

Стратегия и рекомендации по рублевому рынку облигаций РФ

Грицкевич Дмитрий,
главный аналитик Инвестиционного департамента
ОАО «Промсвязьбанк»

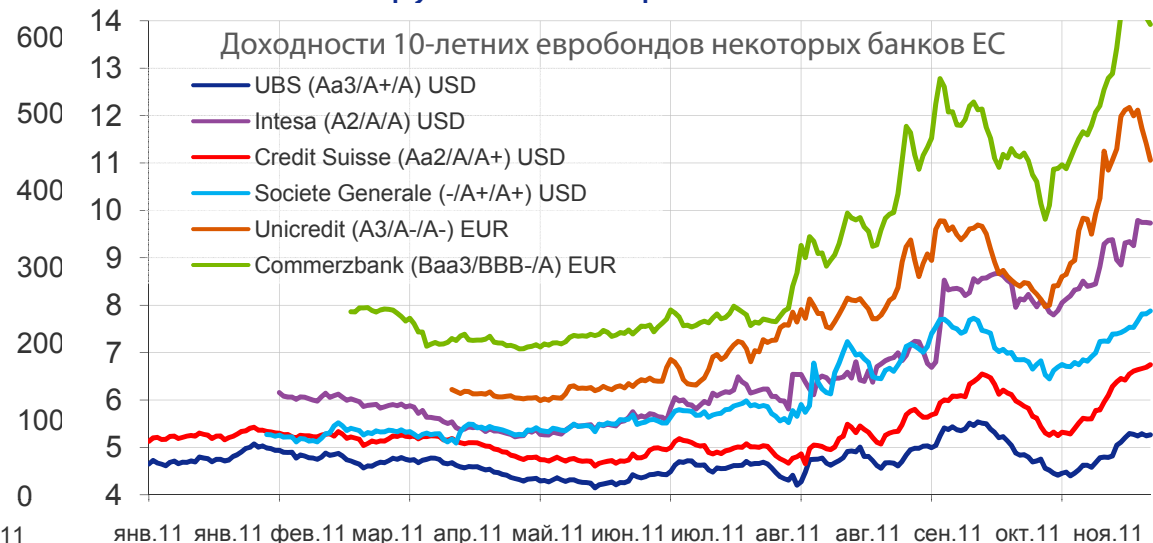
Декабрь 2011 г., Санкт-Петербург

Внешние факторы: риски внешних шоков для российского рынка остаются высокими

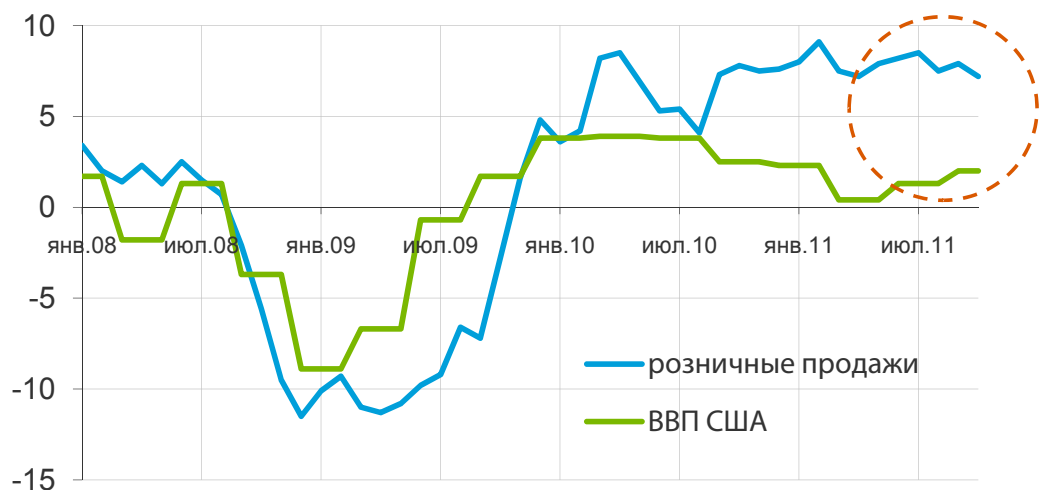
Европа: под ударом системообразующие страны ЕС...



...и крупнейшие европейские банки.

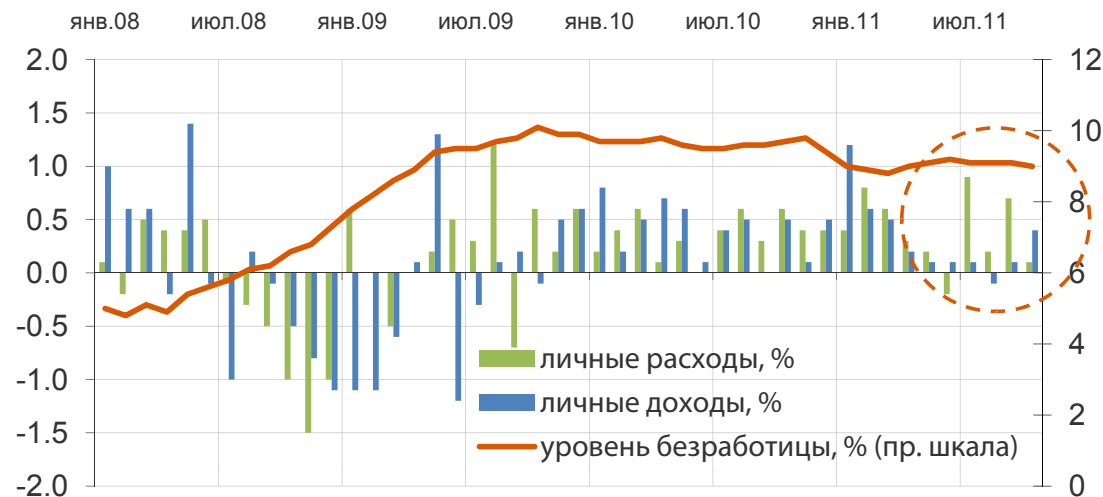


США: риски рецессии несколько снизились, но...



Источник: Bloomberg

...дальнейшему росту опереться не на что.



Источник: Bloomberg

«Гордиев узел» Европы и США



Долгосрочный сценарий

- Длительный период стагнации на фоне замедления мировой экономики из-за борьбы с бюджетными дефицитами развитых стран: разрубить «Гордиев узел» без шока на рынках практически невозможно.

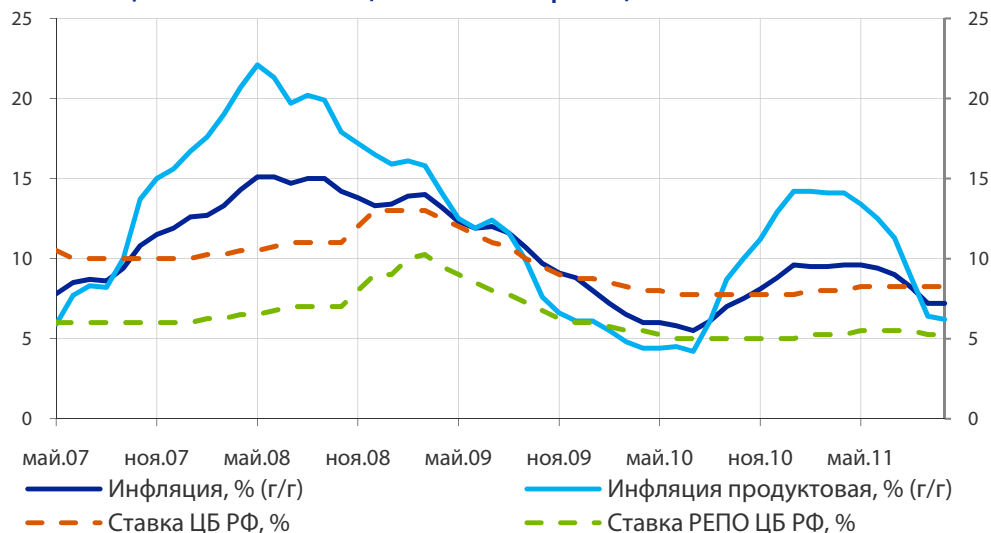
Среднесрочный сценарий

- Рынки поддерживаются «неторопливыми» действиями ЕС, МВФ и ЕЦБ: цель — удержать МБК и не дать рухнуть банковской системе Европы.
- Возможное обострение stagflationary risks on the background of actions of global CB.

Краткосрочный сценарий

- Ожидаем рост рынков в декабре 2011 г. до марта-мая 2012 г.
- Центробанки продолжают наводнять рынки ликвидностью (активизация ЕЦБ, возможный запуск QEIII ФРС США, ослабление политики ЦБ КНР).
- ЕС может получить поддержку со стороны BRIC, в т.ч. через МВФ и EFSF.

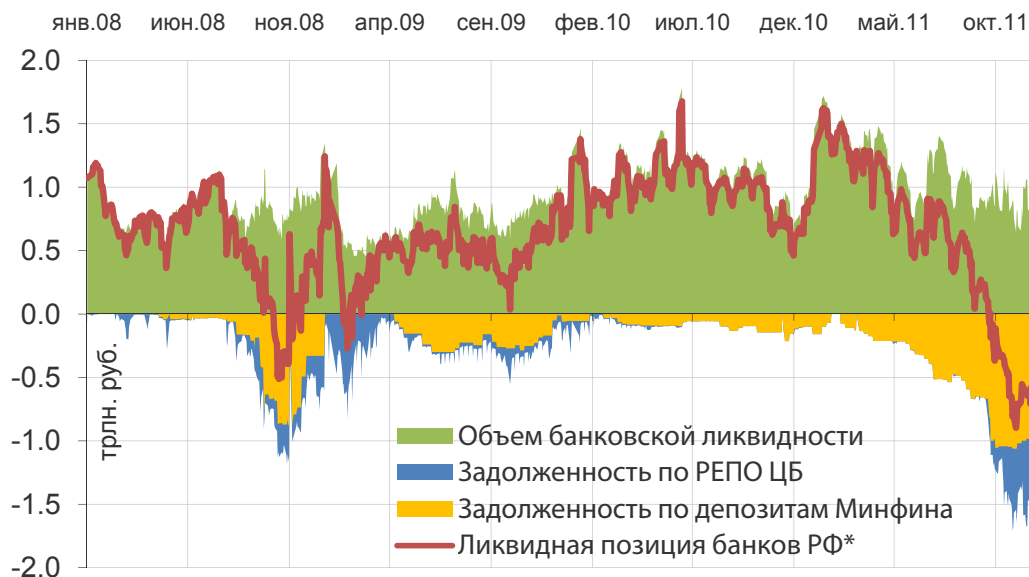
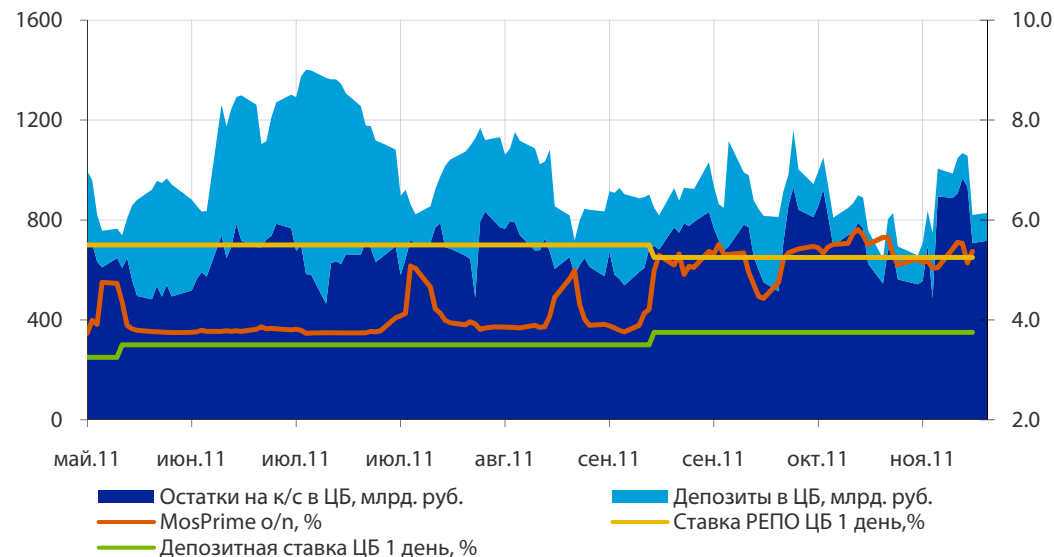
ЦБ выполнил цель по инфляции в 2011 г. ...



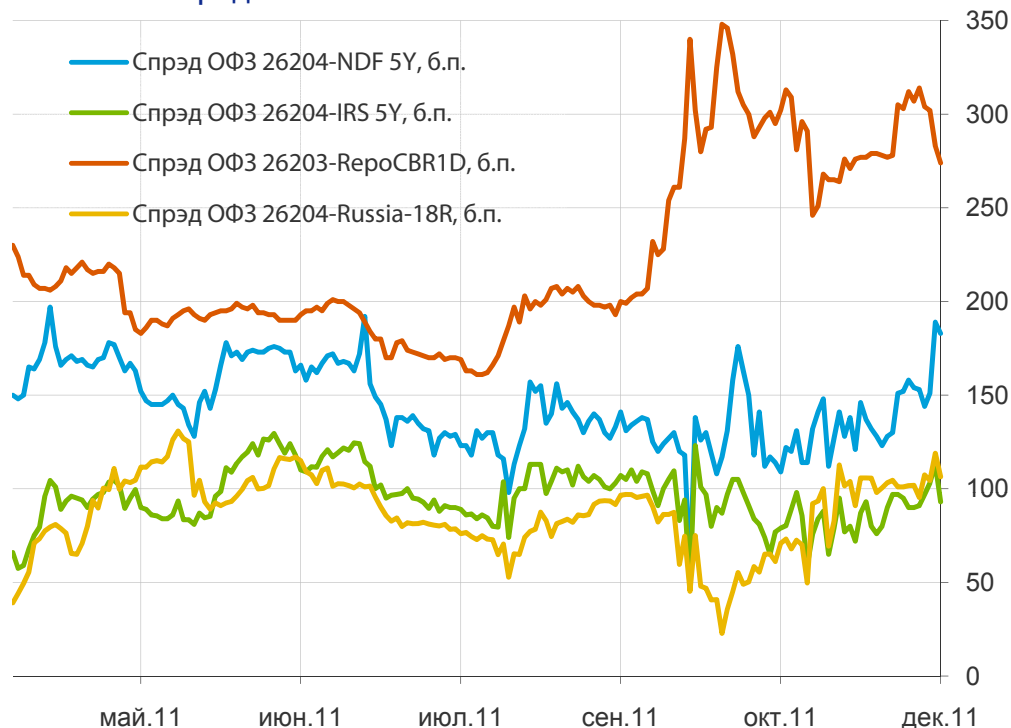
- Для улучшения ситуации с ликвидностью было бы логичным снижение ставки РЕПО ЦБ на 0,25 п.п., однако инфляционные риски в 2012 г. вновь вырастут в связи с давлением на рубль.
- В ноябре ЦБ расширил ломбардный список за счет бумаг с рейтингом «В-/ВЗ»: не ждем заметного эффекта — доля «репуемых» бумаг с учетом дисконта и цены всего около 15-30%.
- Снижение ставки ФОР: на фоне роста глобальных кредитных рисков выглядит нелогично для действий ЦБ.
- Выкуп госбумаг с рынка на баланс ЦБ РФ: применима ли западная «мода» для России?

Дефицит ликвидности может затянуться надолго!

...ценой дефицита рублевой ликвидности.

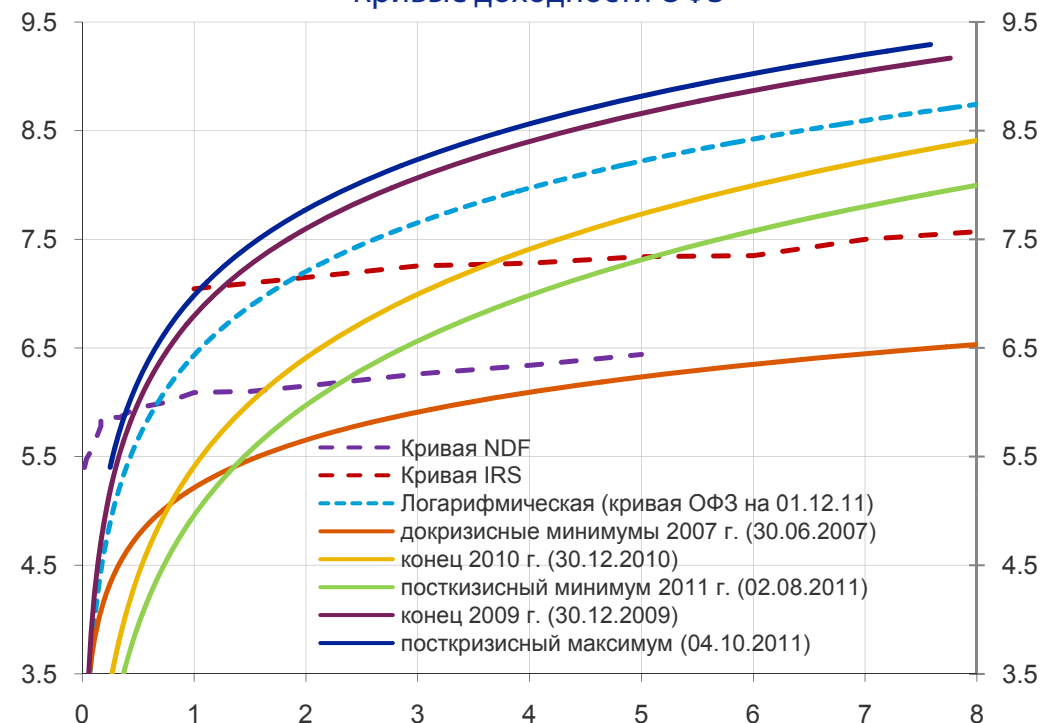


Спрэд-анализ по ключевым показателям



- Спрэд ОФЗ к NDF у локальных максимумов — потенциал дальнейшего отскока ОФЗ увеличивается.
- Дефицит ликвидности держит ставки IRS на высоком уровне — ситуация разрешится с приходом ликвидности на рынок.
- Спрэд ОФЗ 26204-Russia-18R: ожидаемое расширение базы инвесторов лишь увеличит волатильность рынка ОФЗ; сужение спреда пройдет при встречном движении бумаг.

Кривые доходности ОФЗ



- Короткие ОФЗ выглядят непривлекательно при текущих ставках МБК и IRS (отрицательная премия для бумаг до 2 лет);
- Кривая ОФЗ лежит посередине между экстремумами 2011 г. До конца года ожидаем снижения кривой ОФЗ от 30-40 б.п.
- Ралли может продлиться и в I кв. 2012 г. за счет бюджетной ликвидности при внешней стабильности рынков. Минимумы по доходности 2011 г. вряд ли будут достигнуты в среднесрочной перспективе.

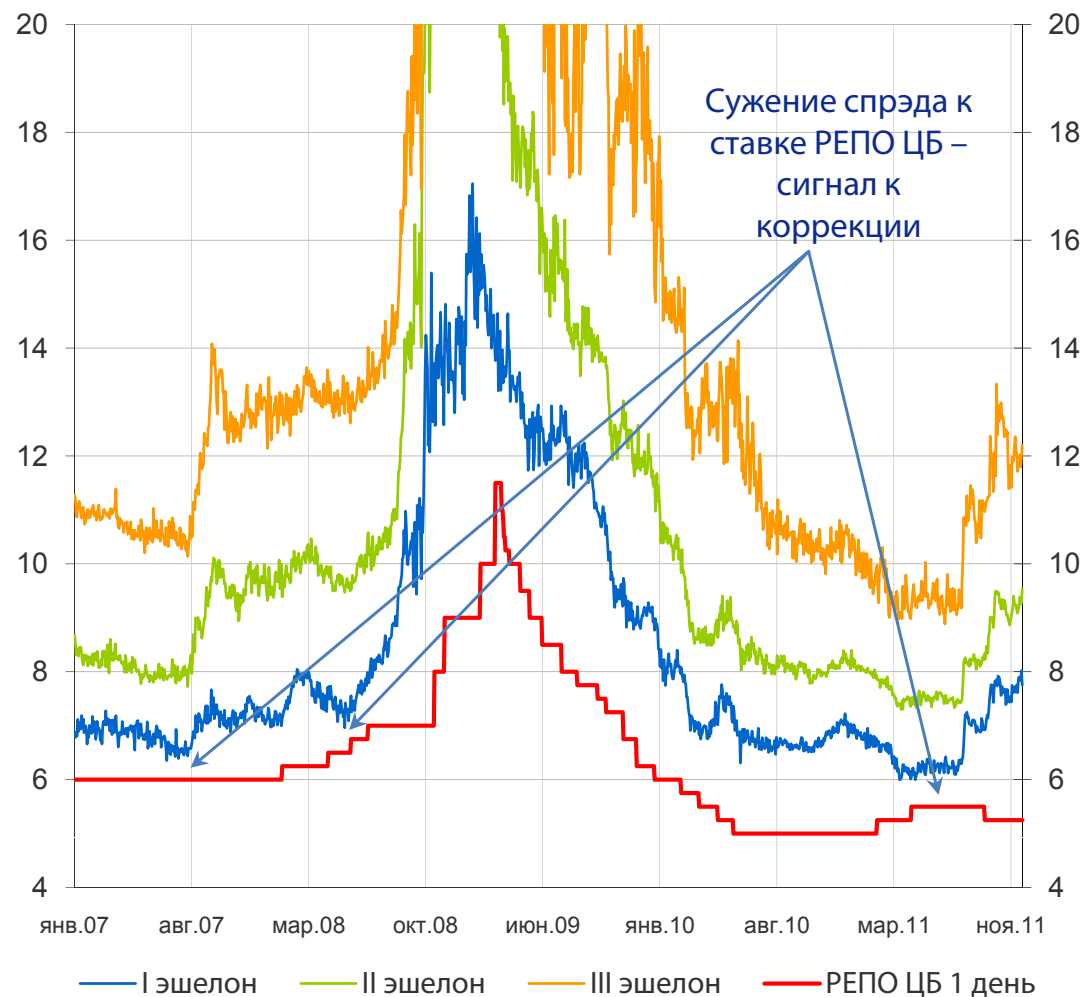
В июне мы отмечали сужение спредов доходностей облигаций к ставке РЕПО ЦБ до минимума 2007 г., что является сигналом исчерпания роста рынка; уже в августе реализовался разворот рынка.

В декабре ожидаем умеренный рост рынка: желание крупных инвесторов «закрыть» год + приток бюджетных средств. Покупки могут продолжиться и в январе-феврале 2012 г.

Новые размещения, на которых эмитенты вынуждены предлагать существенные премии, толкают рынок на новые уровни по доходности: рекомендуем «обменивать» старые выпуски на новые.

III эшелон: доходности пока не отражают риски и отсутствие ликвидности на фоне щедрых премий во II эшелоне. Имеют смысл покупки только high yield бумаг после кредитного анализа для стратегии buy&hold.

Доходность корпоративных облигаций, % годовых



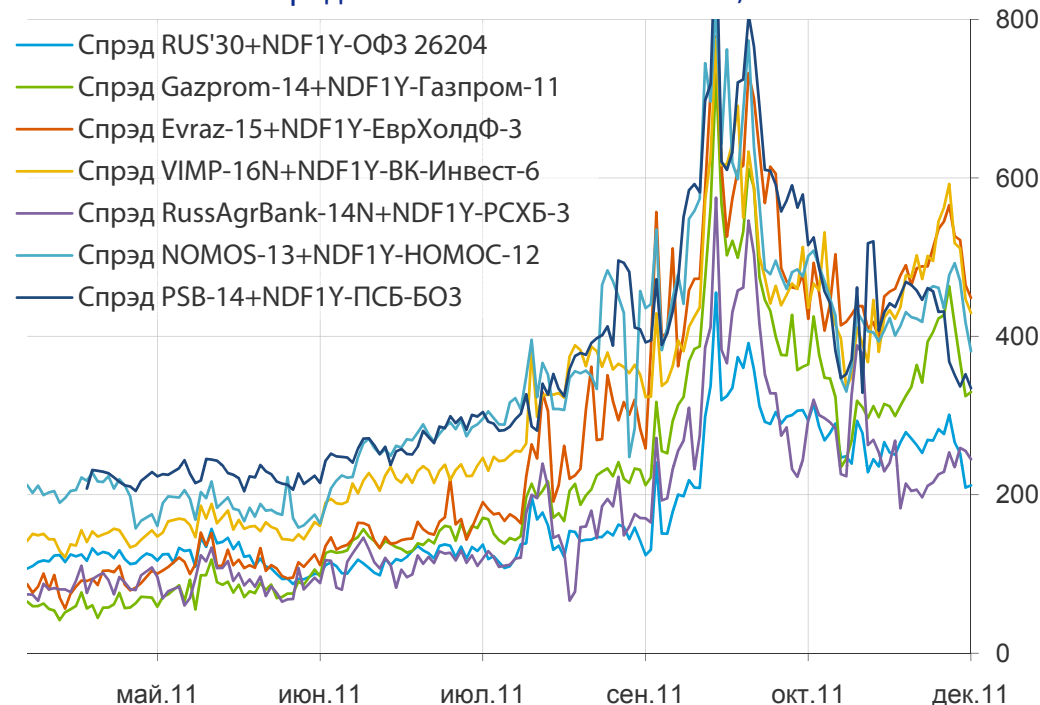
Источник: ММВБ, расчеты Промсвязьбанка

Синтетический рублевый долг: способ воспользоваться высокими ставками NDF

Имя	Рейтинг	DUR_MID	YLD_YTM_MID	RUB yield	RUB yield (approx.)
TMK 18	B/B1/—	4.78	10.02	16.12	16.35
KOKS-16	B2/B/—	3.74	10.06	16.16	16.35
VimpelCom 21	BB+/Ba2/—	6.37	9.57	15.67	15.95
VimpelCom 22	BB+/Ba2/—	6.85	9.41	15.51	15.80
AlfaBank21	B+/Ba1/BB	6.62	9.41	15.51	15.79
VimpelCom 18	BB+/Ba2/—	4.94	9.11	15.21	15.44
Alliance Oil 15	B+/-/B	2.81	9.09	15.19	15.33
Evraz 18N	B/B1/B+	5.18	8.80	14.90	15.14
AlfaBank 17N	B+/Ba1/BB	4.67	8.73	14.83	15.06
Evraz 18	B/B1/B+	4.91	8.70	14.80	15.03
VimpelCom 17	BB+/Ba2/—	4.38	8.42	14.52	14.73
Metalloinvest-16	Ba3/-/BB-	3.94	8.30	14.40	14.60
VimpelCom 16	BB+/Ba2/—	3.81	8.15	14.25	14.44
VimpelCom 16N	BB+/Ba2/—	3.61	8.02	14.12	14.30
SeverStal 17	BB-/Ba3/B+	4.89	7.80	13.90	14.13
SeverStal 16	BB-/Ba3/B+	3.98	7.78	13.88	14.07
Alosa 20	BB-/Ba3/BB-	6.56	7.65	13.75	14.03

- Несмотря на некоторую коррекцию ставок NDF, возможность получить премию по доходности к локальному рынку на уровне 200-400 б.п. сохраняется.
- Относительная простота формирования позиции при сохранении высокой ликвидности инструмента.
- Возможность привлекать рублевую ликвидность через РЕПО по базовому инструменту (евробонду).

Спрэд: eurobond+NDF1Y-rubond, б.п.



Факторы, ограничивающие привлекательность:

- доступ к внебиржевому рынку производных финансовых инструментов;
- несовершенство РСБУ в части отражения позиции по валютным свопам.

Инвестиционные идеи: корпоративные облигации I-II эшелона



- До начала коррекции в августе 2011 г. крупные игроки долгового рынка активно увеличивали свою позицию по длинным облигациям (3-7 лет) за счет первичных размещений, а при ухудшении конъюнктуры продать бумаги на рынке было невозможно. Сейчас данные существенные объемы бумаг используются для получения ликвидности через РЕПО ЦБ. При этом практически весь рынок I-II эшелонов из-за узкой базы инвесторов котируется в узких докоррекционных спредах к ОФЗ, что не отражает текущих рисков.
- Новые выпуски в октябре-ноябре, несмотря на привлекательные премии, практически не росли: ожидаем опережающего роста в данных бумагах при включении выпусков в ломбардный список ЦБ и приходе бюджетных средств на рынок.
- Первичные размещения выводят рынок на новые уровни спредов к ОФЗ: по I эшелону — 100–140 б.п. против 40–60 б.п. весной-летом 2011 г., по II эшелону — от 200 б.п. против 110-160 б.п. до коррекции (исключение могут составлять короткие ломбардные бумаги с высокими купонами). При улучшении ситуации на рынке ждем сужение спредов.



Выпуск	Рейтинг (M/S/F)	Дюрация, дн.	Доход-ть, %	Спред к ОФЗ, б.п.	Комментарий
I эшелон					
ФСК, 15	Baa2/BBB/—	951	8.66	118	Докоррекционный уровень спреда к кривой госбумаг — около 60 б.п.
Газпром Кап., 01	Baa1/BBB/BBB	338	7.38	104	Выпуски Газпрома торгуются на рынке со спредом к ОФЗ от -20 б.п. до + 20 б.п.; премия около 100 б.п. по бондам SPV выглядит несправедливо
НЛМК, БО-07	Baa3/BBB-/BBB-	968	9.01	131	Выпуски НЛМК до коррекции давали спред к ОФЗ 60-90 б.п.
RusHydro-15R	—/BB+/BB+	1 180	9.59	164	Премия к кривой РусГидро на локальном рынке составляет 80-90 б.п. и выглядит завышенной
II эшелон					
ЕвразХолдФ 1 и 3	—/B+/BB-	455	9.23	251	Целью по спреду к ОФЗ остается докоррекционный уровень 180-200 б.п; ослабление монетарной политики Китая должно благоприятно сказаться на ценах на металлы
ВК-Инвест3	Ba3/BB/—	856	9.65	211	Спред к кривой облигаций МТС расширился в среднем до 100 б.п.; бонды Вымпелкома при спреде к ОФЗ от 200 б.п. выглядят интересно
ВК-Инвест6		1221	10.06	206	
Башнефть, БО-01	—/—/—	684	9.57	244	Учитывая достаточно высокое кредитное качество Башнефти, премия к кривой госбумаг от уровня 200 б.п. выглядит интересно (докоррекционный уровень спреда — 160 б.п.). Ожидаем получение рейтинга компанией и включения бумаг в ломбард.
ФСК ЕЭС, 18	Baa2/BBB/—	837	8.63-9.05	130-170	Предыдущее размещение выпуска ФСК, 15 проходило при спреде к кривой госбумаг в диапазоне 115-140 б.п. Сейчас выпуск торгуется с доходностью 8,66% при 3-летней оферте (спред к ОФЗ – 118 б.п.). Докоррекционные уровни по спреду к ОФЗ летом 2011 г. по выпускам ФСК составляли 50-60 б.п.

- Аналогичная ситуация складывается в банковских облигациях I эшелона — «старые» выпуски либо неликвидны, либо торгуются с узкими спредами к кривой ОФЗ. Исключение составляет новый выпуск РСХБ, 15, а также бонды европейских дочерних банков, облигации которых заметно просели на фоне кризиса в ЕС. В данном сегменте рекомендуем накапливать новый выпуск Росбанк, БО-03.
- Бумаги банков II эшелона выглядят наиболее привлекательно: ломбардные выпуски крупных российских банков торгуются с широкими спредами к ОФЗ на уровне 240-270 б.п. (160-180 б.п. до коррекции) при сохранении высокого кредитного качества эмитентов. «Жертвы» европейского кризиса предлагают еще более внушительные премии – от 400 б.п. Рекомендуем обратить внимание на выпуски НОМОСа, Зенита, ПСБ, ХКФ Банка, Русского Стандарта, а также Абсолют Банка и ОТП Банка.
- Несмотря на снижение требований по рейтингу для включения в ломбардный список, доходности облигаций банков III эшелона выглядят неинтересно: при существенно более высоких кредитных рисках доходности бумаг не превышают 11,5%-12,5% годовых, что всего на 100 б.п. ниже, например, бондов Абсолют Банка или ОТП Банка.

Выпуск	Рейтинг (M/S/F)	Дюрация, дн.	Дох-ть, %	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Комментарий
I эшелон					
РСХБ, 15	Baa1/—/BBB	662	8.82	170	Выпуск по-прежнему торгуется с привлекательной премией к собственной кривой в размере 60-40 б.п.
Росбанк, БО-03	Baa2/BB+/BBB+	510	9.34	250	Новый выпуск Росбанка ушел заметно ниже номинала из-за возможных проблем материнской группы SG. На текущий момент бумага торгуется с премией к кривой госбумаг 250 б.п., что вполне покрывает «европейский риск» банка.
II эшелон					
Абсолют Банк, 5	Ba3/—/BB+	866	12.40	490	Абсолют банк является дочерним банком бельгийской финансовой Группы KBC (A1/A/A). Вместе с тем текущая премия к рынку выглядит привлекательно, несмотря на «европейские» риски.
ОТП банк, БО-03	Ba1/—/BB	327	10.81	445	Понижение рейтинга на 1 ступень от Moody's (что будет соответствовать уровню рейтинга от Fitch) уже заложено в доходности облигаций банка. При этом кредитное качество банка остается достаточно крепким.
Русский стандарт, БО-01	Ba3/B+/B+	336	10.48	410	Даже с учетом дополнительной премии за розничную бизнес-модель банка текущие котировки остаются привлекательными.

- Минфин РФ в 2012 г сократит предоставление бюджетных кредитов регионам до 20 млрд. руб. после выдачи бюджетных кредитов на 300 млрд. руб. в 2009-2011 гг. В результате можно прогнозировать потребность регионов в привлечении с рынка в 2012 г. 100-150 млрд. руб.
- Долговая нагрузка регионов продолжит оставаться низкой по международным меркам (среднее значение показателя Долг / Доходы находится в пределах 20%). Также при сохранении профицита бюджетов ряд регионов смогут погасить кредиты Минфина за счет собственных доходов без привлечения заемного финансирования.
- Облигации Москвы практически потеряли статус benchmark на фоне продолжающегося выкупа бумаг с рынка Москомзаймом. Выпуски торгуются с узкими спредами к ОФЗ на уровне 0-20 б.п.: размещение ликвидности в коротких бумагах.
- Последние размещения регионов с рейтингами на уровне BB/B прошли с привлекательными премиями – 200-250 б.п. к ОФЗ, тогда как на вторичном рынке сделки проходят в диапазоне 70-150 б.п. Несмотря на существенную разницу в рейтингах регионов, риск дефолта, на наш взгляд, близок к риску по России, в результате чего покупка облигаций со спредами к ОФЗ от 150-200 б.п. выглядит привлекательно. Недостатком данных облигаций является их потенциально низкая ликвидность — УК и фонды предпочитают держать их в портфелях до погашения.

Сведения по последним рыночным выпускам облигаций РиМОВ

Бумага	Рейтинг (M/S&P/F)	Объем эмиссии	Дата размещения	Ставка купона	Дюрация, лет.
Краснодар, 02	Ba2/-/-	1 100	10.11.2011	9.00%	3,0
Нижегородская область, 34007	-/-/B+	8 000	17.11.2011	9.95%	3,0
Костромская обл., 34006	-/-/B+	4 000	24.11.2011	9.50%	≈2,6
Удмуртия, 34005	Ba1/-/BB+	2 000	01.12.2011	10.15%	≈3,2
Карелия, 34014	-/-/BB-	1 000	02.12.2011	9,99%	≈3,0
Красноярский край, 34005	Ba2/BB+/-	9 000	план 06.12.2011	YTM 9,5% - 10%	≈2,3
Свердловская область	-/BB/-	3 000	план 13.12.2011	YTM 9.5% - 10.0%	≈2,5

Бюджетные кредиты субъектам РФ в 2008–2013 гг., млрд. руб.



- На наш взгляд, доходности облигаций в III эшелоне на текущий момент не отражают существующие кредитные риски — бонды торгуются с доходностью 10-11% годовых, что предполагает весьма скромную премию к облигациям II эшелона.
- Рекомендуем обратить внимание на облигации качественного III эшелона – РУСАЛа, которые де-факто по кредитному качеству вполне можно отнести ко II эшелону.
- Интересную доходность предлагают High yield бумаги при кредитном риске, сопоставимом с классическим III эшелонном. Рекомендуем включить данные выпуски в инвестиционный портфель при стратегии buy&hold после детального кредитного анализа.



Выпуск	Рейтинг (M/S/F)	Дюрация, дн.	Дох-ть, %	Комментарий
Качественный III эшелон				
РУСАЛ Бр., 07	—/—/—	750	11.77	Выпуск сильно «пролили» во время коррекции из-за отсутствия «ломбарда». Ослабление монетарной политики КНР должно поддержать рынок металлов и благоприятно сказаться на кредитном качестве компаний отрасли.
High yield				
Аптечная сеть 36,6	—/—/—	92	21.54	Рекомендуем для покупки ниже номинала короткий бонд в рамках стратегии buy&hold. Компания исправно проводит расчеты по реструктуризированному бонду; часть кредитов рефинансирована Сбербанком (4,15 млрд. руб. на 5 лет).
ТКС Банк, БО-03	B2/—/B	253	16.97	Мы отмечаем диверсификацию ресурсной базы Банка, высокую управляемость ликвидностью портфеля при низком уровне постоянных издержек. Вместе с тем, помимо кредитного риска мы выделяем риск ужесточения законодательства, а также рост конкуренции со стороны Сбербанка, в связи с чем отдаем предпочтение короткому выпуску ТКС Банк, БО-03
Беларусь, 1	B2/B/—	366	17.34	На наш взгляд, рынок переоценивает риски дефолта рублевых облигаций РБ, т.к. погашение коротких бондов наступает до пиковых выплат по внешнему долгу в 2013 г. Кроме того, создание единого таможенного пространства с Россией, получение кредита на строительства АЭС и продажи Белтрансгаза должны благоприятно сказаться на выплате, по крайней мере, рублевых долгов РБ.
Стройтрансгаз, 02	—/—/—	217	14.00	После смены собственника (на Г.Тимченко) компания продолжила диверсифицировать портфель заказов, усиливая рыночные позиции. Хотя по отчетности РСБУ за I п/г 2011 г. показатель чистый долг/EBITDA составил 5,2х, 93% долга – длинные амортизационные кредиты (основной кредитор – Газпромбанк).

ОАО «Промсвязьбанк»

- Адрес: 109052, Российская Федерация, Москва, ул. Смирновская, д. 10, стр. 22
- Телефоны: (495) 727-10-20 и (495) 777-10-20
- Круглосуточная информационно-справочная служба: (495) 787-33-34, (800) 333-03-03
- Факс: (495) 727-10-21

- Адрес электронной почты: postmaster@psbank.ru
- Адрес в сети Интернет: www.psbank.ru

• Reuters: PSBF
SWIFT: PRMSRUMM
SPRINT: psbnk/CUSTOMERS

Инвестиционный департамент

тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-53-03, 77-47-00
факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-37
e-mail: ib@psbank.ru

Спасибо
за внимание!

РУКОВОДСТВО

Зибарев Денис Александрович

zibarev@psbank.ru

Тулинов Денис Валентинович

tulinov@psbank.ru

Миленин Сергей Владимирович

milenin@psbank.ru

Субботина Мария Александровна

subbotina@psbank.ru

АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Грицкевич Дмитрий Александрович

gritskevich@psbank.ru

Монастыршин Дмитрий Владимирович

monastyrshin@psbank.ru

Семеновых Денис Дмитриевич

semenovkhd@psbank.ru

Шагов Олег Борисович

shagov@psbank.ru

Захаров Антон Александрович

zakharov@psbank.ru

УПРАВЛЕНИЕ ТОРГОВЛИ И ПРОДАЖ

Круть Богдан Владимирович

krutbv@psbank.ru

Хмелевский Иван Александрович

khmelevsky@psbank.ru

Федосенко Петр Николаевич

fedosenkopn@psbank.ru

Павленко Анатолий Юрьевич

apavlenko@psbank.ru

Рыбакова Юлия Викторовна

rybakova@psbank.ru

Воложев Андрей Анатольевич

volozhev@psbank.ru

Жариков Евгений Юрьевич

zharikov@psbank.ru

Урумов Тамерлан Таймуразович

urumov@psbank.ru

УПРАВЛЕНИЕ ПО РАБОТЕ С НЕЭМИССИОННЫМИ ДОЛГОВЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ

Бараночников Александр Сергеевич

baranoch@psbank.ru

Вице-президент-директор

77-47-77

департамента

Руководитель

77-47-38

департамента

Заместитель руководителя

77-47-94

департамента

Заместитель руководителя

77-47-33

департамента

Рынок облигаций

77-47-14

Рынок облигаций

77-47-10

Рынок облигаций

77-47-01

Рынки акций

77-47-34

Валютные и товарные

77-47-75

рынки

Синдикация и продажи

Прямой: +7 (495) 228-39-22
+7 (495) 777-10-20 доб. 70-20-13

ICQ 311-833-662

Синдикация и продажи

Прямой: +7 (495) 411-5137
+7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-18

ICQ 595-431-942

Синдикация и продажи

Моб.: +7 (916) 622-13-70
+7 (495) 777-10-20 доб. 70-20-92

ICQ 639-229-349

Старший трейдер

Прямой: +7 (495) 705-90-69
+7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-23

ICQ 602-896-560

Старший трейдер

Прямой: +7 (495) 705-90-68
+7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-41

ICQ 119-770-099

Трейдер

Прямой: +7 (495) 705-90-96
+7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-58

Трейдер

Прямой: +7 (495) 705-90-96
+7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-35

Трейдер

Моб.: +7 (910) 417-97-73
+7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-06

Операции с векселями

Прямой: +7 (495) 228-39-21 или
+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-96