

Легенды осени

Леонид Игнатьев

Начальник отдела анализа долговых рынков

Аналитический департамент

Инвестиционный банк «БКС»

Июнь 2012

План выступления

3 логических раздела, отвечающих теме секции Cbonds:

- Наиболее примечательные тенденции, актуальные для внутреннего долгового рынка РФ
- Нисходящие и восходящие кредитные истории: поводы для идей
- Прогнозы на 2П 2012: легенды осени

Актуальные примечательные тенденции

1. Снижение ликвидности рублевых облигаций
2. Торможение процесса либерализации рынка ОФЗ
3. Нарастающая готовность Минфина и ЦБ поддерживать банковскую ликвидность
4. Положительные реальные процентные ставки по рублевым бондам
5. Сокращение программы госзаимствований на внутреннем рынке
6. Стагнация института рублевых еврооблигаций

Снижение ликвидности рублевых облигаций

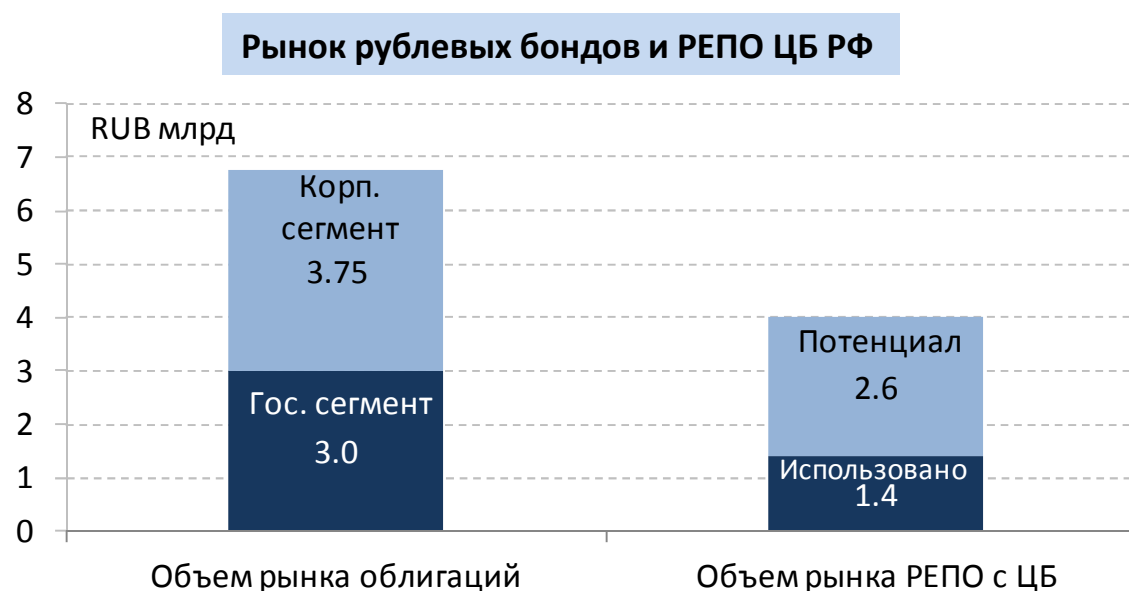
- С августа 2011 г. за 4 месяца **ликвидность** в среднем **по рынку упала** на 66% (в 3 раза), к февралю-марту 2012 г. она составила до 80-85% от уровней конца июля 2011 г., однако сейчас она все равно почти в 2-2.5 раза ниже уровней середины прошлого года
- Динамичное **выстраивание кривой ОФЗ** в 2012 г. сопровождалось перетоком ликвидности в 26206 (5y), 26204 (6y), 26205 (9y), 26207 (15y)
- **Короткий конец кривой ОФЗ** (1.5-4y) торгуется очень номинально в последние месяцы, новый всплеск активности был лишь в конце мая
- Корпоративные бумаги: **ликвидность в «новых» выпусках** в ущерб вторичке
- **«Активная» жизнь бумаги** составляет от 1-3 дней (3 эшелон) до нескольких недель (1-2 эшелон)
- Лишь **избранные бумаги** активно торгуются несколько месяцев **без видимого убывающего тренда**

Торможение процесса либерализации рынка ОФЗ

- **Начало 2012 г. – идея либерализации рынка ОФЗ** и совпадение ряда других факторов вызвала массовый приток нерезидентов и настоящее ралли на рынке бондов
 - **Активность на рынке ОФЗ возросла**, так что спред ОФЗ 26206-Russia 18R сузился со 100 до 60 бп к середине апреля
 - **Основной повод для роста спроса** – ставка на скорую либерализацию рынка, особенно - **предоставление прямого доступа расчетным системам Euroclear и Clearstream на российский рынок с 1 июля 2012 г.** и внебиржевое обращение
 - **20 апреля** часть участников рабочей группы выступила против доступа; **процесс притормозился**, что стало одной из причин коррекции (сейчас спред ОФЗ 26206 – Russia 18 опять близок к 100 бп)
 - **Наше НЕИНСАЙДЕРСКОЕ мнение:** раньше начала 2013 г. подвижек никаких не будет
 - **Последствия либерализации:** рост доли нерезидентов с 4-5% до 25-30%, большой потенциал для сужения спредов на растущем рынке vs повышенная волатильность и «залив» при неблагоприятной конъюнктуре
-

Готовность Минфина и ЦБ давать ликвидность

- **Минфин** сделает все от него возможное, чтобы давить на кривую ОФЗ вниз
- Позитивная риторика со стороны **ЦБ РФ**, Алексея Улюкаева (в частности)
- Ранее, в 2011 г. – послабления к **Ломбардному списку** (снова с уровня ВЗ/В-)
- **Увеличение лимитов однодневного и недельного РЕПО** по бондам. В мае лимиты недельного РЕПО были увеличены фактически до RUB900 млрд.
- Механизм **РЕПО ЦБ с облигациями** задействован пока менее чем на **40%** от своего максимального потенциала



Положительные реальные ставки по бондам

- **Начало тенденции – ноябрь 2011 г.**, когда инфляция в годовом выражении стала падать с 6.8% до 4.2% в начале 2012 г.
- **Доходность** краткосрочных индикативных **ОФЗ 25076 (2у)** не падала ниже **6.65%** в 2012 г, а **ОФЗ 27079 (3у)** – ниже **7.00%** годовых
- Даже при прогнозе **ускорения инфляции к концу года до 7-7.5%**, положительные реальные доходности, очевидно, будут практически весь год



Сокращение программы госзаимствований

- При среднегодовой цене нефти **\$115 (Urals) – 0.1% дефицит бюджета (RUB 68 млрд.)**
- При среднегодовой цене нефти **\$100 (Urals) – 1.5% дефицит бюджета (менее RUB 700 млрд.)**
- За январь-май 2012 г. средняя цена Brent составила \$117.5
- **Наш базовый прогноз** по среднегодовой цене нефти в 2012 г. - **\$110.5-111.0** (оценка дефицита – RUB 250-300 млрд)
- Даже **если** вдруг летом **цена нефти упадет до \$90** и продержится такой до самого конца года, **то среднегодовое значение** будет все равно **выше \$100**, что потребует финансирования лишь RUB 700 млрд дефицита
- Текущая **программа госзаимствований** на внутреннем рынке в RUB1.1 трлн выглядит завышенной, **ждем ее корректировки** как минимум в июле и как максимум в сентябре **в сторону уменьшения в 2-2.5 раза**

Стагнация института рублевых еврооблигаций

- **Отличный дебют суверенных рублевых еврооблигаций** в 2011 г.
- **Выигрыш в цене** для эмитента (в случае Russia 18 – до 100 бп)
- **Неплохое начало историй РусГидро, РСХБ** по размещению рублевых еврооблигаций в 2010-2011 гг.
- Идея развития и либерализации рынка ОФЗ, видимо, ставит крест на развитии института рублевых облигаций
- **Рублевые евробонды являются конкурентами ОФЗ**, а создавать ненужную конкуренцию Минфин не намерен
- Минфин РФ: **исключением может стать ситуация, если осенью доходности на рынке будут настолько высоки**, что вопрос стоимости заимствований вдруг станет основным

Нисходящие кредитные истории

- **ИБ Ренессанс Капитал** (рост чистых убытков втрое в 2011 г., высокая зависимость от негативной конъюнктуры на рынках, позиция Онэксим)
 - **Российские «дочки» иностранных банков** (проблемы в Еврозоне и необходимость докапитализации «мам» по Basel III, возможный статус «доноров»)
 - **X5** (с 2008 г. - сплошная череда M&A сделок, рост «Долг/EBITDA» до 3.5x, переход в single-B; агрессивная инвестпрограмма сохраняется и в 2012 г.)
 - **Совкомфлот** (огромная долговая нагрузка и слабые stand-alone кредитные метрики, высококонкурентный рынок танкерных перевозок, очень низкие ставки фрахта, ошибочная ставка на рост рынка после 2008 г.)
 - **ММК** (резкий рост Долг/EBITDA за 3 года с 0.2x до 3.0x, консолидация убыточного турецкого актива и планы купить австралийскую Flinders Mines за \$600 млн.)
 - **НЛМК** (рисков потери рейтинга инвесткатегории пока нет, но слабая обеспеченность сырьем и рост долговой нагрузки в 3 раза в 2011 г. давят на кредитный профиль)
 - **Мечел** (рост долговой нагрузки, пересмотр ковенантов, убытки недобывающих сегментов, большая инвестпрограмма, неэффективное управление рабочим капиталом)
 - **ВымпелКом (Vimpelcom Ltd.)** (рост долговой нагрузки в 2 раза и долга в 3.5 раза из-за сделки с Савирисом, сложности с активами, падение рентабельности российского сегмента, риск неблагоприятных внутригрупповых операций, но **намечается разворот**)
-

Восходящие кредитные истории

- **ТКС-банк** (высокие для отрасли показатели P&L, способность контролировать качество активов при высоких темпах роста, сохраняется потенциал увеличения масштабов бизнеса, диверсификация структуры фондирования)
 - **Банк «Русский Стандарт»** (среди розничных банков – наименьшая зависимость фондирования от рынков оптового долга; минимальная доля просрочки в кредитном портфеле; исторически максимальные показатели рентабельности еще не достигнуты)
 - **Евраз** (едва ли не единственный металлург, снизивший долговую нагрузку почти до докризисной отметки, стойко переносит плохую конъюнктуру последний год, нет M&A)
 - **Северсталь** (1.1x для - Чистый долг/EBITDA на конец 2011 г., планы по инвестициям на 2012 г. скромные и могут быть без долга; удачный в операционном плане 2011 г.)
 - **Алроса** (по итогам 2011 г. отношение «Чистый долг/EBITDA» снизилось до весьма комфортного уровня 1.3x. против 2.8x в 2010 г. и 5.9x в 2009 г. благодаря заметному увеличению операционной прибыли - с ростом цен на алмазы, погашение долга, доступ к госфондированию, повышение кредитных рейтингов)
 - **Акрон** (планомерно улучшает свое кредитное качество с 2009 г., снижение долговой нагрузки, к концу текущего года Акрон запустит в эксплуатацию фосфатный проект в Мурманской области, что снизит зависимость компании от цен на этот вид сырья, относительно удачная покупка польского актива, не обремененного долгом)
-

Глобальные рынки: легенды осени

- **Некоторое улучшение ситуации в экономике США.** Существенный риск - **ухудшение ситуации в еврозоне**
 - В случае его реализации допускаем **возможность запуска нового этапа QE, но не ранее 4К12.** По своей форме оно будет аналогично Operation Twist
 - Замедление инфляции в США, сохранение статуса защитных активов для UST и невысокий объем первичных размещений американского госдолга => **низкие уровни доходности UST.** На конец 1П12 ждем доходность UST10 на уровне 1.70-1.80%, а к концу года – в диапазоне 1.60-1.70%.
 - Единственный риск для долларовых ставок денежного рынка – **новая напряженность с ликвидностью в еврозоне (маловероятно).** Сохранение 3М LIBOR в пределах 0.45-0.50%
 - **Среднегодовая цена нефти Brent в 2012 г. составит \$110.5-111/барр**
 - **Риски развала Еврозоны считаем завышенными,** скорее дефолт Греции в рамках валютного союза и новые реструктуризации
 - **Рецессия в Еврозоне, а потому стимулирующая экономическая политика** (снижение ставок на 25-50 бп, предоставление новой ликвидности в рамках ESM + фискальный пакт)
-

Внутренний рынок: легенды осени

- **Прирост ВВП** – в пределах 3.5% из-за снижения темпов роста экспорта
 - **Ускорение инфляции до 7-7.5% к концу года**, из-за предстоящей индексации тарифов, низкого эффекта базы по продовольственным товарам и ослабления рубля
 - **Неизменные ставки рефинансирования и РЕПО по крайней мере до конца лета. Решение по изменению ставок будет**, скорее всего, приниматься **осенью**, исходя из динамики инфляции и промпроизводства в стране
 - **Валютный курс:** доминирующим фактором остается внешняя конъюнктура, ключевой уровень по Brent - \$100; **к концу года - бивалютная корзина около RUB 35 при Brent \$110-111**, то есть ниже чем сейчас
 - **Ставки на денежном рынке снизятся на 50-70 бп**, ориентир по ставке Mosprime o/n 5.75%, 1Y RUB/USD NDF 6.0%
 - Ориентир **объема размещения ОФЗ** в этом году в июне будет понижен с текущих RUB 1.1 трлн как минимум до RUB900 млрд, а в сентябре возможно дальнейшее сокращение до RUB 400-600 млрд:
 - **Осеннее снижение доходностей облигаций на рынке до уровней середины апреля-начала мая** (50-70 бп – для ОФЗ, 50-100 бп – для корп.бумаг)
-

Легенды осени: возможные «поворотные» события

- **17 июня – выборы в Греции** – вероятно, большинство получают партии за евроинтеграцию
- **20 июня** – заседание ФРС – скорее всего ФРС возьмет паузу с принятием новых стимулирующих программ
- **22 июня** – принятие правил Волкера в США
- **30 июня** – окончание «Operation Twist» в США

«Поворотные точки», о которых можно говорить сейчас:

- **В конце августа** – возможный момент объявления новой стимулирующей программы в США, аналогичной «Operation Twist», с запуском в октябре
- **Осень** – окончательные данные по ВВП еврозоны за 3К (риск присоединения Германии к «рецессионной» группе)
- **Осень** - активизация предвыборной кампании в США
- **Осень** – понижение ставки ЕЦБ и запуск новых стимулирующих программ
- **Осень** – возможное «повторение» дефолта Греции

Спасибо за внимание!