Укрепление национальной валюты, взявшая летний отпуск инфляция и стабильно высокие цены на нефть поддержали локальный рынок облигаций в июле. Этого оказалось достаточно, чтобы абстрагироваться от внешней нервозности и сосредоточится на выработке новых инвестиционных стратегий. Впрочем, как полагают аналитики, российский рынок долга и дальше будет вести себя спокойно, черпая идеи в ходе новых размещений.

Не суетимся

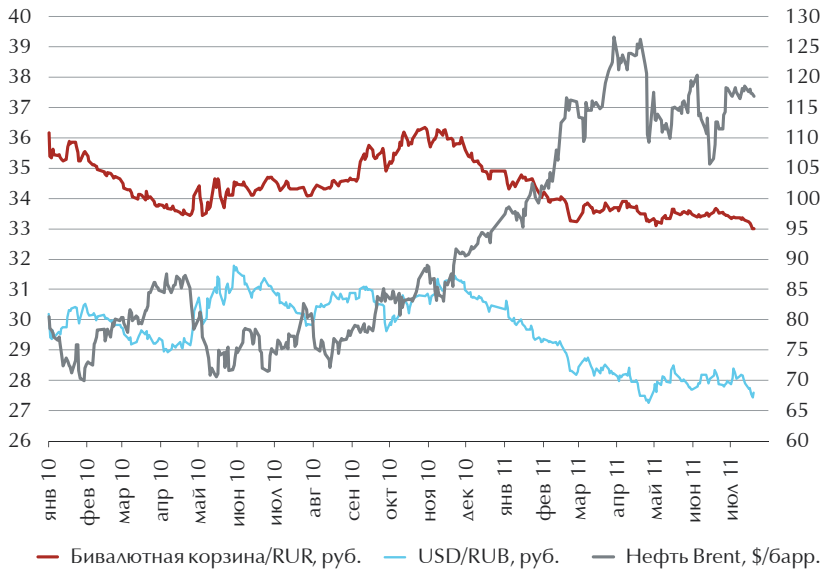
Елена СКУРИХИНА

В ПОИСКАХ ТИХОЙ ГАВАНИ

Долговой кризис в США и странах еврозоны по-прежнему в центре внимания участников рынка. Они позитивно восприняли достижение консенсуса по вопросу увеличения потолка госдолга в США, что привело к росту котировок государственных обязательств Штатов. Правда, это лишь временное решение долговых проблем, подчеркивает Андрей Бобовников, вице-президент по исследованиям долгового рынка компании «АТОН». Как только эффект монетарных мер иссякнет, трудности снова могут выйти на первый план. Это может иметь как положительные, так и отрицательные последствия для России. С одной стороны, проблемы с облигациями развитых стран могут вызвать диверсификацию инвестиционных портфелей в пользу ценных бумаг других суверенных заемщиков, в том числе России, чьи кредитные метрики в настоящее время очень сильны. С другой стороны, потрясение на финансовом рынке может способствовать росту неприятия риска и выводу активов с emerging markets, включая Россию. Кроме того, экономические проблемы развитых стран, вероятно, приведут к снижению цен на сырье, что также стимулирует вывод средств из России.

По мнению Сергея Карыхалина, аналитика «ТКБ Капитала», пока события развиваются по первому сценарию, развивающиеся рынки выигрывают за счет перераспределения средств с развитых рынков. Падение доверия к основным валютам способствует росту цен на сырьевые товары, и в такой ситуации Россия оказывается даже в преимущественном положении, хотя на сохранение такой благоприятной коньюнктуры в течение продолжительного времени полагаться не стоит. По оценкам аналитиков «ТКБ Капитала», в ближайшее время расклад сил серьезно не изменится — темпы роста в США и Европе будут по-прежнему сдерживаться долговыми проблемами (хотя катастрофических сценариев удастся избежать), а ключевые развивающиеся экономики продолжат балансировать

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



«ПОЛНОМАСШТАБНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ В ПЕРВОМ ПОЛУГОДИИ ТАК И НЕ УДАЛОСЬ ЗАПУСТИТЬ. ГЛАВНЫМИ ПРЕПЯТСТВИЯМИ СТАЛИ НИЗКИЙ РОСТ КАПИТАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ И СЛАБОЕ СТИМУЛИРОВАНИЕ РАСХОДОВ НАСЕЛЕНИЯ НА ФОНЕ СНИЖЕНИЯ ДОХОДОВ»

между рисками перегрева (инфляции) и необходимостью сохранения высоких темпов роста.

Как считает Андрей Бобовников, другой фактор, который продолжает отрицательно влиять на ситуацию в России, — это долговой кризис периферийных стран Еврозоны, в первую очередь Греции. Состоявшееся понижение кредитных рейтингов Греции и Португалии не оказало долгосрочного негативного эффекта на российский рынок облигаций, скорее способствовало перетоку средств с европейского рынка на рынок США. Благодаря принятию плана финансовой помощи Греции в размере 140 млрд евро с добровольной реструктуризацией долга перед частными инвесторами в облигации проблема стала менее острой, считают в АТОНе. Но реструктуризация станет новым поводом для рейтинговых агентств понизить рейтинги. Кроме того, проблема долга не исчезла, она была лишь отложена во времени, а финансовая помощь периферийным странам Европы ляжет бременем на экономики развитых стран еврозоны. Последствия для России будут зависеть от того, воспримут ли инвесторы этот рынок как тихую гавань. Определяющим фактором, возможно, станут цены на энергоносители, которые могут начать снижаться из-за опасений по поводу замедления мировой экономики в результате долгового кризиса.

ЗДОРОВЫЙ РОСТ

Полномасштабный экономический рост в первом полугодии так и не удалось запустить. Главными препятствиями стали низкий рост капитальных инвестиций и слабое стимулирование расходов населения на фоне снижения доходов, рассуждает о ситуации в России Владимир Евстифеев, аналитик Банка ЗЕНИТ. Так, инвестиции в основной капитал за полугодие выросли лишь на 2.7% и базировались преимущественно не на строительном секторе (более половины от всех капитальных инвестиций), объем работ в котором за шесть месяцев вырос лишь на 0.9%, а на потреблении инвестиционного импорта. Хотя динамика инвестиций в основной капитал пока выглядит неустойчивой, это вполне нормальная ситуация для первого полугодия, во второй половине года рост инвестиций должен существенно ускориться, прогнозируют аналитики «ТКБ Капитала».

Пока существенных сдвигов не было заметно и в промышленности, отмечает Владимир Евстифеев. Добывающие отрасли по-прежнему получают поддержку от значительного роста поставок газа и угля за рубеж (в июне рост составил 18.3 и 13.2% год к году соответственно), в обрабатывающих производствах драйверами роста остаются автомобилестроение и металлообработка.

Однако, по мнению Сергея Карыхалина, аналитика по макроэкономике и стратегии «ТКБ Капитала», небольшое замедление темпов экономического роста во втором квартале (+3.7% год к году) по сравнению с первым (+4.1%) на самом деле не отражает реальности. «Качество роста ВВП в первом квартале было низким — рост экономики объяснялся исключительно увеличением запасов, тогда как остальные составляющие либо стагнировали, либо внесли негативный вклад», — пояснил Владимир Косяков. Во втором квартале рост стал более здоровым: экономика росла уже благодаря потреблению

Сергей КАРЫХАЛИН,
аналитик по макроэкономике и стратегии, «ТКБ Капитал»

Владимир КОСЯКОВ,
аналитик отдела анализа рынка долговых инструментов, «ТКБ Капитал»

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

В ближайшее время мы ожидаем сужения спредов по таким бумагам, как ФСК ЕЭС, 13, 19, которые расширились до 60–65 б.п., в то время как короткие ФСК ЕЭС, 06, 08 находились в 40–45 б.п. от кривой.

В связи с выходом позитивной отчетности «Алросы» за первое полугодие 2011 года советуем обратить внимание на бумаги «Алроса», 21, 22 (YTP 6.8%, дюрация 1.7 года), спред которых к кривой ОФЗ составляет 110–120 б.п. Более длинные — «Алроса», 20, 23 (YTM 7.6%, дюрация 3.3 года) располагаются лишь на 80 б.п. выше обозначенного бенчмарка, а спред сопоставимых по кредитному качеству облигаций ММК не превышает 85–95 б.п.

На фоне рекомендации покупать длинные бумаги ФСК ЕЭС логичный представляется продажа перекупленных «РусГидро» серии 01 и 02, которые, стоя на рейтинговой шкале на две ступени ниже, при этом по доходности иногда даже уступают более титулованным бумагам. В сравнении с ними даже выпуски «Газпромнефти» серий 8, 9 и 10 смотрятся куда привлекательней.

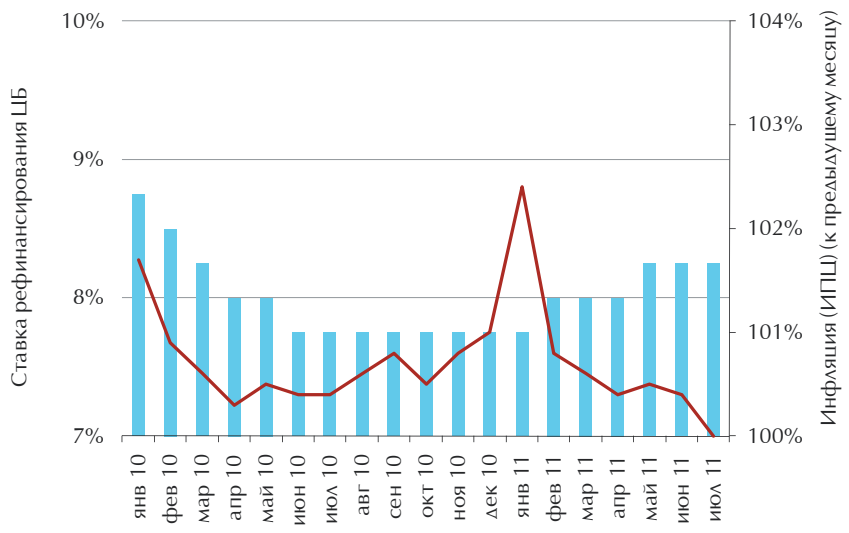


Рисунок 2

Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ

и инвестициям. Во втором полугодии, при отсутствии внешних шоков, есть все шансы на то, что эти позитивные тенденции сохранятся.

Анализируя опубликованную в последние недели июля статистику, Сергей Карыхалин отмечает укрепление положительных трендов на рынке труда, а также обращает внимание на данные по розничным продажам, которые свидетельствуют о росте частного потребления. Несмотря на заметное снижение темпов роста индикаторов, свидетельствующих о благосостоянии граждан, именно конечное потребление позволяет экономике держаться на плаву, говорит Владимир Евстифеев. Располагаемые доходы, скорректированные на инфляцию, в июне выросли на 0.7%, что во многом связано с изменением методики расчета Росстатом, однако позитивная тенденция здесь все же прослеживается. Согласно анализу Банка ЗЕНИТ, снизившиеся в реальном выражении зарплаты не повлияли на объем персональных расходов, что во многом объясняется восстановлением розничного кредитования и снижением нормы сбережений.

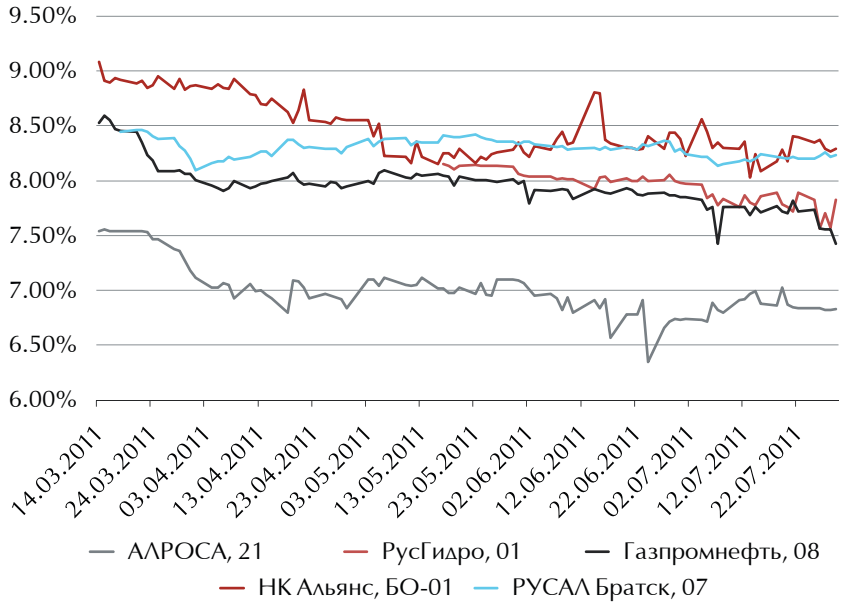
Мировые цены на нефть за последние два месяца оставались высокими — в диапазоне $112–118 за баррель (за исключением провала в последнюю неделю июня), приводит данные Андрей Бобовников. Приток «нефтяных денег» на рынок с лихвой компенсировал ускоряющийся отток капитала из страны, который по итогам первого полугодия составил $31.2 млрд по сравнению с $34 млрд за весь 2010 год. Ставка рефинансирования ЦБ осталась на прежнем уровне — 8.25%. Снижение инфляции в летние месяцы дает основания полагать, что повышения ставок не будет по крайней мере до сентября, считают аналитики АТОНа.

Ситуация на денежно-кредитном рынке в июле была сбалансированной: с одной стороны, избыток рублевой ликвидности абсорбировался выплатами налогов, с другой — существенного и затяжного роста рублевых ставок не произошло, что позитивно сказывалось на вторичном рынке облигаций. Правда, это также является свидетельством того, что поле для маневров в рамках ужесточения монетарной политики у Центробанка все еще остается широким, комментирует Владимир Евстифеев.

Состояние кредитного рынка можно назвать вполне благоприятным. Объемы кредитных портфелей банков растут, подготавливая базу для будущего роста инвестиций. По состоянию на 1 июля объемы выданных корпоративных кредитов и кредитов физическим лицам увеличились в месячном выражении на 2.2 и 3.9% соответственно, а с начала года – на 8.7 и 12.0%, приводят статистику в Банке ЗЕНИТ.

Рисунок 3

Индикативные доходности корпоративных выпусков



РАНО РАДОВАТЬСЯ

Укрепление рубля и ожидаемое замедление инфляционного давления — два основных фактора, которые оказывали поддержку локальному рынку долга в июле. Рост потребительских цен замедлился до 0.2% м/м, позволяя сохранить надежду если не на дефляцию, то хотя бы на нейтральное поведение цен в августе-сентябре, рассуждает Владимир Евстифеев. Инфляция продолжает замедляться, в основном благодаря снижению цен на продукты питания,

впрочем, победу над ней праздновать рано — базовая инфляция не снижается, а монетарное давление может вновь проявиться в среднесрочной перспективе (по данным за июнь темпы роста М2 перестали замедляться), предостерегает Сергей Карыхалин. Именно от состояния инфляционных процессов будет зависеть характер дальнейшей монетарной политики российского Центробанка, особенно если прогнозы ускорения темпов экономического роста на второе полугодие будут оправданы, добавил Владимир Евстифеев.

Аналитики из РОСБАНКА смотрят на проблему инфляции более оптимистично. Благодаря быстрой нормализации цен на некоторые продовольственные продукты ИПЦ удалось стабилизировать около отметки 9.5% в годовом сопоставлении, говорит Владимир Колычев. Но начиная с августа новый урожай и высокая база прошлого года начнут оказывать сильное понижающее влияние на продуктовую инфляцию, толкая общий индекс к 7.5–8% (год к году) на конец сентября. В случае, если урожай будет хорошим, цель ЦБР по инфляции на уровне 7% на конец декабря перестанет выглядеть недостижимой, считают аналитики РОСБАНКА, ожидая устойчивую дефляцию продуктовой корзины вплоть до сентября. Несмотря на то что рост цен на базовые компоненты потребительской корзины, ведомый уверенной динамикой внутреннего спроса, продолжит ускоряться, снижения общего индекса ИПЦ может оказаться вполне достаточно для дальнейшего снижения инфляционных ожиданий, уверены в РОСБАНКЕ. Судя по последним консенсус-прогнозам экономистов, краткосрочным инфляционным ожиданиям (консенсус на конец года сейчас находится на уровне 8.2–8.4%. РОСБАНК прогнозирует 7–7.5%) еще есть куда падать, подытожил Владимир Колычев.

Вместо регулятора, который занял выжидательную позицию на лето, борьбу с инфляцией активно ведет российская валюта. За июль номинальное укрепление рубля по отношению к бивалютной корзине составило почти 2%, подсчитали в Банке ЗЕНИТ. Укрепление курса рубля способствует сохранению высоких темпов роста импорта, однако позитивно для потребления и бюджета, который получит больше налогов и пошлин, добавил Сергей Карыхалин.

МОРЕ ПО КОЛЕНО

В июле рынок рублевого долга удачно отгородился от негативных внешних событий. Ни нагнетание долгового кризиса еврозоны, ни сложности в процессе переговоров в конгрессе США по поводу повышения предельного значения государственного долга, ни спекуляции на тему возможности жесткой посадки экономики Китая не оказывали значительного влияния на котировки, вспоминает Владимир Евстифеев. Вплоть до последних налоговых платежей в конце месяца рублевая ликвидность, восполненная после погашения ОБР в середине июня, оставалась на более чем комфортном уровне, а мягкая риторика регулятора на последнем заседании и замедление инфляции рассеяли опасения по поводу повышения ставок. В итоге укрепления рубля и сохранения стабильно высоких цен на нефть оказалось достаточно, чтобы абстрагироваться от нервозного внешнего фона и более внимательно сосредоточиться на выработке идей, базой для которых являются не столько конъюнктурные условия, сколько кредитные метрики компаний и точечные корпоративные события, комментирует аналитик ЗЕНИТа.

Несмотря на период каникул и отпусков, на российском первичном рынке наблюдалась неслабая активность, отмечает Владимир Косяков. Спрос в 1.5–3.5 раза превышал предлагаемый объем рублевых бумаг и выпусков в иностранной валюте. Первичный рынок рублевых облигаций не теряет статус ключевого источника фондирования, особенно для банков: за июль на рынке было размещено выпусков на общую сумму 110 млрд руб., при этом 60% объема составили бумаги финансового сектора, поделился наблюдением Владимир Евстифеев.

В большинстве случаев по итогам

«СНИЖЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ В ЛЕТНИЕ МЕСЯЦЫ ДАЕТ ОСНОВАНИЯ ПОЛАГАТЬ, ЧТО ПОВЫШЕНИЯ СТАВОК НЕ БУДЕТ ПО КРАЙНЕЙ МЕРЕ ДО СЕНТЯБРЯ»

Игорь ЛАУХИН,
директор департамента торговли и продаж, UFS Investment Company

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

В текущей ситуации самым правильным решением является составление buy-and-hold-портфеля с небольшой дюрацией. Хотя и на длинном конце кривой доходностей можно найти потенциально недооцененные бумаги. В частности, выпуск еврооблигаций «Метинвест», 16 имеет широкий спред к еврооблигациям «Северстали», 16. Также стоит обратить внимание на выпуск еврооблигаций Сбербанк, 15, у которого есть потенциал снижения доходности на 20–25 б.п. На длинном конце кривой несправедливо отстает на 50 б.п. по доходности от собственной кривой бонд Казкоммерцбанк, 18.

На локальном рынке стоит обратить внимание на бумаги «Ростелеком», 11, «ЮТэйр-Финанс», БО–5 и «Русал Братск», 7. Кроме того, в связи с покупкой «Газпромом» энергетических активов «Ренова» (КЭС Холдинг) мы считаем, что спред между выпусками ТГК-1, с одной стороны, и ТГК-5, 01; ТГК-6, 01; ТГК-9, 01 с другой — в среднесрочной перспективе будет нивелирован с учетом дюрации и бумаги должны оказаться на одной кривой долга.

закрытия книги заявок ставка купона формировалась на справедливом уровне, даже если эмитент в момент открытия книги предлагал премию, анализирует итоги июльских корпоративных размещений Игорь Лаухин, директор департамента торговли и продаж UFS Investment Company. Как следствие, практически вся первичка вышла на вторичный рынок в районе номинала и закрепилась на том же уровне. По мнению представителя UFS, в первую очередь такая ситуация объясняется высокой ликвидностью на рублевом рынке. Правда, на фоне активности в первичном сегменте ощущалась некоторая безыдейность на вторичном рынке, это привело к тому, что объемы торгов оказались ниже среднего, добавил Игорь Лаухин.

Минфин доразместил четыре выпуска (26204, 26205, 26206 и 25079) общим объемом чуть более 77 млрд руб. За июль наклон кривой ОФЗ заметно

Андрей БОБОВНИКОВ,
вице-президент
по исследованиям
долгового рынка, АТОН

Юрий НЕФЕДОВ,
аналитик, АТОН

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

Московская область, 26007. Рынок существенно недооценивает данный регион из-за негативного информационного фона в прошлом, связанного со злоупотреблениями прежнего финансового руководства. Сейчас ситуация в области улучшается, и перспективы обнадеживают. С нашей точки зрения, рейтинговые агентства должны отреагировать на улучшение финансовых показателей региона, а также перспективу углубления сотрудничества Москвы и Московской области.

Краснодарский край, 34033. У региона одни из самых больших потоков доходов в России. В то же время долговая нагрузка сравнительно невелика — менее 30% от доходов, без учета финансовой помощи. Краснодарский край должен больше всех выиграть от Олимпиады-2014. Инвестиции в крупные инфраструктурные проекты будут способствовать его экономическому развитию и увеличивать налогооблагаемую базу.

Тверская область, 34007. Наличие увеличенного спреда можно объяснить политическими трениями губернатора с федеральным правительством, которые наблюдались в прошлом. Президент России 16 июня 2011 года подписал указ о досрочной отставке губернатора Тверской области Дмитрия Зеленина. Следующий глава области лоялен федеральной власти.

«Иркут», БО-01. Этот производитель военных самолетов в 2010 году значительно улучшил свое финансовое положение. Сейчас спред облигаций «Иркута» к бенчмарку больше, чем у КамАЗа, который характеризуется более слабым финансовым профилем и не имеет кредитного рейтинга, тогда как у «Иркута» есть рейтинг Ba2 от агентства Moody's.

«НК Альянс», БО-01. «НК Альянс» является дочерним обществом независимой нефтяной компании Alliance Oil, которая улучшила свои операционные и финансовые результаты в 2010 году и в первом квартале 2011 года.

«Почта России», 01. Ближайшим ориентиром для сопоставления мы считаем АИЖК — это тоже государственная компания с социальной ориентацией и схожим размером активов (197.8 млрд руб. по итогам 2010 года). Привлекательность облигаций АИЖК обусловлена кредитными рейтингами эмитента и государственными гарантиями. С другой стороны, у «Почты России» меньший финансовый долг и большая денежная позиция, что можно рассматривать как преимущество при сравнении кредитоспособности эмитентов. Облигации «Почты России» торгуются со спредом 50 б.п. к кривой АИЖК. Мы прогнозируем дальнейшее сужение спреда, особенно если компания получит кредитный рейтинг.

«РусГидро», 01, 02. Мы очень положительно оцениваем выпуски как рублевых, так и еврооблигаций (номинированных в рублях) компании. Основной фактор в пользу покупки: возможное повышение рейтинга до BBB на фоне восстановления Саяно-Шушенской ГЭС с участием правительства (авария послужила одним из главных поводов для снижения кредитного рейтинга). В настоящий момент котировки облигаций достигли ожидаемых нами значений и даже превзошли их — бумаги котируются в кривой ФСК, что мы считаем несколько агрессивным. Тем не менее облигации остаются отличной идеей в отрасли — в случае расширения спреда «РусГидро-ФСК» до уровня 30–40 б.п.

Игра на расширении спреда коротких и среднесрочных ОФЗ

По мере приближения к осени и потенциального роста ожиданий по росту ставки в России, а также на фоне внешнего негатива может оказаться интересной игра на расширении спреда между ОФЗ-25077 и ОФЗ-25072, которые в настоящий момент являются самыми дешевыми к поставке в корзинах фьючерсов OFZ4 и OFZ2 соответственно. По нашим оценкам, при расширении спреда до 180–190 б.п. с текущих 170 к 30 августа стратегия покупки фьючерсов OFZ2 и продажи OFZ4 в соотношении 2.8 к 1 принесет 11.5% в абсолютном выражении.

«ИЮЛЬ МОЖНО БЕССПОРНО НАЗВАТЬ ПЕРЕЛОМНЫМ ДЛЯ СЕКТОРА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ — ПО ИТОГАМ МЕСЯЦА ОФЗ ПОКАЗАЛИ УВЕРЕННУЮ ОПЕРЕЖАЮЩУЮ ДИНАМИКУ, ПРИБАВИВ ОКОЛО 2% В КОТИРОВКАХ НА ДАЛЬНЕМ УЧАСТКЕ КРИВОЙ»

изменился — ее движение было подобно повороту по часовой стрелке с точкой крепления в районе дюрации 2.3 года и доходности 6.25% годовых. Движение в длинном конце кривой было настолько стремительным, что выпуски корпоративных облигаций с дюрацией от пяти лет просто не поспевали за ней, говорит Владимир Косяков.

Тенденции к росту на российском рынке облигаций отмечают и аналитики АТОНа. Доходности снижались как по государственным бумагам, так и по ликвидным корпоративным облигациям, вспоминает Андрей Бобовников.

Июль можно бесспорно назвать переломным для сектора государственных облигаций — по итогам месяца ОФЗ показали уверенную опережающую динамику, прибавив около 2% в котировках на дальнем участке кривой, продолжает комментировать ситуацию в госсекторе Владимир Колычев. Более уверенному движению в госбондах также способствовала постепенная переоценка (снижение) рисков избыточного первичного предложения. Во-первых, Минфин наконец подтвердил невысокую потребность в финансировании бюджетного дефицита при текущих ценах на нефть, и во-вторых, укрепил свое заявление изменением тактики первичных размещений, перестав давать премии на аукционах. В результате при довольно скромном движении процентных ставок длинные ОФЗ потеряли в доходности 40–50 б.п., а ASW-спреды (спред между ОФЗ и кривой процентных ставок IRS) сузились с 90–100 до 40–60 б.п., подсчитали в РОСБАНКе.

Благоприятная почва для роста котировок длинных госбумаг обещает сохраниться и в ближайшие два месяца. Длинные процентные ставки в большой степени зависят от риск-премии и прогнозируемых изменений базовой ставки, формируемых в свою очередь инфляционными ожиданиями, пояснил Владимир Колычев. Риск-премия связана с рисковыми аппетитами на глобальных рынках, динамикой цен на нефть и объемами рублевой ликвидности в системе. Внешняя турбулентность, высокая неопределенность перспектив экономического роста развитых стран, который находится под гнетом необходимой фискальной консолидации, пока не сулят стабильности, сетуют в РОСБАНКе. В то же время внутренние факторы должны поддержать рисковые аппетиты локальных инвесторов. ЦБР зарекся повышать ставки до осени, а снижающаяся инфляция и надвигающиеся выборы указывают на то, что пауза в цикле монетарного ужесточения может затянуться. Кроме того, в ближайшие месяцы должен сохраниться комфортный уровень рублевой ликвидности, так как Минфин продолжит предоставлять дешевое фондирование через депозитные аукционы (недавнее интервью зампреда ЦБР Сергея Швецова подтверждает такое предположение), полагает Владимир Колычев. Таким образом, в краткосрочной перспективе, до того как ускорение базовой инфляции начнет ставить под сомнение достижения ЦБР в победе над ростом цен, сохраняется вполне благоприятная почва для понижающего давления на долгосрочные ставки, подытожили в РОСБАНКе.

Владимир ЕВСТИФЕЕВ,
аналитик по макроэкономике,
Банк ЗЕНИТ

Владимир КОЛЫЧЕВ,
директор управления
рынков капитала, РОСБАНК

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

С точки зрения относительной стоимости ОФЗ сохраняют потенциал дальнейшего роста. Даже после июльского движения длинные госбонды предлагают приличную премию над кривыми процентных ставок, а невысокая потребность Минфина в финансировании дефицита и, соответственно, небольшие стимулы для размещения по высоким доходностям должны способствовать дальнейшему сужению этой премии. Кроме того, дополнительное давление будут создавать и ожидания либерализации рынка ОФЗ для нерезидентов с начала следующего года. Семилетние ОФЗ сейчас торгуются с ASW-спредом на уровне 50–60 б.п. по сравнению с отрицательным ASW (-5 б.п.) для аналогичных по срочности рублевых еврооблигаций. По мере либерализации рынка вполне логично ожидать конвергенции этих спредов где-то посередине — то есть, по скромным оценкам, потенциал сужения спреда составляет еще 30–40 б.п.

Учитывая и так достаточно узкие спреды к суверенной кривой, мы не ожидаем опережающего роста в корпоративных бумагах. Внимания могут заслуживать лишь отдельные недооцененные выпуски: например, нам нравится щедрая премия «Почты России» к кривой РЖД, широкие спреды ТГК (КЭС Холдинг), небольшой потенциал также представляют длинные бумаги «Евраза», облигации «Русала», десятилетний выпуск ФСК ЕЭС.