

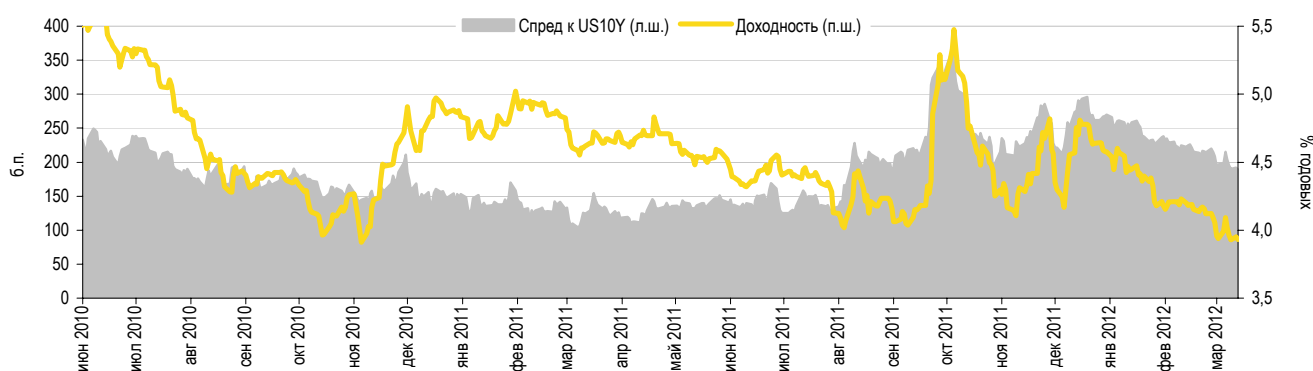
РОССИЙСКАЯ ПРЕМИЯ ЗА РИСК ДОЛЖНА СОКРАТИТЬСЯ

Тем временем появилась возможность покупать ОФЗ через Clearstream

Положительный фон для облигационного рынка. Расширение спредов российских облигаций, начавшееся в августе прошлого года, имело своей причиной обострение европейского долгового кризиса. После парламентских выборов в декабре российская риск-премия получила еще и внутривластную составляющую.

Доходность на минимуме, спред все еще расширен

Россия'30 и ее спред к US10Y



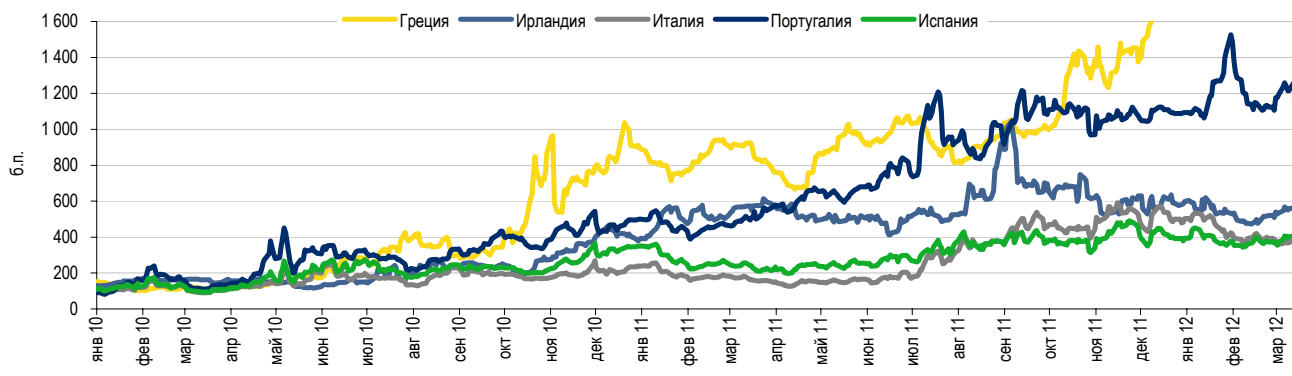
Источник: Bloomberg

Однако в настоящий момент:

- Непосредственная угроза греческого дефолта ликвидирована, поскольку частные кредиторы согласились на обмен греческого долга, а Евросоюз одобрил выделение стране 130 млрд евро финансовой помощи.
- Два раунда аукционов ЕЦБ по предоставлению банкам практически неограниченного объема трехлетних денег существенно улучшили ситуацию в банковской системе Евросоюза, обеспечив сокращение CDS-спредов таких важных стран, как Италия и Испания, а также Ирландии. На повестке дня остается вопрос португальского долга, однако проблема этой страны полностью покрывается средствами EFSF.

Ситуация для Италии, Испании и Ирландии теперь гораздо лучше

Пятилетний CDS-спред



Источники: Bloomberg

- Прошедшие 4 марта в РФ президентские выборы завершились в первом туре, при этом победа Путина была признана и оппозиционными силами. Таким образом, политический процесс в нашей стране переходит в новую, долгосрочную фазу, из-за чего в ближайшие 12 месяцев инвесторам вряд ли стоит опасаться политической дестабилизации в РФ.

Российская премия за риск должна сократиться

Сказанное выше очевидно свидетельствует в пользу того, что российская риск-премия не должна быть сейчас шире, чем в середине прошлого года.

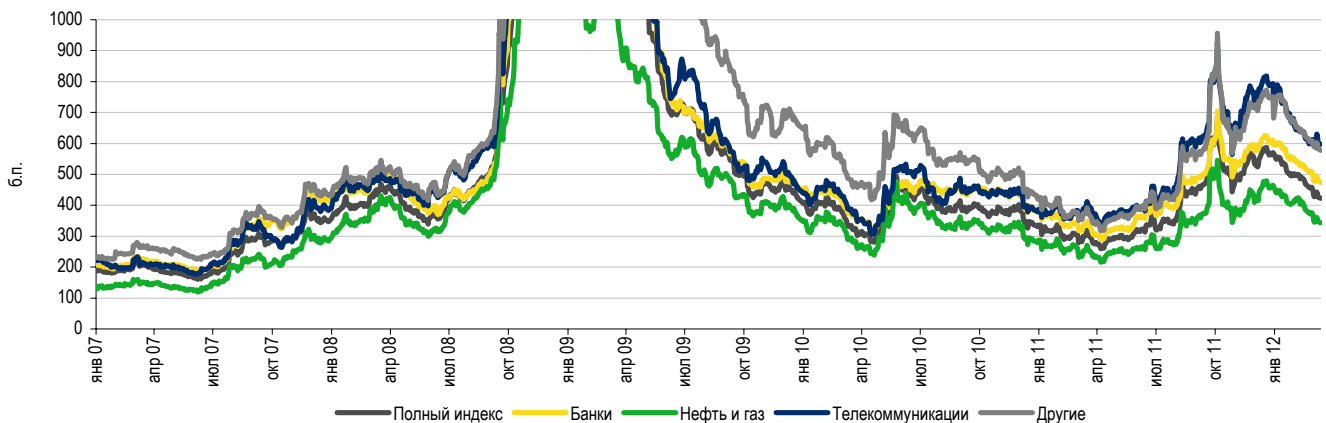
Потенциал роста в суверенных евробондах РФ есть, но он ограничен. Как видно на нашем первом графике, приблизительно со второй половины декабря на российском облигационном рынке шло постепенное восстановление цен, которое к настоящему моменту вывело доходность российского бенчмарка России'30 на исторический минимум 3,9% (хотя вследствие тяготения к номиналу ценовой максимум в этой бумаге пока не достигнут). С другой стороны, спред России'30 к US10Y составляет сейчас 190 б.п. против приблизительно 150 б.п. – уровня, с которого началась «большая распродажа» прошлого года. Таким образом, непосредственный апсайд России'30 соответствует сейчас потенциалу сжатия спреда на 40 б.п. Бумага остается дешевой относительно своей долларовой базы, однако сама база не обязана при этом быть неподвижной. Она вполне может оставаться устойчивой, пока ФРС США продолжает выкупать с рынка длинные бумаги, но в середине текущего года операция «Твист» закончится, поэтому ожидать сохранения к концу года ультранизкой доходности 10-летних Treasuries было бы неразумно. Мы уже не раз писали, что наш прогноз по US10Y на декабрь 2012 г. установлен на уровне 3,5% (приблизительно максимум 2011 г.), а спред России'30 к этому моменту можно ожидать в размере 125 б.п. Это дает нам оценку доходности России'30 порядка 4,75%, то есть заметно выше текущей. Соответственно, наш взгляд на Россию'30 сейчас такой:

- поскольку бумага очень ликвидна, в ней вполне можно «посидеть» еще пару месяцев, чтобы «поймать» сужение спреда еще на 40–50 б.п.;
- на горизонте порядка шести месяцев и более разумным выглядит сокращение позиций в суверенных бумагах и переход в более недооцененные активы.

К более недооцененным активам можно отнести корпоративные евробонды. График ниже показывает, что динамика спреда корпоративных евробондов в целом соответствует эволюции спреда России'30, однако даже на первый взгляд видно, что по степени восстановления корпоративный сегмент отстает от суверенных бумаг.

Потенциал сужения сохраняется

Спред индекса JPMorgan RUBI (российские корпоративные еврооблигации) и его подиндексов



Источники: JP Morgan

В таблице ниже представлен расчет потенциала сужения спреда индекса JP Morgan RUBI и его составляющих до уровня 15 июля 2011 г. Как видно, сам индекс, объединяющий все наиболее ликвидные корпоративные выпуски, имеет потенциал компрессии спреда 70 б.п. Из отдельных секторов наибольшим потенциалом обладает телекоммуникационный (147 б.п.), где преобладают бумаги Вымпелкома, а также условный сектор «Другие» (150 б.п.), состоящий в основном из бондов сталелитейных и добывающих компаний. С учетом средней дюрации наибольший ожидаемый рост цены получается в телекомах и стали, тогда как банковский сектор может в ближайшее время оказаться относительным аутсайдером.

Банки могут оказаться в отстающих, тогда как телекомы обладают наибольшим потенциалом

Сценарий восстановления спреда до уровня, зафиксированного 15 июля 2011 г.

	RUBI	RUBI - Банки	RUBI - Нефть и газ	RUBI - Другие	RUBI - Телекомы
Потенциал сужения спреда, б.п.	70	68	59	150	147
Модифицированная дюрация, кол-во лет	4,4	3,7	5,1	3,8	4,7
Ожидаемый рост цены, %*	3,08	2,52	3,01	5,70	6,91

Источники: JP Morgan, оценка URALSIBa

*При условии, что кривая казначейских облигаций США остается прежней

Российская премия за риск должна сократиться

Таким образом, как при выходе из суверенных бумаг, так и просто при покупке на новые деньги мы рекомендуем инвесторам обращать внимание на ликвидные длинные корпоративные евробонды. В наибольшей степени нас привлекают Вымпелком (BB/Вa3), Евраз (B+/Вa3/BB-), а также Альфа-Банк (BB/Вa1/BB+).

Основное событие на локальном рынке – возможность покупать ОФЗ с поставкой в Clearstream. Буквально на днях мы осуществили тестовую сделку по продаже ОФЗ стороннему контрагенту через наш счет в Clearstream. Сделка успешно рассчиталась, что означает, что с текущего момента ЛЮБОЙ ИНОСТРАННЫЙ ИНВЕСТОР, кастодиан которого имеет счет в Clearstream, может купить ОФЗ таким же образом, каким он обычно приобретает любые евробонды. Подчеркиваем следующее.

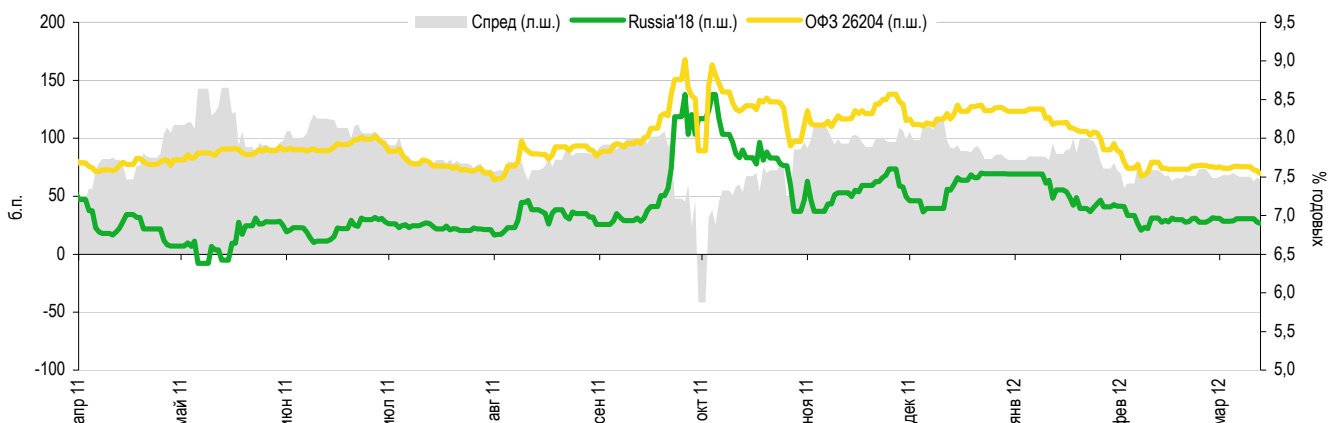
- Речь пока идет только об ОФЗ. Мы не знаем, когда в систему расчетов через Clearstream будут добавлены локальные корпоративные бумаги.
- Расчеты ведутся через Clearstream, а не через Euroclear, поскольку именно Clearstream открыл счет в локальном субкастодиане (Дойче-Банк) для того чтобы учитывать бумаги, обращающиеся в НРД.
- Эта схема во многом аналогична используемой при покупке локальных бумаг Бразилии, однако в случае с Россией она облегчается отсутствием как валютных проблем, так и налога на вывод капитала. Напомним, что с 2007 г. в РФ нет ограничений на капитальные операции.
- Насколько мы понимаем, с 1 июля 2012 г. у иностранных кастодианов будет возможность открывать счета номинального держания непосредственно в НРД, после чего необходимость локального субкастодиана вроде бы исчезнет. С другой стороны, этот вопрос является кухней кастоди и не должен особенно волновать инвесторов.
- При имеющейся сейчас схеме (через Дойче-Банк) владельцем бумаг в НРД является Clearstream, что может стать тонким моментом для российских банков при переводе бумаг со своих счетов в НРД на свои счета в Clearstream. До 1 июля эта сложность может ограничивать количество российских брокеров, желающих продавать ОФЗ клиентам через Clearstream.

Расчеты через Clearstream – подлинная революция для локального рынка облигаций. Мы не исключаем, что новая возможность серьезно поколеблет позиции ММВБ как единой площадки для торговли рублевым долгом. Кастоди в Clearstream открывает широкие возможности для развития внебиржевого рынка, особенно когда в Clearstream станут возможны расчеты по корпоративным бондам. Мы не склонны преувеличивать немедленный прирост иностранного спроса, однако новая схема торговли дает локальным эмитентам доступ к практически неограниченной базе глобальных инвесторов, что в любом случае хорошо, поскольку, когда технические проблемы устранены, дело остается только за определением справедливых ценовых уровней. Мы также надеемся, что и со стороны профессиональных участников рынка к торговле рублевыми бумагами постепенно подключатся основные международные брокерские дома, что увеличит рыночную глубину. Последнее особенно важно при движении рынка вниз, ведь не секрет, что в ситуации паники на локальном рынке облигаций трудно найти котировку на покупку, независимо от цены.

Курс на сокращение домашней премии. Как видно на графике, представленном ниже, рублевый евробонд Россия'18 торгуется сейчас с доходностью на 65 б.п. ниже, чем соответствующий по дюрациям выпуск ОФЗ 26204.

Домашняя премия по-прежнему существенна

Доходность ОФЗ 26204 (погашение в 2018 г.) и рублевых еврооблигаций Россия'18, а также спред между ними

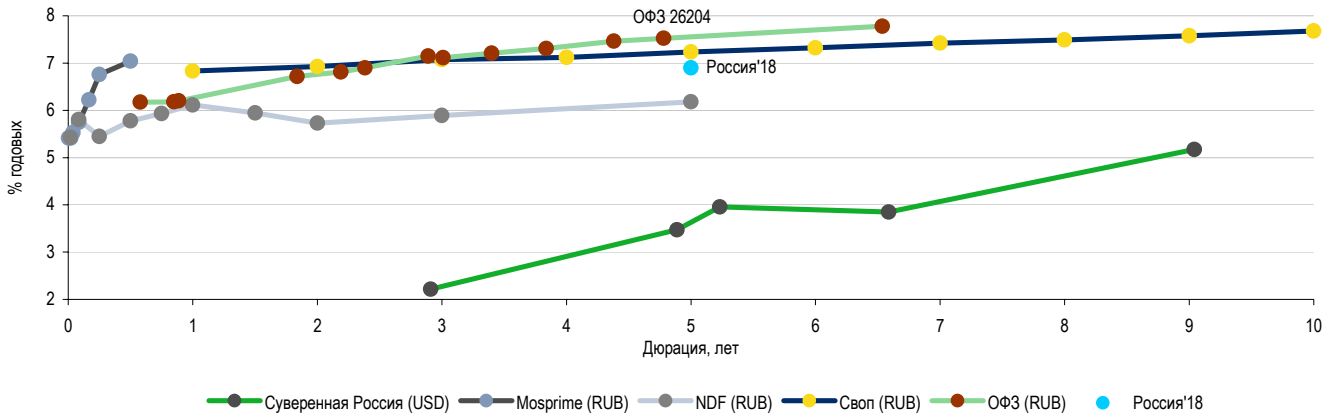


Источники: ММВБ, Bloomberg

Следующий график показывает ключевые кривые процентных ставок.

Сохраняется премия длинных ОФЗ к свопам

Основные кривые процентных ставок



Источники: Bloomberg, ММВБ

Как видно, Россия'18 торгуется сейчас даже немного ниже кривой рублевых свопов, что можно объяснить отсутствием предложения в сегменте рублевых евробондов. В то же время длинные ОФЗ по-прежнему предлагают заметную премию к кривой свопов. В случае с ОФЗ 26204 такая премия составляет 40 б.п. Мы считаем, что после появления активного спроса со стороны нерезидентов на ОФЗ Россия'18 может сократить дисконт к свопам, поскольку часть спроса перейдет в локальные бумаги, однако и кривая ОФЗ опустится до уровня, когда домашняя премия станет близкой к нулю. Таким образом, даже при неподвижной базе рублевых процентных ставок пятилетние (по дюрации) ОФЗ в ближайшие месяцы можно ожидать в диапазоне 7–7,25% против 7,5% сейчас.

Остающиеся технические особенности. После появления возможности учета ОФЗ в Euroclear с технической точки зрения между Россией'18 (рублевый евробонд) и ОФЗ (локальная бумага) остаются следующие различия.

- Рублевый евробонд выпущен по английскому праву, тогда как ОФЗ регулируются российским законодательством.
- С точки зрения налогообложения иностранных инвесторов Россия'18 не представляет никаких проблем, тогда как доход по ОФЗ облагается по ставке 15%. Однако это справедливо только для случаев, когда держатель бумаги находится в юрисдикции, с которой у РФ отсутствует соглашение об избежании двойного налогообложения. Абсолютное большинство «нормальных» юрисдикций подписали с Россией такой договор.
- Вопрос о налогообложении инвесторов из юрисдикций, не имеющих налогового соглашения с РФ, при покупке ОФЗ через Clearstream до конца не ясен, однако при сегодняшней схеме, когда Clearstream имеет счет в Дойче-Банке, и тот, в свою очередь, учитывает бумаги в НРД, налоговых последствий возникать не может, поскольку сам Clearstream находится в юрисдикции, с которой у РФ есть налоговое соглашение.
- После 1 июля, когда, как мы надеемся, Clearstream или Euroclear откроют прямые счета номинального держания в НРД, вопрос с налогом на купоны ОФЗ с огромной вероятностью продолжит решаться в соответствии с действующим законом, то есть от налога не будут освобождены только инвесторы в юрисдикциях, не имеющих налогового соглашения с РФ.

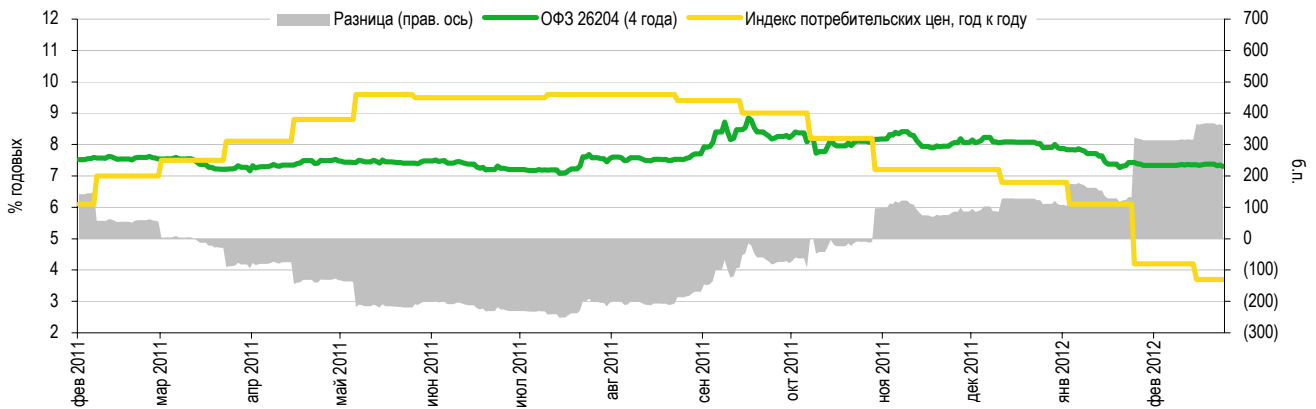
Суммируем сказанное. Иностранные инвесторы, желающие купить ОФЗ через Clearstream, могут делать это уже сейчас. Если инвестор зарегистрирован в юрисдикции, не имеющей налогового соглашения с РФ, желательно подождать до 1 июля 2012 г., чтобы до конца выяснить свой будущий налоговый режим.

Наше мнение заключается в том, что остающиеся различия между суверенными рублевыми евробондами и ОФЗ настолько малы, что если они и требуют от ОФЗ какой-то премии, то эта премия не должна превышать 25 б.п. Повторим, что сейчас премия между выпуском Россия'18 и ОФЗ 26204 составляет 65 б.п.

Важный положительный фактор для ОФЗ – низкая инфляция. Если говорить о длинных рублевых ставках в реальном выражении, низкая инфляция в РФ сделала их в последнее время существенно положительными.

Реальные ставки очень высоки

Доходность ОФЗ и темп инфляции



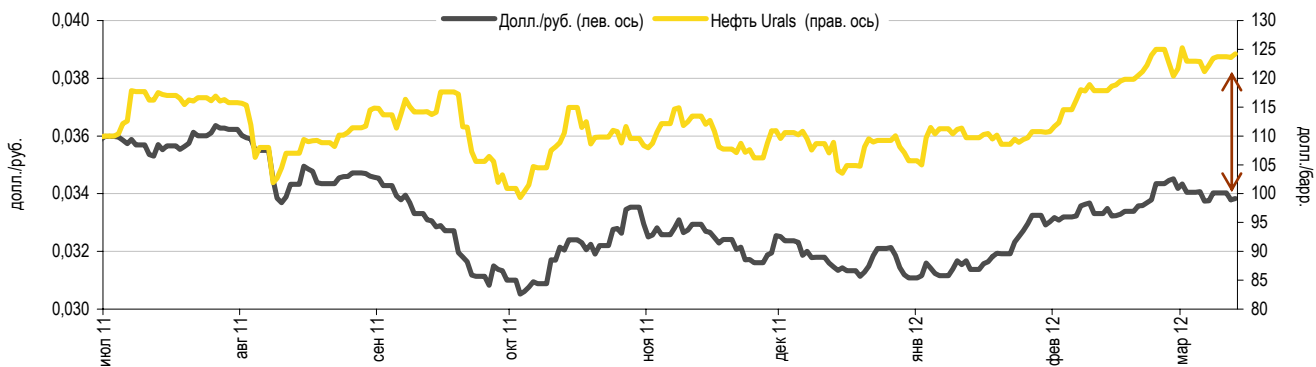
Источники: Bloomberg

Мы все прекрасно понимаем, что текущий уровень годовой инфляции столь низок из-за отсутствия в нынешнем году традиционного январского повышения регулируемых тарифов, однако правительство ожидает роста потребительских цен по итогам 2012 года на 6–6,5%, а это также заметно ниже сегодняшних котировок длинных ОФЗ. Более того, положительные реальные ставки бывают в России очень редко, нормальной ситуацией для нашей страны в условиях растущих цен на нефть можно считать нулевые или умеренно негативные реальные ставки. Таким образом, текущие доходности ОФЗ представляются нам слишком высокими и с точки зрения инфляционного фона в РФ.

Рубль остается умеренно недооцененным. На графике ниже представлена динамика курса рубля (в долларах США) и цена на нефть марки Urals начиная с июля прошлого года. Хотя национальная валюта РФ заметно укрепилась в последнее время, отставание рубля от нефти, образовавшееся в сентябре, никуда не делось.

С июля 2011 г. рубль отстает от нефти

Курс рубля и цена на нефть Urals



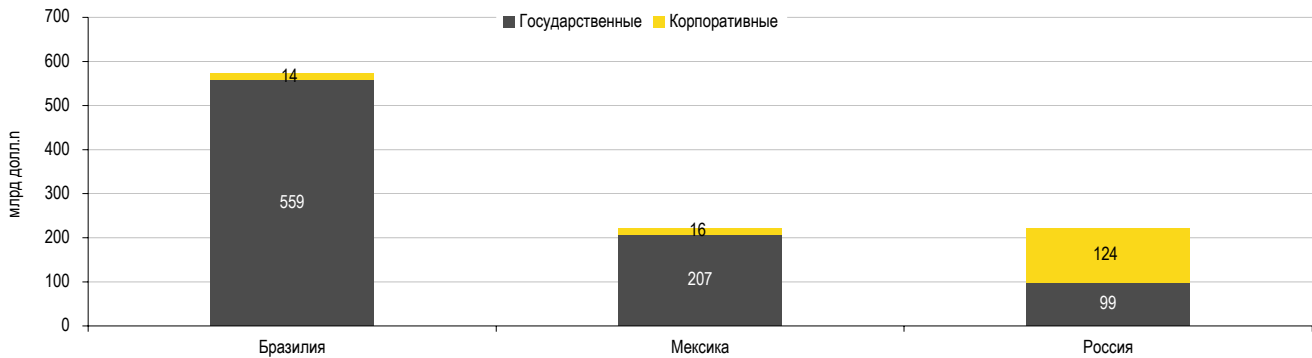
Источники: Bloomberg

Что касается прогнозов, наши макроэкономисты ожидают средний курс рубля в 2012 г. на уровне 29,8 руб./долл. при средней цене на нефть 98,5 долл./барр. С начала года средний курс рубля составил 30,3 руб./долл., а средняя цена оказалась равной 115,9 долл./барр. Таким образом, даже при неизменном прогнозе нефтяных цен для национальной валюты остается небольшой апсайд. Если же принять во внимание, что согласно консенсус-прогнозу Bloomberg средняя цена на нефть марки Brent составит в 2012 г. 112,8 долл./барр., перспективы роста рубля выглядят еще более впечатляюще. В итоге рубль сейчас можно признать умеренно недооцененной валютой, одновременно сильной и слабой стороной которой является прямая зависимость от нефтяных цен. Вероятность заработать в паре рубль-доллар до конца 2012 г. в настоящий момент превышает 50%, однако сама по себе валютная игра на рублевом поле остается рискованной: чем рубль точно не является, так это защитной инвестицией.

Важность внутреннего корпоративного рынка РФ. На следующей диаграмме показан размер внутреннего рынка облигаций России, Бразилии и Мексики в разбивке на государственный и корпоративный долг.

Корпоративные облигации – важная часть российского рынка

Внутренний рынок облигаций разных стран



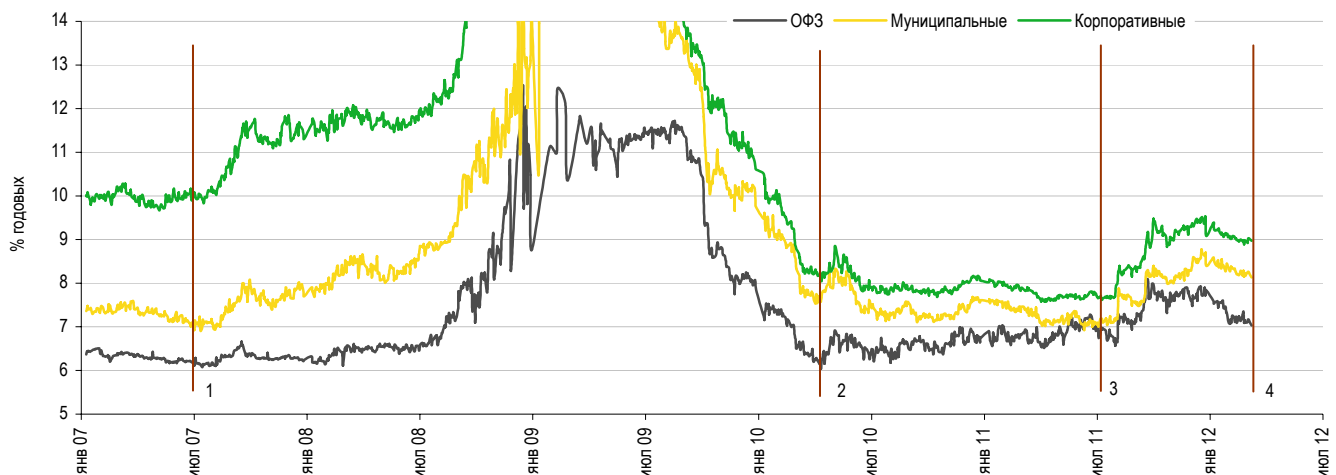
Источники: Bloomberg

Из диаграммы следует, что государственные заимствования являются доминирующими на рынках Бразилии и Мексики, тогда как в России сегмент ОФЗ до сих пор меньше по размеру, чем корпоративный. Относительно небольшой (хотя и растущий в последние годы) госдолг является отличительной чертой РФ, поэтому крупным иностранным инвесторам можно посоветовать расширять инвестиционную вселенную за счет ликвидных бумаг компаний с хорошим кредитным качеством, в первую очередь – за счет эмитентов, обладающих рейтингами инвестиционного уровня.

Корпоративные бумаги остаются на привлекательных уровнях. В отсутствие надежных индексов локального рынка мы отобрали на графике ниже рассчитанную нами среднюю доходность в трех основных сегментах рынка облигаций. Оговоримся сразу, что сам по себе уровень доходности не имеет для нашего анализа принципиального значения – важна историческая динамика, которая показательна, поскольку точки для всех трех линий рассчитаны совершенно одинаковым образом. Также добавим, что представленные индексы не одинаковы по дюрации, которая для рынка ОФЗ на сегодня составляет приблизительно три года, для муниципального сегмента – 1,8 года и для корпоративных бумаг – 1,4 года.

Сейчас корпоративные рублевые облигации привлекательнее, чем 6 или 18 месяцев назад

Средняя доходность в различных сегментах локального рынка облигаций



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Мы выделяем на графике четыре обозначенные цифрами точки во времени, соответствующие: (1) концу докризисного «золотого века» (июль 2007 г.); (2) завершению посткризисного снижения рыночных ставок (апрель 2010 г.); (3) ситуации перед августовскими распродажами 2011 г.; (4) текущему моменту. Глядя на эти срезы, можно отметить следующее:

- Средняя доходность в сегменте ОФЗ фактически восстановилась до уровня июля прошлого года (3), однако остается на 1 п.п. выше минимума 2010 г. (2).
- Спред между корпоративным индексом и линией ОФЗ составляет сейчас 200 б.п. против 75 б.п. в точке 3, когда мы писали о сомнительной целесообразности покупки негосударственных бумаг вследствие их перекупленности. Текущая премия за корпоративный риск не является исторически максимальной (например, она была больше в точке 2), однако она все же очень существенна. В точке 1 риск-премия была еще больше, однако это

Российская премия за риск должна сократиться

было обусловлено присутствием на рынке значительного количества высокодоходных бумаг третьего эшелона, часть которых в 2008 г. принесла держателям не высокий доход, а необходимость ходить по судам и собраниям кредиторов.

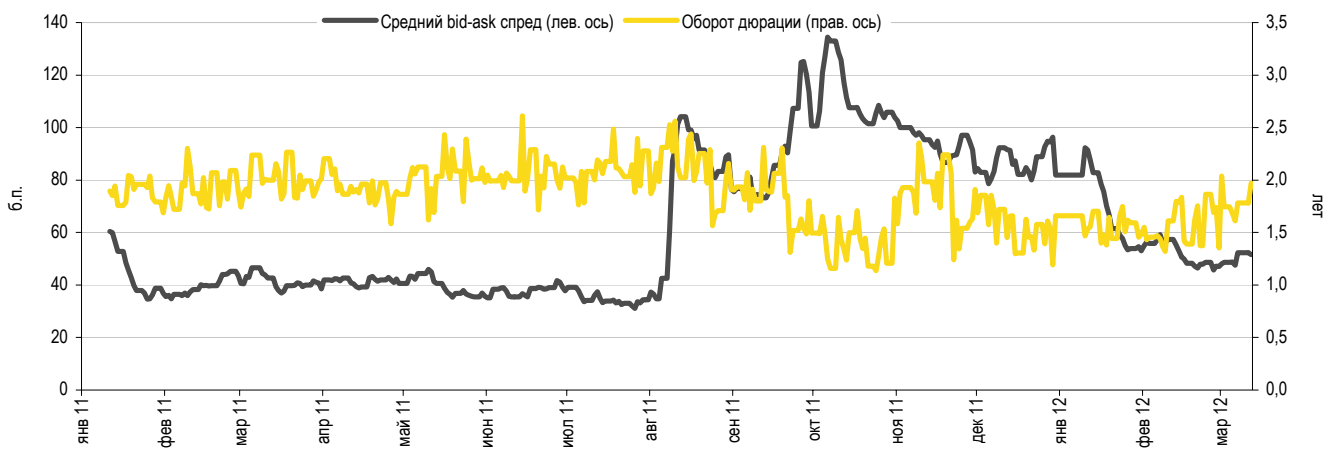
- В итоге, хотя корпоративная премия бывала и шире, сейчас она на максимальном уровне за последние 18 месяцев, что делает весь рублевый корпоративный сегмент интересным для покупки.

Мы советуем увеличивать дюрацию портфеля. Перечисленные ранее позитивные факторы, такие как ослабление остроты европейского кризиса, прошедшие 4 марта президентские выборы, дорогая нефть и низкая инфляция неизбежно наводят на мысль о том, что инвесторам нет смысла ограничивать свои инвестиции в рублевый рынок горизонтом 1,5–2 года.

Торговая ликвидность вернулась на уровень 1 п/г 2011 г.

Следующий этап – повышение спроса на длинные бонды

Средний bid-ask спред в корпоративном сегменте ММВБ и средняя дюрация, взвешенная по среднедневному обороту торговавшихся бондов



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Темной линией на графике, представленном выше, показан средний bid-ask спред в корпоративном сегменте локального рынка облигаций. Сейчас этот показатель находится на уровне порядка 50 б.п., приближаясь к среднему значению первой половины прошлого года, которое составляет приблизительно 40 б.п. Это позволяет констатировать, что с точки зрения условий вторичной торговли негативные последствия тяжелого для рынка 3 кв. прошлого года на сегодняшний момент в основном преодолены. Желтой линией на графике показаны ежедневные значения дюрации оборота, то есть взвешенного по торговому объему срока торговавшихся бумаг до погашения (оферты). Как видно, в сентябре прошлого года этот показатель сместился из полосы 2–2,5 года (июнь-июль) к среднему уровню 1,5 года, на котором оставался до начала февраля. Эта динамика хорошо отражает тот факт, что вследствие ухудшения рыночных условий во второй половине прошлого года торговля на локальном рынке сосредоточилась главным образом в коротких выпусках. Однако в последние шесть недель мы видим очевидные признаки роста интереса участников рынка к более длинным бумагам: буквально накануне средняя дюрация оборота выросла до двух лет, чего мы не видели уже много месяцев. Мы считаем, что эта тенденция сохранится в ближайшие недели, и по итогам 2 кв. можно будет констатировать, что интерес инвесторов к длинной дюрации восстановился по меньшей мере до уровня начала прошлого года.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru
Алексей Андреев, andreevae@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоthy Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2012