

Пульс рынка

- ▶ **Позитивная макростатистика по рынку труда США.** Пятничные данные по американскому рынку труда оказались заметно лучше консенсус-прогноза: произошло снижение уровня безработицы до 8,3% с 8,5% на фоне роста (+20% м./м.) заработной платы в несельскохозяйственных отраслях. Эти данные свидетельствуют о том, что темп восстановления американской экономики опережает ожидания рынка, что повышает аппетит инвесторов к риску (индексы акций прибавили 1-1,5%). Источником беспокойства по-прежнему выступает Греция, которая считает предложенные Еврокомиссией, ЕЦБ и МФБ бюджетные ограничения слишком жесткими, чтобы пойти на них в обмен на предоставление помощи (103 млрд евро). Массовые забастовки, скорее всего, не позволят Греции принять условия ужесточения бюджетной политики (в частности, сократить дополнительную часть пенсий на 35% и закрыть 100 государственных организаций), при этом последний срок, данный Афинам, истекает сегодня. Если в отношении Греции мало у кого есть сомнения в ее формальном дефолте и выходе из зоны евро, то в отношении других стран инвесторы сейчас настроены довольно оптимистично. Абсолютно не факт, что вслед за Грецией не объявят реструктуризацию перегруженные долгом Португалия, Италия или Испания, повысив давление на без того низкую достаточность капитала европейских банков.
- ▶ **Нерезиденты и нефть поддерживают ралли на рынке РФ.** Приток средств на российский рынок (о чем свидетельствуют данные EPFR Global), а также растущие котировки нефти Brent (на 3 долл. до 114 долл./барр.) поддержали позитивные настроения на рынке облигаций, что привело к росту котировок ОФЗ на 0,5-1 п.п. Относительно благоприятная ситуация на денежном рынке и позитивный внешний фон по-прежнему способствуют игре на повышение.
- ▶ **Минфин смягчил свою позицию по налогу на евробонды.** Как пишут Ведомости, Минфин может освободить эмитентов от обязанностей налогового агента и возложить ответственность за уплату налогов на фактического получателя доходов, при этом освобождение будет распространяться на получателей, находящихся в юрисдикции стран, с которыми у России заключены соглашения об избежании двойного налогообложения. Фактически это означает, что налог с реальных держателей бондов взиматься не будет, поскольку большинство бумаг выпущено от имени SPV, зарегистрированных в таких странах (конечно, если отслеживание цепочки получателей дохода закончится на SPV).
- ▶ **Не первый эшелон пробует первичный аппетит.** Успех ряда последних размещений притягивает на первичный рынок эмитентов со все более высоким кредитным риском. **Мечел** (Moody's: B1) объявил о планах разместить 2-летние БО-4 номиналом 5 млрд руб. в середине февраля с ориентиром YTM 10,51-11,04%, что соответствует премии 100-150 б.п. к кривой Евраза. Обращающиеся выпуски Мечела нерепрезентативны в качестве ориентира, поскольку имеют низкую ликвидность. **ГМС** (S&P: BB-) размещает 3-летний выпуск номиналом 3 млрд руб. с ориентиром YTM 10,78-11,30%, который выглядит интересным с точки зрения кредитного качества компании, однако спрос может быть ограничен длиной дюрацией. **Татфондбанк** (Moody's: B2) собирает заявки на БО-4 номиналом 3 млрд руб. с ориентиром YTM 11,8-12,3% к годовой оферте, который предполагает дисконт к бумагам ТКС банка (-/B2/B) в размере 100-200 б.п. Мы считаем, что рыночный спрос на выпуски за пределами первого эшелона остается ограниченным.

Темы выпуска

- ▶ Чем ОФЗ привлекает нерезидентов?
-

Чем ОФЗ привлекает нерезидентов?

Зафиксирован приток средств в российские фонды

В последние несколько недель сразу ряд индикаторов указывают на возросший приток средств иностранных инвесторов на российский рынок. Согласно данным EPFR Global, с 25 января по 1 февраля приток средств в фонды, ориентированные только на Россию, составил 237 млн долл. (при этом поступление во все фонды, инвестирующие в РФ, составило 414 млн долл.), что является максимальным значением с апреля прошлого года. Объем поступлений по величине сопоставим с результатами Китая (247 млн долл.) и опережает Бразилию (103 млн долл.) и Индию (только 10 млн долл.). Также признаком активизации иностранного капитала стало снижение стоимости бивалютной корзины, которая с начала года потеряла порядка 2 руб. (до 34,4 руб.) в условиях возобновившихся покупок валюты ЦБ РФ (с начала февраля ~300 млн долл.). По нашим наблюдениям, часть средств зарубежных инвесторов была размещена на рынке рублевых облигаций (ОФЗ), которые продемонстрировали рост котировок (на 1-3 п.п.), что вызвало цепную реакцию на рынке корпоративных бумаг, несмотря на высокий объем первичного предложения. Мы проанализировали факторы привлекательности российского рынка облигаций для нерезидентов в текущих условиях.

По уровню реальных процентных ставок РФ выглядит привлекательно среди других развивающихся рынков...

Уровень реальных процентных ставок в локальных валютах является одним из основных фундаментальных факторов, влияющих на распределение спекулятивного капитала в долгах развивающихся стран. При прочих равных условиях, чем выше уровень реальных процентных ставок, тем больше вероятность снижения ставок при одновременном укреплении локальных валют к доллару. Из сопоставления ведущих развивающихся стран (GEM) по этому показателю видно, что наибольшей привлекательностью обладают Бразилия, Россия и Мексика. Уровень процентных ставок в этих странах еще завышен в сравнении со снижающимися инфляционными рисками. В частности, для РФ текущий показатель инфляции является рекордно низким.

Уровень реальных процентных ставок стран GEM

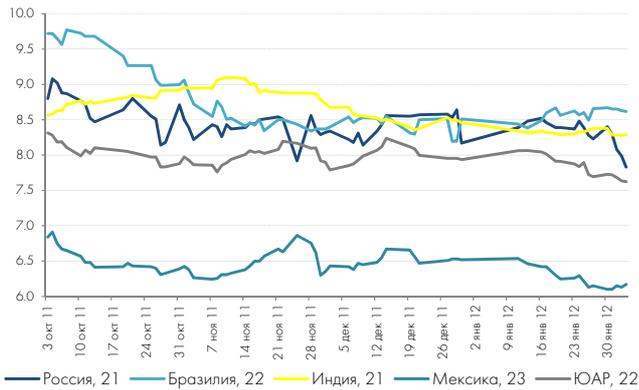
Страна	Рейтинги (S/M/F)	Доходность 10-летних гособлигаций в национальной валюте, YTW, %	CPI, yoу %	CPI, yoу % 2012F	Уровень реальной доходности при текущей инфляции, б.п.	Уровень реальной доходности при прогнозной инфляции за 2012, б.п.
Бразилия	BBB/Baa2/BBB	8.62	4.53	5.55	409	307
Россия	BBB/Baa1/BBB	8.00	4.10	6.00	390	200
Мексика	BBB/Baa1/BBB	6.17	3.80	3.60	237	257
ЮАР	BBB+/A3/BBB+	7.62	6.10	6.10	152	152
Индия	BBB-/Baa3/BBB-	8.29	7.80	8.60	49	-31
Китай	AA-/Aa3/A+	3.46	4.10	3.40	-64	6
Турция	BB/Ba2/BB+	9.50	10.61	6.55	-111	295

Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

... тогда как риски инвестирования в РФ отошли на второй план

Стоит отметить, что РФ среди стран GEM традиционно имеет небольшой вес (5%-10%) в портфелях глобальных фондов, при этом неопределенность, связанная с выборами, еще больше его снизила. В результате локальные облигации РФ с октября прошлого года отставали от бумаг Бразилии по динамике снижения их доходностей, несмотря на то, что рублевая инфляция демонстрировала спад. Трудно сказать, что послужило катализатором активизации нерезидентов на рынке РФ именно сейчас: может быть, более понятная ситуация с исходом выборов и устойчиво низкие темпы инфляции в условиях общего роста интереса инвесторов к развивающимся рынкам, в том числе по причине стабильно высоких цен на нефть.

Динамика YTW, % по 10-летним локальным облигациям GEM



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Динамика CPI, % в странах GEM



Еще одной немаловажной причиной возобновления притока средств на финансовые рынки могла стать переоценка рисков развивающихся стран, в том числе и России, при составлении новых среднесрочных инвестиционных планов, которые обычно формируются в начале нового календарного периода.

Потенциал для снижения доходностей ОФЗ еще есть

В случае сохранения спекулятивной волны на развивающихся рынках мы ожидаем снижения доходностей локальных облигаций Бразилии и России в рамках сокращения их дифференциала к уровню инфляции потребительских цен, которые сейчас для этих стран составляют 409 и 370 б.п., соответственно. По нашим прогнозам, уровень потребительской инфляции в РФ в 2012 г. составит 6,5%, что является целевым уровнем для доходности 10-летних ОФЗ (сейчас ~YTM 8%).

Синтетическая позиция Russia 30 + NDF дает большую доходность, чем ОФЗ

Несмотря на снижение вмененных ставок по валютным форвардным контрактам (NDF/ХССУ) и ценовой рост индикативного евробонда Russia 30, его рублевая доходность (рассчитанная исходя из конвертации купонных платежей по форвардным курсам на руб./долл.) все еще заметно превышает (на ~100 б.п.) доходность ОФЗ близкой дюрации (например, 26204). Наличие этой диспропорции, скорее всего, обусловлено базой иностранных инвесторов, не все из которых могут использовать деривативы для формирования синтетических позиций.

Устойчивость локальных игроков остается на первом плане

Тем не менее, несмотря на позитивные настроения, охватившие рынок, не стоит забывать о том, что иностранные инвестиции в российский рынок, как мы уже неоднократно наблюдали, крайне волатильны. Резкий приток средств может быстро смениться их оттоком. В этой связи на первый план выходит вопрос устойчивости локальных игроков и структурных рисков российской банковской системы (чистая ликвидная позиция по-прежнему отрицательна). Однако недавнее успешное размещение еврооблигаций Сбербанка дает надежду на то, что крупные банки смогут использовать открывшееся окно на международных рынках для решения своих проблем.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.