ЦБ нашел компромисс

Ольга ВОЙТОВА

МАКРОЭКОНОМИКА

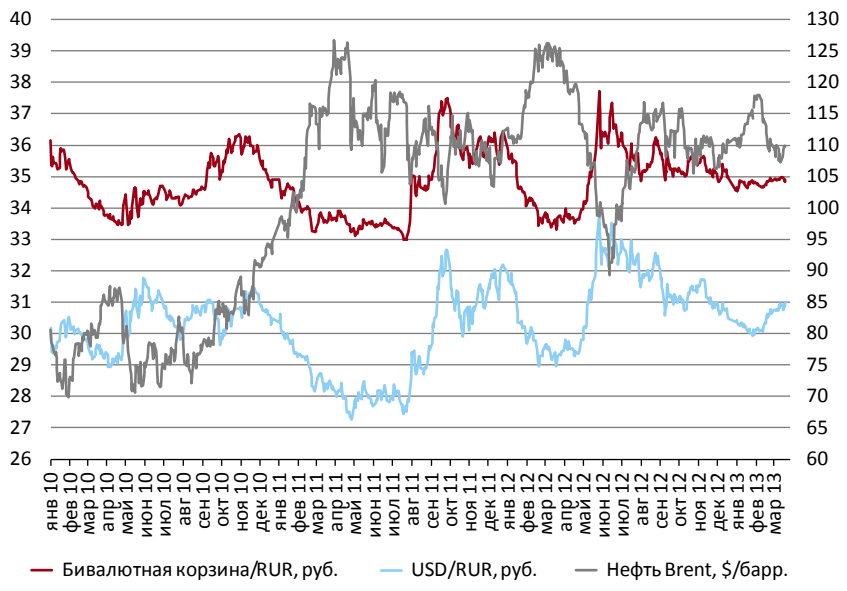
Даже консервативный прогноз роста российской экономики оказался под вопросом. ВВП в очередной раз демонстрирует слабую динамику. На фоне разочаровывающих макроэкономических данных усиливается политическое давление на ЦБ. Инфляция также преподносит неприятные сюрпризы: в феврале цены достигли уровня 7.3% в годовом исчислении, в марте инфляция составила 0.3%.

Один только календарный фактор не может полностью объяснить февральское замедление роста ВВП до 0.1% с 1.6% г/г в январе. Сказывается отсутствие драйверов роста, удручен Дмитрий Долгин, аналитик по макроэкономике Альфа-Банка. «В этих условиях наш годовой прогноз роста экономики на 2.8% уже не представляется таким пессимистичным, — рассуждает Ольга Стерина, аналитик «УРАЛСИБ Капитал». — В начале года темпы роста российской экономики резко упали, однако масштабы замедления оказались более существенными не только по сравнению с нашим прогнозом, судя по всему, участники рынка также были склонны чересчур оптимистично оценивать ситуацию».

В «УРАЛСИБе» отмечают несколько причин столь вялой динамики. Одна из них — резкое сокращение торгового баланса в феврале до $13.7 млрд на фоне падения экспорта на 11% год к году. Другим негативным фактором

Рисунок 1

Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **2.1%** (г/г) сократилось промпроизводство в феврале по сравнению с падением на 0.8% (г/г) в январе 2013 года.

0.3% составил темп роста инвестиций в основной капитал в феврале против роста на 1.1% (г/г) в январе.

На **2.5%** (г/г) вырос в феврале оборот розничной торговли против 3.5% (г/г) в январе.

5.7% (г/г) составил темп роста реальных располагаемых доходов в феврале против 0.7% (г/г) в январе.

УЧИТЫВАЯ ДОРОГОВИЗНУ КРАТКОСРОЧНОГО ДОЛГА, РОСТ РОЗНИЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ ПЕРЕСТАЕТ БЫТЬ ФАКТОРОМ ПОДДЕРЖКИ ПОТРЕБЛЕНИЯ

стало охлаждение в сфере розничной торговли, оборот которой в феврале увеличился лишь на 2.5% после роста на 3.5% в предыдущем месяце. Отрицательная динамика торгового баланса свидетельствует прежде всего об уменьшении спроса на энергоресурсы со стороны европейских потребителей (Европа является основным торговым партнером России), полагает Ольга Стерина. Безусловно, отчасти виновата и погода, которая в феврале выдалась несколько теплее среднеклиматической нормы. Тем не менее слабые данные по внешней торговле России указывают, помимо прочего, на то, что дела в экономике Европы в реальности могут обстоять хуже, чем принято считать. «Добавим сюда негатива, связанного с последними событиями на Кипре, и ожидающееся восстановление экономики еврозоны во втором полугодии оказывается под вопросом. С нашей точки зрения, в России неблагоприятная макроэкономическая конъюнктура может сохраниться и в марте, однако мы все же ожидаем некоторых позитивных подвижек по сравнению с февралем, — прогнозирует Ольга Стерина. — Согласно нашим ожиданиям, в первом квартале российский ВВП вырастет лишь на 1.5% год к году, однако в дальнейшем темпы роста восстановятся, и во втором полугодии показатель составит порядка 3.5–3.7%. Согласно нашей оценке, по итогам года ВВП увеличится на 3.1%, однако, учитывая непростую ситуацию в Европе, наш прогноз может быть понижен».

В потребительском секторе тоже не все гладко. Сильное замедление роста розничной торговли до 2.5% г/г в феврале при достаточно стабильном росте реальных зарплат на уровне около 5% г/г и неизменной норме сбережений является следствием высокой долговой нагрузки домохозяйств, отмечает Дмитрий Долгин. Высокий уровень процентных платежей мешает

ПРОГНОЗ

Производство и инвестиции

Дмитрий ДОЛГИН,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

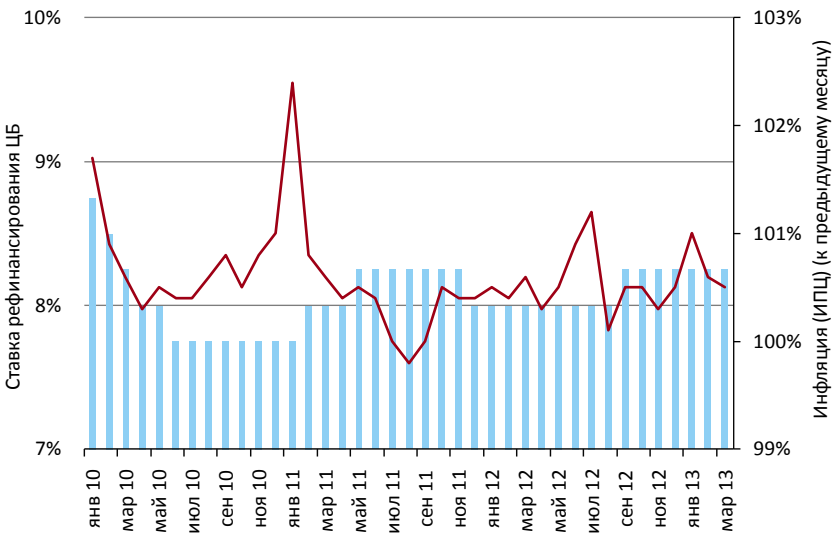
Практически нулевой рост инвестиций и падение промпроизводства на 2.1% г/г в феврале на фоне продолжающегося оттока капитала ($6 млрд в феврале, $14–16 млрд с начала года) свидетельствуют о том, что настроения производителей ухудшаются сильнее ожиданий. Особенно настораживает тот факт, что бюджетная политика в начале года несколько мягче, чем ожидалось: при годовом плане роста расходов на 2–4% за два месяца 2013 года рост составил 8%. Если годовой план по расходам не будет пересмотрен, то к концу года произойдет значительное ужесточение бюджетной политики, что станет дополнительным ударом по производителям, которые уже и так теряют конкурентоспособность из-за глобальной дефляции.

Инфляция и ставки

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Мы ожидаем, что в ближайшее время инфляция замедлится: скоро на прилавках появятся овощи и фрукты нового урожая — и цены на плодоовощную продукцию начнут снижаться. Не исключено, что уже в апреле инфляция опустится к 7-процентной отметке, что позволит ЦБ в скором времени приступить к снижению ставок. Приняв во внимание слабые макроэкономические индикаторы последних месяцев, теперь мы ожидаем от регулятора более агрессивных действий: если раньше мы прогнозировали снижение ставки рефинансирования в 2013 году лишь на 25 б.п., сейчас наш прогноз предполагает ее уменьшение на 50–75 б.п. в течение года. Удешевление кредитных ресурсов должно простимулировать внутренний спрос, который доселе выступал одним из ключевых факторов экономического роста. Снижение ставок на коротком конце увеличит угол наклона кривой, что, в свою очередь, повысит привлекательность длинных ОФЗ за счет более щедрой компенсации за рыночный риск.

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



населению конвертировать рост доходов в новое потребление. Краткосрочный (неипотечный) долг россиян составляет 9% ВВП — это не только выше, чем в странах Восточной Европы, где уровень доходов сопоставим с Россией, но и превышает уровень нагрузки в таких странах, как Франция и США. Учитывая дороговизну краткосрочного долга, рост розничного кредитования перестает быть фактором поддержки потребления. В 2007 году 40% новых кредитов домохозяйства использовали для обслуживания процентов по ранее привлеченному долгу, а в 2012 году — уже 80%. В этом году все 100% прироста могут быть направлены на выплату процентов, а не на новое потребление. Более того, стремительное замедление роста розничной торговли может указывать на то, что и 100-процентный порог уже превышен, а это превращает нынешний рост розничного кредитования (примерно на 40% г/г в январе-феврале) в фактор сдерживания потребления и источник повышенного риска для банков в случае ухудшения динамики доходов.

ПРОГНОЗ

Денежный рынок

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

Я не вижу серьезных предпосылок для улучшения ситуации с рублевой ликвидностью за счет федерального бюджета и валютных интервенций ЦБ РФ в апреле. Более того, возможно, дефицит рублевой ликвидности будет плавно расти, и российские банки станут наращивать свое фондирование в ЦБ РФ. В связи с этим понижательное движение краткосрочных межбанковских ставок в апреле возможно только в случае смягчения денежно-кредитной политики ЦБ РФ, при адекватности лимитов в рамках основных операций рефинансирования. Снижение процентных ставок со стороны ЦБ РФ на 25 б.п., на наш взгляд, продиктовано сложившейся конъюнктурой в экономике — мы ожидаем, что инфляция по итогам марта в годовом исчислении может замедлиться до 7.1–7.2% годовых после пика в феврале на уровне 7.3% годовых. Отрицательная динамика промышленного производства, замедление положительной динамики розничных продаж до 2.5–2.6% годовых и прочие макроэкономические индикаторы, свидетельствующие о замедлении экономики России, позволят ЦБ РФ принять решение о снижении процентных ставок на фоне вероятного пика инфляции в феврале.

Ликвидность

Дмитрий ДОЛГИН,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

Хотя с ноября 2012 года ЦБ смог сократить свое присутствие в банковском секторе с 2.9 трлн руб. до 2.2 трлн руб. на конец января, в прошлом месяце этот показатель не изменился. Это указывает на то, что ситуация с ликвидностью перестала улучшаться. При этом замедление бюджетных расходов и слабый рост розничных депозитов предопределяют сокращение баланса рублевой ликвидности банков до конца года. Кроме того, снижение ставок ЦБ может дестимулировать рублевые сбережения, что окажет дополнительное повышательное давление на ставки. С конца февраля ставки на межбанковском рынке возобновили рост, и тенденция к дальнейшему росту должна сохраниться в течение всего года. Политическая неопределенность в Италии и нервозность, связанная с Кипром, предопределяют бегство от рисков и укрепление доллара на мировых рынках. При этом рубль до недавнего времени смотрелся достаточно крепко. Вместе с тем возможное снижение ставок ЦБ усиливает риски оттока капитала, который уже оценивается в $14–16 млрд за январь-февраль. Уровень 31.5–32.0 руб. за доллар представляется вполне реалистичным для апреля.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Банк России на заседании 2 апреля пошел на компромисс. Он оставил неизменной ставку рефинансирования, но снизил на 25 п.п. ставки по длинным операциям. Так, стоимость годового РЕПО теперь составляет 7.75%. Подешевели кредиты, выдаваемые банкам в ЦБ под обеспечение золотом и нерыночными активами. Снижена и ставка ломбардных кредитов на срок 3 и 12 месяцев.

«Ухудшение макротрендов и ограниченная возможность правительства по предоставлению поддержки экономике через бюджетные инструменты явно усиливают давление на ЦБ по смягчению монетарной политики, — рассуждает Дмитрий Долгин. Первый вице-премьер Игорь Шувалов уже сообщил, что в новый закон о мегарегуляторе может быть внесена поправка, включающая поддержку экономического роста, в список задач ЦБ. Более того, заместитель министра экономического развития Андрей Клепач высказал предположение о скором снижении ставок ЦБ. По словам аналитика, ранее снижение ставок ожидалось только летом, но тот факт, что ближайшее заседание по монетарной политике было назначено на 2 апреля, то есть почти на две недели раньше обычного, говорит о том, что ЦБ готов действовать уже сейчас. Видимо, сказывается нервозность относительно Кипра и ухудшение ожиданий относительно российского экономического роста. Формально снизить ставки регулятору позволяет неожиданное замедление инфляции: данные за три

недели марта говорят о том, что за весь месяц инфляция может снизиться до 7.2% г/г с 7.3% г/г в феврале. Однако вряд ли стоит рассматривать снижение ставок исключительно как позитивное событие. «Во-первых, чувствительность экономического роста к ставкам ЦБ намного ниже, чем к инструментам фискальной политики, — полагает Дмитрий Долгин. — Во-вторых, несмотря на некоторое замедление, инфляция по-прежнему остается выше целевого диапазона ЦБ, и в этих условиях снижение ставок негативно сказывается на убедительности политики инфляционного таргетирования. В целом, новостной поток вокруг ЦБ свидетельствует о том, что Эльвире Набиуллиной придется приложить немало усилий, чтобы убедить рынок в независимости ЦБ в принятии решений».

По мнению Владимира Колычева, директора управления рынков капитала РОСБАНКа, регулятор пока не готов начать цикл снижения ключевых процентных ставок, так как высокая инфляция, хоть и временное явление, все же накладывает некоторое ограничение в части пространства для монетарного маневра, тем более в свете растущего давления на ЦБР со стороны правительства и связанных с этим репутационных рисков. В то же время ситуация с ликвидностью продолжит ухудшаться в течение месяца вследствие сезонной стерилизации со стороны бюджета и роста наличности в обращении. В этих условиях проблема нехватки залогового обеспечения по РЕПО заметно усилится, и не исключено, что ЦБР может рассмотреть сужение коридора процентных ставок (снижение ставок по валютному свопу) как первый шаг на пути реализации более широкого комплекса мер, направленных на улучшение трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики.

«ПОД НАИБОЛЬШИМ УДАРОМ ОКАЗАЛИСЬ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ СРОЧНОСТЬЮ ОТ 10 ЛЕТ, ГДЕ РОСТ ДОХОДНОСТЕЙ ЗА ФЕВРАЛЬ-МАРТ СОСТАВИЛ 30–45 Б.П.»

ПРОГНОЗ

Гособлигации

Владимир КОЛЫЧЕВ,
директор управления рынков капитала, РОСБАНК

Я сохраняю позитивный взгляд в отношении долгосрочных госбумаг и считаю, что рост доходностей, наблюдавшийся в последние два месяца, предоставляет интересную возможность для открытия длинных позиций. Коррекция, вероятно, связана с сокращением спекулятивных позиций (преимущественно локальными инвесторами), которые наращивались в преддверии запуска международных расчетов через систему Euroclear. Так, доходности ОФЗ на участке 10–15 лет с начала года увеличились на 40–50 б.п. (а угол наклона кривой расширился до исторически высоких значений), чего не наблюдалось среди других сравнимых стран развивающегося блока. Лишь несколько стран, где либо усилились ожидания ужесточения монетарной политики (Бразилия, Индонезия и отчасти Турция), либо выросла обеспокоенность относительно макроэкономической политики (ЮАР, Венгрия), отметились схожей тенденцией. Ни то ни другое не было отмечено в России. Наоборот, последние данные повышают вероятность смягчения монетарной политики, в то время как бюджетное правило и пенсионная реформа (в части усилий, направленных на стабилизацию дефицита распределительной части пенсионной системы), очевидно, свидетельствуют о приоритетах ответственной бюджетной политики. В этом свете расширение доходностей не выглядит обоснованным с фундаментальной точки зрения, и их снижение на 50–70 б.п. в течение года вполне вероятно.

Рынок ОФЗ

Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

При умеренно-позитивном сценарии длинные госбумаги могут показать опережающую динамику на фоне сохраняющегося крутого наклона кривой. Так, спред между ОФЗ 26207 и ОФЗ 26204 в конце марта консолидировался на уровне 100 б.п. после взлета до исторического максимума 126 б.п. 15 марта при среднем историческом значении около 60 б.п. Отметим, что в результате коррекции реальные доходности 14- и 15-летних ОФЗ вышли в положительную зону (YTM 7.35–7.4% годовых при годовой инфляции 7.2%), что также может заинтересовать инвесторов. Среднесрочные ОФЗ, напротив, остаются достаточно дорогими, образуя «ступеньку» на кривой госбумаг. Не исключено, что на фоне снижения спроса на длинные ОФЗ в конце первого квартала во втором квартале министерство может сделать упор на пятилетние бумаги с учетом потребностей дефицитного бюджета, что окажет давление именно на средний участок кривой. В этом ключе мы продолжаем рекомендовать удерживать long по ОФЗ 26207 и ОФЗ 26212 и short по фьючерсу OFZ4 (06.13) (позиция, нейтральная по дюрации).

Другой идеей на рынке является рост ожиданий снижения учетных ставок в ближайшие месяцы. В частности, замглавы МЭР РФ Андрей Клепач заявлял, что ожидает снижение ставки ЦБ в апреле или мае. Динамика коротких ОФЗ 25079/75 в марте оказалась лучше рынка — на фоне полномасштабной коррекции доходности бумаг подросли лишь на 5 б.п. Для наиболее эффективной отработки идеи снижения ставок рекомендуем покупку фьючерса на двухлетнюю корзину OFZ2 (06.13), куда входят ОФЗ 25079, 25075 и 25077. Отметим, что разнонаправленные позиции по OFZ2 и OFZ4 позволяют вдвое снизить затраты на гарантийное обеспечение по фьючерсам в рамках одного портфеля.

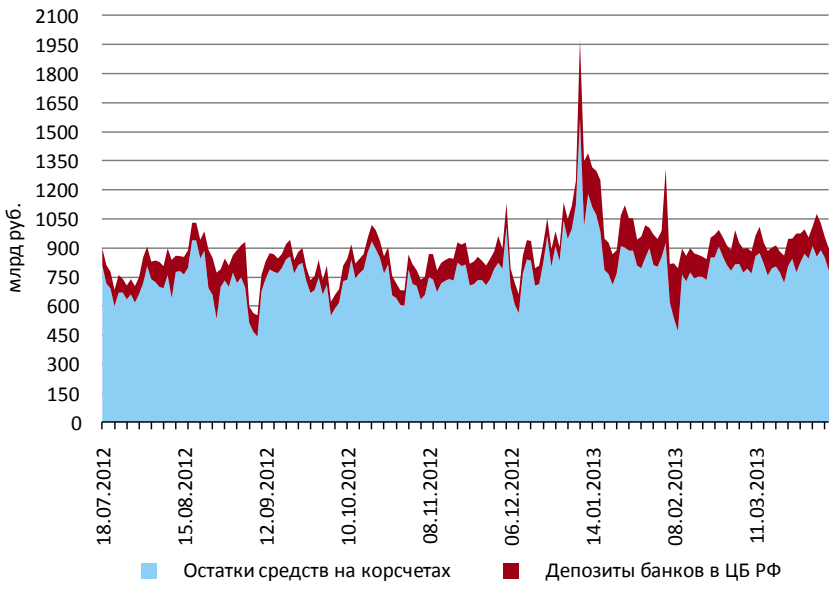


Рисунок 3

Ликвидность банковского сектора

ЭЛЬВИРЕ НАБИУЛЛИНОЙ ПРИДЕТСЯ ПРИЛОЖИТЬ НЕМАЛО УСИЛИЙ, ЧТОБЫ УБЕДИТЬ РЫНОК В ТОМ, ЧТО РЕГУЛЯТОР НЕЗАВИСИМ В ПРИНЯТИИ РЕШЕНИЙ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Длинные бумаги вышли из моды. Доходности 10- и 15-летних гособлигаций в марте росли. В отсутствие спроса на длинные бумаги на первичном рынке Минфину приходилось корректировать параметры объявленных ранее аукционов. Во втором квартале ведомство вообще откажется от ранних анонсов. Теперь решение о том, какая дюрация будет предложена рынку и в каком объеме, министерство будет принимать непосредственно перед размещением.

Февраль и март прошли достаточно негативно для сектора длинных бумаг рублевого долгового рынка. Под наибольшим ударом оказались государственные облигации срочностью от 10 лет, где рост доходностей за февраль-март составил 30–45 б.п. Причем по итогам двух месяцев наибольший рост доходностей пришелся на 10-летние бумаги, при этом повышательная тенденция определенно присутствовала и в доходности 15-летних ОФЗ, однако в этот раз самый длинный конец кривой ОФЗ двигался вверх чуть меньшими темпами по сравнению с 10-летними бумагами, уточняет Михаил Гонопольский, начальник аналитического управления БИНБАНКа.

Короткие бумаги госсектора практически не пострадали — доходности ОФЗ срочностью 2–5 лет выросли на символические 5–10 б.п. Минфин сохранял активность на первичном рынке, однако первоначальный план в рамках первого квартала был недовыполнен как в феврале, так и в марте. В эти месяцы суммарно было размещено около 116 млрд руб. ОФЗ, в то время как первоначальный план Минфина предполагал размещение около 100 млрд руб. уже в феврале. Неудачно проходили аукционы по 10-летним бумагам. Объем фактического размещения относительно объема предложения составлял лишь 20–40%. При этом низкий спрос на длинные бумаги приводил к тому, что зачастую Минфин заменял ранее планируемые к размещению длинные выпуски на более короткие. «Если коэффициент bid/cover в рамках аукционов ОФЗ еще в январе составлял 2.1, — подсчитал Михаил Гонопольский, — в феврале этот показатель снизился до 1.39 и несколько повысился до 1.65 по итогам марта. Возможно, это произошло за счет существенного снижения объема предложения ОФЗ в марте до 60 млрд руб. против предложенных в феврале 111 млрд руб. Несколько провальных аукционов по размещению 10-летних бумаг прошли с коэффициентом bid/cover менее 1».

Коррекция на рынке ОФЗ сопровождалась отсутствием повышенного спроса со стороны нерезидентов на российские бумаги после фактического

ПРОГНОЗ

Долговой рынок

Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

Мы ожидаем, что мартовская коррекция на долговом рынке отразится на росте премий при первичных размещениях бумаг неинвестиционной рейтинговой категории. Напомним, что в конце марта банки впервые закрывали квартал по новым коэффициентам рыночного риска, согласно положению ЦБ 387-П. В результате прохождение через отчетную дату по новым требованиям вполне может охладить спрос банков-инвесторов к данному сегменту долгового рынка. Инвестиционные идеи в бумагах второго-третьего эшелонов остаются лишь в банковском сегменте рынка. Сохраняют премии к рынку новые выпуски, пока еще не включенные в Ломбардный список ЦБ — «Русский Стандарт», БО-03, БО-04 (Ba3/B+/B+), «Центр-инвест», БО-03, БО-06 (Ba3/–/–), Запсибкомбанк, БО-03 (–/B+/–), ЛОКО-Банк, БО-02 (B2/–/B+), Татфондбанк, БО-07 (B3/–/–). Среди ломбардных бумаг рекомендуем обратить внимание на выпуски МКБ (B1/B+/BB–), Абсолют Банка, БО-02 (Ba3/–/BB+), «Восточного экспресса», БО-10 (B1/–/–), и «Каркаде», 02 (–/–/B+).

старта расчетов посредством Euroclear и Clearstream. При этом российские игроки сокращали свои вложения в длинных ОФЗ на фоне крайне узких спредов сложившихся доходностей по длинным бумагам относительно ставок рублевого денежного рынка.

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Выпуски «крепких» эмитентов второго эшелона либо консолидировались, либо показывали незначительный рост цен в пределах 0.3–0.7%. В частности, достаточно неплохо после выхода на вторичные торги держались выпуски «Ростелекома», «РусГидро», «Трансконтейнера», ГМК «Норильский никель», комментирует Михаил Гонопольский. В то же время выпуски сроком от 5 лет эмитентов первого эшелона в феврале-марте показали небольшой рост доходностей — не более 10 б.п., что привело к просадке цен в среднем на 0.4–0.8%. Участие в первичных размещениях длинных выпусков топовых заемщиков первого эшелона в феврале-марте не принесло инвесторам желаемой прибыли, так как цены многих выпусков по итогам марта опустились ниже номинала. Более высокие доходности во втором эшелоне пока позволяют инвесторам получать стабильный доход и не предпринимать резких шагов по сокращению вложений в данный сегмент корпоративного долгового рынка.

В корпоративном сегменте коррекция наиболее явно проявила себя в длинных бумагах первого эшелона с дюрацией от 3.5 года, которые подешевели примерно на фигуру при существенной потере в ликвидности, отметил Дмитрий Грицкевич, главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк. С конца прошлого года на рынке активно размещались BBB-эмитенты со сроками погашения 5–7 лет практически без премий к рынку — в результате мартовского снижения в большинстве из них найти биды на объем было непросто. Среди облигаций первого эшелона с рейтингом инвестиционного уровня стоит обратить внимание на выпуски ЮниКредит Банка (–/BBB/BBB), РОСБАНКа (Baa3/–/BBB+), НОВАТЭКа (Baa3/BBB–/BBB–) и «Норильского Никеля» (Baa2/BBB–/BB+) — данные бонды, помимо премий по доходности к сопоставимым кривым, предлагают инвесторам низкие коэффициенты рыночного риска и привилегии Ломбардного списка ЦБ, что позволяет максимизировать эффективность инвестиций.

ПРОГНОЗ

Долговой рынок

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

В ближайший месяц мы не видим серьезных драйверов к сокращению доходностей на рублевом долговом рынке даже при условии снижения ставок со стороны ЦБ РФ на 25 б.п.

Мы ожидаем достаточно нестабильный аппетит к рисковым активам в апреле-мае в связи с очевидной слабостью экономики еврозоны. В такой обстановке зарубежные инвесторы, очевидно, примут как минимум выжидательную позицию на ближайшие 1–2 месяца, в том числе и по отношению к российскому рынку госдолга, даже несмотря на фактический старт расчетов через Euroclear и Clearstream.

Вряд ли возникнет однозначный спрос на длинные выпуски и со стороны российских игроков, даже несмотря на то, что доходности в сегменте ОФЗ срочностью от 10 лет за февраль-март достаточно неплохо подросли. Например, по состоянию на конец марта маржа при вложении в 10–15-летние выпуски ОФЗ относительно краткосрочных межбанковских рублевых ставок составляла около 1–1.2%. С учетом рисков вложений в столь длинные бумаги в краткосрочной перспективе такой узкий спред не выглядит сильно привлекательно, особенно если вспомнить, что за первые 9 месяцев 2012 года, когда не было чрезмерной активности нерезидентов в длинных ОФЗ, мы наблюдали аналогичный показатель спреда на уровне 2–2.5%.

В корпоративном сегменте первого эшелона маловероятно сужение спредов к ОФЗ за пределы коридора 150–180 б.п. Запуск расчетов посредством Euroclear и Clearstream, по нашим оценкам, не произойдет ранее мая-июня. Соответственно, дополнительного спроса на качественный первый эшелон при текущих спредах к ОФЗ в апреле не возникнет. В то же время более доходные выпуски качественного второго эшелона будут демонстрировать некоторую стабильность при слабой ликвидности на вторичном рынке.

Владимир КОЛЫЧЕВ,
директор управления рынков капитала, РОСБАНК

В сегмент корпоративных облигаций поддержка может подоспеть со стороны пенсионных накоплений. Традиционно для начала квартала ПФР должен перечислить страховые взносы на счета НПФ и управляющих компаний. Совокупный объем квартальных перечислений может составить порядка 150 млрд руб. При этом большая часть поступит частным управляющим, за счет перераспределения средств между ГУК и НПФ по перешедшим в 2012 году «молчунам». Учитывая традиционные предпочтения локальных институциональных инвесторов в пользу более высокой номинальной доходности (в свете системы вознаграждения и необходимости показывать достойную реальную доходность для вкладчиков), основным бенефициаром, скорее всего, станут бонды второго эшелона. Мое отношение к этому сегменту, однако, остается осторожным, так как эффект от ужесточения регулирования рыночного риска для банков, вероятно, еще не полностью отражен рынком. В перспективе 3–6 месяцев мне по-прежнему больше нравятся облигации первого эшелона, которые могут стать основными бенефициарами ребалансировки облигационных портфелей банков (из второго эшелона, который сделали непривлекательным новые регуляции ЦБР, и ОФЗ, привлекательность которых с точки зрения carry снизится с притоком иностранных инвесторов), притока западных инвесторов после запуска Euroclear и вероятного монетарного послабления.