

Black January

Part II - ОФЗ



Промсвязьбанк

Долговой рынок

11 февраля 2014 г.

С начала февраля рынок ОФЗ осторожно восстанавливает свои позиции вслед за укрепляющимся рублем. Мы не считаем, что сложившаяся динамика не создает возможности для реализации долгосрочной стратегии на рынке ОФЗ. Мы считаем, что февраль позволить рынку показать некоторое восстановление, однако уже с конца февраля - начала марта сентимент на рынке может вернуться к негативному. Распродажа в январе вполне может быть показательной для всего года, поэтому мы обратили внимание, как вели себя бумаги в первый месяц этого года, дабы определить возможные варианты снижения потерь в первом полугодии текущего года.

Игорь Голубев
golubevia@psbank.ru

Рынок ОФЗ – в плену у UST и пары рубль/доллар.

Самостоятельность локального рынка ОФЗ, начиная с мая прошлого года, достаточно низкая. На сегодняшний день у суверенных бумаг два ориентира – UST и Доллар/рубль. Последняя пара, похоже, будет ключевым ориентиром для рынка ОФЗ как минимум до конца первого полугодия. При этом, по нашему мнению, повторить шоковый январь рынкам будет довольно сложно. Однако все же дальнейшей просадки мы бы не стали исключать. Мы подсчитали, что в течение шоковых периодов, ослабление рубля на копейку (в период 2012-2013 гг.) дает снижение цены облигаций на 1,3-1,7 б.п. Понятно, что такое правило работает далеко не всегда. Однако в случае, если идея о том, что российский рубль догоняет другие валюты развивающихся рынков, работает, то уровень в 36-36,5 руб. за долл. выглядит вполне возможным. В этом случае снижение в 26207 вполне может доходить до уровней в 98% (минимум прошлого года - 99,6%) и выглядит вполне вероятным в период высокой волатильности. Наиболее рискованными в текущем полугодии мы считаем март, когда будет довольно много событий на глобальных рынках, прежде всего, заседание ФРС под руководством госпожи Йеллен, а также заседание ЕЦБ. Добавим сюда рост выплат в марте по внешнему долгу, что может создать нестабильность для рубля.

...снижение в 26207 вполне может быть до уровней в 98% (минимум прошлого года - 99,6%), что выглядит вполне вероятным в период высокой волатильности

ОФЗ больше не safe heaven?

Изменение доходности 10-летних бенчмарков развивающихся стран

	RUSSIA	BRAZIL	INDIA	TURKEY	SOUTH AFRICA	INDONESIA
2013 year, %	0,9	4,1	0,9	3,8	1,2	3,4
January '14/January '13,%	1,5	4,3	0,8	3,6	2,2	4,0
January '14,%	0,6	0,2	-0,1	-0,2	1,0	0,6

Дополнительным моментом, который оказывает давление на локальный рынок, является, с нашей точки зрения, факт, что ОФЗ, как и валютный рынок, больше не является «тихой гаванью» для иностранных инвесторов среди бумаг развивающихся рынков. Если ранее мы отставали от других рынков довольно существенно в части роста доходности в период негативных настроений на рынках, то теперь, после январских продаж, делать заявление о том, что российские бумаги будут выступать в качестве защитных, довольно сложно.

Однако все же мы бы не стали ставить российские ОФЗ в ряд с другими бумагами развивающихся рынков. Если верить в идею того, что российские бумаги догоняют бумаги EM (Южной Африки, Бразилии, Турции, Индии и Индонезии), то доходности российских выпусков должны добавить еще 1-1,5% от уровней конца января. Для 10-летнего бенчмарка это значило откат до уровней конца 2009 года, когда общее настроение на рынках и в экономике было все же, с нашей точки зрения, пессимистичнее, чем сейчас. Если говорить про ценовые уровни, то это снижение до уровней 85-87% со значения в 92,4% по итогам января для десятилетней бумаги. То есть дополнительное снижение 500-800 б.п. Верхние уровни кажутся нам излишне агрессивными. Прежде всего, стоит отметить, что падение цен в Бразилии и Турции помимо снижения интереса к развивающимся рынкам и ослабления национальных валют было вызвано, в том числе, внутренней политической нестабильностью. Добавим сюда, что экономика развивающихся стран все же в части запаса прочности меньше, чем у российской экономики, в том числе в силу положительного сета текущих операций, золотовалютных резервов и значительно меньшего уровня долга. Однако, конечно, памятуя события мая-июня 2013 года, когда доходности менее чем за два месяца выросли более на 1,5%, мы не стали исключать продолжения снижения, но на менее агрессивных уровнях.

Все это говорит о том, что пока перспективы уверенного роста локального рынка кажутся нам довольно сомнительными в первом полугодии. Отметим, что на фоне повышения ставок со стороны развивающихся стран, дефицита капитала и отсутствия очевидного тренда на существенное замедление инфляции (5% по прогнозам правительства) российский суверенный сегмент выглядит достаточно безыдейным и не слишком привлекательным для долгосрочной стратегии. Наиболее вероятным мы видим коридор для февраля на уровне 101-102% по 26207. Безусловно, важным будет первое заседание ЦБ, однако маловероятно, что Банк России в целом изменит свой настрой. При этом мы не исключаем фиксации в марте, когда традиционно ухудшается ситуация с ликвидностью, а также предстоит весомая выплата по внешним долгам, что подстегнет ослабление национальной валюты.

Что делать?

Мы порекомендовали инвесторам на февральском росте цен переключаться в бумаги, которые теряли меньше, чем другие выпуски. Среди таких мы отдельно выделили бы выпуск 26215, который на фоне близкого по дюрации выпуска 26211 показывал меньшее снижение цены при большей торговой активности и оборотах. Мы бы также рекомендовали переключаться в 25081: на среднем отрезке кривой этот выпуск формирует довольно неплохую ликвидность и также меньшее отрицательное движение в отличие от остальных выпусков. В целом, идея сокращения дюрации портфеля уже не нова, и мы также поддерживаем такую политику в отношении управления портфелем ОФЗ

...мы бы не стали ставить российские ОФЗ в ряд с другими бумагами развивающихся рынков.

...падение цен в Бразилии и Турции было вызвано, в том числе, внутренней политической нестабильностью.

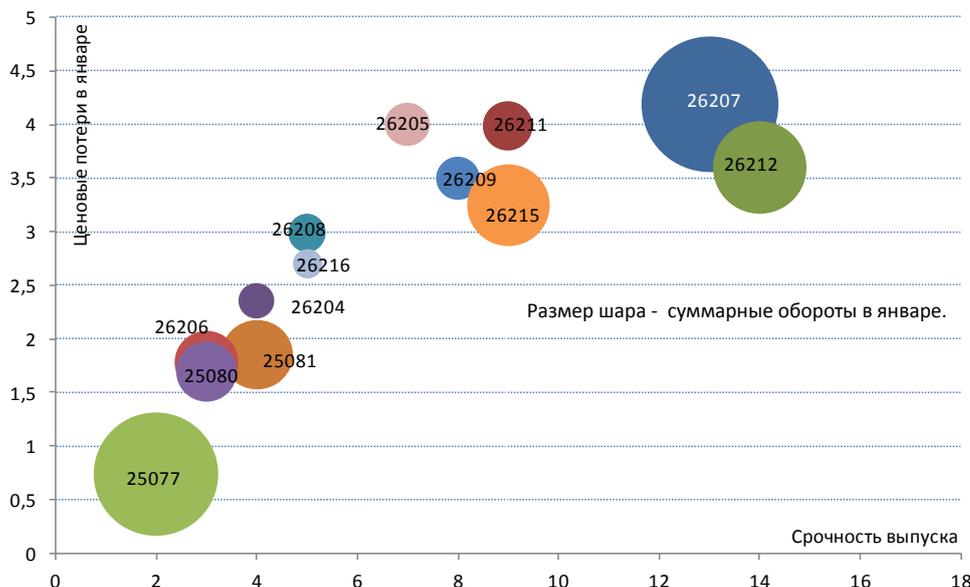
...перспективы уверенно роста локального рынка кажутся нам довольно сомнительными.

...мы не исключаем продолжения фиксации с конца февраля – начала марта.

...наиболее вероятным мы видим коридор для февраля на уровне 101-102% по 26207.

...идея сокращения дюрации портфеля уже не нова, и мы также поддерживаем такую политику

Рынок ОФЗ в январе.



Источник: ММВБ

Мы бы не стали обходить сегмент корпоративных и муниципальных бумаг, которые показывали меньшее снижение по сравнению с ОФЗ как при распродажах в январе, так и при падении рынка в июне. В периоды высокой волатильности корпоративный сегмент замирает, сокращая объем сделок, тем самым защищая портфели инвесторов от значительных переоценок. По сути, это один из немногих плюсов корпоративного и муниципального сегмента. Ликвидность рынков оставляет желать лучшего. Вместе с тем, именно диверсификация портфеля за счет разных инструментов - одно из ключевых правил текущего года. Мы, прежде всего, выделяем бумаги РЖД и Роснефти, где довольно постоянно присутствуют сделки. При этом найти действительно «живой» выпуск в муниципальном сегменте еще более сложная задача. Здесь мы бы отметили 67-й и 48-й выпуск Москвы, а также 6-й выпуск Красноярского края, однако отмеченные выпуски не всегда показывают постоянный уровень ликвидности. Добавим, что условную поддержку может оказать приход зарубежных инвесторов на рынок корпоративного долга. Конечно, на фоне общего санирования к развивающимся рынкам вероятность этого пока не очень высокая.

...сегмент корпоративных и муниципальных бумаг не стоит обходить стороной

...бумаги показывали меньшее снижение по сравнению с ОФЗ как при распродажах в январе, так и при падении рынка в июне

...Мы, прежде всего, выделяем бумаги РЖД и Роснефти где довольно постоянно присутствуют сделки

Динамика наиболее ликвидных корпоративных и муниципальных бумаг в январе 2014 года.

	ВТБ-06	ВЭБ-БО1	ГАЗПРОМ-11	РЖД-11	РОСНЕФТЬ-БО5	Москва-48	Красн. край -6	ОФЗ 25081
Дюрация, лет	0,38	1,27	0,34	2,31	3,77	2,8	1,65	3,24
Оборот ММВБ, млн руб	469	318	606	607	413	324	1514	3300
Изменение цены за январь	0,15	0,1	-1,32	-0,35	-0,28	-0,99	-0,5	-3,50
Дисконт в ЦБ (7-14 дней)	12,50%	12,50%	10%	10%	10%	5%	10%	5%
Доходность на конец января	7,42%	8,17%	6,82%	7,77%	8,03%	7,95%	8,39%	7%

Источник: ММВБ

Ждать повышения ставок от ЦБ?

После повышения ставок ЦБ Индии, Бразилии, Индонезии и Турции на локальном рынке активно началось обсуждение идеи повышения ставки со стороны российского ЦБ. Такое развитие событий мы считаем довольно маловероятным. Стоит напомнить, что экономика России в целом имеет расхождения с экономикой других развитых стран (смотрите

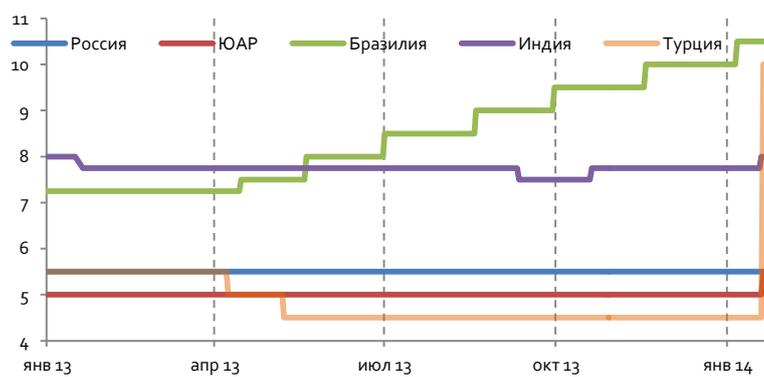
таблицу), что также ограничивает вероятность повышения ставок со стороны ЦБ. Добавим, что положительный счет текущих операций, а также весомые золотовалютные резервы, в значительной степени превышающие уровни других развивающихся стран, несколько выделяют Россию на общем фоне. Добавим, что рост базовых ставок мог бы привести к росту интереса со стороны иностранных инвесторов. Однако все же текущее различие между ставками довольно велико, а рост ставок со стороны ЦБ на 0,25 п.п./0,50 п.п. не даст значительную фору российскому рынку в части более привлекательных ставок для иностранных инвесторов. Мы ждем нейтральной политики от ЦБ в части повышения ставок в текущем полугодии.

Сравнение ряда развивающихся стран

	Brazil	India	Indonesia	Russia	South Africa	Turkey
Current account, bln doll	-8.7	-5.2	-8.449	4.7	n/a	-3.9
Current account, % GDP	-3.7	-4.4	-2.8	2	-6.8	-7.2
Reserves, bln doll	359.70	292.08	99.40	496.70	42.00	109.71
GDP, % yoy	2.2	4.8	5.6	1.2	1.8	4.4
Central Bank Rate, %	10.5	9	7.5	8.25	5.5	10
CPI Dec '13, %	5.91	9.87	8.38	6.5	5.4	7.4
Benchmark 5Y						
31/12/2013	12.9	8.951	7.97	7.04	7.2	10.11
real interest rate	6.99	-0.919	-0.41	0.54	1.8	2.71
31/01/2014	13.18	8.918	8.057	7.89	8.285	10.59
real interest rate	7.27	-0.952	-0.323	1.39	2.885	3.19

Источник: Reuters

Динамика базовых ставок



Источник: Reuters

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

Николай Кащеев Директор департамента	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4739
Роман Османов Главный аналитик по глобальным рынкам	OsmanovR@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7010

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4761
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4706
Олег Шагов	Shagov@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4734
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6731
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7011

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев	GolubevIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4729
Елена Федоткова	FedotkovaEV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4716
Алексей Егоров	EgorovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4748
Вадим Паламарчук	PalamarchukVA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4781
Александр Полюттов	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-6754
Алина Арбекова	ArbekovaAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-7117

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Владимир Гусев	GusevVP@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-4783
-----------------------	-------------------	----------------------------------

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко	FedosenkoPN@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	KrutBV@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Иван Хмелевский	Khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	TselininaOI@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Юлия Рыбакова	Rybakova@psbank.ru	+7 (495) 705-9068
Анатолий Павленко	APavlenko@psbank.ru	+7 (495) 705-9069
Андрей Воложев	Volozhev@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Евгений Жариков	Zharikov@psbank.ru	+7 (495) 705-9096
Денис Семеновых	SemenovykhDD@psbank.ru	+7 (495) 705-9757
Дмитрий Грицкевич	Gritskevich@psbank.ru	+7 (495) 777-1020, доб. 77-4714

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК, ДЕРИВАТИВЫ

Андрей Скабелин	Skabelin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-56
Иван Заволоснов	ZavolosnovIV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54
Сурпин Александр	SurpinAM@psbank.ru	+7 (495) 228-3924

УПРАВЛЕНИЕ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Игорь Федосенко	FedosenkoIY@psbank.ru	+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	TuruloVM@psbank.ru	+7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.