РОСБАНК
SOCIETE GENERALE GROUP

**Рынок долговых инструментов**

**Ежедневный комментарий**

www.rosbank.ru

# Брифинг долговых рынков

Приложение доступно по ссылке

## Ревью предыдущего дня

- **Мягкая политика Банка Японии не допустила паники после американского NFP.** Неподдающееся объяснению падение значения NFP в США не сумело спровоцировать панических распродаж на ключевых площадках (Euro Stoxx 50 -1.38%, S&P 500 -0.43%). Большая заслуга в этом принадлежит Банку Японии, наметившему беспрецедентное смягчение и спровоцировавшему спрос на долговые активы по всему миру: UST'10 1.71% (-5 бп), Bunds'10 1.21% (-2 бп).

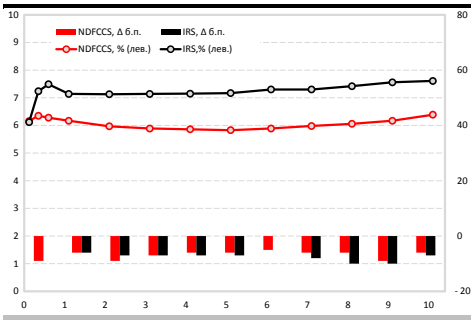
- **Покупки в российских евробондах продолжились.** Суверенная кривая с уверенностью потеряла до 12 бп, проследовав за защитными бумагами США и Европы. В корпоративном сегменте уверенный спрос сохранился в бумагах первого эшелона, а в спекулятивном порыв подержали выпуски Вымпелкома.

- **Рубль закрепился в коридоре продаж Банка России**. Анонс предстоящих покупок валюты Минфином, а также разочаровывающая статистика из США обвалили рубль на прошедшей неделе (корзина 35.80, +81 коп). Хотя рубль показал наихудшую динамику среди валют развивающихся рынков, мы не ожидаем быстрого восстановления котировок национальной валюты, предполагая, что движение сосредоточится внутри диапазона 35.65-36.00.

- **Есть ли ценовые преимущества в локальных и внешних корпоративных облигациях, номинированных в рублях?** Рассматривая взаиморасположение рублевых корпоративных займов, торгуемых на локальном и внешнем рынках, мы видим некоторый потенциал для извлечения прибыли. Однако он выглядит ограниченным из-за меньшей ликвидности выпусков.

- **Кривая ОФЗ «сгладилась» под влиянием внешнего спроса.** Прошедшая неделя завершилась активными покупками на локальном облигационном рынке, во главе которых встали ОФЗ, спрос на которые был подогрет со стороны внешних инвесторов. Корпоративные бумаги также показали уверенную динамику, однако им более сильный стимул придал приток пенсионных средств в УК.

### Индикативные кривые доходностей




Источник: Bloomberg, Московская Биржа, Росбанк

### Ключевые индикаторы рынка

| | Посл. знач. | Δ день | Δ нед. |
|---|---|---|---|
| UST'10Y, % | 1.71 | -4.97 | -13.58 |
| BUND'10Y, % | 1.21 | -2.70 | -7.70 |
| LIBOR'3M, % | 0.28 | -0.10 | -0.32 |
| Россия'30, % | 2.96 | -7.20 | -23.00 |
| MosPrime'ON, % | 5.81 | -43.00 | -51.00 |
| iTraxx Xover, б.п. | 477.32 | -2.98 | -8.75 |
| EMBI+Sov, б.п. | 284.36 | -4.56 | -12.76 |
| Россия'5Y CDS, б.п. | 149.61 | -5.39 | -14.72 |
| Коррсчета, млрд. руб. | 622.20 | -58.90 | -234.00 |
| Депозиты, млрд. руб. | 141.20 | +12.90 | -79.20 |
| | | | |
| Dow Jones | 14 565.25 | -0.28 | -0.09 |
| S&P500 | 1 553.28 | -0.43 | -1.02 |
| РТС | 1 411.09 | -0.59 | -3.47 |
| ММВБ | 1 416.69 | -0.72 | -1.54 |
| Золото, $/тр. унц. | 1 574.69 | +1.67 | -1.53 |
| Нефть Brent $/барр. | 104.12 | -2.13 | -5.67 |
| Руб./$ | 31.61 | -0.16 | +1.74 |
| Руб./Корзина | 35.91 | +0.49 | +2.52 |

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

Перечень наших свежих публикаций
на последней странице

## Основные события дня

| Показатель | Страна | Период |
|---|---|---|
| Промышленное производство | Германия | Февраль |

## Ревью предыдущего дня

- **Мягкая политика Банка Японии не допустила паники после американского NFP**

Итог прошедшей недели оказался не столь оптимистичным, как полагали рынки. Не поддающееся логическому объяснению, за исключением волнения частного сектора из-за запуска программы фискального секвестра, падение индикатора изменения занятости в несельскохозяйственном секторе экономики США почти до +90 тыс. человек (при консенсусе +190 тыс. и прогнозе SG +230 тыс.) качнуло маятник настроений на фондовых площадках в сторону продаж. Однако в противовес традиционно резкой негативной реакции, индексы достаточно быстро наметили курс на восстановление (Euro Stoxx 50 -1.38%, S&P 500 -0.43%), а сегменты защитных и рисковых долговых инструментов подкрепили уверенность в отсутствии намерений на острую коррекцию. При этом предпосылки для сохранения интенсивных темпов программы QE3 в США отошли на второй план под весом программы количественного смягчения, предложенной Банком Японии днем ранее и повысившей диверсификационный спрос японских инвесторов. Прямыми бенефициарами притока японских денег стали госбумаги США и Германии: UST'10 1.71% (-5 бп), Bunds'10 1.21% (-2 бп). Однако защитными бумагами спрос не был удовлетворен и покупки достаточно быстро распространились на долговые сегменты развивающихся стран.

В календаре начавшейся недели значимые статданные увидят свет в среду и пятницу: порция европейских страновых промышленных индикаторов (понедельник, среда), китайская статистика внешней торговли (среда), релиз стенограммы мартовского заседания FOMC (среда), а также данные по розничной торговли в США (пятница). Однако на текущей неделе значимый характер приобретут и политические события: в понедельник состоится встреча министров финансов ЕС по вопросам формирования и регулирования единого банковского союза. В среду в США пройдут парламентские обсуждения новой программы Барака Обамы по сокращению госрасходов, сопровождаемых повышением налогов. В довершение сразу несколько рабочих групп попытаются подвести итоговую черту политической неопределенности в Италии, рискующей остаться одновременно без президента и кабинета министров.

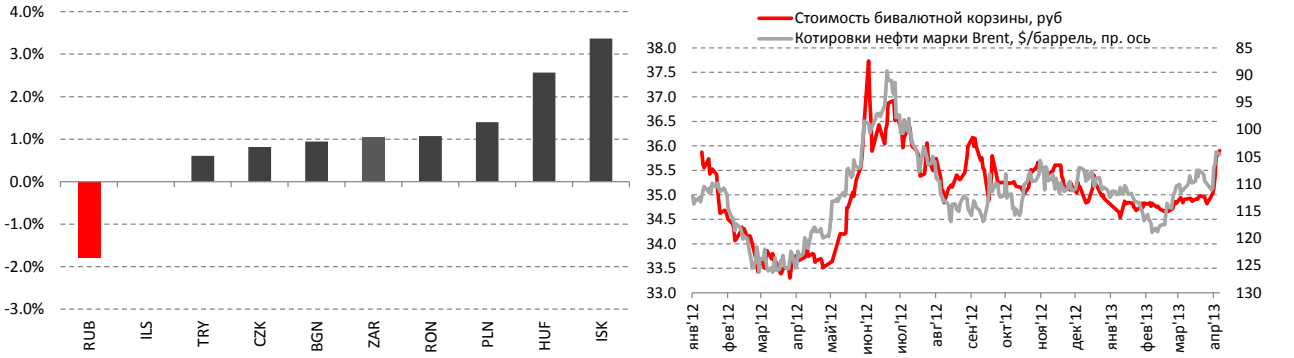
- **Покупки в российских евробондах продолжились**

Вопреки углублению коррекционной динамики мировых фондовых индексов, российские еврооблигации демонстрировали уверенный покупательный настрой. Очень сильно выглядели суверенные бенчмарки на длинном участке, что могло стать следствием интереса азиатских инвесторов к долларовым долгам стран развивающихся рынков: RUSSIA 04/22 (2.98%; -11 бп), RUSSIA 03/30 (2.96%; -7 бп), RUSSIA 04/42 (4.49%; -12 бп). Отраслевые бумаги по большей части отстали, но динамика изменения котировок также была уверенной. В инвестиционной группе лидировали бумаги Новатэка, Газпром нефти, а также длинные выпуски ВЭБа и ВТБ (NOTKRM 02/21 (3.94%; -8 бп), NVTKRM 12/22 (4.21%; -16 бп), SIBNEF 09/22 (4.30%; -8 бп), VEBBNK 07/22 (4.36%; -12 бп), VTB 10/20 (4.76%; -7 бп)), а в спекулятивной доминировал Вымпелком, дальний участок кривой которого опустился на 6 бп.

- **Рубль закрепился в коридоре продаж Банка России**

Российский рубль на прошлой неделе продемонстрировал сильнейшее падение, завершив пятничные торги вблизи семимесячных минимумов. Триггерами масштабных распродаж рублевого риска стали: (a) решение Банка России, создавшее ожидания более быстрого смягчения процентной политики, (b) анонс предстоящих покупок валюты Минфином на открытом рынке, в моменте обваливший котировки национальной валюты более чем на 50 коп., а также (c) неожиданно слабая пятничная публикация статистики по рынку труда США, зародившая сомнения в быстром восстановлении американской экономики. В результате по итогам прошедшей недели котировки бивалютной корзины, прибавив 81 коп., взлетели к отметке 35.80.

**Несмотря на распродажи последних дней, рубль нельзя назвать недооцененной валютой**




Источник: Bloomberg, Росбанк

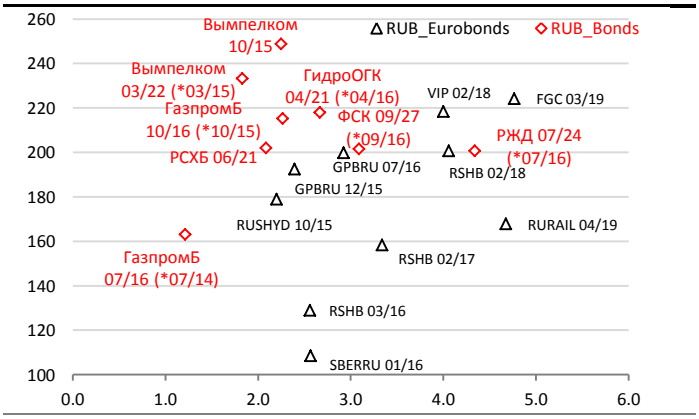
Хотя рубль на прошедшей неделе показал наихудшую динамику среди валют развивающихся рынков (более того большинство котировок даже выросло, ожидая сохранения стимулирующих программ ФРС), вряд ли стоит ожидать быстрого восстановления рубля. После анонса покупок валюты в резервный фонд на открытом рынке участники рынка, по всей видимости, предполагают теперь нейтральным для котировок рубля первый коридор продаж Банка России, где валютные интервенции ЦБР позволят нивелировать негативное давление со стороны Минфина. Более того, снижение котировок «черного золота», а также сдержанные объемы продаж валютной выручки, вероятно, обусловят стабилизацию котировок рубля внутри диапазона 35.65-36.00.

- **Есть ли ценовые преимущества в локальных и внешних корпоративных облигациях, номинированных в рублях?**

Благоприятная ситуация с валютной ликвидностью на зарубежных финансовых рынках в последние несколько месяцев повысила интерес иностранных инвесторов к суверенным и корпоративным долговым инструментам развивающихся стран, априори предлагающих более интересные соотношения риск/доходность по сравнению с развитыми рынками. В числе наиболее интересных объектов для инвестирования оказалась и Россия, однако в отличие от сложившейся практики заимствования в иностранной валюте, некоторую популярность начали набирать размещения, номинированные в рублях, а окончательно тренд был укреплен не только расширением базы локальных эмитентов, но выходом на данный рынок компании Caterpillar. В этой связи, у нас возникли вопросы: есть ли у внешних рублевых облигаций ценовые преимущества по сравнению с локальными размещениями (offshore & onshore basis), и что следует делать в случае наличия арбитража?

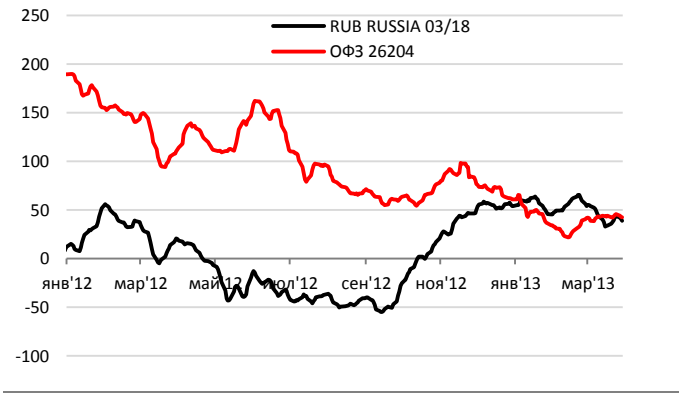
В отношении российских компаний прослеживается достаточно очевидный, глядя на график, ответ. Дифференциал спредов доходностей локальных облигаций и торгуемых на еврорынке выпусков (соотнесенных с кривой кросс-валютных свопов, XCCY) имеет преимущественно устойчивое положительное значение (для доступных длинных временных рядов). Для таких имен, как РЖД, Русгидро, Газпромбанк, Россельхозбанк и Вымпелком разница варьируется в пределах 20-40 бп. Хотя выпускам ФСК характерна отрицательная разница в 20 бп, этого вполне достаточно, чтобы утверждать об относительной недооцененности локальных выпусков.

**Расположение локальных и внешних (onshore & offshore) рублевых облигаций относительно кривой XCCY, бп**




Источник: Bloomberg, ММВБ, Росбанк

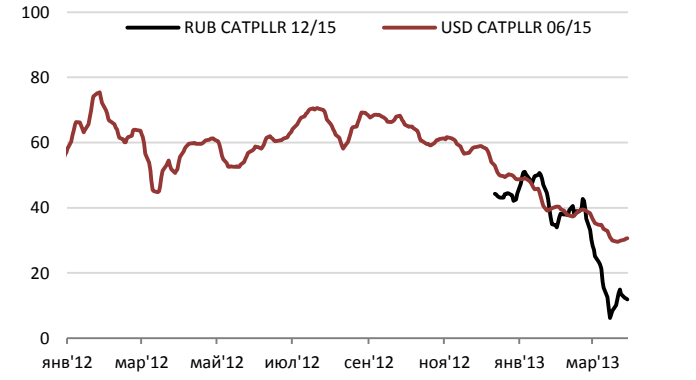
**Динамика спредов доходностей суверенных выпусков к кривой XCCY, бп (5DMA).**



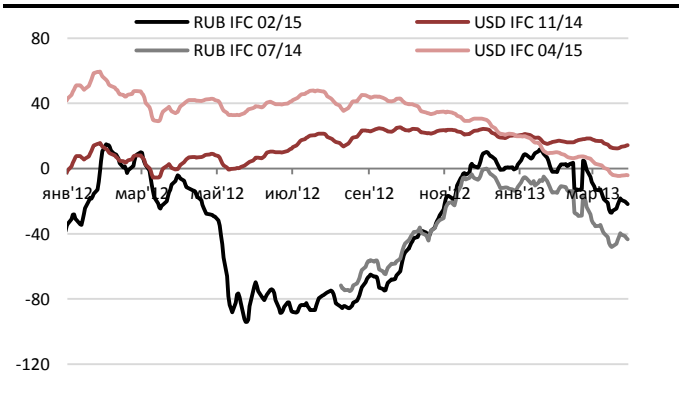

Источник: Bloomberg, ММВБ, Росбанк

Вполне вероятно, триггером к сужению спредов станет либерализация рынка корпоративных облигаций, как это произошло на рынке суверенного долга, где разница между спредами к кривой XCCY выпусков Russia 03/18 и ОФЗ 26204 в размере 100-150 бп была достаточно быстро нивелирована. Однако с учетом поправки на меньшую ликвидность корпоративных выпусков (более широкие bid/ask спреды) разница выглядит достаточно «тонкой», чтобы рассуждать об объемных арбитражных возможностях. Исключение может составить выпуск FGC 03/19, имеющий потенциал сужения спреда к XCCY в размере 40-60 бп (20 бп по отношению к локальному рублевому выпуску +20-40 бп по отношению к рынку).

**Динамика спредов выпусков Caterpillar и IFC к кривым XCCY (для рублевых) и USD Swaps (для долларвых), 5DMA**




Источник: Bloomberg, Росбанк




Источник: Bloomberg, Росбанк

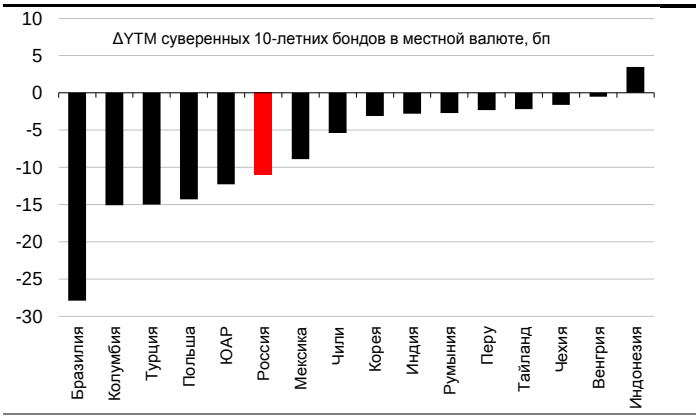
При этом выпуски иностранных корпораций, номинированные в рублях, по признаку кредитного качества формируют самостоятельную категорию бумаг. Компания Caterpillar имеет рейтинги международных рейтинговых агентств на

уровне «АА», а дочерняя структура Международного Банка – IFC – на уровне «ААА», что служит достаточным фактором для более узких спредов к кривой XCCY даже по сравнению с суверенными бумагами. В то же время периодическое опережение рублевых бумаг сопоставимых долларовых выпусков может равновероятно быть вызвано ограниченностью предложения рублевых займов (при диверсификационных интересах декларативно зарегулированных иностранных фондов) и более высокой волатильностью ставок кроссвалютных свопов. Соответственно, ценовая динамика данных бумаг может служить определенным индикатором для зарубежных эмитентов, заинтересованных в привлечении рублевого долга.

- **Кривая ОФЗ «сгладилась» под влиянием внешнего спроса**

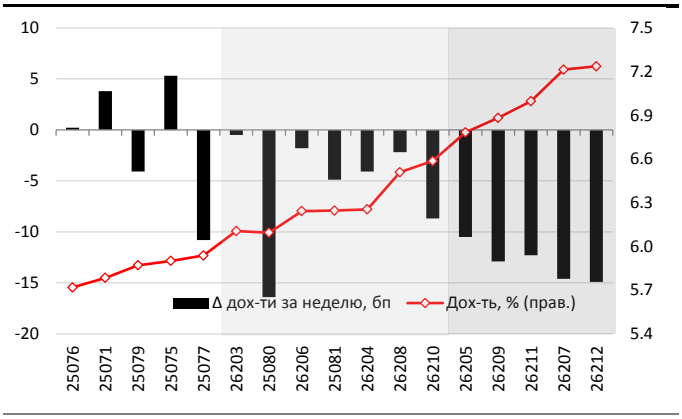
Окончание завершившейся недели на локальном облигационном рынке отметилось стремительным ралли в суверенных и отраслевых бенчмарках. Кривая ОФЗ стала прямым бенефициаром нерезидентского спроса, подогретого массовым «бегством» японских инвесторов на рынки долга развивающихся экономик (в том числе и в локальных валютах). Суверенные рублевые бенчмарки на ключевых дюрациях (4 и 7 лет) одномоментно потеряли в доходностях до 10-15 бп: ОФЗ 26206 (6.09%; -14 бп), ОФЗ 26209 (6.85%; -10 бп), ОФЗ 26207 (7.14%; -13 бп).

**Пятничное изменение доходностей госбумаг развивающихся стран (в локальной валюте), бп.**




Источник: Bloomberg, ММВБ, Росбанк

**Длинные бенчмарки ОФЗ стали бенефициарами спроса на российский суверенный долг.**




Источник: ММВБ, Росбанк

Оптимизм корпоративного сектора не ограничился нисходящим движением базовой кривой: по некоторым комментариям от участников рынка в систему начали поступать пенсионные накопления за 3к'12, что в целом укладывается в практику предыдущих лет, демонстрировавшую приток средств с небольшим лагом к окончанию 1к'13. В этой связи, неудивительной выглядит синхронная коррекция доходностей как отраслевых лидеров первого эшелона (РСХБ, Юникредит, ФСК, Газпром нефть, Норникель), так и бумаг банков, металлургов и телекомов второго эшелона в пределах 15-20 бп.

**Владимир Колычев**
+7 (495) 725-56-37
VKolychev@mx.rosbank.ru

**Евгений Кошелев, CFA, FRM**
+7 (495) 662-1300, доб. 14838
EKoshelev@mx.rosbank.ru

**Владимир Цибанов**
+7 (495) 662-1300, доб. 14834
VNTsibanov@mx.rosbank.ru

## Последние публикации

### Брифинг долговых рынков

Пятница, 5 апреля (Инфляция в марте)

Четверг, 4 апреля (Анонс продаж минфином валюты на открытом рынке обвалил рубль; Сибур)

Среда, 3 апреля (Что сулит «нестандартное» решение Банка России; Металлоинвест, БК Евразия)

Вторник, 2 апреля (Как сыграть на решении Банка России; Русгидро, Евраз)

Понедельник, 1 апреля (План заимствований на второй квартал подтверждает гибкость Минфина; Распадская, РЖД 28)

Пятница, 29 марта (Кривая НДФ на участке 6-12 месяцев обладает наибольшим потенциалом снижения; Ростелеком)

Четверг, 28 марта (Аукционы МинФина подтвердили «осторожный» спрос на длинные ОФЗ, которые мы продолжаем считать недооцененными; Недельная инфляция; Евраз, Теле2)

Среда, 27 марта (Новая пенсионная формула призвана сбалансировать бюджет ПФР; МТС БО1, НЛМК)

### Экономика

**Инфляция в марте** ( рус / eng )

**Итоги апрельского заседания ЦБР** ( рус / eng )

**Апрельское заседание ЦБР** ( рус )

**Экономика в феврале** ( рус / eng )

**Промышленное производство в феврале** ( рус / eng )

**Итоги мартовского заседания ЦБР** ( рус )

**Мартовское заседание ЦБР** ( рус )

**Ликвидность банковского сектора в марте** ( рус )

**Инфляция в феврале** ( рус / eng )

**Экономика в январе** ( рус / eng )

**Промышленное производство в январе** ( рус / eng )

**Итоги февральского заседания ЦБР** ( рус / eng )

**Февральское заседание ЦБР** ( рус )

**Ликвидность банковского сектора** ( рус )

**Инфляция в январе** ( рус / eng )

### Специальные обзоры

**Торговая идея: Покупать ОФЗ 26207** ( eng )

**Квартальный экономический обзор** ( рус / eng )

**Россия в фокусе, февраль** ( рус / eng )

**Норильский никель – профиль эмитента** ( рус / eng )

**Россия в фокусе, январь** ( рус / eng )

**Прогноз факторов ликвидности банковского сектора в 2013 году** ( рус )

**Россия в фокусе, ноябрь** ( рус / eng )

**Квартальный экономический прогноз - Россия: в борьбе со встречными ветрами** ( рус / eng )

**Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП** ( рус / eng )

**Новации ЦБР помогут «расчистить» канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики** ( рус / eng )

**Комментарий к первичному размещению: Внешпромбанк БО-2** ( rus )

## Команда


| Исследования и аналитика | Трейдинг | Продажи финансовым учреждениям | Корпоративные продажи | Инвестиционно-банковские услуги |
|---|---|---|---|---|
| **Владимир Колычев**<br>VKolychev@mx.rosbank.ru<br>+7 (495) 725-5637 | **Борис Брук**<br>BBruck@rosbank.ru<br>+7 (495) 232-9828 | **Марина Петухова**<br>MVPetukhova@rosbank.ru<br>+7 (495) 725-5477 | **Владимир Мацко**<br>vladimir.matsko@socgen.com<br>+7 (495) 725-57-44 | **Михаил Афонский**<br>MAfonsky@rosbank.ru<br>+7 (495) 234-0974 |
| **Александр Попов, CFA**<br>APopov@mx.rosbank.ru<br>+7 (495) 662-1300, доб. 14836 | **Василий Королев**<br>VKorolev@rosbank.ru<br>+7 (495) 234-0986 | **Вера Шаповаленко**<br>VAShapovalenko@rosbank.ru<br>+7 (495) 725-5713 | **Роман Воронин**<br>roman.voronin@socgen.com<br>+7 (495) 725-57-44 | **Виктория Якимова**<br>Yakimova@rosbank.ru<br>+7 (495) 725-5494 |
| **Евгений Кошелев, CFA, FRM**<br>EKoshelev@mx.rosbank.ru<br>+7 (495) 662-1300, доб. 14838 | **Александр Ройко**<br>ARoiko@rosbank.ru<br>+7 (495) 604-7461 | **Павел Малявкин**<br>PVMalyavkin@rosbank.ru<br>+7 (495) 725-5713 | **Евгений Курочкин**<br>evgeniy.kurochkin@socgen.com<br>+7 (495) 725-57-44 | **Татьяна Амброжевич**<br>TAmbrozhevitch@mx.rosbank.ru<br>+7 (495) 956-6714 |
| **Владимир Цибанов**<br>VNTsibanov@mx.rosbank.ru<br>+7 (495) 662-1300, доб. 14834 | **Михаил Петушков**<br>MAPetushkov@rosbank.ru<br>+7 (495) 604-7461 | | **Александра Павлова**<br>avpavlova@rosbank.ru<br>+7 (495) 725-57-44 | **Юрий Новиков**<br>YSNovikov@mx.rosbank.ru<br>+7 (495) 234-0974 |
| **Александр Сычев**<br>AASychev@mx.rosbank.ru<br>+7 (495) 662-1300, доб. 14837 | **Дмитрий Зайцев**<br>DZaitsev@rosbank.ru<br>+7 (495) 721-9557 | | **Роман Будаев**<br>roman.budaev@socgen.com<br>+7 (495) 725-57-44 | |
| **Алексей Думнов**<br>ADumnov@mx.rosbank.ru<br>+7 (495) 662-1300, доб. 14835 | | | **Андрей Галкин**<br>aagalkin@rosbank.ru<br>+7 (495) 725-57-44 | |


Настоящий обзор предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, Росбанк не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни Росбанк, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ОАО АКБ «РОСБАНК», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © Росбанк 2013