ГАЗПРОМБАНК

Российские еврооблигации: время сокращать спреды

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

Начало 2К13 на долговых рынках ознаменовалось так и не реализовавшейся угрозой роста доходности UST: опубликованные за последние несколько недель невпечатляющие данные по экономике США, судя по всему, подорвали веру инвесторов в существенное улучшение состояния американской экономики. Кумулятивный эффект очередного обострения долговых проблем в Европе (выборы в Италии, bailout Кипра, повышенное внимание рынка к Словении) лишь усилил спрос на защитные инструменты.

Для российского рынка еврооблигаций снизившиеся базовые ставки могут транслироваться в сжатие спредов и, тем самым, стать триггером для «восстановительного» роста котировок. Существенную поддержку в данном случае должно оказать ускорение притока средств в облигации России, наблюдаемое на фоне общей позитивной динамики инвестиций в долговые инструменты EM.

Мы полагаем, что у российских суверенных выпусков есть хорошие шансы сократить на 20-30 б.п. спреды к UST, достигшие локальных максимумов в начале апреля, что может также позитивно отразиться на динамике несуверенных выпусков (даже при условии стабильных межэшелонных спредов).

Стоит обратить внимание на суверенный выпуск RUSSIA42, длинный корпоративный долг (Газпром, Лукойл, Роснефть, Вымпелком, Северсталь), а также на еврооблигации ВЭБа и субординированный долг ВТБ и ТКС.

Глобальные рынки начали 2013 г. с оптимизмом: несмотря на проблемы секвестра (стартовавшего в начале марта), потолка госдолга в США, а также очевидную слабость экономики еврозоны, доходности UST уверенно шли наверх, в моменте превышая 2,0% (максимум с апреля 2012 г.). Наблюдавшийся рост базовых ставок, соответственно, привел к существенной просадке в суверенных российских еврооблигациях.

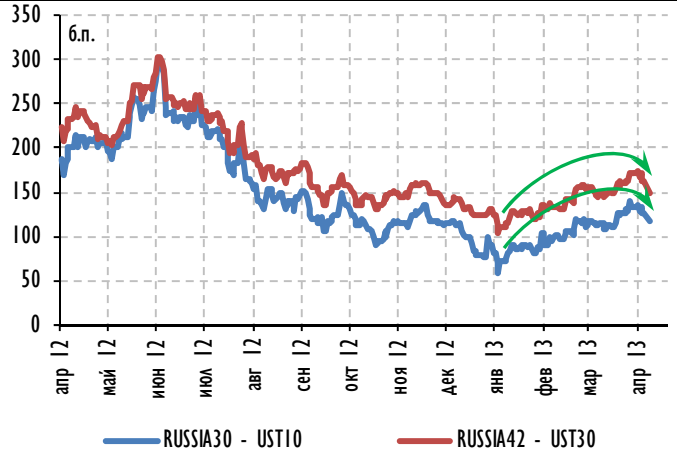
Отметим, однако, что с начала года доходность UST10 снизилась на 5 б.п. до 1,75% (в основном за счет снижения YTM на 30 б.п. за последний месяц), в то время как доходность RUSSIA 30 (YTM 2,90%), напротив, стоит выше на 33 б.п. по сравнению с концом 2012 г. (даже с учетом снижения на 30 б.п. за последний месяц). При этом спреды RUSSIA 30 – UST10 и RUSSIA 42 – UST30 расширились с начала года на 30-35 б.п. до 117 и 150 б.п. соответственно, в моменте достигая максимальных с сентября 2012 г. уровней.

Таким образом, мы полагаем, что отскок в котировках RUSSIA 30 и RUSSIA 42 (+1,8 и +7,0 п.п. с начала прошлой недели) может продолжиться. В частности, наш прогноз на конец 2К13 предполагает доходность UST10 в диапазоне 1,6-2,0%, что при ожидаемом нами спреде RUSSIA 30 – UST10 в 90-100 б.п. транслируется в доходность RUSSIA 30 в диапазоне 2,5-3,0%.

Диаграмма 1. Доходность «десятки» отыграла весь рост с начала года

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 2. Суверенные спреды России: начало разворота?



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

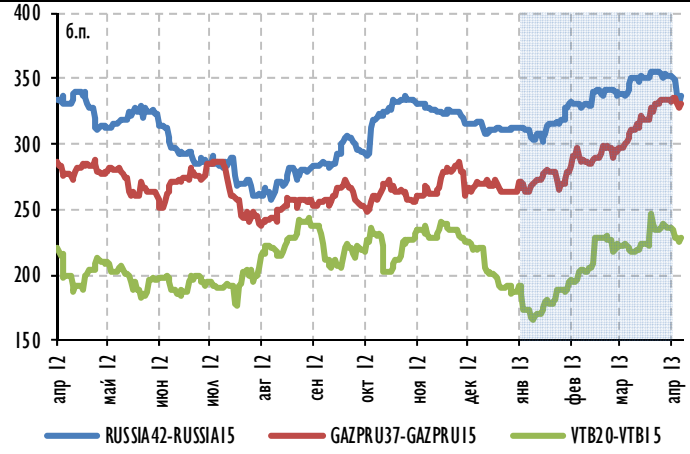
Copyright © 2003-2013. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество).
Все права защищены

Вне суверенного сегмента с начала года наблюдалось сжатие спредов, вызванное ростом доходности по суверенным выпускам при почти неизменных эшелонных ставках. Так, Z-спреды 1 и 2 эшелонов (к суверенным выпускам и евробондам 1 эшелона соответственно) с начала года сократились на 20-60 б.п. Причем в отдельных выпусках (HCFBRU, NMOSRM, PROMBK) сужение спредов к первому эшелону доходило до 100-150 б.п.

Исключением в общей динамике спредов стали субординированные выпуски российских банков: здесь Z-спреды по сравнению со старшими выпусками расширились на 20-30 б.п. в сравнении с уровнями конца 2012 г. Отчасти это было усугублено ситуацией вокруг bailout Кипра (банковские евробонды во второй половине марта показывали динамику преимущественно хуже рынка).

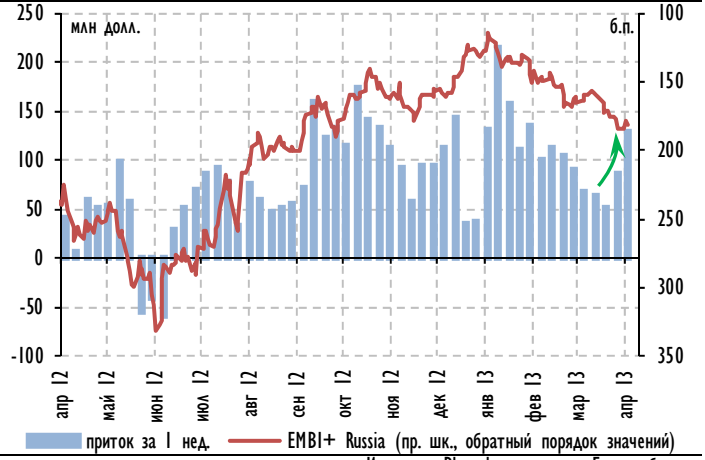
Стоит также отметить, что с начала 2013 г. заметно вырос угол наклона кривых, причем как суверенной, так и отдельных корпоративных и банковских эмитентов. В нашем понимании подобная ситуация, в условиях предполагаемого нами снижения доходностей российских еврооблигаций, может наиболее благотворно сказаться именно на длинных высоколиквидных бумагах.

Диаграмма 3. Наклон кривых еврооблигаций – локальный максимум достигнут?



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 4. Приток в российские облигации снова ускоряется



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Мы полагаем, что в ближайший месяц поддержку российскому рынку суверенного публичного валютного долга будут оказывать следующие факторы:

1) **Снижение доходности UST**. Отсутствие сигналов «устойчивого» (!) роста экономики США, сохранение точек напряженности в Европе (политический кризис в Италии, повышенное внимание рынков к Словении как к вероятному очередному кандидату на bailout) – все это дает нам основания рассчитывать на сохранение спроса на UST как на защитный актив. Отметим при этом, что наблюдаемое снижение доходности «десятки» (до 1,71%) проходит на фоне достаточно высоких оборотов торгов по UST (достиг локального пика в минувшую пятницу на фоне публикации разочаровывающих данных по payrolls).

2) **Возобновившийся рост притоков в облигации России.** По данным EPFR Global, инвестиции в российские облигации ускоряются уже две недели подряд и по итогам 7 дней, заканчивающихся 3 апреля, составили 129 млн долл., приблизившись к январским максимумам. При этом общий приток в облигации EM также демонстрирует позитивную динамику: вложения выросли до максимумов с начала февраля – 1,15 млрд долл.

3) **Масштабное QE Банка Японии.** Решение Банка Японии существенно расширить объемы выкупа активов (до 75 млрд долл./мес.) может косвенно оказать поддержку долговым рынкам EM, включая российский. Учитывая значительно более низкие ставки по японским госбумагам в сравнении с бумагами других развитых стран и EM (с учетом стоимости фондирования), часть средств, получаемая финансовыми агентами от ЦБ Японии в результате их выкупа, может быть перенаправлена в другие долговые инструменты, включая UST или долговые бумаги EM. В первом случае это будет фактором давления на ставки UST, т.е. косвенной поддержкой для долговых бумаг EM. Во втором – прямой поддержкой котировок облигаций EM.

Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, CFA
И.о. начальника департамента
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке
Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00, доб. 21401
Александр Назаров
+7 (495) 980 43 81
Эрик Де Пой
+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

Банковский сектор
Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Нефть и газ
Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89
Александр Назаров
+7 (495) 980 43 81

Металлургия
Наталья Шевелева
+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Транспорт и машиностроение
Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Электроэнергетика
Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность
Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Потребительский сектор
Виталий Баикин
+7 (495) 983 18 00 доб. 54072

Телекоммуникации и медиа
Сергей Васин
+7 (495) 983 18 00 доб. 54508

Технический анализ рынков и акций
Владимир Кравчук, к. ф.-м. н
+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA
Начальник управления
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия
Алексей Тодоров
+7 (495) 983 18 00
доб. 54443

Кредитный анализ
Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Юрий Тулинов
+7 (495) 983 18 00
доб. 21417
Екатерина Зиновьева
+7 (495) 983 18 00
доб. 54442

Количественный анализ и ИТ развитие
Тимур Семенов
+7 (495) 287 61 00 доб. 54424
Дмитрий Селиванов
Андрей Малышенко

Редакторская группа
Павел Мишачев
+7 (495) 983 18 00, доб. 54472
Татьяна Андриевская
+7 (495) 287 62 78
Виктория Шишкина
+7 (495) 983 18 00, доб. 54534

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров
Управляющий директор - Начальник департамента
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи
Мария Братчикова
+7 (495) 988 24 03
Артем Спасский
+7 (495) 989 91 20
Светлана Голодинкина
+7 (495) 988 23 75

Трейдинг
Александр Питалефф, старший трейдер
+7 (495) 988 24 10
Денис Войниконис
+7 (495) 983 74 19
Артем Белобров
+7 (495) 988 24 11

Управление электронной торговли

Максим Малетин
Начальник управления
+7 (495) 983 18 59
broker@gazprombank.ru

Продажи
Александр Лежнин
+7 (495) 988 23 74
Анна Нифанова
+7 (495) 989 91 29
Кирилл Иванов
+7 (495) 988 24 54, доб. 54064
Александр Погодин
+7 (495) 989 91 35

Трейдинг +7 (800) 200 70 88
Денис Филиппов
+7 (495) 428 49 64
Дамир Терентьев
+7 (495) 983 18 89
Тимур Зубайраев, CFA
+7 (495) 913 78 57
Владимир Красов
+7 (495) 719 19 20

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
Начальник департамента
+ 7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков
Начальник управления
+ 7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов
Начальник управления
+7 (495) 428 23 66

Продажи
Илья Ремизов
+7 (495) 983 18 80
Дмитрий Кузнецов
+7 (495) 428 49 80
Вера Ярышкина
+7 (495) 980 41 82
Себастьен де Принсак
+7 (495) 989 91 28
Роберто Пеццименти
+7 (495) 989 91 27

Трейдинг
Елена Капица
+7 (495) 988 23 73
Дмитрий Рябчук
+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 – 2013. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.