Несмотря на долгожданное разрешение ситуации с реструктуризацией греческого долга, обстановка на внешних рынках по-прежнему была далеко не безмятежной, и тревожные сигналы из-за кордона в марте не раз заставляли инвесторов понервничать. Однако позитивные макроданные по российской экономике, которая ускорилась благодаря активности в обрабатывающей и добывающей отраслях, стали отличным поводом для оптимизма. Котировки облигаций на внутреннем рынке смогли удержаться даже несмотря на рублевый голод в системе благодаря тому, что вовремя оперлись на крепкий рубль и дорогую нефть. Инвесторы сосредоточились не только на изобилии предложения на первичном рынке, но и на уже размещенных выпусках.

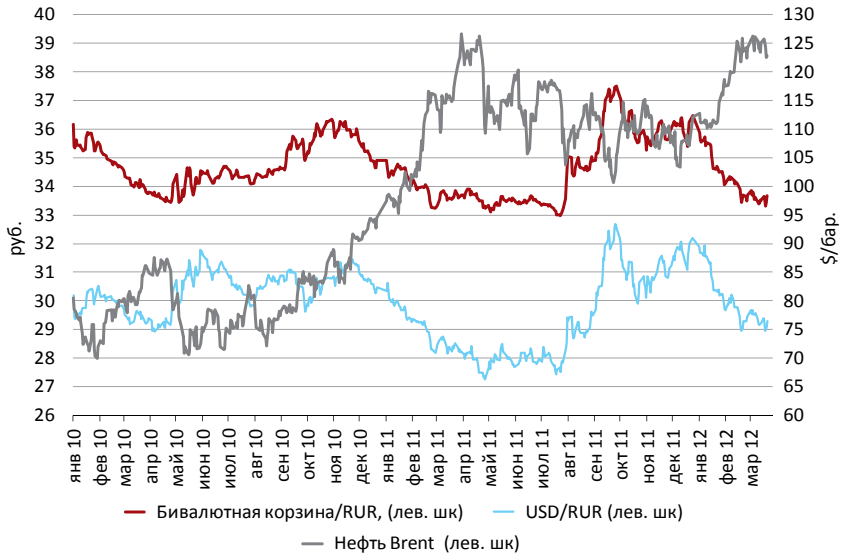
Перебороли страхи

Елена СКУРИХИНА

ПОШЛИ В ГОРУ

Февральская макростатистика, публикуемая в течение марта, раскрасила макроэкономическую картину в радужные тона. Согласно данным Минэкономразвития, в феврале рост российской экономики ускорился до 4.8% по сравнению с январским показателем в 3.9% (год к году). По словам аналитика ИК «УРАЛСИБ Капитал» Ольги Стериной, одним из основных драйверов роста стала промышленность — рост промпроизводства ускорился до 6.5% с 4.8% в январе (год к году). Обрабатывающие, добывающие отрасли и сегмент производства и распределения электроэнергии, газа и воды увеличили темпы роста по сравнению с январем. Существенный вклад в ускорение экономического роста внесли инвестиции: темпы роста инвестиций в основной капитал в феврале составили 15.1%, практически вернувшись на докризисный уровень. Позитивные данные отчасти объясняет эффект отложенного инвестиционного спроса: в начале прошлого года на фоне роста налоговой нагрузки компании существенно сократили свою инвестиционную активность, сейчас она начинает восстанавливаться, пояснила Ольга Стерина. Экономика России растет и за счет сильного внутреннего спроса, поддерживаемого ростом реальных доходов населения и кредитованием. Так, розничные продажи в феврале ускорили темпы роста до 7.7% с 6.8% в январе, при этом реальные доходы

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



населения увеличились на 3.1% против 2.3% в январе (год к году), рост реальных зарплат ускорился до 13.3% с 10.5% месяцем ранее. Поддержку реальным доходам населения оказали снижение ставки страховых взносов с 34% до 30% с начала года, индексация зарплат в бюджетной сфере и повышение трудовых пенсий с февраля на 7%, подытожили в «УРАЛСИБ Кэпитале».

> ПОМИМО ПОВЫШЕНИЯ ТАРИФОВ, НА РАЗГОН ИНФЛЯЦИИ ВО ВТОРОМ ПОЛУГОДИИ МОЖЕТ ОКАЗАТЬ ВЛИЯНИЕ И ПОЛИТИКА ЦБ, КОТОРЫЙ УЖЕ В ФЕВРАЛЕ ПЕРЕШЕЛ ОТ ЧИСТОЙ ПРОДАЖИ ВАЛЮТЫ К ЕЕ ПОКУПКЕ

ВРЕМЕННАЯ ИНЕРТНОСТЬ

В марте рынок рублевых облигаций поддерживало укрепление рубля, комментирует ситуацию на денежном рынке заместитель начальника аналитического управления БК «РЕГИОН» Александр Ермак. Фактором давления стали проблемы с рублевой ликвидностью в банковском секторе. При этом в отдельные дни налоговых платежей и в последнюю неделю марта чистая ликвидная позиция банковского сектора находилась в отрицательной зоне. Подобное наблюдалось в последние числа февраля, а еще раньше — во время кризиса, около трех лет назад, вспоминает аналитик. В одном из интервью первый зампред ЦБ РФ Алексей Улюкаев заявил, что банкам придется научиться работать в условиях дефицита ликвидности. В то же время, ЦБ продолжил компенсировать нехватку ликвидности через аукционы РЕПО, оперативно расширяя лимиты в пиковые даты, констатировал Дмитрий Грицкевич. В конце месяца задолженность по операциям РЕПО перед Банком России достигала 300–500 млрд руб., а ставки на рынке МБК колебались в пределах 5.8–6.1% годовых, что на 1–1.5 п.п. выше «нормальных» уровней начала марта и февраля, отмечают в БК «РЕГИОН».

На мартовском заседании Банк России теоретически мог бы снизить ставки на фоне низкой инфляции, облегчив жизнь институциональным инвесторам, предположил Дмитрий Грицкевич. Однако регулятор вновь сослался на усиление инфляционного давления во втором полугодии, а также нестабильную рыночную коньюнктуру, оставив ключевые ставки без изменения.

Наблюдаемое замедление инфляции временное, скоро она начнет разгоняться, полагают аналитики «УРАЛСИБ Кэпитала». По их прогнозам, рост потребительских цен составит 7.2%. Традиционная для января индексация тарифов естественных монополий была перенесена на середину года из-за предвыборного цикла. Хотя стоит отметить, что на текущий год запланирован более умеренный рост тарифов естественных монополий по сравнению с предыдущими годами, обращает внимание Ольга Стерина. Помимо повышения тарифов, на разгон инфляции во втором полугодии может оказать влияние и политика ЦБ, который уже в феврале перешел от чистой продажи валюты к ее покупке, препятствуя чрезмерному укреплению рубля. Покупка долларов ведет к увеличению рублевой ликвидности, что в свою очередь способствует росту инфляции, пояснила Стерина. Перед Центральным банком стоит непростая задача: с одной стороны, в ближайшие несколько месяцев рост потребительских цен должен ускориться, и надо

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Мы не рекомендуем существенно увеличивать дюрацию портфеля — отдельные недооцененные длинные бумаги имеет смысл покупать лишь в рамках краткосрочных спекуляций. Напомним, что переоценка риска и чрезмерный оптимизм в первом полугодии 2011 года привели к тому, что многие институциональные инвесторы активно скупали на первичном рынке длинные бумаги с дюрацией четыре-пять лет. В результате при стремительной коррекции в августе продать эти бумаги было невозможно, поэтому инвесторам пришлось остаться в облигациях, которые потеряли порядка трех-пяти фигур по цене. На наш взгляд, вероятность повторения данного сценария во втором квартале существенно возрастет.

В результате, учитывая относительно невысокую ликвидность российского долгового рынка, мы рекомендовали бы сохранять консервативную модель управления портфелем облигаций (ломбардные бумаги с дюрацией до 2–2.5 лет для первого-второго эшелона и до года для бумаг третьего эшелона).

Рекомендуем обратить внимание на отдельные бумаги в банковском сегменте рынка. В частности, облигации российских дочек европейских банков предлагают дополнительную премию за европейский кредитный риск, в то время как их бизнес сосредоточен только в России. В первом эшелоне стоит присмотреться к выпускам РОСБАНКА (премия к ОФЗ — 200 б.п.), Русфинанс Банка (240 б.п.), а также бондам Юникредит Банка (210 б.п.). Во втором эшелоне интересно выглядят выпуски Кредит Европа Банка (350 б.п.), а также длинные бонды ОТП Банка (более 400 б.п.).

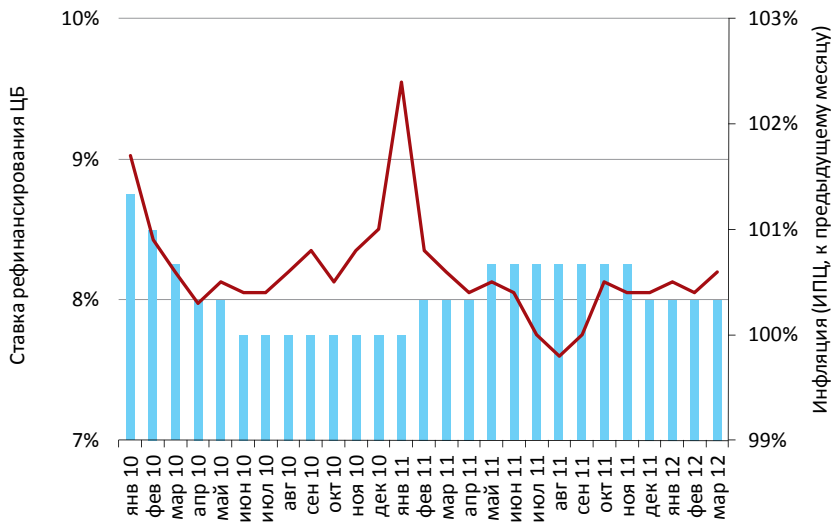


Рисунок 2

Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

> КОРПОРАТИВНЫЙ СЕГМЕНТ РЫНКА ВЫГЛЯДЕЛ В МАРТЕ ЗАМЕТНО ЛУЧШЕ ГОСБУМАГ. НА ФОНЕ НИЗКИХ ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ ИНВЕСТОРЫ ПРОДОЛЖИЛИ ИГРУ НА СУЖЕНИЕ ПРЕМИИ, ПРЕДЛАГАЕМОЙ БОНДАМИ ПЕРВОГО-ВТОРОГО ЭШЕЛОНОВ

повышать ставку рефинансирования. На это можно легко пойти в условиях устойчивого экономического роста. Однако не факт, что текущая благоприятная экономическая картина сохранится, так как риски замедления глобальной экономики все еще достаточно высоки. По мнению аналитиков «Уралсиба», на данном этапе ЦБ, скорее всего, займет выжидательную позицию и пока не будет предпринимать никаких действий.

Анна СОБОЛЕВА,
аналитик по долговым рынкам, ИК «Велес Капитал»

ОТЛИЧИЛИСЬ ВСЕ

Окончание волнений по поводу Греции удачно совпало по времени с возвращением российских инвесторов после продолжительных выходных и моментом, когда стало ясно, что политическая оппозиция ослабила свою хватку, рассуждает аналитик по долговым рынкам ИК «Велес Капитал» Анна Соболева. Все это дало участникам внутреннего рынка мощный заряд позитива, и котировки займов российских компаний устремились вверх. Впрочем, эйфория была недолгой. Коррекция, начавшаяся на отечественном рынке акций, постепенно захлестнула и рынок долговых бумаг. «Однозначного ответа, был ли этот старт весенней распродажи связан с негативной статистикой Китая, указавшей на резкое замедление темпов роста экономики, или же с предчувствием ухудшения ситуации с рублевой ликвидностью в преддверии квартальных налоговых выплат, у нас нет», — отмечают аналитики ИК «Велес Капитал».

В марте на рынке ОФЗ, которые были драйвером роста цен в предыдущем месяце, наблюдалось преимущественно боковое движение, в результате которого изменение доходности по итогам месяца было разнонаправленным, рассказывает Александр Ермак. Так, если на коротком конце кривой (до одного-двух лет) доходность гособлигаций не изменилась или несколько выросла, то в долгосрочном секторе ставки снижались. Правда, и повышение, и снижение было незначительным и не превысило 10–15 б.п. В периоды обострения аппетита к риску доходности госбумаг несколько раз пытались подойти вплотную к посткризисным минимумам, которые были зафиксированы в августе прошлого года, заметил Дмитрий Грицкевич. Однако из-за дефицита ликвидности у локальных инвесторов по-прежнему не хватает сил на то, чтобы пробить данный уровень сопротивления.

В сегменте корпоратов основное внимание инвесторов было обращено на первичный рынок, однако и во вторичном сегменте сохранялась высокая активность: обороты по итогам марта превысили показатель предыдущего месяца не менее чем на 15–20%, подсчитали в БК «РЕГИОН».

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Мы рекомендуем обратить внимание на наиболее ликвидные выпуски, которые в первую очередь отреагируют на улучшение конъюнктуры. В категории эмитентов с инвестиционным уровнем кредитного рейтинга стоит выделить займы ВТБ, ВЭБа (включая «ВЭБ-лизинг»), «Газпром нефти», НЛМК, РСХБ, ФСК. Среди эмитентов с рейтингом категории B и BB традиционно ликвидными являются облигации МТС, «Алросы», «ВымпелКома», «Евраза». В частности, длинный конец кривой «Евраза» в настоящий момент выглядит несколько перепроданным, поэтому мы не исключаем сужения спредов. Тем, кто имеет в распоряжении длинные пассивы и далек от сиюминутных спекуляций, мы предлагаем посмотреть на выпуск «Гидромашсервис», 02, доходность которого слишком хороша для потенциально ломбардной бумаги с устойчивым кредитным качеством, подтвержденным рейтингом BB от S&P.

Лидерами по обороту стали недавно размещенные облигации: «Газпром нефть», 11, «Башнефть», 04 (при росте цен в пределах 0.5–0.7 п.п.). Корпоративный сегмент рынка выглядел в марте заметно лучше госбумаг, продолжает Дмитрий Грицкевич. На фоне низких доходностей ОФЗ инвесторы продолжили игру на сужение премии, предлагаемой бондами первого-второго эшелонов. К концу месяца спред этих бумаг к ОФЗ все еще оставался в среднем на 50–80 б.п. шире докоррекционных уровней первой половины 2011 года. По мнению аналитиков Промсвязьбанка, сохраняющееся новое предложение бумаг при дефиците свободных средств у банков пока не позволяет вести дальнейшую игру на повышение котировок.

По словам Александра Ермака, остается высокий интерес к качественным бумагам, которые размещались в последнем квартале прошлого года и сохранили потенциал к росту цен за счет сокращения спреда к ОФЗ: ФСК,15, ФСК, 18, «Газпром Капитал», 03, «ВЭБ-лизинг», 06. Во втором-третьем эшелоне шли активные торги по облигациям «Гидромашсервис», 02, которые после размещения в феврале этого года выросли в цене более чем на 1.5%.

> СПРОС В КОРПОРАТИВНОМ СЕГМЕНТЕ ПОСТЕПЕННО ПЕРЕМЕЩАЕТСЯ В БОЛЕЕ ДЛИННЫЕ БУМАГИ С ДЮРАЦИЕЙ 2.5–3 ГОДА И БОЛЕЕ

Знаковое событие произошло на внешнем рынке: в последнюю неделю месяца Минфин осуществил анонсированное еще в декабре прошлого года размещение суверенного выпуска. Рынку было предложено три транша долларовых евробондов со сроками погашения пять, десять и тридцать лет, совокупный объем заимствований составил $7 млрд. Вопреки агрессивному прайсингу (ориентиры доходности изначально были установлены ниже суверенной кривой), совокупный спрос на российский долг составил $25 млрд. Более половины размещенного объема купили американские инвесторы, причем наибольшим спросом пользовался как раз длинный тридцатилетний заем, комментирует Анна Соболева. Россия выбрала весь лимит заимствований на внешних рынках на текущий год, поэтому в дальнейшем будет осуществлять заимствования только на внутреннем рынке, продолжает Ольга Стерина. Аукционы Минфина проходят весьма успешно и при кратном спросе, в преддверии либерализации рынка госбумаг интерес со стороны иностранных инвесторов возрос. С начала года кривая ОФЗ опустилась почти на 80 б.п., и потенциал дальнейшего снижения еще сохраняется и составляет порядка 30 б.п., прогнозируют в «УРАЛСИБ Кэпитале». По их мнению, сейчас инвесторам стоит обратить внимание на выпуски с дюрацией от четырех лет, так как этот отрезок кривой предлагает премию порядка 40–50 б.п. к рублевым свопам, чего нельзя сказать про более короткие бумаги.

Инвесторы постепенно забывают страхи, которые витали на рынке в начале года: ситуация в Европе пока выглядит относительно стабильной, цены на нефть высокие, а рубль находится у годовых максимумов. В результате спрос в корпоративном сегменте постепенно перемещается в более длинные бумаги с дюрацией 2.5–3 года и более, подвел итог Дмитрий Грицкевич.

Виктория КОРОЛЕВА,
аналитик, UFS

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Мы считаем интересным участие в первичных размещениях банков второго эшелона. На вторичном рынке хорошие доходности предлагают МКБ, Татфондбанк, ЛК «Уралсиб», ТКС Банк и КБ «Ренессанс Капитал». После выхода на торги интересны будут бумаги разместившегося недавно «Металлоинвеста».

В рамках стратегии buy&hold привлекательно выглядят выпуски ТКС Банк, 14, Промсвязьбанк, 14, ТКС Банк, 14. Потенциал роста котировок сохраняется в выпусках «Евраз», 18, ТМК, 18, «ВымпелКом», 18, Alliance Oil, 15 и в двух выпусках ВТБ, 18 и 20.

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

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Если дальнейшее снижение доходности ОФЗ ограничено ставками операций Банка России, то для корпоративных и субфедеральных облигаций эмитентов высокого кредитного качества дальнейший рост цен возможен в рамках сужения спреда к ОФЗ, который по большинству выпусков до сих пор не достиг предкризисных уровней. Кроме того, судя по всему, сохранится высокая активность на первичном рынке, где большая часть размещений проходит с премией к вторичному рынку.