


ГАЗПРОМБАНК

Апрельское дежавю: еще один повод купить бонды

Алексей Демкин, CFA
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@Gazprombank.ru

Алексей Тодоров
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 44 43)
Alexey.Todorov@Gazprombank.ru

В начале 2010-2013 гг. финансовые рынки вели себя «визуально» приблизительно одинаково: наблюдались схожие тренды в колебаниях UST10 YTM и индекса S&P 500, «межгодовая» корреляция динамики которого в первые месяцы года за этот период достигала 50-90%.

Однако, начиная со второй половины апреля – начала мая, настроения на рынках менялись, порой даже очень резко: как под влиянием не оправдавшихся надежд на ускорение экономического роста, так и на фоне нового обострения долгового кризиса в Европе и приближения окончания очередного этапа QE. Это в свою очередь приводило к коррекции цен на рисковые активы и усилению спроса на «защитные» UST, доходности которых, как правило, уходили либо ниже уровней начала года (2010-2011 гг.) и либо ложились «в боковик» при достижении рекордно низких значений (2012 г.).

В апреле 2013 г. ситуация принципиально отличается от начала предыдущих трех лет. Важные в прошлые 3 года европейские риски пока отошли на второй план (пример: краткосрочная реакция рынков на политический кризис в Италии и bailout Кипра). В условиях бессрочной программы QE3 и слабых данных инвесторам не стоит опасаться и скорого приближения сроков окончания программы. На смену пришли регулярные спекуляции вокруг сворачивания/сокращения QE3.

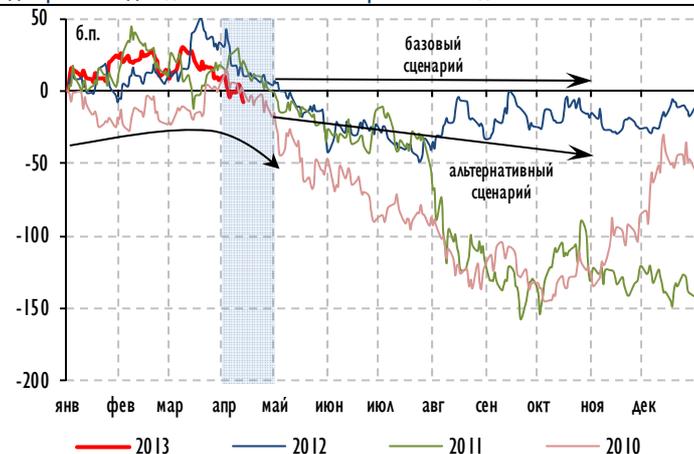
В такой ситуации на первый план выходят макроэкономические новости, прежде всего из США. До последнего времени рынки старались не замечать слабой экономической статистики. Однако ситуация может поменяться уже в ближайшее время, когда накопится критическая масса слабых макроэкономических и/или финансовых отчетностей, что может стать поводом для коррекции в рискованных активах.

При этом сглаживать проявляющийся негатив будут действия глобальных ЦБ и прежде всего – масштабные вливания ликвидности от ФРС и Банка Японии.

Мы полагаем, что, в отсутствие явных признаков улучшения в мировой экономике и в случае сохранения ультрамягкой денежной политики ведущими ЦБ, переоценка качественного облигационного риска EM, включая российский, продолжится: в условиях глобально низких ставок уровни доходности здесь выглядят привлекательнее, а общее состояние экономики также выгодно «оттеняет» мейджерсов EM на фоне «анемичных» темпов роста на DM. Дополнительный комфорт инвесторам предоставляют остающиеся высокими притоки денежных средств в облигационные фонды как EM в целом, так и России в частности.

В терминах спреда RUSSIA30-UST10 наш прогноз на конец года составляет 90-100 б.п. с вероятными движениями в пределах 80-110 б.п. во 2-3К13. При этом доходность UST10, в 1К13 находившаяся преимущественно в диапазоне 1,8-2,0%, во 2-3К может опуститься на более низкий уровень колебаний – 1,6-1,9%.

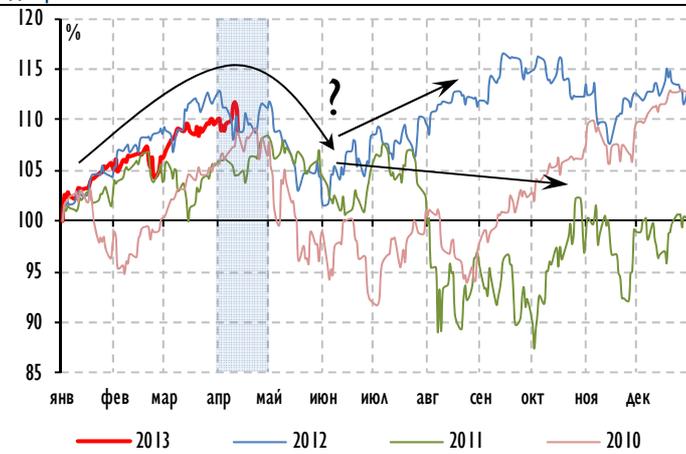
Диаграмма 1. Доходность UST10 готовится реализовать один из «шаблонов»?*



* Изменение UST10 YTM с начала соответствующего года

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 2. ... как и S&P 500?*



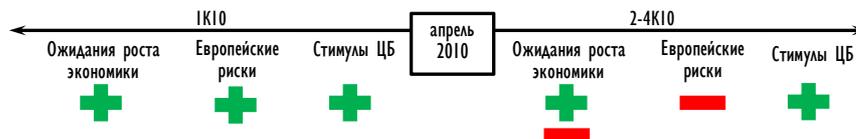
* Изменение индекса S&P 500, начало соответствующего года = 100%

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка



2010-2012 гг.: европейские риски и «ограниченные» QE

- ✓ 2010 г.: 1-й bailout Греции, bailout Ирландии



Начало 2010 г. складывалось для рискованных активов достаточно благоприятно: на фоне ожиданий восстановления экономики после кризиса 2009 г. МВФ дважды повышал прогноз по росту ВВП США – до 2,7% в январе (с сентябрьских 1,5%) и до 3,1% в апреле (фактический рост по итогам года: 2,4%). Факторами коррекции стали завершение ФРС QE1 в марте и последовавшее обращение Греции за bailout.

- ✓ 2011 г.: 2-й bailout Греции и снижение суверенного рейтинга США



Оптимистичные ожидания по экономическому росту имели место и в 2011 г. Прогноз МВФ по росту ВВП США был улучшен с 2,3% в октябре 2010 г. до 2,8% в апреле 2011 г. (факт: +1,8%). Замедление экономики еврозоны, начало переговоров по второму bailout Греции, апрельский bailout Португалии и завершение программы QE2, – все это «подготовило почву» к коррекции. Триггером выступила проблема потолка госдолга США, завершившаяся снижением суверенного рейтинга страны. Ухудшение прогнозов по экономикам США и еврозоны в августе-сентябре стало дополнительным фактором коррекции в рисках.

- ✓ 2012 г.: угроза выхода Греции из еврозоны



МВФ вновь повышает прогнозы по росту ВВП США – с 1,8% в сентябре 2011 г. до 2,1% в апреле 2012 г. (факт: +2,2%). Главная тема IK12 – ожидания реструктуризации госдолга Греции с участием частных кредиторов. Рост популярности анти-austerity партий на выборах в Греции в мае и июне и риск выхода страны из еврозоны вызвали спад в рискованных активах и очередное распространение долгового кризиса на Италию и Испанию. Несмотря на растущую вероятность рецессии в еврозоне, ситуацию спасают действия ЕЦБ (программа ОМТ, заявления М. Драги) и запуск ФРС QE3.

2013 г.: снижение европейских рисков и неограниченные QE



- ✓ Негатив мартовских payrolls, etc.

МВФ на текущей неделе представит обновленные экономические прогнозы. По информации Bloomberg, оценка роста ВВП США на 2013 г. будет понижена с 2,0% в январе до 1,7% на фоне эффекта секвестра. Ключевыми событиями может стать публикация 1-й оценки ВВП США за IK13 и апрельские payrolls.



Определенный негатив для рынка может также создать открывшийся на этой неделе сезон отчетностей за 1К13. Вопрос потолка госдолга вряд ли способен стать ключевым риском 2К13, учитывая, что специальные меры Минфина США могут «отсрочить» его до конца июля.

✓ Углубление рецессии в еврозоне

Несмотря на выработавшийся у рынков «иммунитет» к европейским рискам (выборы в Италии, bailout Кипра, спекуляции вокруг Словении), негативное (но не решающее) влияние на рискованные активы может оказать общая сохраняющаяся и в моменте нарастающая слабость экономики еврозоны (публикация 1-й оценки ВВП еврозоны за 1К13 состоится 15 мая).

✓ Поступление на рынок ликвидности от QE ФРС и Банка Японии

В условиях «анемичного» роста основных экономик, ключевая роль в поддержании повышательной динамики на финансовых рынках будет оставаться за глобальными центробанками. Однако новых программ от ФРС ждать пока не стоит: основополагающим фактором для финансовых рынков станут спекуляции на тему сворачивания/сокращения QE3 (мы считаем, что ФРС сохранит объем QE неизменным, 85 млрд долл./мес., в течение 2013 г.).

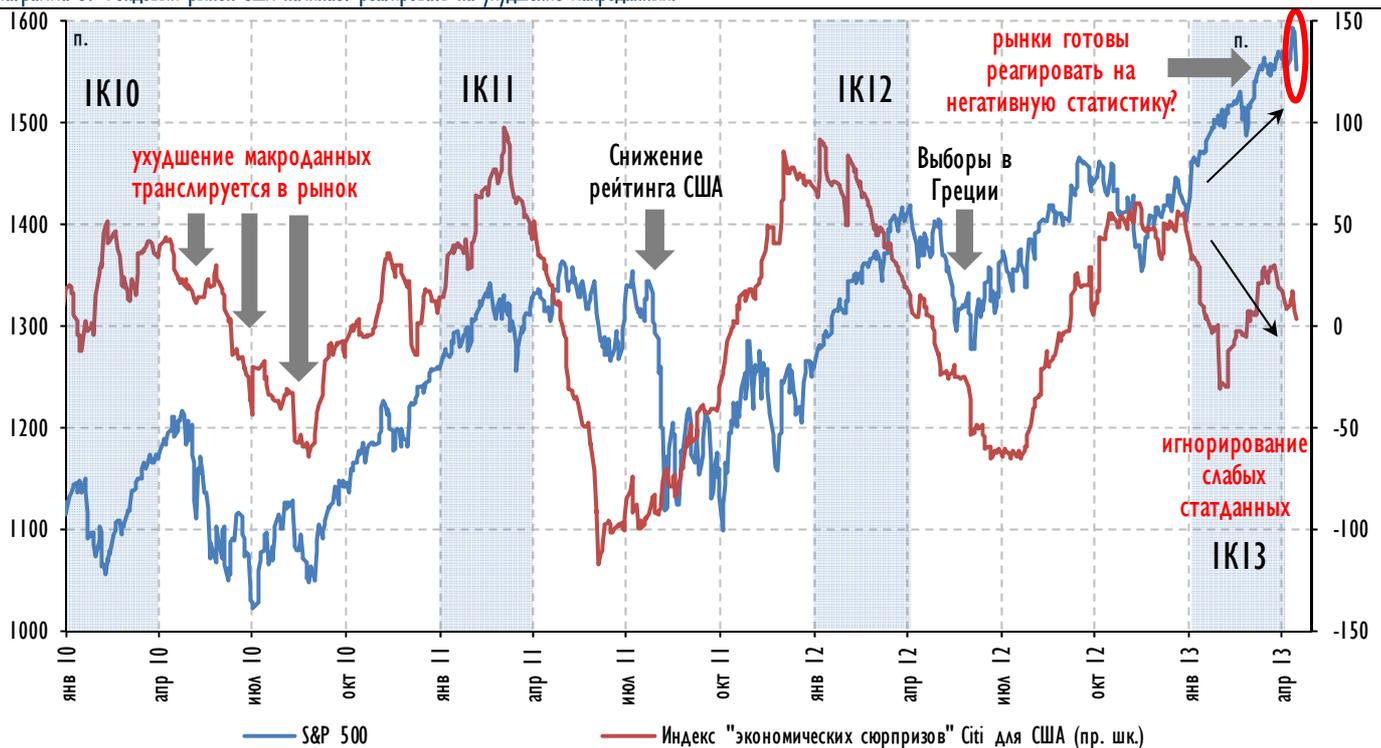
В свою очередь, последние решения Банка Японии уже начали оказывать позитивное влияние на рискованные активы. Напомним, регулятор намерен выкупать активы на сумму около 75 млрд долл./мес.

Ждать схожих по масштабности мер от ЕЦБ, с нашей точки зрения не стоит: максимум, на что могут рассчитывать рынки, – очередное снижение ставки или стимулирование кредитования SME.

Таким образом, главным «претендентом» на роль триггера коррекции в моменте выступают ухудшающиеся макроданные, прежде всего, по США (негатива добавляет также статистика по Европе и Китаю). Более «долгосрочным» риском, способным проявиться летом, является очередной этап переговоров по повышению потолка госдолга в США.



Диаграмма 3. Фондовый рынок США начинает реагировать на ухудшение макроданных?

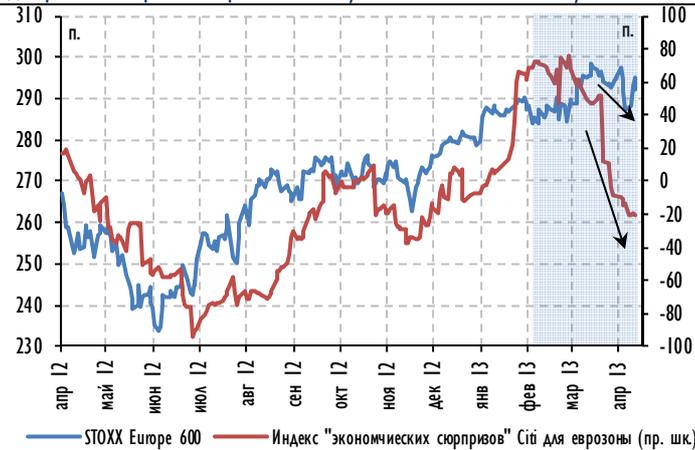


Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

	фактор глобальных центробанков	политико-экономические факторы	bailout-факторы
2010	март - ФРС завершает "расширенный" этап QE1		апрель - Греция обращается за помощью к ЕС и МВФ
	май - ЕЦБ запускает программу SMP		ноябрь - Ирландия обращается за помощью к ЕС и МВФ
	ноябрь - ФРС запускает QE2		
2011	июнь - ФРС завершает программу QE2	июль - проблема потолка госдолга в США	апрель - Португалия обращается за помощью к ЕС и МВФ
	сентябрь - ФРС запускает Operation Twist	август - снижение суверенного рейтинга США	
	декабрь - ЕЦБ запускает 3-летние LTRO	ноябрь - Греция намерена провести референдум по членству в еврозоне	июль - Предварительная договоренность по второму bailout Греции
2012	июнь - ФРС продлевает Operation Twist до конца года	ноябрь - С. Берлускони покидает пост премьер-министра Италии	
	июль - глава ЕЦБ М. Драги обещает сделать "что бы то ни было" для спасения евро	май-июнь - выборы в Греции, рост популярности анти-austerity партий	февраль - второй bailout Греции, согласована программа PSI
	август - ЕЦБ объявляет программу OMT		июнь - обострение долговых проблем в Испании и Италии, Мадрид обращается за помощью к ЕС
	сентябрь - ФРС запускает QE3		июнь - Кипр обращается за помощью к ЕС и МВФ
	декабрь - ФРС расширяет QE3 за счет выкупа UST		
2013	апрель - ЦБ Японии существенно расширяет программу QE	февраль - выборы в Италии, "подвешенный парламент"	март - bailout Кипра, списания по банковским депозитам
		26 апреля - первая оценка ВВП США за IK13	конец апреля - ЕЦБ опубликует данные по динамике депозитов за март (Словения-?, Испания-?)
		3 мая - апрельские payrolls	
		15 мая - первая оценка ВВП еврозоны за IK13	
		19 мая - США достигают потолка госдолга, меры Минфина "отложат" проблему до конца июля	
	апрель-май - сезон отчетности в США		



Диаграмма 4. Европейские рынки более «чутко» отслеживают статистику



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 5. Изменения UST10 YTM проходит на пониженных уровнях*



* Динамика абсолютных значений UST10 YTM с начала советующего года

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 6. Доходность RUSSIA 30: «отыгрывая» рост IKI3*



* Изменение RUSSIA30 YTM с начала соответствующего года

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 7. Спред RUSSIA30 — UST10: умеренное сужение*



* Динамика абсолютных значений спреда с начала советующего года

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка