономическая школа**
- **Николай Цехомский,** Независимый директор и консультант
- **Владимир Мехришвили,** Член совета директоров, **Росинтерн Ресторантс Холдинг**
- **Кай-Уве Мельхорн,** Бывший Заместитель генерального директора по финансовым вопросам компании Мегафон, Независимый директор
- **Михаил Лукашевич,** Главный редактор, **CFO-Russia**
- **Дмитрий Васильев,** Управляющий директор, **Институт корпоративного права и управления**

Подробная информация о церемонии размещена на веб-сайте www.russiancfoawards.com