

X Российский облигационный конгресс

6–7 декабря 2012, Санкт-Петербург

Организатор:



Генеральные спонсоры:



Спонсор гала-ужина:

Официальные партнеры:



Спонсор приема:

Спонсоры:



Спонсор турниров по боулингу и бильярду:



При участии:



Информационные партнеры:





ГАЗПРОМБАНК

Основные тренды рублевого рынка облигаций

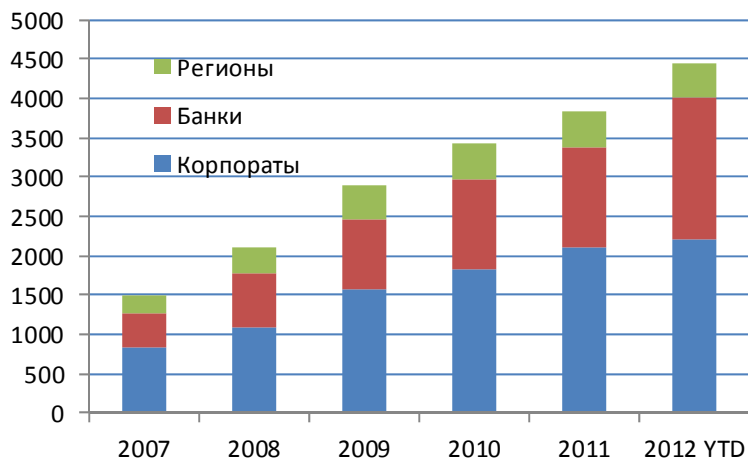
7 декабря 2012 г.



В 2012 RUB рынок негосударственных бумаг вырос до RUB4,5 трлн (+16,6% YTD)

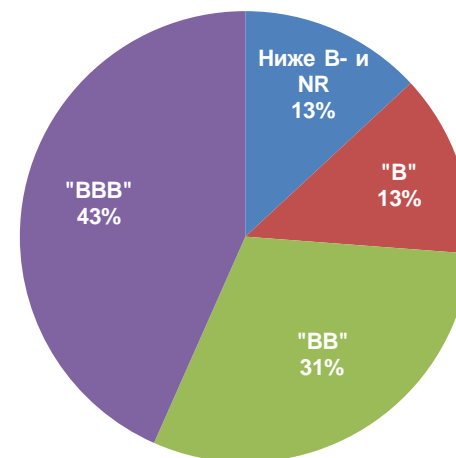
- Рост неравномерен. Лидером стали банковские заемщики (+42,4% YTD до RUB1,8 трлн), в аутсайдерах регионы (-3,8% YTD, до RUB 0,44 трлн), последние три месяца корпораты пытаются наверстать упущенное (+5,2% , до RUB2,2 трлн).
- Доля качественных выпусков ("BBB") продолжила расти — до 43,7% (+2,3 п.п.) всех выпусков в обращении, рейтинговой категории ниже «B-» и без рейтинга снижаться — до 16,2% (-2,5 п.п.). В 2012 г. ¾ новых размещений пришлось на выпуски категорий «BBB» и «BB».
- В целом выплаты купонов (RUB 0,35 трлн) было достаточно для поддержания половины прироста рынка (RUB 0,63 трлн). «Пенсионные» деньги почти не участвовали в росте рынка рублевого долга (RUB 0,12 трлн).

Рынок 2012 рост за счет бондов банков...пока



Источник: ММВБ, расчеты ГПБ

Структура новых размещений 2012



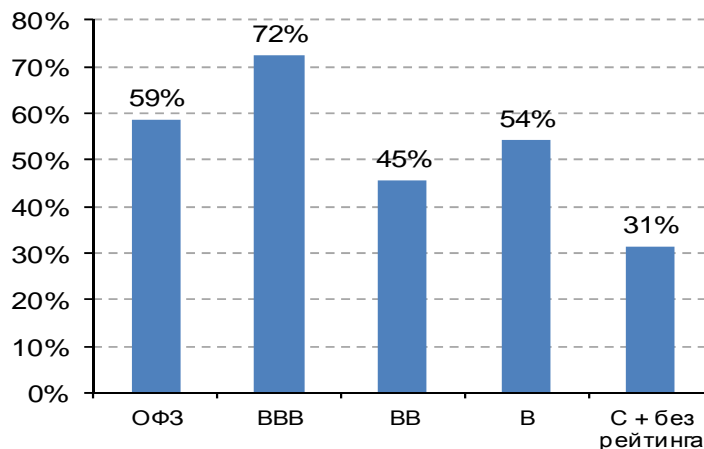
Источник: ММВБ, расчеты ГПБ



Российские банки: попросят ли премию за 387-П?

- **Российские банки – ключевые участники долгового рынка.** Суммарные инвестиции на 01 ноября 2012 г. – RUB4,3 трлн. в рублевый долг (вкл RUB1,8 трлн вложений в ОФЗ), еще 0,8 трлн руб. в бумаги в других валютах.
- **Наибольший вес – бумаги «инвестиционной» категории:** их доля в портфелях рублевого долга банков превышает 75%. Дальнейшая ребалансировка вероятна после выхода **Положения 387-П**, ужесточающего требования к банкам по процентному и фондовому риску (с 01.02.2013 г.).
- **Прямое следствие** – рост давления на капитал банков (13,2% на 01.11.2012 г.). **Цена вопроса** – 0,4 п.п. от норматива Н1 по всей банковской системе, по выборочным банкам из ТОП-30 может достигать до 2,0 п.п.
- **Вероятное следствие** – желание банков «получить компенсацию» за снижение Н1 из-за бондов категории ниже «BBB-» (на 40-80 б.п.). С учетом невысокой доли банков в данном сегменте рынка рост «дополнительная премии» будет скромнее (20-40 б.п.)

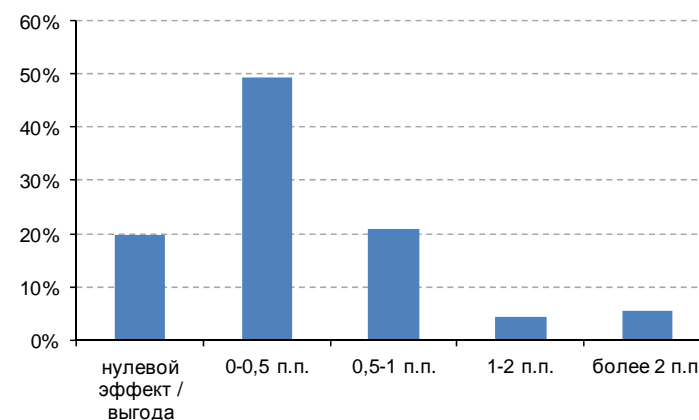
Банки – ключевые участники рынка рублевого долга *



* по состоянию на 01 октября 2012 г.

Источник: ММВБ, ЦБ РФ, расчеты ГПБ

Просадка Н1 российских банков от вступления в силу 387-П – 0,4 п.п. *



* для банков ТОП-100

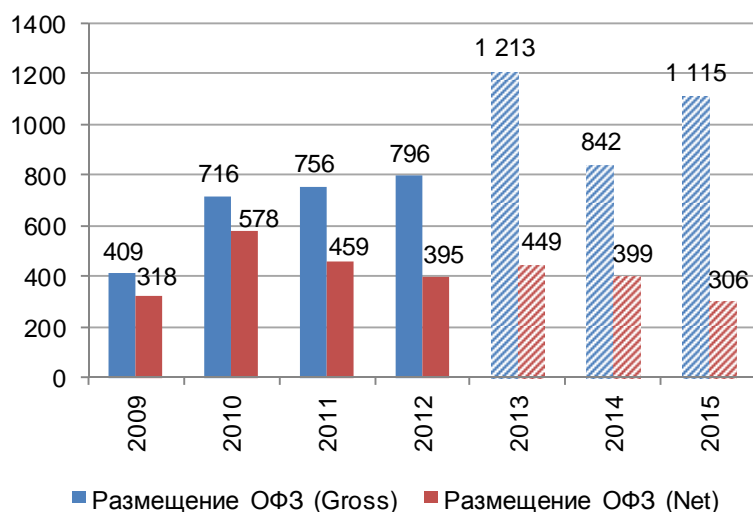
Источник: ЦБ РФ, расчеты ГПБ



Ралли в ОФЗ близко к завершению, на очереди регионы?

- **Ожидание либерализации рынка ОФЗ в 2012 г.** – главный драйвер снижения доходности госбумаг на внутреннем долговом рынке на 100-150 б.п. в зависимости от дюрации.
- **Иностранцы основная движущая сила ралли в ОФЗ.** За 3К12 из \$6 млрд нетто-размещений выпусков ОФЗ иностранные инвесторы купили российских госбумаг примерно на \$5 млрд, притом что основные держатели российских гособлигаций – российские банки – сократили свои портфели ОФЗ на \$3,7 млрд.
- **Дальнейший потенциал** сужения спреда доходности ОФЗ оценивается на уровне 25-50 б.п. Вслед за суверенным сегментом спрос нерезидентов распространится на субфедеральные и корпоративные выпуски.

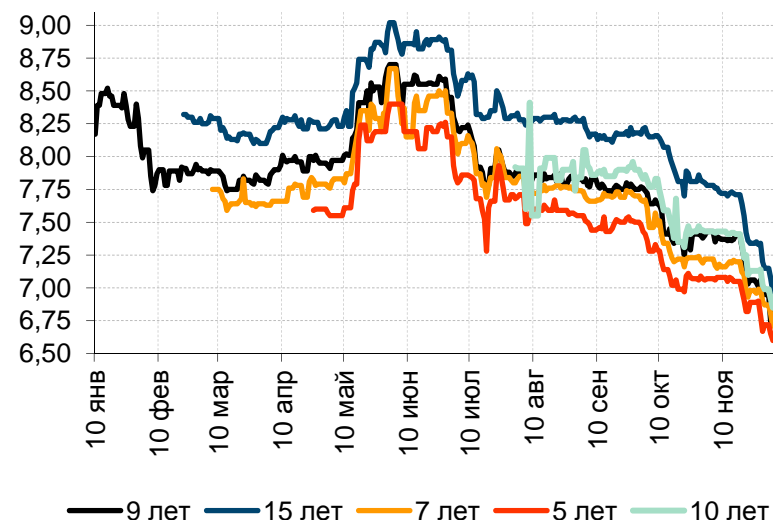
Размещение ОФЗ, млрд руб., 2009-2015П*



*- 2012 г. – фактически е данные и план Минфина на 4К12

Источник: ГПБ, ММВБ

Динамика доходностей ОФЗ в 2012 г.

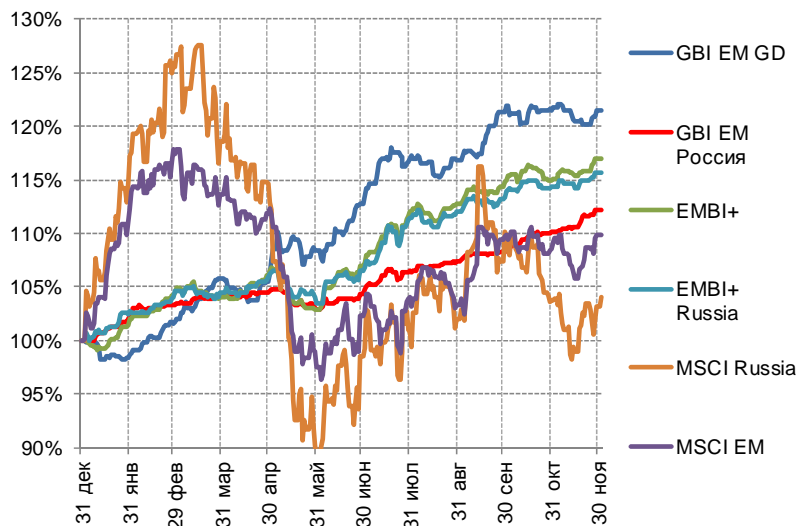


Источник: ММВБ, ГПБ



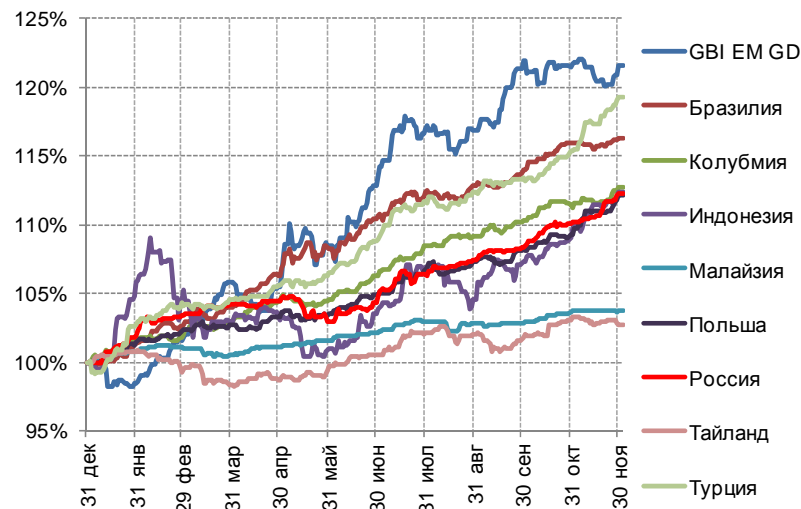
Локальный рынок России в 2013 г.: время догонять конкурентов

Локальные рынки EM: опережающий рост на фоне других классов активов (Total Return)



Источник: Bloomberg

Российские госбумаги отставали на фоне других локальных рынков EM



Источник: Bloomberg

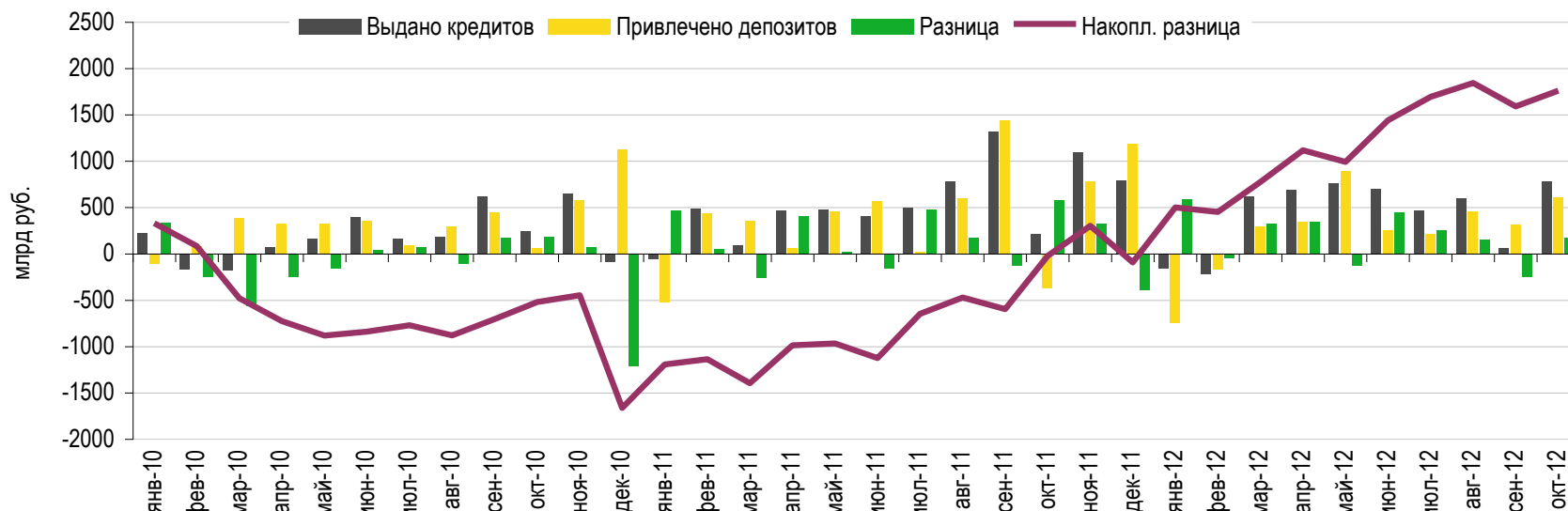
- **Локальные рынки облигаций – лидеры роста рынков EM в 2012 г.** Индекс JP Morgan GBI-EM Global Diversified (Total Return), на который ориентируются инвесторы в локальные долговые рынки EM, в 2012 г. показал более высокий доход по сравнению с другими классами активов: еврооблигациями (EMBI+) и акциями (индекс MSCI EM).
- **В 2012 г. локальный рынок облигаций России отставал от рынков EM.** Несмотря на внушительное ралли в ОФЗ в 2012 г., на фоне индекса GBI-EM Global Diversified Россия показывала отстающую динамику из-за отсутствия возможности осуществлять расчеты в Euroclear / Clearstream. Либерализация рынка облигаций будет способствовать сокращению «разрыва» в доходности российского сегмента по сравнению с индексом (Total Return).

Мы ожидаем улучшения ситуации с ликвидностью в 2013 году

- Депозитные ставки высоки, это привлекает клиентов
- Наш прогноз оттока капитала на 2013 г. составляет 50 млрд долл. при цене на нефть 110 долл/б
- Рост кредитования замедлится до 16%
- Ставка рефинансирования будет постепенно снижаться

Депозиты, накопленные в 2010 году, полностью потрачены банками в 2011 году

Ежемесячный объем чистой выдачи кредитов, привлечения депозитов и разрыв между ними



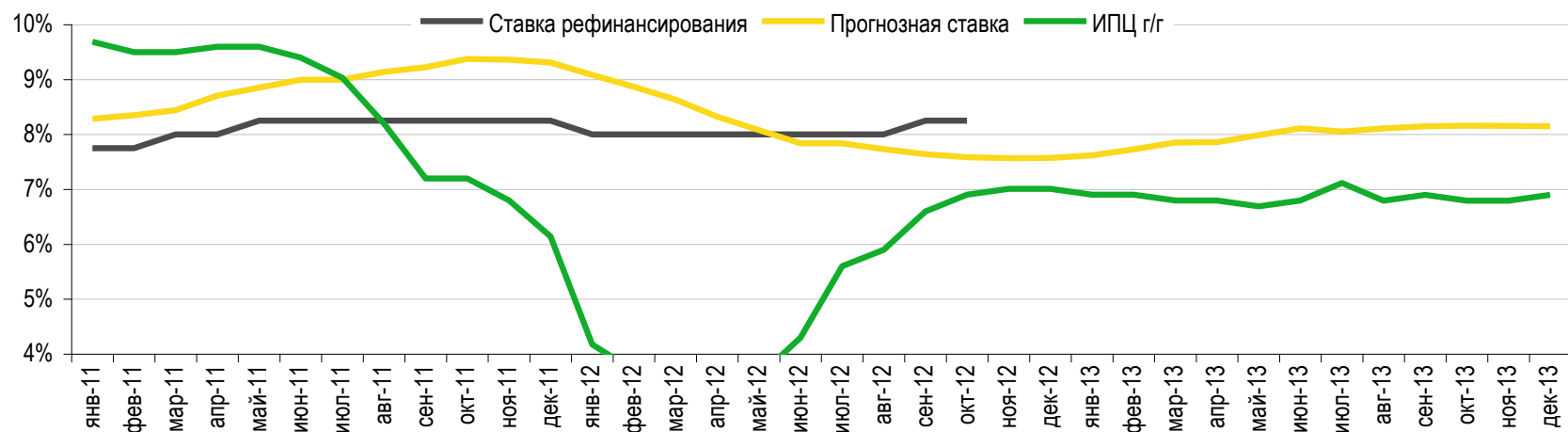
Источник: ЦБ

ЦБ сможет понизить ставку рефинансирования до 8%

- Мы ожидаем, что инфляция останется в диапазоне 6,5-7%
- Рост ВВП сейчас очень слабый, однако он немного ускорится во 2 п/г 2013 г.
- В настоящий момент ставка, отвечающая прошлой политике ЦБ, составляет 7,5%
- В сентябре ЦБ удивил рынок, ставка сейчас выше оптимальной
- Оптимальная ставка на среднесрочную перспективу составляет 8%

ЦБ сделал неожиданный шаг в сентябре

Реальная и прогнозная ставки рефинансирования, %



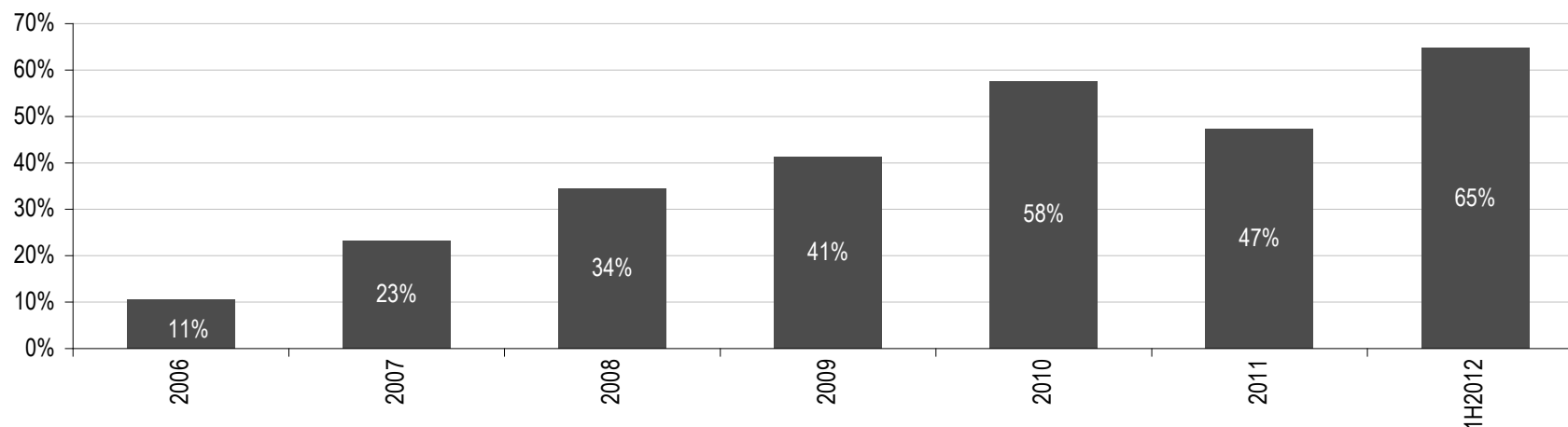
Источник: ЦБ, Росстат, оценки Уралсиба

Функция цены на нефть

- ЦБ расширяет коридор бивалютной корзины
- Тем не менее, рубль остается экономическим инструментом (ограничение импорта, бюджет)
- В мае ЦБ купил 2 млрд долл. на фоне обвала нефтяных цен
- Правительство ожидает средний курс на уровне 32,4 руб/\$ в 2013 году при нефти 97 \$/б
- Наш прогноз среднего курса рубля – 30,4 руб/\$ при нефти 110 \$/б

Если это не тенденция, то что?!

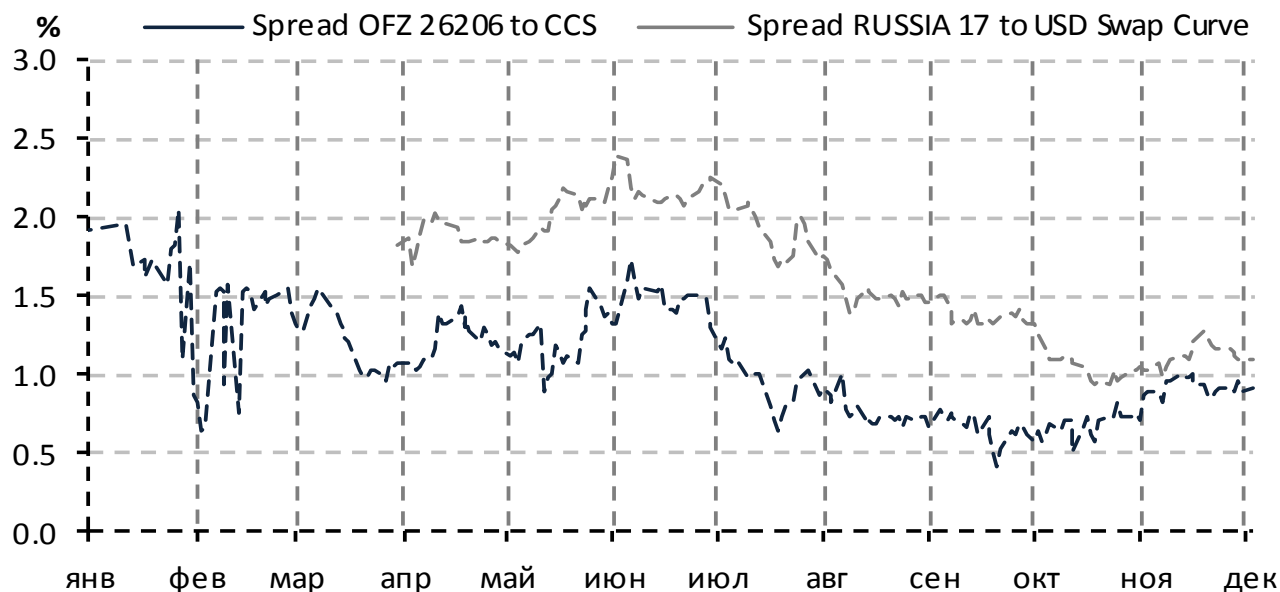
Дневная корреляция обменного курса руб/ \$ и нефтяных фьючерсов WTI



Источник: Bloomberg, оценки Уралсиба

ОФЗ с точки зрения нерезидентов

- Локальный рынок суверенного долга дороже в сравнении с евробондовым в России и Турции (спред к межвалютным свопам в ОФЗ уже, чем в еврооблигациях)
- Во многом из-за резкого опережающего снижения стоимости межвалютных свопов, спред ОФЗ-CCS расширился с 60 бп в октябре до почти 100 бп сейчас
- В Мексике либерализация рынка уже фактически состоялась, но спред локальных бондов к CCS не падал ниже 50 бп



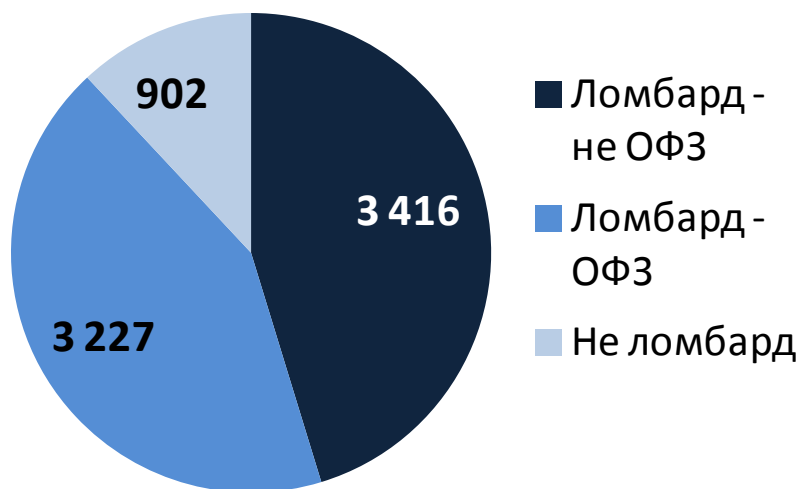
Локальные рынки - спред госбондов к CCS на 5 годах:

- Россия (100 бп)
- Мексика (110 бп)
- Турция (100 бп)
- Бразилия (300 бп)

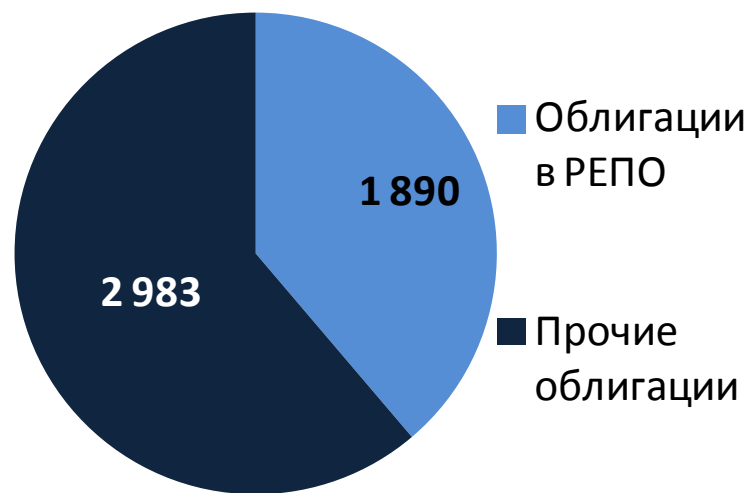
РЕПО на облигациях

- Структура рынка ОФЗ – сверхкомфортные условия для репования: 88% всего объема бондов входит в Ломбардный список
- Механизм РЕПО ЦБ с облигациями задействован пока менее чем на 40% от своего максимального потенциала

Рынок облигаций, без ГСО – 7.5 трлн



Облигации у банков на – 4.9 трлн



ОФЗ

Ралли в секторе госбумаг в I квартале продолжится, кривая станет еще более плоской: рекомендуем «держать» длинные ОФЗ.
Для частичного хеджирования позиции рекомендуем long ОФЗ 25079/75 при short ОФЗ 26004 (позиция нейтральна по дюрации)

РиМОВ

Субфедеральные и муниципальные облигации: тренд 2013 г. (низкий кредитный риск, минимальное давление на капитал, привлекательная премия к ОФЗ).
Рекомендуем покупать выпуски РиМОВ с премией к ОФЗ от 200-220 б.п.

Эмитенты реального сектора экономики

Особый интерес к бумагам с рейтингом BBB+/BBB в виду низкого давления на капитал (ФСК ЕЭС).
Умеренно интересны среднесрочные бумаги I – II эшелонов с рейтингом не ниже BB- (ВымпелКом, Евраз, Теле2, АЛРОСА, НОВАТЭК);

Банки

Рекомендуем покупать банковские облигации с рейтингом не ниже BBB+/BBB с премией к ОФЗ от 230-250 б.п. (МСП Банк, а также Юникредит Банк, Росбанк, Русфинанс Банк, Дельта Кредит....)

...параллельная идея – покупка облигаций «дочек» европейских банков: ставка на сужение спредов к бондам локальных эмитентов (+ КЕБ и ОТП Банк)

Отдельные кредитные истории: МКБ, АК Барс, Ренессанс Капитал, Запсибкомбанк, Татфондбанк

Суборд ТКС Банк-18 (100,8, YTM 13,8%) + Currency swap 1Y (32,56 руб.) \approx 16% годовых в рублях

НУ

Доходность на любой вкус: Связной, 01 (14,6%), Мечел, 15, 16 (16,3%), Домашние деньги, 01 (26,3%) и ТГК-2, БО-01 (32,6%)!

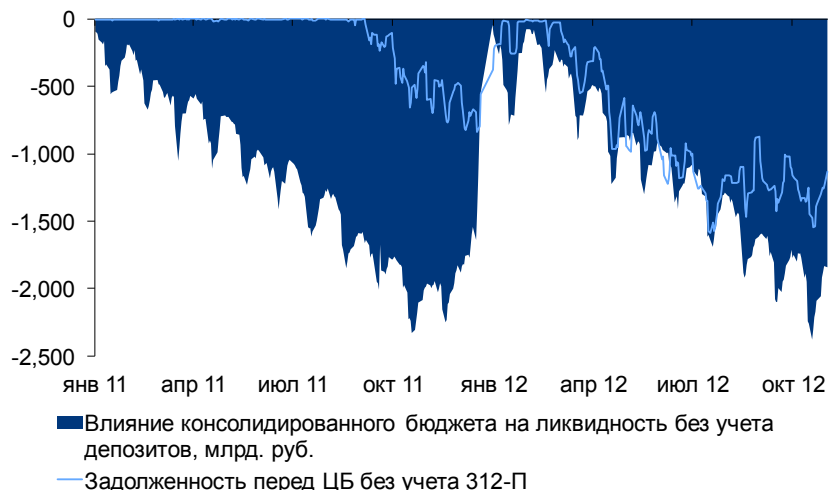
Рынок долговых обязательств

Декабрь 2012



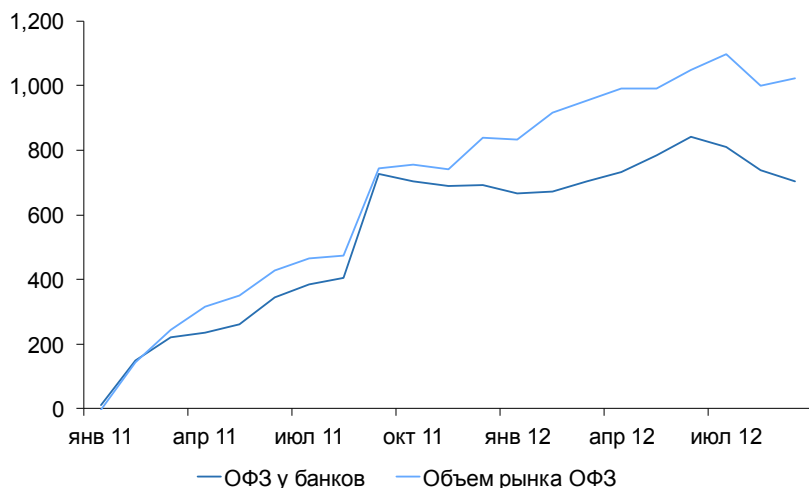
Приток инвесторов в ОФЗ ограничивает рост обеспечения у банков

Профицит консолидированного бюджета



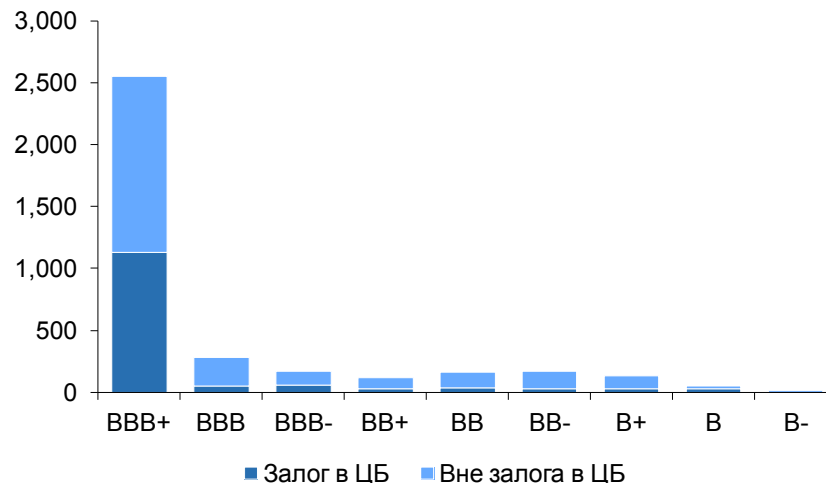
Источник: Банк России, оценка ВТБ Капитала

Объем ОФЗ как залогового обеспечения не растет



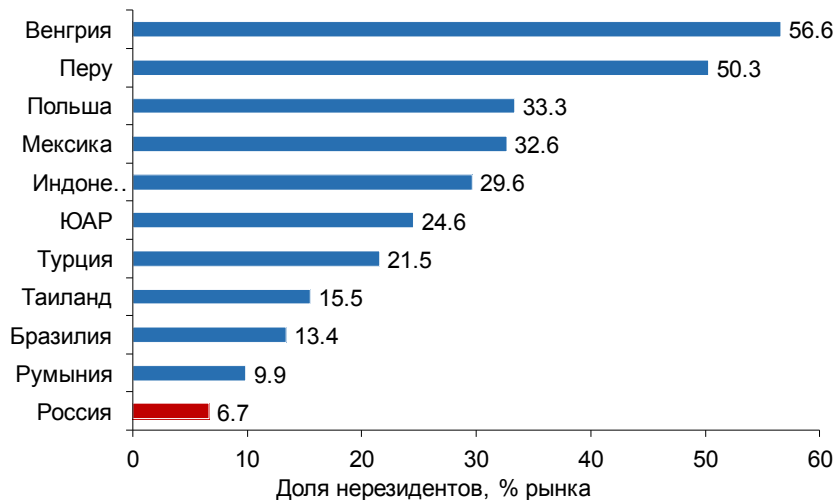
Источник: Банк России, оценка ВТБ Капитала

Основа залогового обеспечения – ВВВ бумаги



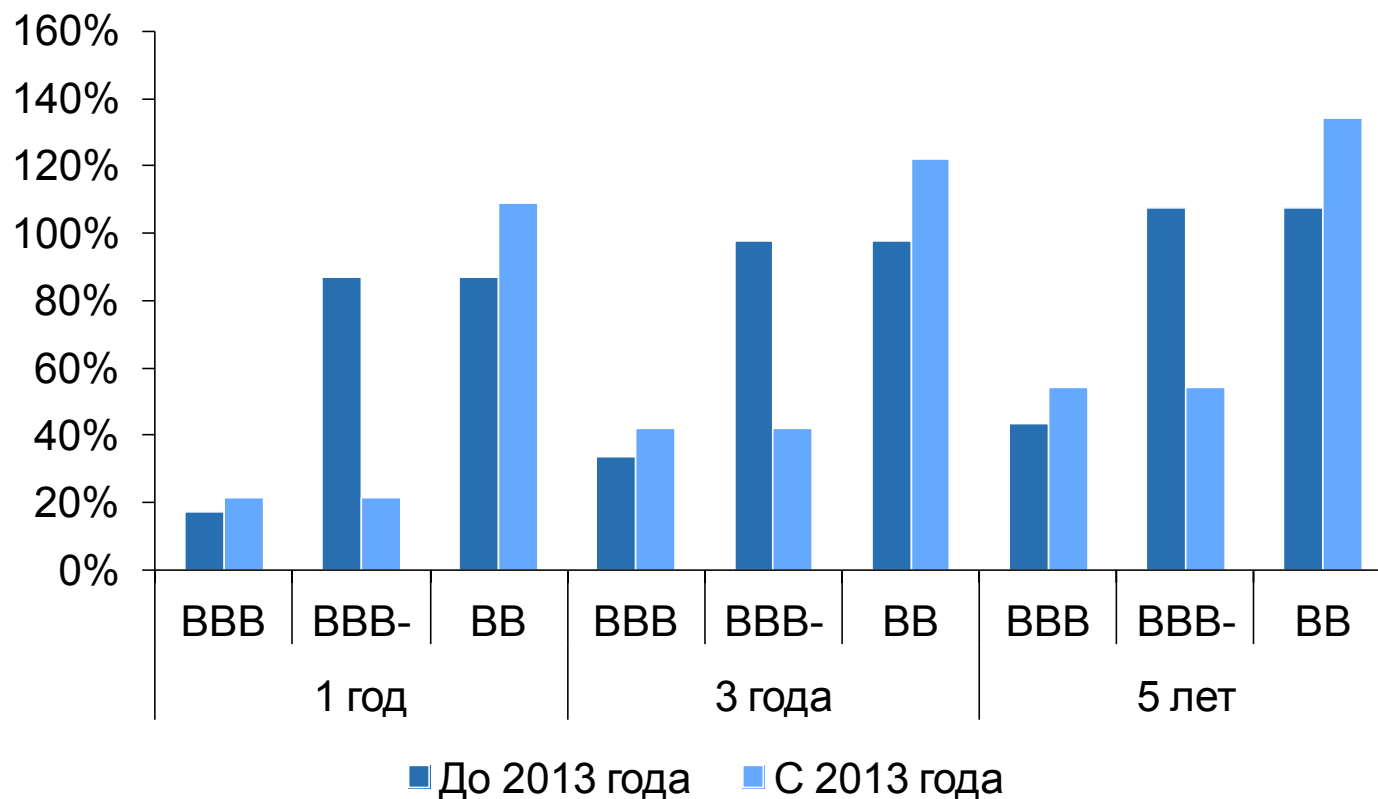
Источник: Банк России, оценка ВТБ Капитала

... и вряд ли вырастет после Euroclear



Источник: Банк России, оценка ВТБ Капитала

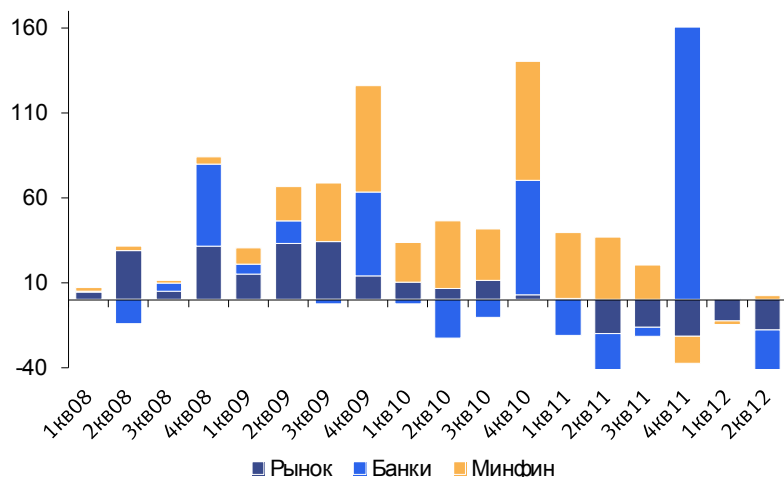
Норматив достаточности Н1: станет меньше, чем сейчас



Источник: Банк России, оценка ВТБ Капитала

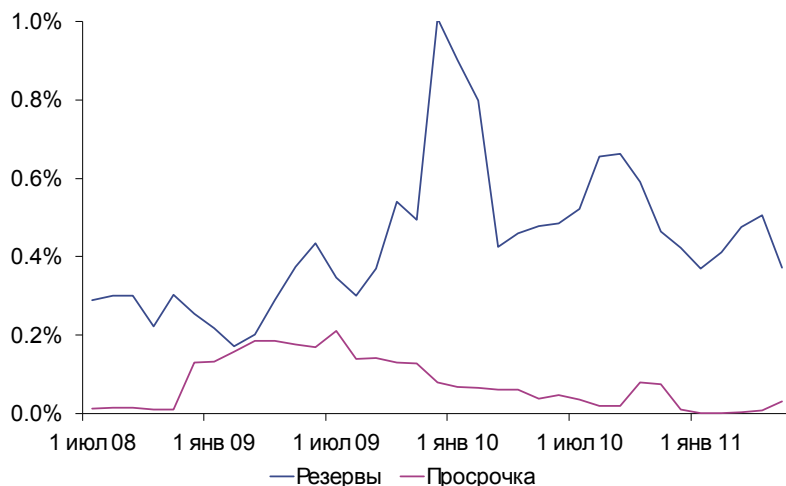
Настает эпоха ренессанса субфедеральных облигаций?

Бюджетные кредиты: предложение облигаций бюджет



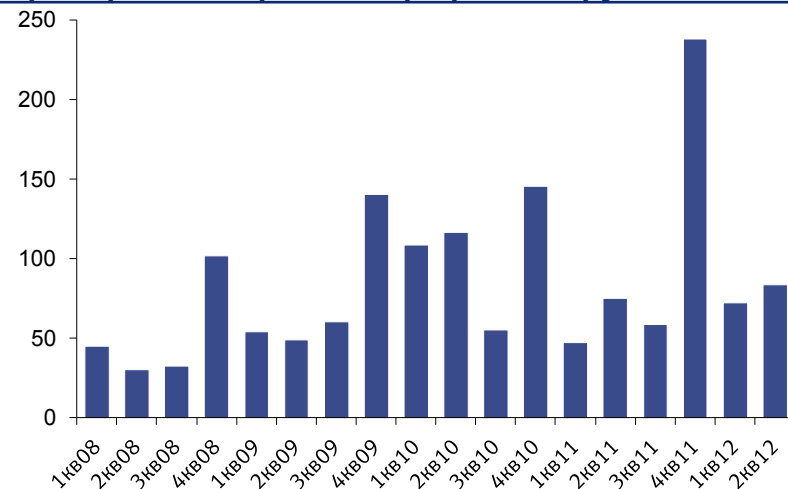
Источник: Федеральное Казначейство, оценка ВТБ Капитала

Высокое кредитное качество регионов



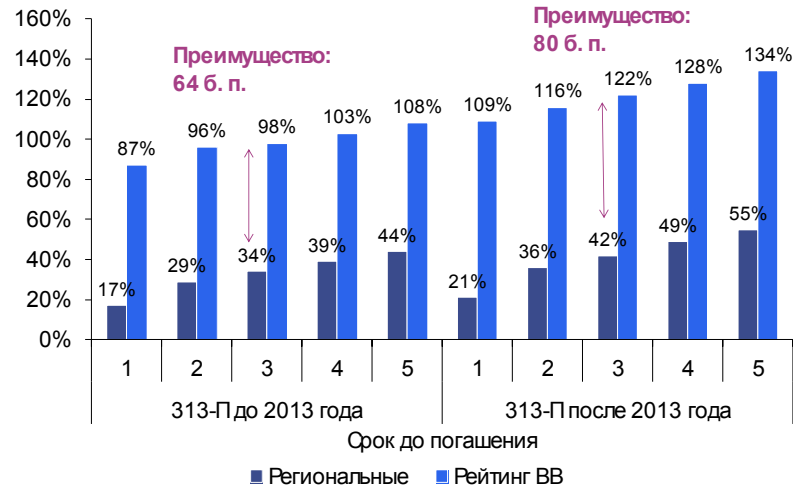
Источник: Банк России, оценка ВТБ Капитала

Оборот кредитов: регионы рефинансируют всегда



Источник: Банк России, оценка ВТБ Капитала

Регионы в выигрышном положении для капитала



Источник: Банк России, оценка ВТБ Капитала

Раскрытие информации

ВТБ Капитал

ВТБ Капитал и/или аффилированные с ним организации, осуществляющие деятельность за пределами США, (собирательное название – “Группа ВТБ”) находятся в деловых отношениях и стремятся к установлению таковых с компаниями, деятельность которых освещается в их аналитических обзорах. В связи с этим инвесторы должны осознавать возможность конфликта интересов, который может повлиять на объективность настоящего обзора.

При принятии того или иного инвестиционного решения инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим обзором. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг или иных финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в настоящем аналитическом обзоре, ни любая другая информация, касающаяся темы данного обзора, которая может быть распространена в будущем, не могут быть использованы в качестве основы для возникновения какого-либо контракта. Информация, содержащаяся в настоящем обзоре, и выводы, сделанные на ее основе, были получены из открытых источников, которые Группа ВТБ считает надежными. Несмотря на всю тщательность, с которой готовился настоящий обзор, ни один аналитик, директор, руководитель, сотрудник, агент или советник любого члена Группы ВТБ не дает каких-либо гарантий или заверений, выраженных или подразумеваемых, и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении надежности, точности или полноты информации, содержащейся в настоящем аналитическом обзоре. Мы в прямой форме снимаем с себя ответственность и обязательства в связи с любой информацией, содержащейся в настоящем обзоре. Любая информация, содержащаяся в настоящем обзоре, может изменяться в любое время без предварительного уведомления. Ни один из членов Группы ВТБ не берет на себя обязательств по обновлению, изменению, дополнению настоящего аналитического обзора или уведомлению читателей в какой-либо форме в том случае, если какой-либо из упомянутых в обзоре фактов, мнений, расчетов, прогнозов или оценок изменится или иным образом утратит актуальность, либо анализ упоминаемой в нем компании будет прекращен. Помимо этого, следует иметь в виду, что прошлые результаты не являются индикатором будущих результатов.

Финансовые инструменты и стратегии, обсуждаемые в настоящей публикации, необязательно приемлемы для всех инвесторов или отдельных групп инвесторов, которым следует принимать самостоятельные инвестиционные решения, при необходимости обращаясь к услугам собственных финансовых консультантов и основываясь на собственной финансовой ситуации и конкретных инвестиционных целях. В частности, обращение к независимым консультантам рекомендуется в случае возникновения у инвесторов любых сомнений относительно пригодности информации и стратегий, обсуждаемых в настоящем обзоре, с точки зрения их деловых и инвестиционных целей. Настоящий аналитический обзор предназначен вниманию конкретного круга лиц в соответствии с применимым законодательством и не подлежит воспроизведению или направлению любому иному лицу без предварительного письменного согласия на то со стороны одного из членов Группы ВТБ. Настоящий аналитический обзор не может служить основанием для принятия решений розничными клиентами или лицами, для которых его предоставление не предусмотрено законодательством. Несанкционированное использование или обнародование настоящего аналитического обзора строго запрещено. Члены Группы ВТБ и/или их руководители, директора и сотрудники (включая, помимо прочего, лиц, участвовавших в подготовке и публикации настоящего аналитического обзора) могут владеть, иметь открытые позиции по или осуществлять транзакции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, упоминаемыми в настоящем обзоре, либо осуществлять инвестиции в отношении любого из упоминаемых в нем эмитентов, могут участвовать в операциях с ценными бумагами в форме, не согласующейся с данными настоящего аналитического обзора, а в отношении ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем обзоре – продавать их клиентам или покупать их у клиентов, выступая в роли принципала, и действовать в качестве директора, агента по размещению, консультанта или кредитора, маркет-мейкера, а также выступать в качестве менеджера или соменеджера наиболее недавнего публичного размещения любых инвестиций эмитента таких ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем обзоре, либо предоставлять инвестиционно-банковские или иные услуги, а также предлагать инвестиционно-банковские или иные услуги любой из компаний, упомянутых в настоящем обзоре. Информация о конфликтах интересов, если таковые имеют место, приводится в конце текста данного аналитического обзора. Члены Группы ВТБ могли предпринять действия в соответствии с информацией и выводами, содержащиеся в настоящем обзоре, либо использовать их, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий обзор, до его публикации. Инвестиции в Российскую Федерацию, российские рынки, финансовые инструменты и ценные бумаги связаны с повышенной степенью риска; как физические, так и юридические лица могут столкнуться с ограничениями в своей работе на рынках ценных бумаг Российской Федерации. Инвесторам следует проводить собственную экспертизу, прежде чем принимать инвестиционное решение. Следует особо подчеркнуть, что ценные бумаги и финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, ADR и прочие инвестиции, упоминаемые в данном обзоре, зависят от валютных курсов, колебания которых могут негативно отразиться на стоимости инвестиции. Стоимость инвестиций может как увеличиваться, так и уменьшаться, поэтому инвесторам не может быть гарантирован возврат инвестированных средств в полном объеме. Цены и доступность ценных бумаг, финансовых инструментов и инвестиций также могут изменяться без уведомления. Мнения, изложенные в настоящем обзоре, в точности отражают личные взгляды его авторов в отношении соответствующих инвестиций, ценных бумаг, финансовых инструментов и эмитентов, но необязательно отражают позицию какого-либо из членов Группы ВТБ. Никакая часть вознаграждения, получаемого авторами данного аналитического обзора, не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями и точками зрения, изложенными в настоящем аналитическом обзоре. Принятие данного аналитического обзора подразумевает согласие с вышеуказанными ограничениями. Настоящий материал не предназначен для использования частными инвесторами.

В **Великобритании** публикация данного обзора утверждается и/или осуществляется компанией VTB Capital plc London, являющейся участником Лондонской фондовой биржи. Публикация обзора происходит с санкции и в соответствии с положениями Управления по финансовому регулированию и надзору (Financial Services Authority, FSA), касающимися осуществления инвестиционно-банковской деятельности на территории Великобритании. Настоящий обзор предназначен вниманию лиц, которые в рамках Правил ведения бизнеса (Conduct of Business rules) классифицируются FSA как приемлемые контрагенты (eligible counterparties) или профессиональные клиенты (professional clients).

Распространение настоящего материала в **США** любой аффилированной компанией Группы ВТБ, помимо VTB Capital Inc: Группа ВТБ и/или ее аффилированные компании НЕ являются членами Корпорации по защите прав инвесторов в ценные бумаги (SIPC) и Управления по регулированию финансовой отрасли (FINRA) и не имеют регистрации при Комиссии по ценным бумагам и биржам США (US Securities and Exchange Commission). Настоящий материал предназначен исключительно для лиц, подпадающих под определение Крупного американского институционального инвестора (Major US Institutional Investor) в соответствии с Правилom 15a-6, и лиц, перечисленных в Правиле 15a-6 (a)(4). Настоящий материал не является предложением или рекомендацией воспользоваться услугами ВТБ Капитал для проведения операций с какими-либо из упомянутых в настоящей публикации ценных бумаг.

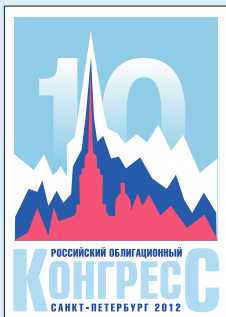
В связи с распространением настоящей публикации в США через VTB Capital Inc. VTB Capital Inc, брокер-дилер, зарегистрированный в США, принимает на себя ответственность за данный Аналитический обзор и его распространение в США. Этот Аналитический обзор предназначен для распространения в США только среди определенных институциональных инвесторов из США. Клиентам из США, желающим провести операции с любым из Определенных инвестиционных инструментов, следует осуществлять их через квалифицированного сотрудника отдела продаж VTB Capital Inc. VTB Capital Inc является брокером-дилером, зарегистрированным при SEC, и членом FINRA. Никакая информация, содержащаяся в настоящей публикации, не ограничивает какую-либо обязанность или обязательство по отношению к клиенту, которые VTB Capital Inc несет в соответствии с любым применимым законодательством. Аналитик(и), подготовивший(е) данную публикацию, не является(являются) резидентом(ами) США и не связан(ы) с лицами или работниками любого брокера-дилера, подлежащего регулированию в США. Следовательно, на аналитика(ов) могут не распространяться ограничения Правила 2711 в отношении коммуникаций с компанией, являющейся предметом обзора, публичных выступлений и торгов ценными бумагами, содержащимися на счете аналитика. По вопросам дополнительного раскрытия информации и статей о рекомендациях по ценным бумагам компаний, являющихся предметом данного отчета, обращайтесь в раздел Аналитика на сайте ВТБ Капитал: <http://research.vtbcapital.com/ServicePages/Disclosures.aspx> или к своему аналитику.

Настоящий аналитический обзор предназначен для распространения VTB Capital plc в **Сингапуре** исключительно среди аккредитованных инвесторов (accredited investors), инвесторов-экспертов (expert investors) и институциональных инвесторов (institutional investors) (в определении применимых законов и норм Сингапура) и не предназначен для прямого или непрямого распространения среди других лиц. По всем вопросам, связанным с настоящим обзором, получателям последнего в Сингапуре следует обращаться в сингапурский офис VTB Capital plc. Деятельность сингапурского отделения VTB Capital plc регулируется Центральным банком Сингапура (Monetary Authority of Singapore).

Данный аналитический отчет распространяется в **Дубае** дубайским отделением VTB Capital plc только среди профессиональных клиентов (в соответствии с определением Управления финансовых услуг Дубаи (DFSA)) и не предназначен для распространения прямо или косвенно среди каких-либо других видов или категорий клиентов. По любым вопросам, возникающим из данного отчета или в связи с ним, получателям данного отчета в Дубаи следует обратиться в дубайское отделение VTB Capital plc. Деятельность дубайского отделения VTB Capital plc регулируется DFSA.

Данный аналитический отчет распространяется в **Гонконге** VTB Capital Hong Kong Limited, лицензированной корпорацией (per. №: AXF967), Комиссией по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга (Hong Kong Securities and Futures Commission) только среди профессиональных инвесторов (professional investors) в соответствии с определением в Постановлении и нормативных актах Комиссии по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга.

© 2012 ВТБ Капитал. Все права защищены. Пожалуйста, указывайте ссылку на источник при цитировании.



X Российский облигационный конгресс

6–7 декабря 2012, Санкт-Петербург

Организатор:



Генеральные спонсоры:



Спонсор гала-ужина:

Официальные партнеры:



Спонсор приема:

Спонсоры:



Спонсор турниров
по боулингу и бильярду:



При участии:



Информационные партнеры:

