

23 января 2013 г.

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

С завершением ралли в ОФЗ актуальным становится вопрос поиска новых торговых идей

Выигрышной ставкой на российском рынке облигаций в прошлом году стала покупка ОФЗ: длинные выпуски подорожали на 10 п.п., что позволило заработать их держателям порядка 15-20% годовых. Основным фактором ценового роста стало ожидание либерализации локального рынка в условиях общего интереса к госбумагам развивающихся стран (схожий ценовой рост продемонстрировали бумаги Бразилии). В результате реальные процентные ставки опустились почти до нуля. По нашему мнению, потенциал для ценового роста ОФЗ в значительной степени исчерпан, и в дальнейшем их динамика будет определяться, главным образом, инфляционными рисками, а также изменчивой конъюнктурой на внешних рынках (см. подробнее наш специальный отчет "ОФЗ, продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?" от 23 ноября 2012 г.).

В этой связи актуальным становится поиск новых торговых идей за пределами сегмента госбумаг. С завершением ралли на рынке ОФЗ мы ожидаем повышения интереса к негосударственным облигациям (эмитентом которых не являются Минфин и ЦБ РФ) и сужения кредитных спредов (которые сейчас находятся на своих максимальных значениях), однако, как показывает наш анализ, этот интерес будет распределяться крайне неравномерно (в том числе по причинам регулятивного характера).

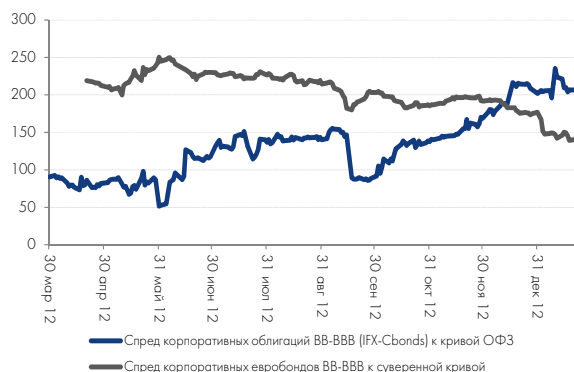
Нерезиденты выступили активными покупателями ОФЗ

Основным фактором расширения спреда негосударственных бумаг к суверенной кривой в прошлом году стал приток (и/или его ожидание) средств нерезидентов, которые ставили, главным образом, на рубль и рублевые ставки, в то время как кредитные истории отошли далеко на второй план. Кроме того, в сравнении с ОФЗ торговая ликвидность в негосударственных бумагах находится на заметно более низком уровне (особенно с точки зрения нерезидентов, которые предпочитают выпуски номиналом от 500 млн долл.).

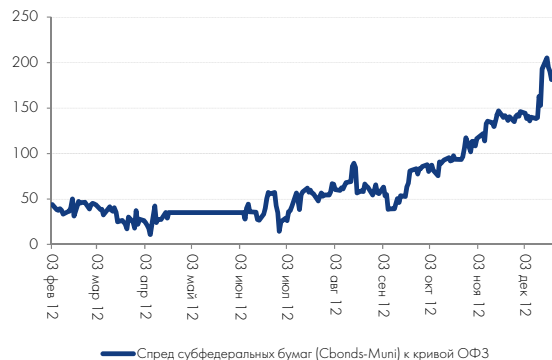
В отличие от рынка ОФЗ корпоративный сегмент был обделен вниманием инвесторов

С другой стороны, аппетит локальных инвесторов к рублевым облигациям дополнительно ограничивается высоким дефицитом рублевой ликвидности (который образовался по причине преобладающего в течение года бюджетного профицита, а также оттока капитала). Этот разрыв покрывается в основном за счет средств ЦБ и Казначейства РФ, которые пока не спешат смягчать монетарную политику (так, осенью прошлого года регулятор неожиданно для участников рынка повысил ключевые ставки).

Кредитные спреды на локальном рынке шире, чем на рынке еврообондов



Спред субфедеральных бумаг к кривой ОФЗ на максимуме



Источник: ЦБ РФ, ММВБ, Cbonds, оценки Райффайзенбанка

Появились диспропорции в оценке кредитных спредов на внешнем и локальном рынках

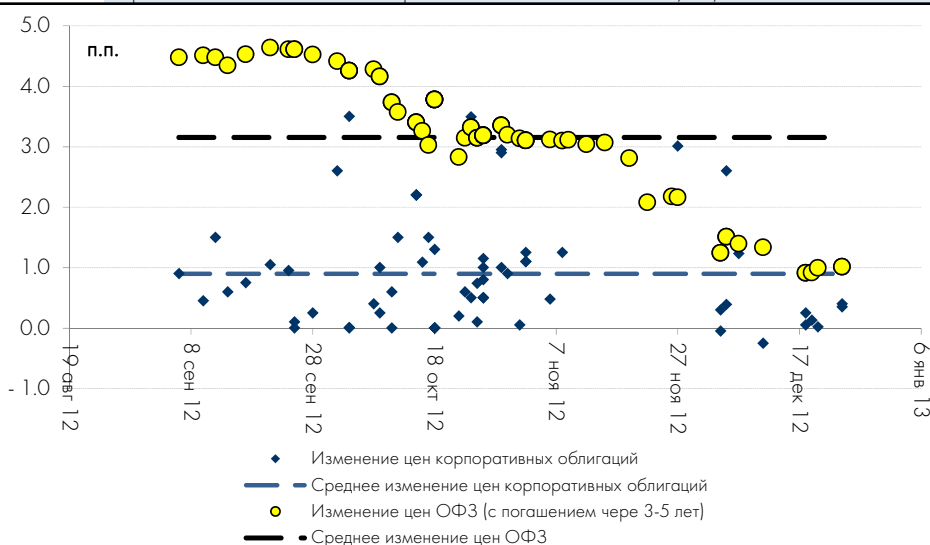
Поскольку в прошедшем году интерес нерезидентов в большинстве случаев фокусировался на госбумагах, в сегменте негосударственных облигаций появилась ценовая диспропорция: премия за кредитный риск на локальном рынке оказалась выше, чем на внешнем. Так, средний спред корзины рублевых облигаций категории BB-BBB (с погашением через 3-4 года) к кривой ОФЗ составил 220 б.п., в то время как еврооблигации аналогичного кредитного качества (с погашением через 10 лет) котируются с премией к суверенной кривой (Russia 22) в размере 180 б.п. Отметим, что данная ситуация не является типичной: обычно за счет возможности получения гарантированного РЕПО от ЦБ локальные облигации имеют более узкие кредитные спреды.

Чем ниже кредитное качество, тем сильнее отставание от суверенных бумаг

Эта диспропорция подтверждается и тем фактом, что недавно (с осени прошлого года) размещенные корпоративные выпуски, которые раньше часто демонстрировали динамику лучше рынка (в том числе благодаря предоставленной на первичном рынке премии) заметно отстали от ценового роста ОФЗ. При этом, чем ниже кредитное качество выпуска, тем сильнее это отставание: в среднем ценовой рост 1-го эшелона составил 1,7 п.п., 2-го эшелона - на 0,6 п.п., то есть спред между бумаги категории BB и инвестиционного рейтинга несколько расширились. В таблице и на графике ниже представлены изменения цен недавно размещенных бумаг (с дат размещения, которые отложены по оси абсцисс, до текущего момента) в сравнении с динамикой ОФЗ близкой дюрации (3-5 лет).

Даже "свежие" выпуски по ценовому росту заметно отстали от ОФЗ

	Эмитент	Выпуск	Рейтинг (S/M/F)	Дата размещения	Изменение цены выпуска с даты размещения, п.п.	Изменение цены ОФЗ с даты размещения выпуска
ноябрь-1	Транснефть	Транснефть БО-1,2	BBB-/Baa1/-	24 дек 12	0,35	1,00
	НЛМК	НЛМК-8	BBB-/Baa3/BBB-	7 дек 12	1,20	1,40
	Газпром нефть	Газпром нефть-12	BBB-/Baa3/-	5 дек 12	2,60	1,50
	Ростелеком	Ростел-17	BB+/-/BBB-	8 ноя 12	1,30	3,10
	Роснефть	Роснефть-4,5	BBB-/Baa1/BBB	29 окт 12	2,90	3,35
	ФГУП Почта России	ФГУП Почта России-2,3,4	-/-/BBB	26 окт 12	1,00	3,20
	ФСК ЕЭС	ФСК ЕЭС-21	BBB-/Baa3/-	24 окт 12	3,50	3,30
	Россельхозбанк	РСХБ-17	-/Baa1/BBB	23 окт 12	0,60	3,15
	НОВАТЭК	НОВАТЭК БО-2,3,4	BBB-/Baa3/BBB-	15 окт 12	2,20	3,40
ноябрь-2	МРСК Центра и Приволжья	МРСК ЦентрПр БО-1	-/Ba2/-	18 дек 12	0,25	0,90
	Московский Кредитный банк	МКБ-11	B+/-B1/BB-	11 дек 12	-0,25	1,34
	ММК	ММК-18	-/Ba3/BB+	4 дек 12	0,30	1,25
	Европлан	Европлан-3	-/-/BB-	6 ноя 12	0,50	3,12
	Группа ЛСР (ОАО)	ЛСР-4	-/B2/B	26 окт 12	0,50	3,20
	МРСК Центра	МРСК Центра БО-1	BB-/B1/-	17 окт 12	1,50	3,00
	Акрон	Акрон БО-1	-/B1/B+	16 окт 12	1,10	3,26



Источник: Bloomberg, Cbonds, оценки Райффайзенбанка

**Нерезиденты
избирательно сместятся
в корпоративный сегмент
с завершением ралли в
ОФЗ**

Мы ожидаем, что с окончанием ралли на рынке ОФЗ отмеченная нами диспропорция между кредитными спредами на локальном и внешнем рынках будет нивелирована, в том числе благодаря смещению интереса нерезидентов в корпоративный сегмент (конечно, в предположении, что наметившиеся позитивные тенденции в глобальной экономике (прежде всего, США и Китая) сохранятся, и развитые страны продолжат проводить мягкую монетарную политику). Наибольший спрос со стороны иностранных участников следует ожидать, прежде всего, в бумагах эмитентов, которые хорошо представлены на рынке евробондов (поскольку на них, по крайней мере, уже установлены кредитные лимиты).

Также повышенный интерес нерезидентов на локальном рынке может проявиться в сегменте качественных эмитентов тех отраслей, которые по каким-то причинам в недостаточном объеме присутствуют на рынке евробондов (прежде всего, как мы думаем, из электроэнергетики).

Следует иметь в виду, что интерес нерезидентов к биржевым облигациям (БО), скорее всего, будет низким, поскольку с этими облигациями запрещено заключать сделки вне биржи и, соответственно, в Euroclear/Clearstream. Недавно было снято ограничение на срок обращения БО и отменено условие о наличии листинга эмитента. Все это указывает на то, что в среднесрочной перспективе традиционные облигации "отомрут как класс". В ближайшее время мы ожидаем появления возможности заключать сделки с БО вне биржи, однако, скорее всего, это нововведение будет относиться лишь к новым выпускам.

**Неудобный механизм
налогообложения
нерезидентов**

Немаловажным является вопрос налогообложения дохода, полученного нерезидентами по локальным облигациям, был решен, по нашему мнению, не самым оптимальным образом. Обязанность по исчислению и удержанию налога была возложена на депозитарий. Иностранном номинальным держателем и/или лицам, которым депозитарий открыл счет депо депозитарных программ необходимо в трехдневный срок предоставить Центральному депозитарию (НРД) информацию (наименование, количество ценных бумаг, юрисдикцию, основание для применения льгот) о реальных владельцах, получающих купонный доход.

В случае если такая информация не будет предоставлена (или не в полном объеме) депозитарию, то доходы подлежат обложению налогом у источника по штрафной ставке 30%. Напомним, что в настоящий момент государственные и муниципальные ценные бумаги облагаются по ставке 15%, а корпоративные облигации по ставке - 20%.

Поскольку цепочка номинальных держателей облигаций до их собственника может быть длинной, возникает сомнение в возможности получения необходимой информации в столь сжатый срок. Как следствие, риск потери 30% купонного дохода будет сдерживать нерезидентов от инвестирования в локальные бумаги. Кроме того встает вопрос об ответственности за достоверность предоставленной информации.

**Внимание на внутренние
факторы**

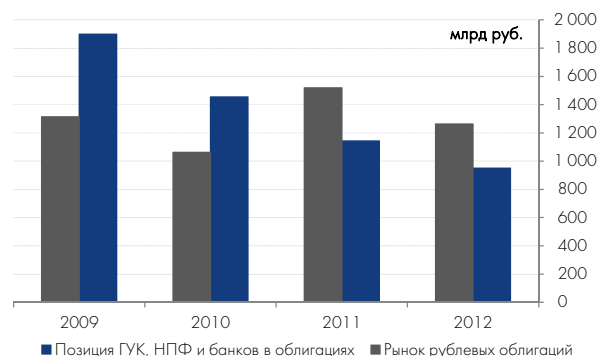
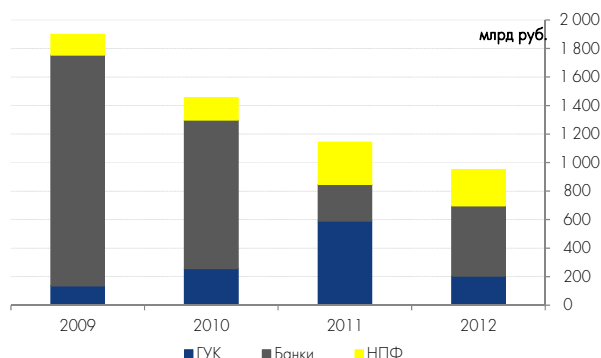
Помимо поведения иностранных инвесторов, которое во многом определяется лишь развитием ситуации на глобальном рынке (прежде всего, вопроса о госдолге США, динамикой экономики Китая и кризиса в еврозоне), на динамику локального рынка в этом году будут оказывать заметное влияние и внутренние факторы. Именно они обусловят неравномерность воздействия глобальных тенденций на различные сегменты локального рынка.

Ключевыми участниками рынка негосударственных облигаций (банков, корпоративных и субфедеральных эмитентов) остаются локальные инвесторы (банки и управляющие пенсионными средствами). Так, в 2012 г. весь портфель долговых ценных бумаг на балансе ГУК, НПФ и банков увеличился на 950 млрд руб., что составляет 75% от прироста всего рынка рублевых облигаций (ОФЗ + негосударственные бумаги). При этом по приросту в абсолютном выражении негосударственные облигации в прошлом году заметно опередили рынок ОФЗ, в то время как в 2011 г. наблюдалась обратная динамика.

Процесс перераспределения пенсионных накоплений в пользу негосударственных управляющих компаний...

Банки и управляющие пенсионными средствами по-прежнему являются ключевыми участниками рынка облигаций. Однако их структура в 2012 г. претерпела заметное изменение: прирост портфеля ГУК (205 млрд руб.) оказался более скромным, чем у НПФ (253 млрд руб.) за 9 месяцев, что обусловлено ускорившимся в прошлом году переводом участниками своих пенсионных накоплений из ГУК в НПФ. Так, за 9М 2012 г. чистое поступление пенсионных накоплений в ГУК составило 122,5 млрд руб., в то время как за аналогичный период 2011 г. - 417 млрд руб. Это перераспределение в свою очередь приводит к сокращению спроса на госбумаги в пользу негосударственных облигаций, поскольку НПФ, как правило, инвестируют за пределами госбумаг, ориентируясь в большей степени на доходность.

Прирост позиции локальных инвесторов в ... в сравнении с увеличением локального рынка облигаций



Источник: ЦБ РФ, ФСФР, ВЭБ, оценки Райффайзенбанка

...скорее всего, продолжится и в этом году

Мы считаем, что процесс перевода пенсионных накоплений в пользу НПФ продолжится и в этом году, в том числе за счет тех "молчунов", которые с 2014 г. предпочтут сохранить отчисления в накопительную часть пенсии на текущем уровне (6%, а не 2%, предлагаемых государством). Таким образом, перераспределение пенсионных накоплений в этом году будет способствовать сужению спреда негосударственных выпусков к суверенной кривой.

Долговые ценные бумаги используются банками не только в качестве высоколиквидных активов...

В отличие от управляющих пенсионными средствами, для которых ценные бумаги являются основным активом, для банков портфель долговых бумаг из списка РЕПО ЦБ, является, прежде всего, высоколиквидным инструментом, который к тому же имеет высокую маржу над ставками о/н РЕПО в ЦБ (более 250 б.п. для бумаг второго эшелона). Именно наличие этой положительной маржи удерживает банки от сокращения своей позиции в долговых ценных бумагах даже в период острого дефицита рублевой ликвидности (конечно, если на рынке, как сейчас, отсутствует ожидание повышения ключевых процентных ставок и/или значительных инфляционных рисков).

... но и как более удобная форма кредитования за счет возможности РЕПО ЦБ...

Помимо возможности использования облигаций для получения гарантированного рефинансирования в ЦБ РФ, в рамках действующего регулирования облигации оказывают не большее давление на достаточность капитала (показатель Н1), чем кредиты. По нашим оценкам, в настоящий момент находящиеся на балансе банков облигации эмитентов с рейтингом ниже ВВВ- учитываются с коэффициентом меньше 100% при расчете активов, взвешенных по риску. Напомним, что большинство корпоративных кредитов, предоставленных частному сектору, по методологии ЦБ РФ, попадают в IV группу активов, которые (за вычетом резервов) взвешиваются с коэффициентом риска 100%. При прочих равных преимуществом корпоративных кредитов перед облигациями является их более высокая защищенность (если предусмотрено обеспечение и/или поручительство), а также отсутствие рыночной переоценки. Баланс "за" и "против" в 2012 г. сложился в пользу корпоративных облигаций: их объем вырос на 21%, а прирост корпоративных кредитов составил всего 12%.

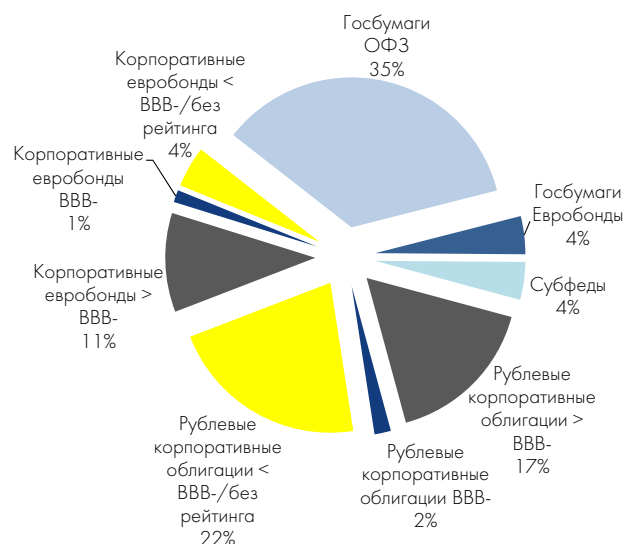
... однако с изменением регулирования ЦБ РФ ситуация кардинально изменится

Специальный процентный риск будет повышен на 50% для корпоративных бумаг неинвестиционной категории ...

С введением с 1 февраля 2013 г. новых требований к расчету величины рыночного риска (Положения Банка России № 387-П вместо 313-П) описанная выше ситуация кардинальным образом изменится. Величина процентного риска (ПР), фигурирующая в расчете рыночного риска (РР), будет умножаться не на 10х (как сейчас), а на 12,5х (+25%).

Величина ПР представляет собой сумму общего процентного риска (зависит только от срока до погашения/оферты инструмента) и специального процентного риска (СПР). Нововведение предполагает существенное ужесточение в расчете СПР. Так, коэффициент риска для облигаций, эмитированных юридическим лицом (без гарантий государства или субъекта РФ), у которого есть рейтинги (по крайней мере, от двух агентств), но они ниже BBB-/Baa3 либо у которого нет рейтинга вообще или только от одного агентства, увеличится (с 1,6-8,0%) до 12% (+50% - как минимум). По нашим оценкам, в портфеле долговых ценных бумаг у банков на долю этого сегмента приходится 24%, а в портфеле негосударственных ценных бумаг - 40%. Отметим, что с точки зрения расчета величины СПР нет никакого отличия между выпусками рублевых облигаций и евробондами юридического лица при прочих равных условиях. В среднем портфель евробондов на балансе банков имеет больший коэффициент ПР по причине их более длинной дюрации (которая влияет на расчет общего процентного риска).

Структура портфеля долговых ценных бумаг у банков РФ



Источник: ЦБ РФ, Cbonds, оценки Райффайзенбанка

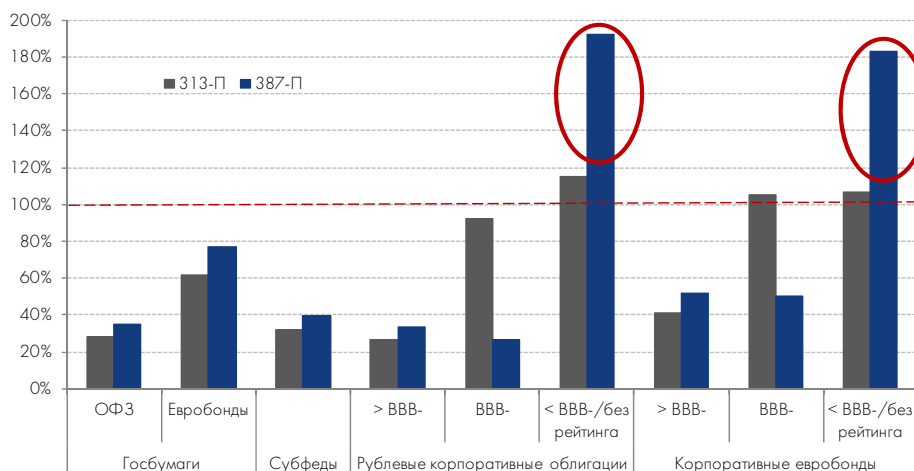
... и теперь показатель RWA по ним вырастет на 75% до более чем 160%

Прежний порядок расчета величины СПР будет сохранен для категории бумаг с низким уровнем риска, которая включает бумаги РФ, субъектов РФ и муниципальных образований (и под их гарантию), а также эмитентов с рейтингами не ниже BBB-/Baa2 как минимум от двух агентств. Эта категория будет расширена за счет облигаций эмитентов с рейтингом BBB-/Baa3 как минимум от двух агентств (к ним относятся ГПБ, Мегафон, НЛМК, НОВАТЭК). Выпуски эмитентов с рейтингом не ниже BBB-, но только от одного агентства будут отнесены в категорию высокого риска (в частности, Русфинанс Банк, Банк Москвы, Почта России, Водоканал). Этот нюанс повысит важность (даже при выпуске рублевых облигаций) наличия рейтингов по крайней мере от 2-х агентств для эмитентов 1-го эшелона. Также если есть рейтинги у эмитента и самого выпуска, то при расчете СПР будет учитываться лишь рейтинг выпуска.

Таким образом, новые требования ЦБ РФ существенно повысят показатель РР для негосударственных облигаций за пределами 1-го эшелона: по нашим оценкам, отношение РР к их балансовой стоимости (RWA) увеличится с 91% до 164% для рублевых бумаг и со 106% до 183% для евробондов. Величина РР в банковской системе увеличится на 42%, что соответствует росту активов, взвешенных с учетом риска, на 2,3% и снижению показателя Н1 на 0,3 п.п. (при прочих равных условиях).

На диаграмме ниже представлена наглядная информация об изменении показателя RWA по сегментам портфеля долговых ценных бумаг в рамках действующего положения № 313-П и в рамках вступающего в силу с 1 февраля положения № 318-П.

Изменение средних коэффициентов рыночного риска



Источник: ЦБ РФ, Cbonds, оценки Райффайзенбанка

Некоторым банкам с низким запасом капитала придется сократить позицию в корпоративных бумагах

В целом по банковской системе такое давление на достаточность капитала не является критичным. Однако банкам, имеющим невысокий запас капитала, придется сократить свою позицию в корпоративных облигациях неинвестиционной категории. С точки зрения достаточности капитала, кредитование станет более предпочтительной формой финансирования компаний за пределами 1-го эшелона в сравнении с покупкой их облигаций. По-видимому, данной мерой регулятор стремится ограничить банки при инвестировании в высокорисковые облигации, покупка которых, как правило, сопровождается привлечением РЕПО ЦБ. Это, кстати говоря, подтверждается и тем фактом, что коэффициент риска по бумагам без рейтинга или с рейтингом ниже "B" вырастет заметно меньше (на 20%), чем для бумаг с рейтингом от B до BB+. Также мы не исключаем, что часть банков предпочтет перераспределить портфель облигаций неинвестиционной категории в пользу кредитования.

Меньше остальных пострадают субфедеры и 1-ый эшелон

От этих изменений меньше остальных пострадают корпоративные выпуски инвестиционной категории, а также субфедеральные бумаги, что будет способствовать сужению их спредов. С другой стороны, в этом году ожидается относительно высокое предложение долга от этой категории эмитентов: так, Москва (BBB/Baa1/BBB), которая не выходила на публичный рынок с 2010 г., планирует занять на рынке облигаций до 156 млрд руб. для покрытия дефицита бюджета и рефинансирования долга (по нашим оценкам, в 2013 г. Москва должна погасить облигации на сумму 54 млрд руб.). Корпоративные эмитенты 1-го эшелона, скорее всего, также как и в прошлом году продолжат активно выходить на первичный рынок (на локальном рынке из привлеченных корпоративным сектором 1,2 трлн руб. в 2012 г. порядка 45% пришлось на 1-й эшелон).

Резюмируя все выше сказанное, мы выделили ключевые тенденции, ожидаемые нами этом году, с их обоснованием в следующей таблице:

Ожидания	Обоснование
I. Ралли в ОФЗ сойдет на нет уже в 1 кв.	Текущие цены ОФЗ соответствуют нулевым реальным доходностям (так, 10-летние бумаги имеют УТМ 6,6-6,7%, что равно годовой инфляции). Наши ожидания предполагают замедление инфляции до 6,1% в 2013 г., что создает потенциал для снижения номинальных доходностей ОФЗ не более чем на 50 б.п. в долгосрочной перспективе. Для локальных банков ОФЗ на текущих уровнях выглядят фундаментально дорого в сравнении со ставками денежного рынка (ставки о/п составляют 5,5% годовых). Начало функционирования Euroclear/Clearstream, скорее всего, приведет к фиксации прибыли и, как следствие, ценовой коррекции.

II. Произойдет сужение спреда бумаг 1-го эшелона и "субфедов" к суверенной кривой	С замедлением ралли на рынке ОФЗ часть нерезидентов из государственных бумаг сместится в более доходные корпоративные выпуски 1-го эшелона. Перераспределение пенсионных накоплений ГУК в пользу НПФ не будет способствовать спросу на ОФЗ. Повышение коэффициентов рыночного риска для банков приведет к перераспределению портфелей в пользу субфедеральных бумаг и облигаций инвестиционной категории. В выигрыше окажутся бумаги эмитентов с рейтингом BBB-/Baa3 (ГПБ, Мегафон, НЛМК, НОВАТЭК), по которым коэффициенты риска будут снижены. В этой связи мы рекомендуем инвесторам покупать бумаги 1-го эшелона. Лучшие возможности для этого, на наш взгляд, предоставит первичный рынок, на котором регулярно появляются эмитенты высокого качества иногда даже с премией к рынку.
III. Интерес к бумагам за пределами 1-го эшелона сократится	Вложение нерезидентов в долги российских эмитентов определяются, прежде всего, их взглядом на рубль и на базовые процентные ставки, при этом кредитный риск (особенно не инвестиционной категории) остается "за скобками". Кроме того, ликвидность локальных выпусков 2-го эшелона с точки зрения нерезидентов является слишком низкой (их номинал, как правило, не превышает 350 млн долл.). Банки, по крайней мере, не смогут увеличить позиции во 2-м эшелоне в связи с низким запасом капитала. Едва ли не единственным стабильным покупателем этих бумаг остаются негосударственные управляющие компании. Таким образом, тем инвесторам, которые имеют комфортный запас капитала и для которых торговая ликвидность бумаг имеет вторичное значение, предстоящий год предоставит возможность для покупки качественных бумаг 2-ого эшелона с относительно высокой доходностью.

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

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

Торговые операции

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

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко	(+7 495) 721 2845
----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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.