

Зимний ренессанс

рынок облигаций

Благоприятный прогноз аналитиков на конъюнктуру долгового рынка текущей осенью оправдался не в полной мере. Рост доходностей долговых инструментов на внешнем рынке продолжился, вслед за ними пострадали котировки российских еврооблигаций, а ситуация на валютном рынке спровоцировала кризис рублевой ликвидности. Впрочем, в среднесрочной перспективе аналитики не видят особых угроз для рынка рублевого долга.

Главный вопрос, который приходится решать участникам рынка в настоящее время, — это снижение уровня рублевой ликвидности. По словам аналитиков, кризис вызван спекуляциями банков на валютном рынке и носит временный характер. Тем не менее начальник отдела операций на денежном рынке и с ценными бумагами Ситибанка Анатолий Шведов считает, что в декабре рублей больше не станет: «Уровень ликвидности может измениться в декабре, но ненадолго, ставки рынка межбанковского кредитования останутся волатильными. В январе же сработают традиционные для начала года факторы, и ликвидность возрастет. Впервые, банки уже закончат выплачивать квартальные и годовые налоговые платежи, средства на которые аккумулировали с ноября. Во-вторых, проявится эффект отложенных экспортных продаж. К тому же в конце года банки традиционно замораживают собственную активность и предпочитают держать рубли на корсчетах, а спекулятивные позиции формируют уже в январе. Поэтому рост цен на рублевые долговые бумаги мы увидим в январе».

Аналитик МДМ-банка Денис Гусев, напротив, считает, что напряженность на денежном рынке исчезнет уже в этом году: «За десять месяцев текущего года курс доллара укрепился относительно евро практически на 14%, и мы не исключаем соответствующей коррекции. Кроме того, с точки зрения борьбы с инфляцией рост номинально-

го курса доллара крайне невыгоден монетарным властям. В силу этого мы ждем некоторого роста номинального курса рубля, что вернет средства с валютного рынка. Дополнительными стимулами для снятия напряженности с рублями станет рост госрасходов в конце года». Его поддерживает начальник отдела анализа долгового рынка Газпромбанка Михаил Зак: «Несколько пополнил банковскую ликвидность смогут бюджетные средства, традиционно поступающие в экономику в конце года. В ноябре—декабре 2005 года размер этих поступлений может составить до 500 млрд руб., часть из которых может затронуть долговой рынок, увеличив спрос на долги и продлив период низких ставок на рынке».

Аналитик ФК «Интерфин трейд» Павел Бездетнов: «В ближайшее время ситуация с рублевой ликвидностью должна стабилизироваться, что приведет к росту котировок рублевых облигаций в начале декабря и в последние сессии перед длинными новогодними праздниками. В периоды налоговых выплат и перед крупными размещениями будет наблюдаться снижение котировок, но в целом эти колебания будут укладываться в рамки бокового тренда, который может продолжаться вплоть до марта 2006 года». А аналитик БД «Открытие» Александр Афонин хоть и считает, что в декабре уровень рублевой ликвидности традиционно вырастет, но предполагает, что «в случае дальнейшего роста курса доллара этого может не произойти, поскольку участники рынка предпочтут переложить в американскую валюту. Тем не менее пиковые уровни количества рублей в банковской системе традиционно приходится именно на декабрь—январь. В какой-то мере это связано с затишем на фондовом рынке и праздниками».

В то же время аналитики сходятся во мнении, что влияние динамики курса рубль/доллар на доходности внутреннего рынка в последнее время ослабевает. Аналитик ИК «Ренессанс Капитал» Эдуард Джабаров: «Входящие от инвесторов неоднократно демонстрировали полное безразличие и к слабющему рублю, и к снижению котировок российских еврооблигаций на внешних рынках, заручившись поддержкой со стороны избыточной ликвидности в финансовой системе. Таким образом, уравнение «слабый рубль = слабый рынок» становится ложным при наличии переменной «ликвидность». Вместе с тем было бы наивным предполагать полную независимость денежного рынка от рынка валютного. В этой связи наиболее важным мы считаем не столько текущую динамику курса рубль/доллар, а соответствующие среднесрочные ожидания участников валютного рынка. Мы неоднократно были свидетелями, как спекулятивные игры против рубля, основанные на ожиданиях роста американской валюты, по сути, приводили к острому дефициту свободных рублевых ресурсов в банковской системе».

Эдуард Джабаров назвал еще один фактор, способный кардинально изменить ситуацию на денежном, а следовательно и на долговом рынке: «Это участие крупных российских банков в финансировании корпоративных сделок по слиянию и поглощению российских компаний. В периоды аккумуляции рублевых средств для компаний ключевые российские банки буквально сметают всю рублевую ликвидность с рынка. В этой связи мы считаем, что все планируемые в среднесрочной перспективе корпоративные сделки (с расчетами в национальной или иностранной валюте) являются потенциальными факторами влияния на конъюнктуру денежного рынка, так как их реализация, как правило, отражается на ситуации с рублевой ликвидностью».

Помимо крупных сделок значительных рублевых средств требуют и первичные аукционы крупнейших российских компаний. До конца этого года инвесторы смогут купить облигации третьего выпуска ФК ЭЭС на сумму 7 млрд руб., а на январь запланированы новые размещения долгов Москвы, «Газпрома» и РЖД. В условиях ограниченной рублевой ликвидности, как показал опыт крупных аукционов октября и ноября, организаторы займов обязательно страхуются формированием синдикатов, чтобы обеспечить успешное размещение долгов. Но даже тогда эмитент вынужден давать дополнительную премию. Впрочем, по мнению Дениса Гусева, к росту ставок на рынке это не приведет, его взгляд на конъюнктуру — умеренно оптимистичный. Не сомневается в этом и Анатолий Шведов из Ситибанка: «На долги высококачественных эмитентов рублей точно хватит, дополнительная премия если и будет, то незначительная».

Немаловажный фактор, влияющий на рынок рублевых облигаций, — конъюнктура внешних рынков. По мнению Александра Афонина, именно обстановка на внешних рынках будет оказывать основное влияние на рублевые облигации: «В частности, можно ожидать дальнейшего роста курса доллара по отношению к рублю, который будет следствием повышения учетной ставки ФРС США. Вероятность дальнейшего повышения базовой ставки увеличивается с выходом каждой новой порции данных по состоянию экономики США. В то же время видимых причин для существенных изменений цен американских казначейских обязательств не предвидится, в связи с чем рынок US Treasuries будет вести себя достаточно стабильно».

Начальник отдела анализа рынка долговых обязательств ИБ «КИТ Финанс» Владимир Малиновский, наоборот, указал на неопределенность на западных рынках: «Инвесторы в США продолжают ориентироваться на потенциал увеличения процентных ставок федеральной резервной системой, а значит — остро реагировать на выходящие макроэкономические данные, инфляционные ожидания и комментарии представителей ФРС. При текущей ситуации сохраняются опасения, что высокие цены на нефть определят повышенный уровень инфляции, сдерживать которую будут повышение учетной ставки. Таким образом, похоже, что волатильность на западных долговых рынках будет продолжаться в среднесрочной перспективе — до тех пор пока наконец не будет объявлено о достижении паритета между поддерживаемым влиянием ставки на инфляцию и отсутствием ее негативного влияния на экономику США».

В свою очередь, аналитик компании «АВК-Аналитика» Петр Минин указывает на важное конъюнктурное достижение ноября: «Впервые за всю историю выравнялись ставки по рублевым долгам российских компаний с учетом форвардного курса рубль/доллар и еврооблигациям. К примеру, текущая рублевая доходность в 6,7% годовых по бумагам, «Газпром-5» эквивалентна текущей долларовой доходности в 5,8% годовых по еврооблигациям. «Газпром-7» (текущий форвардный курс на два года составляет 29,3 руб. за доллар). Если учесть, что параллельно с сужением спредов между рублевыми и валютными долгами шло сужение спреда между суверенными еврооблигациями и US Treasuries, то можно сделать вывод, что рынок рублевых облигаций все более привязывается к внешнему рынку. А это значит, что динамика котировок в дальнейшем будет в наибольшей степени зависеть от динамики мировых долговых рынков и уровень свободных средств у банков будет оказывать лишь корректирующее воздействие на рынок рублевых облигаций. Более грустным является вывод, что доходности рублевых облигаций близки к своему минимуму. Это не значит, что падение неизбежно, но мы полагаем, что двузачную доходность на рынке благодаря росту котировок в следующем году получить будет сложнее, чем в этом».

Юлия Чайкина

Третий — не лишней

На российском рынке облигаций частный инвестор может найти интересную доходность только в секторе «третьего эшелона», и в процессе инвестирования перед ним встает трудная задача выбора инструментов — ведь хочется, чтобы риск был меньше, а доходность побольше. На сегодняшний день на рынке обращается около 240 выпусков почти 200 эмитентов различного кредитного качества, большинство из которых относятся ко второму и третьему эшелонам.

«Сейчас на рынке сложилась ситуация, когда эмитенты с высоким кредитным качеством могут позволить себе занимать на очень большой срок по ставке, которая может и не отвечать требованиям по доходности частного инвестора», — говорит аналитик долговых рынков Банка Москвы Егор Федоров, приводя в пример кривую доходности облигаций «Газпрома», которая находится в пределах 5–7% годовых. «Ясно, что, покупая бумаги такого рода, в случае стабильного рынка уровень доходности не покрывает фактический уровень инфляции, а следовательно, реальная доходность от таких инвестиций может быть отрицательная». Частным инвесторам можно заработать на таких инвестициях только в случае, если общий уровень ставок в экономике будет снижаться. Тогда облигации с большим сроком до погашения (свыше года) будут сильно расти в цене.

С другой стороны, этот потенциальный доход в случае ухудшения конъюнктуры и роста процентных ставок может обернуться таким же убытком. Понятно, что инвесторы предпочитают застраховаться от рыночного риска и купить более короткие и доходные облигации. Такую возможность предоставляет только покупка облигаций эмитентов второго-третьего эшелона, чей кредитный риск довольно высок. Большинство инвесторов, покупающих данный вид облигаций, надеются, что стабильная ситуация в экономике и высокий уровень рублевой ликвидности позволят эмитентам вовремя расплатиться по долгам или рефинансироваться. Короткий срок до погашения облигаций эмитентов с неважным кредитным качеством является их основным преимуществом по сравнению с бумагами первого эшелона — в случае ухудшения рыночной конъюнктуры ликвидность этих бумаг падает. В этом случае инвесторы, с одной стороны, не могут их быстро продать, а с другой — не теряют убытков от снижения курсовой стоимости облигаций и просто дожидаются погашения, надеясь на положительный исход.

Аналитик отмечает, что полноценного дефолта на рынке российских корпоративных облигаций еще не было, пока все эмитенты вовремя расплатились по своим долгам. Это обстоятельство, по его мнению, сейчас сильно ослабляет инвесторов. Большинство из них стараются минимизировать риск дефолта путем высокой диверсификации своих вложений. Егор Федоров выделил следующие эмитенты второго-третьего эшелона, доходность облигаций которых выглядит довольно привлекательно: «Свердловэнерго», «Таттелком», «Уралвагонзавод», «Хайленд Голд Финанс», «Гламострой-Финанс» и ПИК.

Аналитик ИГ «Атон» Алексей Юговит, что сегодня интересны по соотношению риск—доходности облигации МАИР, Национальной лесопромышленной компании, Архангельского ЦБК и опять же «Хайленд Голд Финанс». Доходность

указанных бумаг находится на уровне 11–12% годовых. «Указанные компании занимают устойчивые позиции на своих рынках и ведут успешный бизнес. Что касается «Хайленд Голд Финанс» и ПИК, то у этих эмитентов очень прозрачная финансовая отчетность, по ней все видно. О кредитном качестве МАИР говорит прибыльность отрасли в целом. Сбор металлолома — это очень прибыльный бизнес», — сказал он. Аналитик Райффайзенбанка Олег Гордиенко обращает внимание на облигации балахнинского ЦБК «Волга». «На протяжении 2005 года у эмитента хорошая финансовая отчетность», — поясняет он. Начальник отдела анализа долгового рынка Газпромбанка Михаил Зак к наиболее интересным инструментам отнес облигации компаний «Уралвагонзавод-Финанс» и «Разгуляй-Финанс».

Бумаги сельскохозяйственного сектора, так же как и облигации «строителей», традиционно находятся в верхнем сегменте на кривой доходности российского рынка облигаций. Однако Алексей Юговит и Олег Гордиенко не советуют инвесторам вкладывать средства в облигации строительных компаний. «С точки зрения прозрачности и финансовой отчетности там ничего не изменилось», — считают они. Но не все эксперты так категоричны. Аналитик Номос-банка Александр Митус говорит, что относительно меньшим риском ликвидности среди бумаг этих секторов обладала выпускная АПК ОГО, АПК «Аркада», компаний «Инком-Недвижимость» и «Гламострой-Финанс». «При этом АПК ОГО значительно стабильнее остальных в плане ликвидности», — считает аналитик.

Аналитик по долговому рынку ИК «Брокеркредитсервис» (БКС) Татьяна Бобровская, отмечает, что бумаги «Гламострой-Финанс» смотрятся наиболее привлекательно среди компаний строительного сектора, они имеют «наименьшую степень риска при относительно привлекательном уровне доходности». «Стабильный пакет закладов, которым обладает данный эмитент, обеспечивает компании возможность без проблем обслуживать свой заем», — говорит она. Трейдер БКС Сергей Потапкин предлагает также присмотреться к облигациям «ММК-Транс» и «Севкабеля».

Аналитик по долговым инструментам «ИНГ Банк Евразия» Дмитрий Дудкин выделил среди бумаг строительного сектора облигации ООО «Миракс Групп», среди предприятий АПК — бумаги 3-го выпуска «Балтиймор-Невель», 3-го выпуска АПК ОГО. Кроме того, он рекомендует обратить внимание на облигации «Инком-Лады». «Все указанные бумаги довольно привлекательны для покупки. У АПК ОГО хорошая доходность и малая вероятность дефолта, к тому же у этого эмитента хорошая история», — отметил он.

Начальник отдела анализа рынка долговых обязательств инвестиционного банка «КИТ Финанс» Владимир Малиновский не стал называть конкретных эмитентов, но сказал, что короткие займы третьего эшелона при общем снижении доходности в гораздо меньшей степени подвержены изменению котировок, а значит, принесут более скромный доход инвестору. «Оптимальны вложения в облигации третьего эшелона в периоды стабильности на рынке, когда основной пологий доход — купонный», — говорит эксперт, добавляя, что при покупке займов третьего эшелона очень важно диверсифицировать портфель.

ЕЛЕНА ФАБРИЧНАЯ

Колебательный процесс

рынок акций

Осенне 2005 года участники фондового рынка увидели максимальные значения индекса РТС, превышающие значение в 1000 пунктов. Эксперты предполагают, что в конце этого года — начале следующего спекулянты еще не раз предпримут попытки разогреть индекс до четырехзначных чисел. Но долго удерживать котировки на этих значениях им вряд ли удастся, а рынок можно будет охарактеризовать одним словом — волатильный.

Бег на месте

Когда индекс РТС достигал рекордного значения в 1050 пунктов, многие инвестиционные компании повышали свои прогнозы на конец года до 1200 пунктов. При этом эксперты подзабыли, что в какой-то момент цены на нефть прекратили расти столь же рекордными темпами. Окончательно их смутило сообщение о том, что ФРС США и в дальнейшем планирует повышать значение учетной ставки. Сейчас аналитики спорят о границах коридора, в котором рынок должен колебаться в ближайшие месяцы. А на продолжение такого же бурного роста не надеются.

Обратим внимание на основные факторы, которые будут сдерживать дальнейшее движение индекса РТС вверх. Аналитики ФК «Уралсиб»: «Основным краткосрочным риском для рынка остается снижение ликвидности. Разумеется, риск повышения процентных ставок не мог не спровоцировать отток средств с развивающихся рынков, однако минимальный уровень пока еще не достигнут. Мы думаем, что инвесторы скорее вернутся на российский фондовый рынок, как только улягутся страхи. Но восстановление спроса произойдет не слишком скоро».

У российских инвесторов ситуация с ликвидностью тоже не идеальная. Андрей Стоянов, начальник отдела анализа рынка акций Росбанка: «Политика российских властей по сдерживанию инфляции привела к ощутимому дефициту свободных средств, особенно в периоды налоговых платежей,

чего не наблюдалось уже более года. Мы не ожидаем избыточного рублевого предложения в конце 2005 — начале 2006 года, поэтому можно сказать, что у рынка нет дополнительной поддержки на этот период».

Наибольшее негативное влияние на рынок оказывают цены на нефть. Цена нефти Brent снизилась примерно на 5% — до \$55,5 за баррель, данные о запасах топлива в США превысили прогнозы участников рынка, — утверждают аналитики ФК «Уралсиб». — Так как Международное энергетическое агентство и министерство энергетики США тоже снизили свои прогнозы потребления нефти в мире, ожидается, что падение цен продолжится. Теплая погода в Северной Америке также способствует понижению спроса на топливо». «Справедливое значение индекса РТС находится на уровне 1009 пунктов. Потенциал роста российских акций связан с ценами на нефть, а опасность коррекции этих цен — основной фактор риска», — считают аналитики ИК «Атон». С ними согласен Семен Бирг, аналитик ИК «Финанс»: «Сейчас мы не видим факторов, которые могли бы дать качественный стимул роста всего рынка. Потенциал роста акций нефтегазовой отрасли в ближайшие месяцы уже ограничен. Индекс РТС, движимый котировками сырьевых компаний, на конец года должен составить 905 пунктов, а к марту 2005 года — 1100 пунктов».

Инвесторам радует то, что потенциал падения у рынка тоже ограничен. «При консенсусном прогнозе уровня цен на нефть (\$40 за баррель) справедливый уровень индекса РТС составит 1200 пунктов. При \$33 за баррель этот уровень равен 850 пунктам. Другими словами, потенциал снижения индекса ограничен», — считают аналитики ФК «Уралсиб». Кроме того, прошедший бурный рост происходил из средств иностранных инвесторов, что тоже внушает определенное спокойствие. Андрей Стоянов: «Покупки иностранных операторов, которые являются преимущественно долгосрочными инвесторами, процесс уменьшения free-float идет по большому счету, тогулубых

фишек», что является серьезным фактором поддержки индексов при наличии спроса».

Позтому, скорее всего, в ближайшее время рынок будет балансировать на достигнутых значениях. «Следующие месяцы будут высоковолатильными (в интервале 850–1050 пунктов), но суммарным итогом движений с большой долей вероятности останется значение индекса РТС, близкое к уровню 950 пунктов», — обобщает Станислав Клещев, начальник аналитического отдела ИК «Файнелл Бридж». «Вероятно развитие по двум сценариям: сначала рост с последующим падением или, наоборот, падение с последующим отскоком вверх».

Группа поддержки

Самым важным событием конца 2005 — начала 2006 года станет либерализация рынка акций «Газпрома». Андрей Стоянов: «Поскольку объем АDR «Газпрома» в свободном обращении ниже объема акций компании, которые обращаются внутри страны, ценовое выравнивание на этих рынках при условии стабильной ситуации на фондовом рынке должно происходить через рост прежде всего «российских» акций». С ним согласны аналитики «Атона», которые считают, что потенциал их роста к концу 2006 года составит 5%. А потенциал падения АDR компании — 19%, до \$43,9. Такого же мнения придерживаются и аналитики ФК «Уралсиб». Аналитики же Brunswick UBS уверены в том, что это событие окажет большее влияние на котировки акций других компаний, чем самого «Газпрома».

Спекуляциям будет способствовать ситуация на денежном рынке. «Наш финансовый рынок представляет заметный интерес», — утверждает ведущий аналитик «АйТи Инвест» Сергей Егшин, — потому что инфляция в России весьма высока, тогда как курс доллара стабилен. Это сочетание обеспечит неплохую спекулятивную доходность при малом риске потерь в процессе репатриации прибыли из рублей в доллары. Кроме того, уже в феврале апрель рынок начнут поддерживать дивидендные ожидания. Андрей Стоянов: «По итогам года сальдируемый результат ре-

ального сектора вырастет более чем на 30% и можно ожидать роста дивидендных выплат».

При этом довольно большое количество акций кажется экспертам перспективными и они рекомендуют приобретать их, как только рынок совершает движение вниз. Интересно, что в большей степени предпочтение отдается не «голубым фишкам», а второму эшелону. Аналитики Brunswick UBS в числе своих фаворитов рассматривают «акции компаний, зависящих от внутреннего спроса: ТНК, АФК, Система», «Транснефть», НОВАТЭК, РБК, «Акрон» и «Сбербанк». «Даже если цена на нефть опустится до уровня \$40 за баррель, это не повлияет на оценку этих акций». АФК «Система» привлекает внимание не только аналитиков Brunswick UBS. Аналитики ФК «Уралсиб»: «С июня нынешнего года акции «Системы» росли быстрее, чем акции МТС, ее основного актива, почти на 40%. Мы думаем, что рынок переоценивает другие бизнесы «Системы». Мы осознаем все риски, связанные с тем, что акции МТС могут превратиться из растущих в справедливые оцененные, но тем не менее компания имеет хорошие перспективы».

Нефтяные акции, за исключением ЛУКОЙЛ, в ближайшее время не самое удачное вложение. Семен Бирг: «Перспективы есть у акций электроэнергетики, банковского сектора и компаний химической и нефтехимической промышленности. Именно здесь мы видим перспективные бумаги и рекомендуем инвестировать в акции от 35 до 80% инвестиционных портфелей. Из высоколиквидного сегмента мы рекомендуем длинные позиции по акциям ГМК «Норникель» и префам «Сбербанка»».

Исключение составляют акции дочерних предприятий «Роснефти», которые на данный момент являются одним из самых спекулятивных инструментов второго эшелона. В 2005 году обыкновенные акции «Лукойла» уже подорожали на 60%, а привилегированные — более чем на 100%, акции «Сахалинморнефтегаза» — более чем на 100%. Поэтому надежд на дальнейший их рост немного.

ОЛЬГА ВУЯНОВА

«ИК РУСС-ИНВЕСТ»

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ
ОТКРЫТОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО

12 лет на финансовом рынке России

БРОКЕРСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Брокерские услуги на ведущих фондовых биржах
и внебиржевом рынке

Интернет-трейдинг

КОРПОРАТИВНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

Привлечение капитала для средних и крупных компаний
Организация выпусков и размещение акций и облигаций

Реструктуризация акционерного капитала
и долговых обязательств компаний

ФИНАНСОВОЕ КОНСУЛЬТИРОВАНИЕ

Оказание услуг финансового консультанта на рынке ценных бумаг

Подготовка эмиссионных документов

Стратегическое, финансовое и налоговое консультирование

Экономический и финансовый анализ

Телефон: (095) 363-9380, факс 363-9390

www.russ-invest.com, e-mail: mail@russ-invest.com

Лицензии № 177-06310-100000, № 177-06318-000100, № 177-06312-010000