

Надежда на снижение геополитической премии по российским активам появилась на текущей неделе после весьма сдержанных комментариев Правительства РФ относительно итогов референдума, прошедшего на юго-востоке Украины. Следующей важной точкой в украинском кризисе должны стать президентские выборы в стране, назначенные на 25 мая. В сегменте рублевого рынка в расчете на дальнейшую стабилизацию ситуации рекомендуем сделать ставку на выравнивание кривой процентных свопов.

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Нейтральная позиция России – позитивный сигнал для инвесторов.

Напомним, представители самопровозглашенных Донецкой и Луганской народных республик 12 мая подвели итоги референдумов, которые оказались весьма очевидными: в Донецкой республике за суверенитет высказалось 89,7% голосовавших, в Луганской — 96,2% от пришедших на участки граждан. Западные страны, как и ожидалось, не признали итогов референдума, однако более важным фактором, на наш взгляд, явилась реакция России. Пресс-служба президента РФ опубликовала крайне нейтральный комментарий относительно референдума: «В Москве с уважением относятся к волеизъявлению населения Донецкой и Луганской областей и исходят из того, что практическая реализация итогов референдумов пройдет цивилизованным путем, без каких-либо рецидивов насилия, через диалог между представителями Киева, Донецка и Луганска».

В результате Россия после присоединения Крыма старается перейти на нейтральную сторону в конфликте на юго-востоке Украины и абстрагироваться от вооруженных столкновений в самопровозглашенных республиках. В тоже время новые санкции против России со стороны Запада продолжают носить точечный характер, не затрагивая экономику страны в целом. Желание России сохранить нейтралитет для инвесторов (в том числе и глобальных спекулянтов) может являться позитивным сигналом, который сможет частично нивелировать геополитическую премию в цене многих российских активов.

В самой Украине ситуация остается напряженной – продолжаются столкновения между сторонниками киевской власти и федерализации. Вместе с тем российские официальные лица продолжают сохранять нейтральную позицию, не делая резких заявлений. Ближайшей вероятной переломной точкой в данном конфликте могут стать президентские выборы в Украине 25 мая. В случае налаживания диалога как между западом и востоком страны, так и в международном сообществе (в т.ч. и с Россией) можно ожидать дальнейшей переоценки российской геополитической премии.

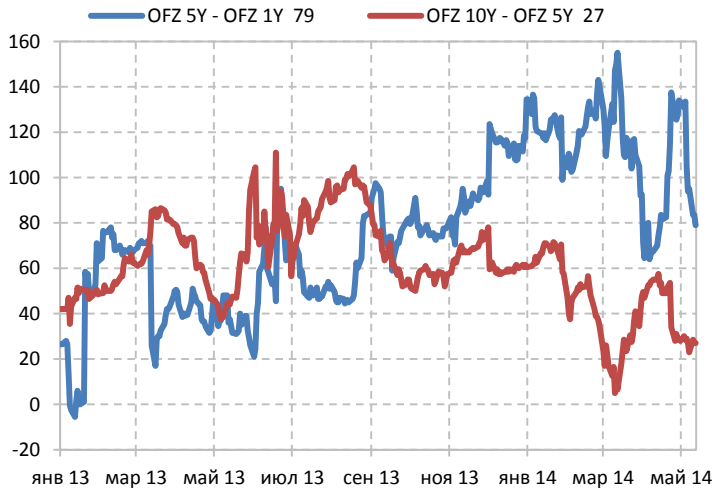
На что сделать ставку при ограничении риска?

В рублевом сегменте долгового рынка госбумаги выглядят достаточно дорого относительно текущей ставки РЕПО ЦБ на уровне 7,5% годовых. Так, уровень carry относительно ключевой ставки регулятора уже по всей длине кривой (1Y, 5Y, 10Y) достиг средних значений второй половины 2013 г. Downside до уровней начала 2013 г., когда на рынке преобладали ожидания снижения ставок Банком России, на текущий момент по-прежнему составляет 25-35 б.п. по коротким и длинным ОФЗ и порядка 45-50 б.п. по среднесрочным ОФЗ (средний участок кривой выглядит более комфортно по сравнению с длинными бумагами). В результате без формирования ожиданий скорого перехода Банка России к циклу снижения ставок расти дальше рынку ОФЗ будет крайне трудно.

Другим немаловажным фактором является оценка рисков, которые, несмотря на текущую локальную стабилизацию, остаются крайне высокими. Пока инвесторы воспринимают ситуацию на Украине, руководствуясь принципом «отсутствие крайне плохих новостей – это хорошая новость». В результате текущая стабилизация рынков выглядит «тонким льдом», и открывать глобальные направленные позиции с российским риском по-прежнему крайне рискованно из-за непредсказуемости течения украинского конфликта и роли России в нем. При этом официального заявления Президента РФ относительно референдума пока не было, что также несет в себе определенные риски. Кроме того в среднесрочной перспективе фокус инвесторов может сместиться с украинского кризиса на российскую негативную экономическую статистику, что будет оказывать давление на рынки.

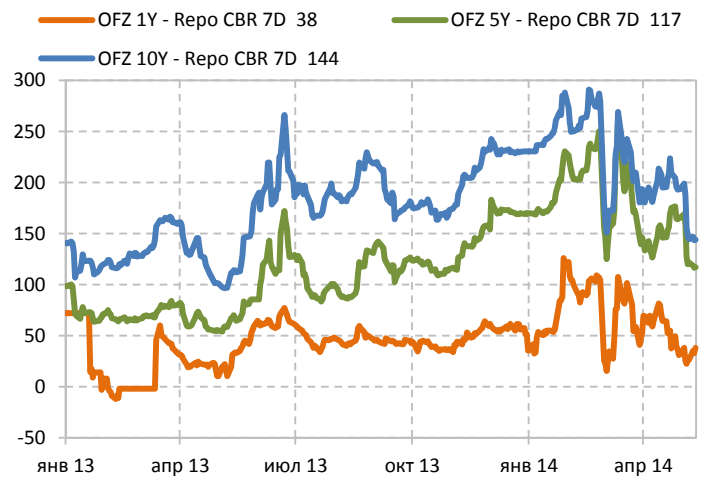
Таким образом, при текущей «надежде на стабилизацию» по-прежнему рекомендуем ограничить рыночный риск открываемых позиций. В результате направленная покупка ОФЗ на достигнутых уровнях выглядит неинтересно.

Спрэды на кривой ОФЗ, б.п.



Источник: Bloomberg (на 15.05.2014)

Спрэды ОФЗ с РЕПО ЦБ, б.п.



Источник: Bloomberg (на 15.05.2014)

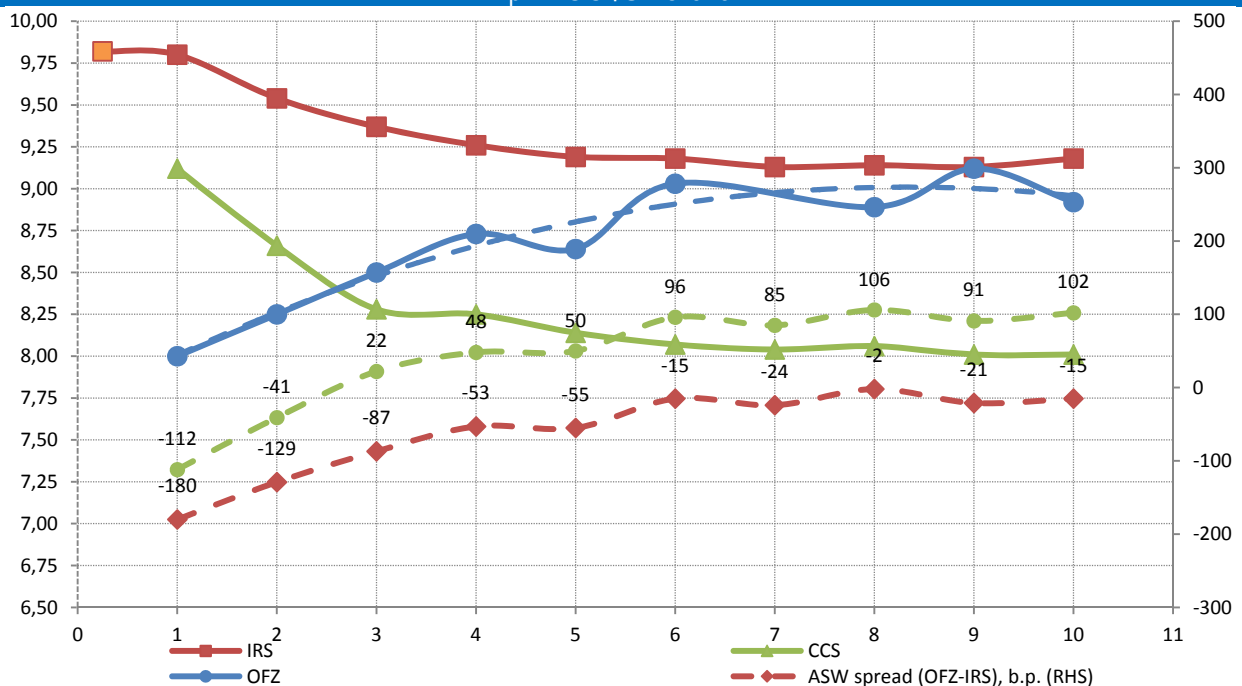
Рекомендуем обратить внимание на кривые IRS/CCS, которые остаются инвертированными, что говорит о сохранении стресса на рынке и отсутствии ожиданий скорого перехода ЦБ к снижению ставок. Более того, данный вид кривых отражает опасения нового ухудшения ситуации на рынках.

Так, на кривой IRS спрэд между годовым и 5-летним контрактом составляет «-60 б.п.», что открывает потенциал для его сужения до нулевого значения. Рекомендуем открыть позицию по годовому контракту (pay flow, receive fix) против 5-летнего (pay fix, receive flow) при формировании нейтрального DV позиции. Данная стратегия позволяет ограничить риски эскалации украинского конфликта – локальный минимум по спрэду за текущий кризис составлял «-87 б.п.» (рекомендуется установить stop loss вблизи данного уровня). Кроме того, стратегия с использованием процентных свопов позволяет свести к минимуму фондирование сделки, а также утилизацию капитала (за счет DV neutral).

Отрицательный спрэд между 1 и 5 годами на кривой CCS составляет 88 б.п., однако с практической точки зрения стратегия на выравнивание кривой для российских участников труднореализуемая из-за сложности закрытия сделок «wrong way», по которой инвестор платит доллары, а получает рубли (контрагенты-нерезиденты требуют дополнительной премии из-за нежелания поставлять рубли).

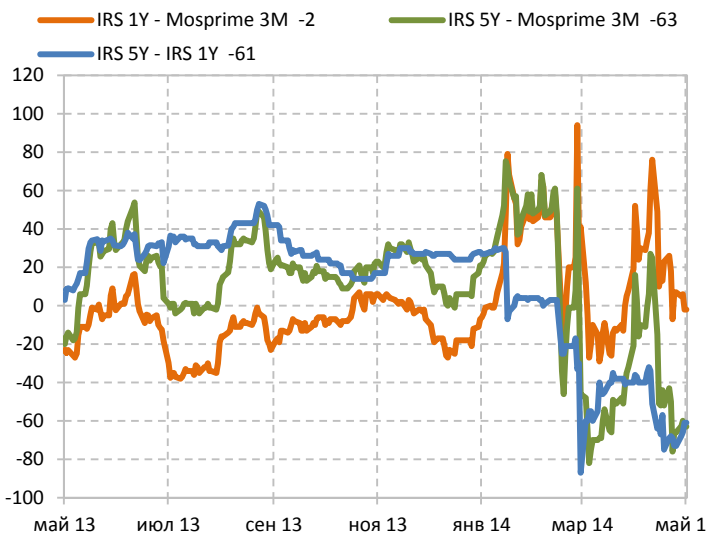
В результате в качестве основной стратегии на ближайшие 3 месяца мы рекомендуем выбрать постепенное снижение инверсии кривых.

Кривые ОФЗ и свопов



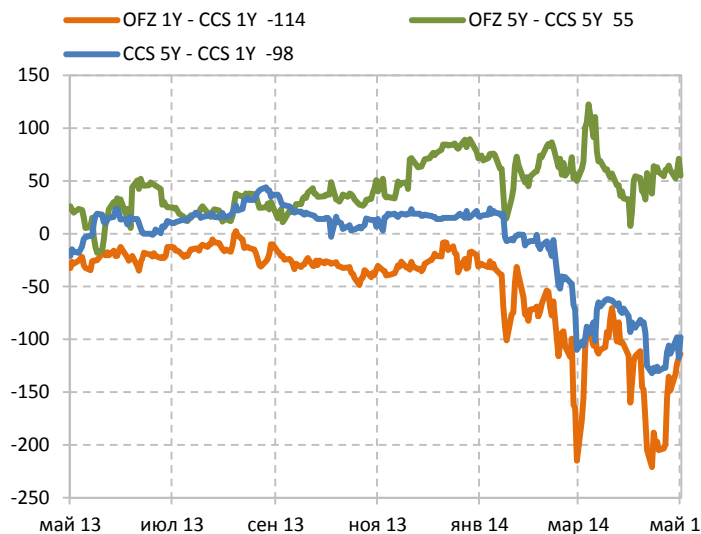
Источник: Bloomberg (на 15.05.2014)

Спрэды кривой IRS, б.п.



Источник: Bloomberg (на 15.05.2014)

Спрэды кривой CCS, б.п.

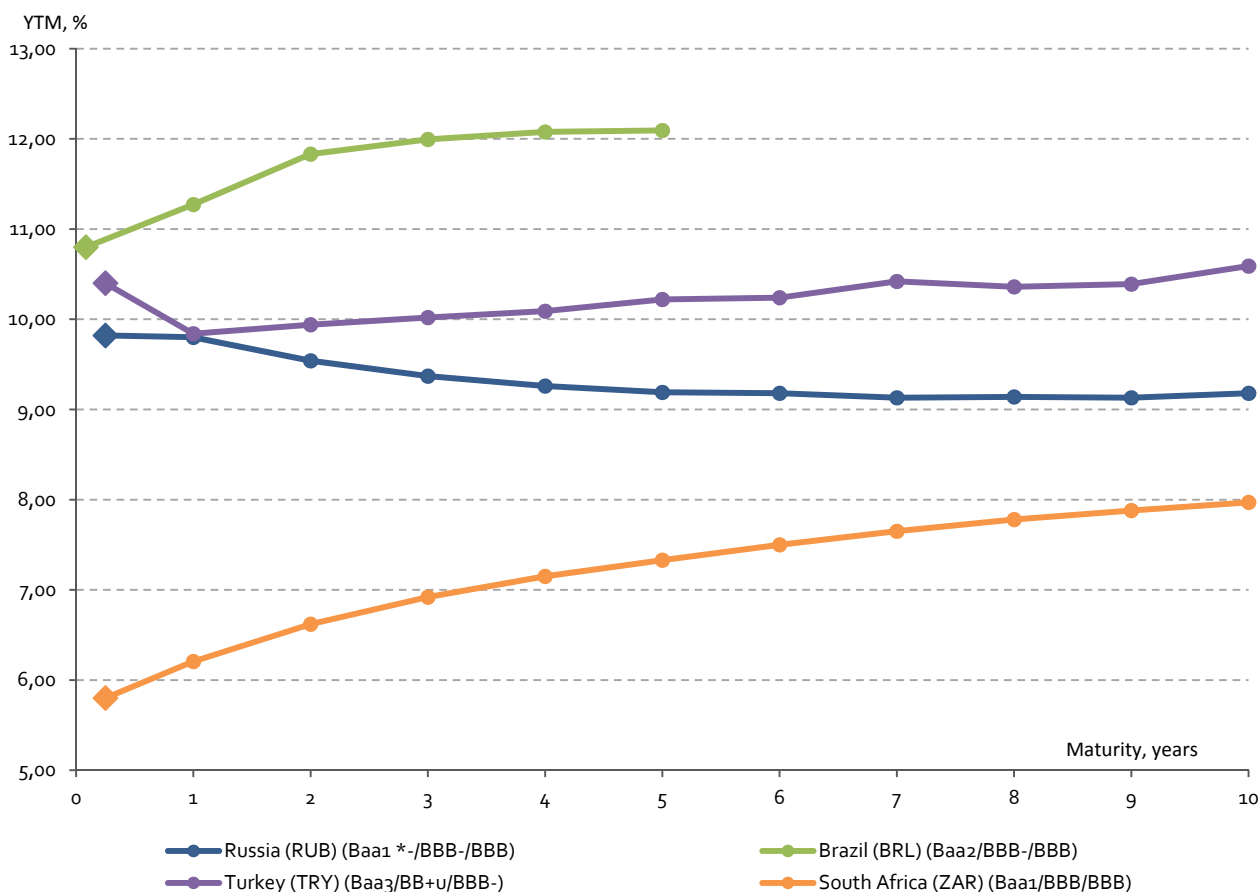


Источник: Bloomberg (на 15.05.2014)

Отметим также, что формы кривых процентных свопов сопоставимых развивающихся стран имеют нормальные формы кривых. В частности, кривая Турции, где ставка ЦБ в конце января была резко повышена с 4,5% до 10,0% имеет практически плоский вид, хотя flow rate находится выше котировок коротких контрактов IRS. Кроме того, давление инфляции в стране угрожает дальнейшим ужесточением монетарной политики.

В результате текущая инверсия кривой RUB IRS отражает эффект от недавнего стресса на российском рынке и носит временный характер – ждем возвращения к плоской форме по мере стабилизации ситуации.

Кривые IRS EM



Источник: Bloomberg (на 15.05.2014)

**ОАО «Промсвязьбанк»
PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кащеев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
Директор по исследованиям и аналитике

Роман Османов OsmanovR@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10
Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов FroloviG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Олег Шагов Shagov@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

Екатерина Крылова KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев GolubevIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

Елена Федоткова FedotkovaEV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16

Алексей Егоров EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Алина Арбекова ArbekovaAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

Дмитрий Монастыршин Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86

Богдан Круть KrutBV@psbank.ru +7 (495) 228-39-22

Иван Хмелевский Khmelevsky@psbank.ru +7 (495) 411-51-37

Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Юлия Рыбакова Rybakova@psbank.ru +7 (495) 705-90-68

Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96

Денис Семеновых SemenovykhDD@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14

Николай Фролов FrolovN@psbank.ru +7(495) 228-39-23

Борис Холжигитов KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин Skabelin@psbank.ru +7(495) 411-51-34

Иван Заволоснов ZavolosnovIV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Александр Сурпин SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили DavitiashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Сергей Миленин Milenin@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

Александр Бараночников Baranoch@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко FedosenkolY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор представляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.