

ДОЛГИ ПРОСНУЛИСЬ

НАПРЯЖЕННАЯ СИТУАЦИЯ С ЛИКВИДНОСТЬЮ, СЛОЖИВШАЯСЯ В КОНЦЕ ЯНВАРЯ, ЗАВЕРШИЛАСЬ. НА ФОНЕ ХОРОШИХ НОВОСТЕЙ С ВНЕШНИХ РЫНКОВ СУММАРНЫЙ ОБЪЕМ ЛИКВИДНОСТИ РОССИЙСКОГО РЫНКА СТАБИЛИЗИРОВАЛСЯ НА УРОВНЕ 550 МЛРД РУБЛЕЙ, А СТАВКИ OVERNIGHT МЕЖБАНКОВСКОГО РЫНКА ОПУСТИЛИСЬ ДО 2–3%. КОРПОРАТИВНЫЕ ЭМИТЕНТЫ РЕГИСТРИРУЮТ ВЫПУСКИ НА ВСЕ БОЛЬШИЕ ОБЪЕМЫ И ТРЕВОЖАТ РЫНОК ЗАЯВЛЕНИЯМИ О ПРЕДСТОЯЩИХ МАСШТАБНЫХ РАЗМЕЩЕНИЯХ. РЕАЛЬНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ ПОКА МАЛО, НО ИНВЕСТОРЫ НЕ ТЕРЯЮТ БДИТЕЛЬНОСТЬ. ПАВЕЛ ЧУВИЛЯЕВ

НЕЛИКВИДНОСТЬ КОНЧИЛАСЬ Кризис ликвидности, поразивший рынок рублевых долгов в конце января, завершен. Суммарный объем ликвидности (остатки на корсчетах и депозиты в ЦБ) перестал падать. Правда, расти он пока не начал, но ситуация стабильна уже две недели — около 550 млрд рублей. После расчетов с государством в конце января практически прекратились операции прямого репо. Текущий объем поступлений покрывает операционные расходы банков, и дополнительные займы в ЦБ стали излишними. Ставки межбанковского рынка вновь опустились к весьма комфортным уровням (например, ставка overnight составляет 2–2,5%). Запас прочности рынка достаточно как для игры на котировках, так и для возобновления практики активных размещений. К активным действиям отечественных игроков подталкивают и позитивные новости с внешних рынков.

Старший аналитик ИК «Тройка Диалог» Анна Матвеева: «С начала февраля гораздо лучше стала выглядеть ситуация с ликвидностью. ФРС оставила ставки на прежнем уровне, что вызвало рост на рынке евробондов. Кроме того, рубль несколько укрепился против доллара и евро, что позитивно для нерезидентов, работающих на российском рынке. Это вызвало оживление покупок в секторе ОФЗ, а также во всем первом эшелоне. Волна покупок затронула также и второй эшелон. В остальных пока стабильность».

Аналитик ИГ «Регион» Константин Комисаров: «Основная тема последних недель — макроэкономическая статистика в США и ставка ФРС. В середине января был опубликован ряд лучших, чем ожидалось, данных по состоянию американской экономики. Соответственно, если в ноябре—декабре участники рынка рассчитывали на снижение ставки ФРС уже в первом полугодии, то после выхода сильных данных по занятости и промышленному производству вероятность снижения ставки ФРС упала до нуля. ФРС ставку не снизила, а тон комментариев был достаточно мягким. К тому же индекс промышленной активности в США в январе оказался ниже отметки 50 (спад), и данные по занятости хуже ожидавшихся. На этом фоне можно ожидать возобновления игры против доллара и роста цен облигаций, так как вероятность снижения ставки ФРС снова выросла».

Аналитик ФК «Уралсиб» Дмитрий Дудкин: «Котировки ОФЗ умеренно снижались в январе из-за двух причин — падения Treasuries, которое началось в начале декабря 2006 года, а также высоких ставок денежного рынка во второй половине месяца. Локальный кризис ликвидности возник из-за большого объема налоговых платежей в конце января. Сейчас, когда ситуация стабилизировалась, и котировки ОФЗ пошли вверх».

ПОЛИТИЧЕСКАЯ АНТИИНФЛЯЦИЯ Начало 2007 года ознаменовалось ростом внутреннего государственного долга. Минфин стал активно размещать ОФЗ — на 29 млрд рублей только за январь. 29 января Минфин опубликовал график дальнейших заимствований. Соглас-

но этому плану, в феврале предполагается разместить ОФЗ на 27 млрд рублей, в марте — на 25 млрд рублей. Всего в первом квартале 2007 года государство хочет занять на внутреннем рынке 81 млрд рублей, или 36% из 225 млрд рублей годового объема заимствований. В дальнейшем темп внутренних займов будет сокращаться: на второй квартал предусмотрено размещение ОФЗ на 73 млрд рублей (32,4% годового объема), на третий квартал — на 46 млрд рублей (20,4% годового объема). В четвертом квартале Минфин собирается разместить ОФЗ всего на 25 млрд рублей, что меньше ежемесячных объемов первого квартала.

Если судить только по активности Минфина, то в России должен быть бюджетный дефицит, но в реальности ничего подобного нет. Бюджет профицитен, стабфонд продолжает активно наполняться. Если предположить, что и к войне страна не готовится, то увеличивать объемы внутренних заимствований Минфину как будто и не нужно. Зато ему нужна финансовая устойчивость в предвыборный период. В любой стране выборы — это нестабильность на финансовом рынке. А уж печальный опыт России в этом отношении мало кому удалось превзойти. Предполагается, что в этот раз все будет по-другому. Для такой благой цели и 225 млрд рублей занять не жаль. Минфин принимает антиинфляционные меры именно в первом полугодии, чтобы на волне летней дефляции обеспечить стабильно низкую инфляцию в предвыборный период конца 2007—начала 2008 года.

Причем государство занимает под 6–7%, что ниже официальной инфляции. Например, эталонный выпуск ОФЗ серии 26199 на 12 млрд рублей на пять лет разместили под предлагаемые Минфином 6,42% годовых; премии не было. Разумеется, для частного инвестора занимать ниже инфляции невыгодно. Но с начала 2007 года нерезидентам разрешено участвовать в размещениях ОФЗ. Для нерезидентов стабильные 6,5% по российскому долгу представляются выгодным делом. Именно их участие обеспечивает дополнительный спрос и позволяет Минфину быть уверенным в удачном исходе размещений.

Анна Матвеева: «На первичном рынке очень высокий спрос на ОФЗ. Например, дополнительный транш выпуска ОФЗ серии 46020 на сумму 10 млрд рублей был размещен с трехкратной переподпиской. На волне спроса ОФЗ размещаются строго по справедливой цене, ни о каких премиях речь не идет. Увеличение спроса связано, видимо, с либерализацией валютного режима, открывающей прямой доступ на этот рынок нерезидентам.

Предложение первичных ОФЗ тоже увеличилось. Согласно графику заимствований, опубликованному Минфином, только в первом квартале предполагается разместить на 81 млрд рублей, чуть меньше — во втором. Минфин принимает антиинфляционные меры в начале года, когда инфляция обычно возрастает. При таком спросе на ОФЗ ему наверняка удастся сбить инфляционную волну».

В секторе муниципальных облигаций продолжается затишье. Котировки стабильны, а за весь январь одно раз-

мещение (Томская область). В феврале пока не планирует размещаться ни один регион. Возможно, региональные чиновники еще не пережили последствия затянувшихся праздников. Действительно, в конце декабря 2006 года на денежном рынке сформировался навес отложенных бюджетных расходов. На завершение расчетов между центром и регионами отводится две недели наступившего года, после чего неиспользованные средства просто сгорают. Так что две календарные недели плавно превратились в две рабочие. А они закончились как раз к концу января. Если на регионы льется золотой дождь неиспользованных бюджетных расходов из центра, то занимать на внутреннем рынке бессмысленно. Именно это и наблюдается.

ПЕРЕОЦЕНКА РИСКОВ После большого количества размещений в конце прошлого года корпоративный сектор держит паузу. Новых размещений немного, зато много объявлений о планах размещений и регистраций выпусков. Компании выжидают и запускают на рынок пробные шары в виде амбициозных заявлений. Невелики и объемы торгов, хотя общая тенденция после стабилизации уровня ликвидности — некоторое повышение котировок.

Константин Комисаров: «Ликвидность будет хорошей до конца первого квартала. Далее пойдет уплата годовых налогов, которая снизит уровень ликвидности. В корпоративном секторе был вал размещений в декабре, причем многие разместились со значительной премией. Сейчас у компаний идет уточнение планов и бюджетов, думаю, к концу февраля раскочегаримся».

Дмитрий Дудкин: «Во многих корпоративных бумагах идет рост за счет компрессии спреда. С другой стороны, в высокодоходных эшелонах (третьем и, скажем так, четвертом) наблюдается обратное движение как следствие большого предложения низкокачественных бумаг в конце 2006 года. Затишье в начале года после гиперактивного декабря — нормальное дело. В конце года андеррайтеры старались перевыполнить планы и вывели на рынок все, что только смогли подготовить. Уже в феврале мы увидим довольно много корпоративных размещений, и в том числе достаточно крупные. В качестве примера — уже объявленное размещение одновременно трех выпусков „Пятерочки“ и возможное размещение Московского международного банка».

Инвесторы также не теряют бдительность, внимательно отслеживая заявления компаний и согласуя их с собственными возможностями. Главной идеей второго квартала этого года может стать структуризация рынка и некоторая переоценка рисков в сторону их снижения. Дело в том, что пока у бумаги нет признанных котировок и инструмент не включен в биржевые списки (от A1 и ниже), данный эмитент не могут покупать управляющие компании ПИФов. Попадание в список, пусть даже и не в тот, на который рассчитывал эмитент, означает увеличение спроса на бумагу. Управляющие компании, активность которых на рынке рублевых облигаций в последнее время возросла,

начинают включать бумагу в портфели и формируют спрос на нее. В результате повышается ликвидность бумаги, что влечет за собой снижение рисков по ней.

Включение инструмента в списки биржевых котировальных листов становится весьма выгодным для эмитентов. Особенно это касается дебютантов в высокодоходных эшелонах. У них признанных котировок вообще нет, а сформировать спрос и ликвидность весьма желательно. Поэтому возможно, что андеррайтеры вскоре станут не только объявлять справедливую цену предстоящих размещений, но и указывать, в какой именно список может быть включен появляющийся на рынке инструмент. Это возможно еще и потому, что на рынке впервые возникла нормальная конкуренция среди андеррайтеров. Большое количество дебютантов привело к тому, что андеррайтеры вынуждены снижать цены и предоставлять эмитентам дополнительные услуги.

Начальник отдела операций на рынке ценных бумаг Оргрэс-банка Артем Дзюра: «В корпоративном секторе заканчивается пауза в размещениях эмитентов. Компании ждали благоприятного момента с высокой ликвидностью и низкими ставками overnight. Теперь, похоже, дождались. В феврале ожидается активизация в этом секторе рынка. Собираются размещаться банки и строительные компании и ритейлеры. Банковский сектор сейчас популярен, а в строительстве и ритейле происходит, на мой взгляд, переоценка рисков. В качестве примера могу привести облигации компании Mirax и „ЛенспецСМУ“. Эти инструменты явно были недооценены при размещении. Инвесторы, купившие их, получили неплохую прибыль. Вообще, в феврале рынок должен оценить довольно много дебютантов, среди которых есть весьма привлекательные для частного инвестора».

Управляющий портфелем ценных бумаг УК «Пиоглобал Эссет Менеджмент» Александр Матюхин: «Ограничения рублевой ликвидности мало влияют на второй и третий эшелон. Там много мелких выпусков, для размещения которых большой объем средств в общем-то не нужен. Гораздо интереснее возникающая в конце года тенденция к структуризации рынка и включению инструментов в различные списки. Как только бумага попадает в список, на нее возрастает спрос со стороны управляющих компаний. Затем выпуск распределяется по портфелям, и объем торгов затухает. Включение в списки может стать одним из решений проблемы с ликвидностью, которая всегда была актуальна для высокодоходных бумаг российских эмитентов.

Для частного инвестора наиболее привлекательными секторами сейчас представляются строительство, переработка сельхозпродукции и поставка продуктов питания, логистика. Также интересны зернотрейдеры и лесозаготовители. Опыт показывает, что около 30% дебютантов в этих секторах впоследствии переходят как минимум во второй эшелон. А значит, и частный инвестор может неплохо зарабатывать. Советую обратить внимание на высокодоходных дебютантов, таких как GFC, „Минеско“. Очень интересен „Инпром“, объявивший о размещении нового выпуска».

