Загадали ралли

Елена СКУРИХИНА

МАКРОЭКОНОМИКА

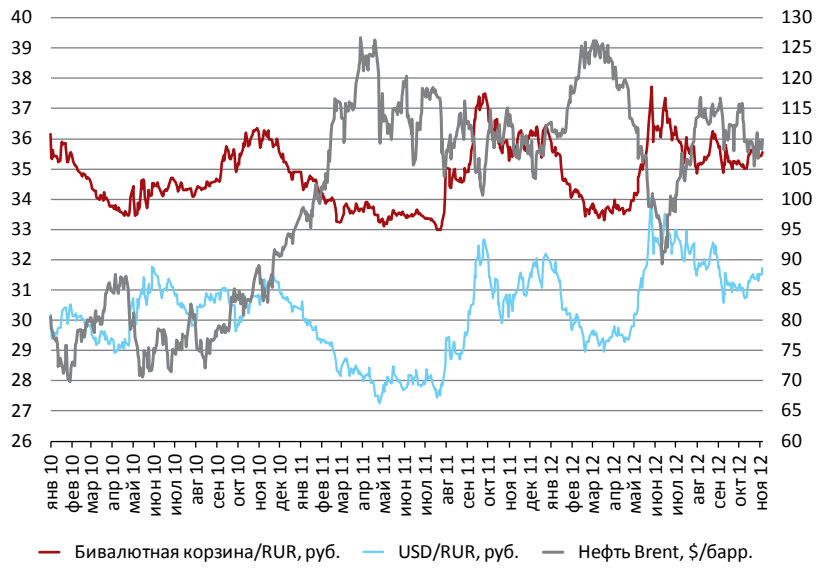
Опубликованная в ноябре статистика по темпам роста ВВП разочаровала аналитиков. Из ключевых индикаторов порадовало только улучшение динамики инвестиций в основной капитал на фоне неплохих показателей в строительстве, однако к концу года аналитики все же прогнозируют дальнейший спад инвестиционной активности. По-прежнему продолжают замедляться темпы роста потребления, не внушает оптимизма и динамика промпроизводства.

Слабые результаты, зафиксированные октябрьской статистикой, закрепляют стагнационные ожидания в отношении динамики ключевых макроиндикаторов на ближайшие месяцы, комментирует Мария Помельникова, макроаналитик Райффайзенбанка. Если замедление роста ВВП с 4.5% г/г в первом полугодии до 2.9% г/г в третьем квартале 2012 года было вполне ожидаемым событием, то дальнейшее снижение темпов до 2.3% г/г в октябре стало неприятным сюрпризом, отмечает Дмитрий Долгин, аналитик по макроэкономике Альфа-Банка.

Кроме показателя инвестиций в основной капитал, практически все ключевые индикаторы ухудшились: выросла безработица, снизилась производственная активность, замедлились темпы роста реальных располагаемых доходов, что сопровождалось сокращением темпов роста оборота розничной торговли. Всплеск инвестиций на 4.9% г/г в октябре после практически нулевого роста месяцем ранее стал приятной неожиданностью, однако расценивать это как сигнал к развороту тренда пока пре-

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **1.8%** (г/г) выросло промпроизводство в октябре против 2.0% (г/г) в сентябре

На **4.9%** (г/г) в октябре выросли инвестиции в основной капитал против снижения на 1.3% (г/г) в сентябре

На **3.8%** (г/г) вырос в октябре оборот розничной торговли против 4.4% (г/г) в сентябре

2.4% (г/г) составил в октябре темп роста реальных располагаемых доходов против 3.8% (г/г) в сентябре

ждевременно, считает Дмитрий Долгин. Эффект конца года, когда формально закрываются годовые инвестпроекты, может формально поддержать статистический рост в ближайшие месяцы, но очевидно, что пик инвестиционной активности в этом году завершился в первом полугодии в рамках предвыборных строек и подготовки к саммиту АТЭС, констатировали в Альфа-Банке. «Помимо сокращения внешнего спроса, которое приводит к ухудшению динамики экспортоориентированных производств, основные риски для экономики в ближайшее время мы видим со стороны сокращения внутренних стимулов роста», — предупреждает Мария Помельникова. Несмотря на то что статистика по инвестициям еще может быть пересмотрена и конец года традиционно является более позитивным для инвестиционных показателей из-за усиления госрасходов, в Райффайзенбанке видят риски дальнейшего ослабления инвестиционной активности.

Значительное замедление роста реальных зарплат с 10.7% г/г в первом полугодии 2012 года до 4.9% г/г в октябре в сочетании с постоянным пересмотром первоначальных оценок Росстата в сторону понижения свидетельствует о том, что фундамент для сильного роста потребления постепенно «вымывается», продолжает Дмитрий Долгин. Динамика розничной торговли сейчас держится исключительно на готовности домохозяйств наращивать кредитный рычаг. В ноябре-декабре темпы розничной торговли должны составить 4.0–4.5% г/г, то есть близко к уровню последних трех месяцев, но значительно слабее 7.3% г/г, наблюдавшихся в первом полугодии 2012 года, прогнозируют в Альфа-Банке.

Производители уже с конца прошлого года занимают намного более осторожную позицию, чем потребители, и рост промпроизводства на 1.8% г/г в октябре служит продолжением этой тенденции. Недавнее ухудшение потребительских настроений в России в сочетании с ожиданиями замедления мировой экономики снижает вероятность значительного ускорения промпроизводства в ближайшие месяцы, подытожил Дмитрий Долгин.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

В ноябре внимание инвесторов было сосредоточено преимущественно в секторе государственных облигаций, где сохранился высокий спрос на вторичном рынке. Торговая активность концентрировалась в основном в длинных выпусках. По прогнозам аналитиков, дальше ситуация будет развиваться умеренно позитивно. При этом рынок не оставляет надежд на небольшое новогоднее ралли.

Несмотря на ситуацию в мире, ноябрь выдался довольно спокойным месяцем в России. Ни выборы президента США, ни согласование пакета помощи Греции, ни статистика из Нового Света не смогли оказать серьезное влияние на российский долговой рынок, отмечает Игорь Лаухин, начальник отдела доверительного управления казначейства НОВИКОМБАНКа.

Ослабление потока негативных новостей в середине ноября спровоцировало новый виток ралли на рынке ОФЗ, который почти месяц находился в консолидации, комментирует Дмитрий Грицкевич, главный аналитик инвестиционного департамента Промсвязьбанка. В результате за две последние недели снижение длинного конца кривой ОФЗ составило

ПРОГНОЗ

Денежный рынок

Мария ПОМЕЛЬНИКОВА,
макроаналитик, Райффайзенбанк

Ситуация с ликвидностью в банковском секторе фактически улучшилась только в первой половине ноября. Несмотря на то что налоговый период в целом прошел без потрясений, ставки денежного рынка остались на уровнях, близких к 6.5% к концу месяца. Облегчение на денежном рынке наступит не раньше последних дней декабря (когда поступят масштабные госрасходы), в то время как пик напряженности придется на 20-е числа месяца, когда банкам необходимо будет вернуть около 435 млрд руб. депозитов казначейства (в отсутствие новых пролонгаций на 2013 год), а короткие ставки денежного рынка могут подняться существенно выше 6.5%.

Инфляция и денежный рынок

Дмитрий ДОЛГИН,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

После резкого ускорения с 4.3% г/г в середине года до 6.6% г/г в сентябре темп роста цен, судя по всему, стабилизировался в районе 6.5–7% г/г. Сказалось завершение индексаций тарифов и ослабление мировой продовольственной инфляции. Ослабление инфляционных рисков в сочетании с замедлением темпов роста ВВП делает ужесточение монетарной политики ЦБ до конца года маловероятным. Ключевые ставки останутся без изменений, а зависимость банковского сектора от рефинансирования ЦБ будет расти вплоть до самого конца года, когда ожидается сезонный приток средств бюджета и кратковременное снижение рыночных ставок.

Продолжающийся рост валютных депозитов в российских банках — на $42 млрд с начала года — свидетельствует о том, что и население, и компании ожидают ослабления рубля в среднесрочной перспективе, и продолжающийся отток капитала в сочетании с сокращением текущего счета говорит в пользу этого сценария.

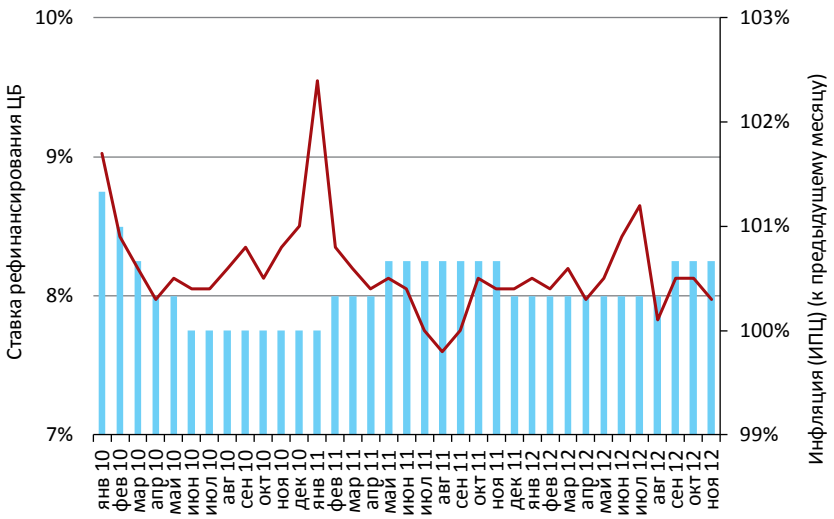


Рисунок 2

Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

40–44 б.п., что аналогично движению рынка в октябре. В лидерах роста котировок оказался самый длинный выпуск ОФЗ 26207, продемонстрировавший снижение доходности на 53 б.п., подсчитал Дмитрий Грицкевич. Единственным важным фактором для инвесторов остается либерализация рынка ОФЗ для нерезидентов в ближайшем будущем, обращает внимание Игорь Лаухин. По последней информации, НРД уже 20 декабря откроет счет Euroclear, и операции по счету могут начаться уже в начале следующего года. Больше всего цены выросли в длинном сегменте кривой, говорит Игорь Лаухин.

Пока что спрос на госбумаги, поддерживаемый позитивными тенденциями на валютном рынке, сохраняется, поделился наблюдениями Дмитрий Грицкевич. В частности, стоимость валютных и процентных свопов к концу ноября вновь достигла своих локальных минимумов при укреплении рубля к доллару до 30.8–30.9 руб. Дефицит по чистой ликвидной позиции банковской системы уже традиционно в конце месяца обновил свой максимум с февраля 2009 года, достигнув 2.37 трлн руб., задолженность банков по РЕПО перед ЦБ также выросла до максимального значения — 1.9 трлн руб. По мнению аналитиков Промсвязьбанка, эти уровни могут так и остаться максимумами 2012 года, а в декабре ожидается снижение ставок на денежном рынке на фоне прихода бюджетных денег в банковскую систему.

Эмиссионная активность на рынке субфедерального долга била рекорды, комментирует Антон Табах, старший аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал». С начала ноября было размещено или объявлено о размещении облигаций на 33 млрд руб. — треть годовых объемов рынка. Краснодарский край оказался вторым по объему выпуском года, а Коми и Костромская область полностью доразместили прошлогодние займы. Хотя декабрь традиционно является пиковым месяцем субфедеральных размещений, есть основания полагать, что основные эмитенты уже использовали благоприятный момент и пайплайн на конец года оказался размещенным в октябре-ноябре, а размещения Санкт-Петербурга и Свердловской области окажутся финальным аккордом. Главным вопросом 2013 года является возврат Москвы на рынок заимствований и масштабы этого явления. Хотя городским бюджетом запланировано размещение облигаций на 156 млрд руб. преимущественно для покрытия дефицита, вопрос о необходимости реализации этих планов неочевиден. Выход Москвы на рынок может несколько оживить вызванный регулятивными ограничениями штиль на рынке первичных субфедеральных размещений, традиционный для первого квартала, надеется Антон Табах.

ПРОГНОЗ

Долговой рынок

Антон ТАБАХ,
старший аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

С переносом пенсионной реформы на 2014 год уже во второй половине 2013 года можно ожидать некоторого напряжения в настроениях инвесторов. Спрос на инфраструктурные облигации, массовый выпуск которых ожидается как раз к этому времени, должен несколько снизить спрос на ОФЗ, и тогда говорить об оптимизме будет значительно сложнее. На рынке еврооблигаций спред Россия'30 над US10Y сохраняет ограниченные возможности для сжатия. Корпоративные бумаги будут более интересны инвесторам, а эмитенты смогут привлечь финансирование, вкушая плоды мягкой монетарной политики глобальных центробанков.

Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

Если решение по фискальному вопросу в США будет выработано только в январе, не стоит сбрасывать со счетов рост нервозности инвесторов. Однако вряд ли данный факт сможет привести к серьезной коррекции на российском долговом рынке в преддверии его либерализации.

В результате покупки ОФЗ могут быть продолжены, а кривая станет еще более плоской — на текущий момент премия по доходности ОФЗ 26207 с дюрацией 8.8 года к ОФЗ 25079 с дюрацией 2.3 года снизилась за месяц на 41 б.п. — до 53 б.п. (для сравнения: в 2007 году спред между бумагами сопоставимой дюрации составлял 80–90 б.п.). Мы не исключаем, что на фоне притока средств нерезидентов в ближайшие месяцы кривая станет практически плоской при сужении данного спреда, до 20–30 б.п., — тогда можно будет говорить о перегреве рынка. Наша рекомендация по длинным ОФЗ сохраняется — «держать».

Среди важных событий ноября стоит отметить принятый Госдумой закон, определяющий механизм распределения накопительной части пенсий граждан с 1 января 2014 года, продолжает Дмитрий Грицкевич. В соответствии с документом, с 1 января 2014 года будет проведено перераспределение тарифа страхового взноса, который в настоящее время отчисляется в накопительную часть пенсий. Так, в накопительную часть пенсий граждан, которые передали свои средства в управление негосударственным пенсионным фондам (НПФ), частным управляющим компаниям или государственной управляющей компании (функции исполняет Внешэкономбанк), по умолчанию будет по-прежнему перечисляться 6% (а не 2%, в соответствии с новыми поправками). В результате НПФ не должны столкнуться с резким снижением притока средств с 2014 года. Данный закон в существенной степени снимает риски неопределенности относительно пенсионных средств на рынке облигаций: не секрет, что одним из бенефициаров пенсионной системы является сегмент облигаций регионов и муниципалитетов, анализируют нововведения в Промсвязьбанке. На текущий момент данные бумаги заметно отстали от ОФЗ, в результате чего их привлекательность выросла — спреды к ОФЗ по BB-бумагам расширились до 220–300 б.п. Кроме того, вследствие увеличения норм резервирования для банков под корпоративные облигации, отдача на капитал по бондам субфедеральных эмитентов для институциональных инвесторов может оказаться одной из самых высоких на рынке с учетом текущих привлекательных спредов к кривой госбумаг, прогнозирует Дмитрий Грицкевич.

В корпоративном секторе доходности большинства бумаг практически не изменились, хотя в некоторых выпусках и наблюдалась позитивная динамика, рассказывает Игорь Лаухин. То же самое касается и муниципальных облигаций. Создается впечатление, что все внимание рынка сосредоточилось исключительно на государственном секторе. Это подтверждает и динамика оборотов торгов на ММВБ: если в начале месяца лидером по обороту в день был корпоративный сектор, то в конце месяца сопоставимый объем сделок наблюдался только в ГКО-ОФЗ. В результате резко увеличилась торговая активность в бумагах с дюрацией больше пяти лет (35% против 16% в начале месяца), подсчитали в НОВИКОМБАНКе.

При условии решения хотя бы части проблем в мировой экономике мы можем наблюдать небольшое традиционное новогоднее ралли, надеется Игорь Лаухин. Но по мере приближения каникул в России активность инвесторов будет падать, а спреды расширяться. Поэтому наиболее благоприятным временем для сделок будет середина месяца, подытожили в НОВИКОМБАНКе.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

В корпоративном сегменте рекомендуем обратить внимание на длинные облигации эмитентов первого эшелона, которые также могут частично выиграть от либерализации рынка. Среди данных бумаг рекомендуем к покупке длинные выпуски ФСК ЕЭС.

В банковском сегменте рынка среднесрочной идеей с перспективой на следующий год может стать сужение спредов банков — «дочек» нерезидентов к локальным российским банкам по мере снижения напряженности в ЕС. В частности, рекомендуем обратить внимание на выпуски ЮниКредит Банка, РОСБАНКа, КБ «Дельта Кредит», Русфинансбанка, Кредит Европа Банка и ОТП Банка.

Для инвесторов, имеющих рублевое фондирование, может оказаться интересной идея получения рублевой доходности по новому выпуску субординированного евробонда ТКС Банк-18 с купоном 14% годовых. Суть идеи сводится к заключению сделки валютный своп с банком-брокером и покупкой евробонда за доллары. В результате суммарный доход инвестора при вложении на год может составить около 17% годовых. Для сравнения: на локальном рынке доходность самого длинного выпуска ТКС Банк, БО-03 с дюрацией 1.13 года составляет 12.6% годовых.

Игорь ЛАУХИН,
начальник отдела доверительного управления казначейства, НОВИКОМБАНК

Для российского рынка облигаций главной темой остается либерализация рынка и приход иностранных инвесторов. Основные спекуляции будут связаны именно с этим. Вслед за ОФЗ возможно движение вверх и в качественном корпоративном секторе. Стоит обратить внимание на длинный конец кривой ФСК ЕЭС. Также стоит обратить внимание на облигации Русфинансбанка (BBB+), которые предлагают неплохую доходность. Среди относительно коротких банковских выпусков можно отметить Газпромбанк, 06 с доходностью около 8.5% и дюрацией меньше 1.5 года.

Инвесторам, предпочитающим высокий купон, стоит порекомендовать облигации ТКС Банка. На наш взгляд, рынок все еще недооценивает выпуски МКБ, в частности выпуски МКБ-БО-02 и МКБ-БО-05.

Среди декабрьских размещений имеет смысл обратить внимание на очередной заем от «ЛенСпецСМУ». Эмитент продолжает придерживаться стандартной для себя структуры выпуска, предусматривающей амортизацию. Стоит отметить низкую долговую нагрузку эмитента (по данным организаторов выпуска, на конец первого полугодия 2012 года показатель «чистый долг/EBITDA» составлял 0.5x).