

23 ноября 2012 г.

## ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

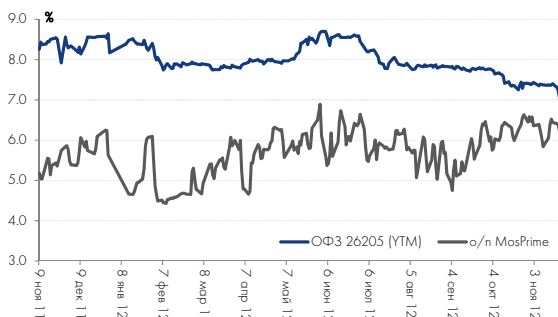
Есть ли потенциал для дальнейшего роста цен ОФЗ в преддверии либерализации рынка?

Сейчас рынок ОФЗ, несмотря на по-прежнему значительный дефицит рублевой ликвидности и регулярное предложение от Минфина новых бумаг, находится на ценовых максимумах с начала этого года, в которые закладывается высокая вероятность скорого притока средств нерезидентов (см. подробнее наш комментарий "Рынок ОФЗ: пора делать ставки - появление нерезидентов уже не за горами" от 27 июля 2012 г.). Недавно ФСФР присвоила НРД статус Центрального депозитария. Следующим шагом на пути к полной либерализации станет открытие счетов номинального держателя Euroclear и Clearstream и начало осуществления расчетов через эти клиринговые организации, на что может уйти, по нашим оценкам, около месяца. Следуя простому рыночному правилу "покупай на ожиданиях, продавай на фактах", возникает вполне естественный вопрос: не пора ли уже сейчас зафиксировать высокую прибыль (с начала года длинные ОФЗ подорожали на ~8 п.п.), немного опережая "факт"?

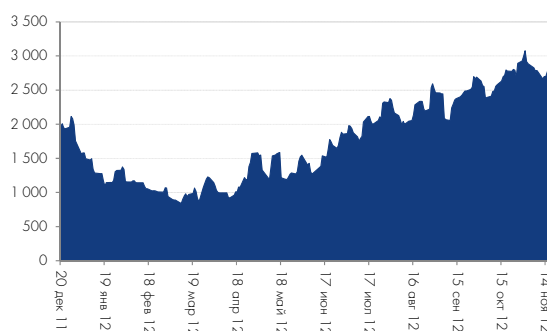
Рынок ОФЗ проигнорировал усиление дефицита ликвидности...

В этом году рынок ОФЗ демонстрировал на удивление высокую устойчивость к увеличению дефицита ликвидности в системе: за январь-октябрь 2012 г. задолженность банков перед ЦБ РФ выросла с 3,3% до 6,1% (~2,5 трлн руб.) от их совокупных обязательств. При прочих равных условиях такая ситуация должна была бы привести к расширению спредов ОФЗ к ставкам денежного рынка (ставка о/п MosPrime преимущественно находилась выше 5% годовых).

Динамика доходности ОФЗ и ставок МБК



Задолженность банков РФ перед гос-вом



Источник: ЦБ РФ, ММВБ, оценки Райффайзенбанка

... проявляя высокую чувствительность к внешним факторам

При этом, в отличие от внутренних факторов, чувствительность цен ОФЗ к внешним индикаторам (прежде всего, к котировкам нефти) оставалась довольно значительной. Так, в период майской волны распродаж на финансовых рынках (катализатором которых стало обострение европейских проблем) длинные ОФЗ просели на 4 п.п. (9-летний выпуск 26205). Однако в июле ценовые потери были полностью восстановлены, и сейчас цены находятся на максимальных с начала года значениях. Исходя из такого контраста, можно сделать предположение о том, что ценообразование на рынке в этом году большей мере определяется внешними факторами.

**Банки "сидят" в ОФЗ "с плечом"**

Мы изучили инвестиционную привлекательность рынка ОФЗ для основных групп его инвесторов: банки и ИК (1-я группа), управляющие пенсионными средствами и страховыми резервами (2-я группа) и нерезиденты (3-я группа). Эти группы различаются типами стратегий инвестирования: 1-я группа осуществляет процентный арбитраж (далее по тексту называемый carry-trade), тогда как 2-я и 3-я группы не используют финансовое плечо.

Начнем с рассмотрения 1-й группы инвесторов. По нашим оценкам, на российские банки приходится порядка ~53% всего объема рынка ОФЗ (или 1,5 трлн руб. в абсолютном выражении). В условиях увеличения дефицита рублевой ликвидности банки вынуждены привлекать фондирование от ЦБ, при этом наиболее востребованным инструментом остается прямое РЕПО (на него приходится более половины всей ликвидности, предоставляемой регулятором). В результате банки, желая того или нет, по сути осуществляют стратегию carry-trade. Кроме того, длинная позиция в ОФЗ представляет определенный интерес для банков с точки зрения их ожиданий (соотношения риска/текущей доходности), иначе в ответ на дефицит ликвидности они просто сократили бы свою позицию в ОФЗ.

**Арбитраж в carry-trade есть...**

Несмотря на сузившийся с начала этого года спред ОФЗ к ставкам о/п РЕПО (по причине как снижения доходностей госбумаг, так и роста ставок денежного рынка), стратегия carry-trade позволяет банкам получать арбитраж, особенно заметный в длинных госбумагах. Например, покупка 5-летних ОФЗ с плечом 1:2 позволяет получить большую доходность (при сопоставимых рыночных рисках), чем удержание 10-летних госбумаг без плеча.

**... однако в среднем по рынку он дает не слишком высокую премию...**

По нашим оценкам, из общего объема ОФЗ в портфелях банков в залоге у ЦБ по сделкам РЕПО находится порядка 40-45% (включая специальный выпуск ОФЗ 46023 выпущенного для Банка Москвы), что соответствует финансовому плечу 3:5. Без учета этого спецвыпуска, а также прочих неликвидных бумаг (например, 46005, 48001) в ЦБ заложено 35-40% всех рыночных ОФЗ, находящихся в портфелях у банков. При этом среднее значение дюрации этих бумаг составляет 3,1 года. Таким образом, условно говоря, банки держат выпуск ОФЗ 26203 (YTM 6,86%/DTM 3,27 лет) с плечом 3:5, что транслируется в доходность 7,34% годовых (с учетом фондирования у ЦБ под ставку 5,5% годовых), которая предполагает премию к текущим котировкам бумаг с дюрацией 5 лет (ОФЗ 26208) в размере 40 б.п. То есть в целом по банкам стратегия carry-trade все еще дает заметный выигрыш.

**... чтобы компенсировать риски**

Однако не стоит забывать о рисках. Увеличение доли нерезидентов на рынке ОФЗ сделает его более волатильным, соответственно, возрастет вероятность глубоких коррекций. Относительно высокое плечо в ОФЗ повышает чувствительность к рыночному риску: в случае продаж со стороны нерезидентов может произойти глубокая коррекция (банки один за другим начнут сокращать свою позицию ОФЗ в попытке минимизировать ценовые потери). На наш взгляд, эти риски сейчас перевешивают премию, которую несет carry-trade (особенно в длинных бумагах).

**Объем чистого размещения госбумаг заметно выше притока пенсионных средств в ГУК**

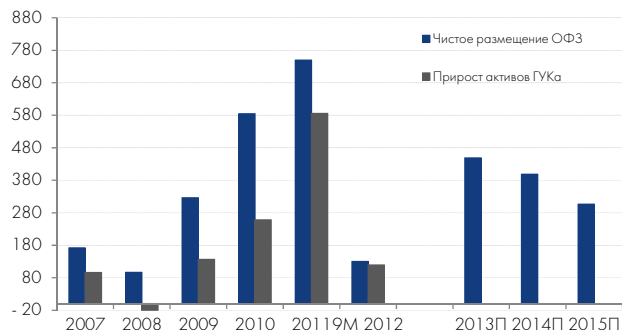
После банков вторым крупным классом держателей ОФЗ являются управляющие пенсионными средствами и страховыми резервами. По нашим оценкам, на них приходится порядка 25-35% рынка госбумаг. Крупнейшим инвестором в этой группе является ГУК, поэтому мы уделили ей наибольшее внимание.

Пенсионные накопления "молчунов" из ПФР поступают в расширенный портфель ГУК, использующей в основном стратегию buy & hold. В консервативный портфель ГУК (который инвестируется только в госбумаги) пенсионные накопления попадают лишь по требованию гражданина-участника пенсионной системы. Также по желанию накопления могут быть направлены для управления в НПФ. Кстати говоря, в последнее время наблюдается рост популярности НПФ. По нашим расчетам, из общего притока накоплений в ПФР за 1П 2012 г. в ГУК пришло только около 41% (или 148 млрд руб.). Накопления под управлением НПФ в сумме составляют 0,6 трлн руб., в то время как у ГУК - 1,5 трлн руб.

Аппетит управляющих пенсионными средствами к облигациям, в отличие от банков, определяется не ситуацией на денежном рынке, а притоком новых средств, который исторически оказывается ниже объема новых ОФЗ и ГСО. Так, в 2011 г. прирост активов

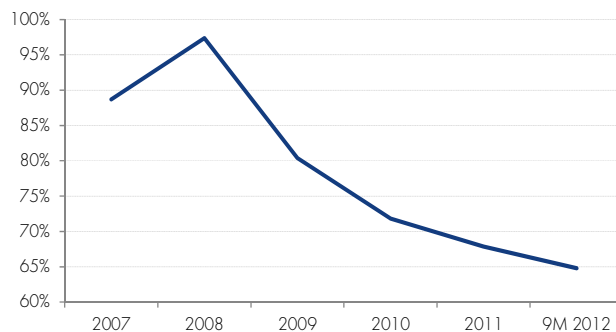
ГУК составил 462 млрд руб. (из него на госбумаги пришлось 368 млрд руб.), в то время как чистое размещение ГСО и ОФЗ - порядка 994 млрд руб. (из них ГСО составили 245 млрд руб.). За 9М 2012 г. активы ГУК увеличились на 119 млрд руб. (из них лишь 2 млрд руб. пришлось на госбумаги), что также меньше объема чистого размещения ОФЗ (130 млрд руб.) в сумме с ГСО (100 млрд руб.).

### Размещение ОФЗ и прирост активов ГУК, млрд руб.



Источник: ЦБ РФ, Сbonds, ВЭБ, оценки Райффайзенбанка

### Доля госбумаг (ГСО и ОФЗ) в активах ГУК



Источник: ЦБ РФ, Сbonds, ВЭБ, оценки Райффайзенбанка

### В сравнении с ОФЗ большую доходность пенсионным средствам приносят банковские депозиты

Тем не менее, в последние годы доля госбумаг в портфеле ГУК заметно сократилась (с 95% в 2008 г. до 65% в сентябре 2012 г.), что связано, главным образом, с расширением инвестиционной декларации, позволяющей инвестировать за пределами сегмента госбумаг (в т.ч. ипотечные облигации, а также негосударственные облигации с рейтингом инвестиционного уровня). В результате, несмотря на приток пенсионных средств в объемах, сопоставимых с чистым размещением ОФЗ, ГУК может выбирать более доходные инструменты для инвестирования. Например, во 2П 2012 г. пенсионные средства ВЭБ регулярно размещал на депозиты банков, под ставки заметно превышающие доходности вдоль всей кривой ОФЗ (так, 25 октября на год ставка размещения 25 млрд руб. составила 9,48%). Кроме того, для ГУК хорошей альтернативой ОФЗ являются ГСО, которые позволяют избежать существенно переоценки. Так, с начала этого года было размещено ГСО на сумму 124 млрд руб. Для НПФ с точки зрения риска/доходности лучшей альтернативой в сравнении с ОФЗ являются корпоративные облигации 1-го эшелона, которые предлагают премию к суверенной кривой в размере 140-160 б.п.

### Спекуляции в преддверии либерализации рынка стали основным фактором ценового роста ОФЗ

Таким образом, мы приходим к выводу о том, что для локальных участников (как банков, так и управляющих пенсионными средствами) на текущих уровнях доходностей рынок ОФЗ становится все менее интересным (прежде всего, с точки зрения сравнения номинальных доходностей со ставками денежного рынка). Основной причиной наличия спроса на ОФЗ сейчас является ожидание притока средств иностранных фондов после получения международными депозитариями (Euroclear и Clearstream) полноценного доступа на локальный рынок. Как следствие, важно понимать факторы, определяющие инвестиционную привлекательность рынка госбумаг для иностранцев (3-я группа инвесторов).

### По уровню реальных процентных ставок РФ все еще в положительной зоне ...

По различным оценкам сейчас на нерезидентов приходится 4-6% обращающихся ОФЗ (прямое владение). Уровень реальных процентных ставок в локальных валютах является одним из основных фундаментальных факторов, влияющих на распределение спекулятивного капитала в долгах развивающихся стран. При прочих равных условиях, чем выше уровень реальных процентных ставок, тем больше вероятность снижения ставок с одновременным укреплением локальных валют к доллару. Из сопоставления ведущих развивающихся стран (GEM) по этому показателю видно, что рынок РФ не предлагает заметной премии.

## Уровень реальных процентных ставок стран GEM

Страна	Рейтинги (S/M/F)	Доходность 10-летних гособлигаций в национальной валюте, YTW, %	CPI, уоу %	CPI, уоу % 2012 F	Уровень реальной доходности* при текущей инфляции, б.п.	Уровень реальной доходности* при прогнозной инфляции за 2012, б.п.
Бразилия	BBB/Baa2/BBB	5,67	5,45	5,55	22	12
Россия	BBB/Baa1/BBB	7,10	6,50	7,0	60	10
Мексика	BBB/Baa1/BBB	5,51	4,60	5,0	91	51
ЮАР	BBB+/A3/BBB+	6,64	5,60	6,0	104	64
Индия	BBB-/Baa3/BBB-	8,27	9,75	10,0	-148	-173
Китай	AA-/Aa3/A+	3,54	1,70	2,0	184	154
Турция	BB/Ba2/BB+	7,27	7,80	9,0	-53	-173

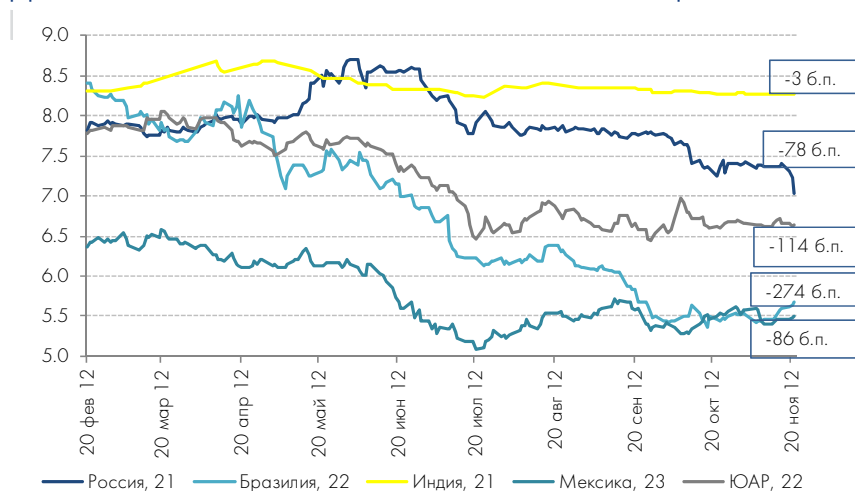
\* Реальная доходность = доходность 10-летней ОФЗ - CPI

Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

### ... однако премия к GEM уже утрачена

Отметим, что с момента нашего отчета "Чем ОФЗ привлекает нерезидентов?" от 6 февраля 2012 г., в котором приводилось сравнение реальных ставок на локальных рынках развивающихся стран, произошло существенное снижение доходностей в номинальном выражении при умеренном повышении инфляционных рисков. При этом рынок ОФЗ после недавнего ралли и роста инфляции с точки зрения реальных доходностей (доходность 10-летних бумаг за вычетом CPI) уже не предлагает заметную премию к рынкам GEM. По нашим прогнозам, инфляция в РФ в 2012 г. составит 7,0%, что предполагает снижение реальной доходности 10-летних ОФЗ с текущих 60 б.п. до 10 б.п. к концу года при прочих равных, что несет не слишком большой потенциал для ценового роста после либерализации.

### Динамика YTW, % по 10-летним локальным облигациям GEM



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

### Сравнение ОФЗ с NDF нерепрезентативно

Для большинства нерезидентов привлекательность локальных гособлигаций определяется долгосрочным взглядом на динамику рубля, поэтому хеджирование валютных рисков, как правило, не осуществляется. Более того, это хеджирование не имеет смысла, поскольку долларовая доходность ОФЗ (покупка облигаций вместе с валютным свопом) почти всегда остается заметно ниже кривой евробондов РФ. Так, долларовая доходность ОФЗ 26209 (YTM 7,10%) составляет 2,34% годовых, в то время как Russia 22 предлагает YTM 2,97%. Также мы отмечаем, что в последнее время рынки ОФЗ и ХССУ "живут отдельной жизнью" в связи с увеличением активности крупных российских компаний, которые используют валютный своп для конвертации рублевого долга в доллары, что оказывает давление на котировки ХССУ. Поэтому, на наш взгляд, популярное сравнение ОФЗ с кривой валютных свопов сейчас не является репрезентативным.

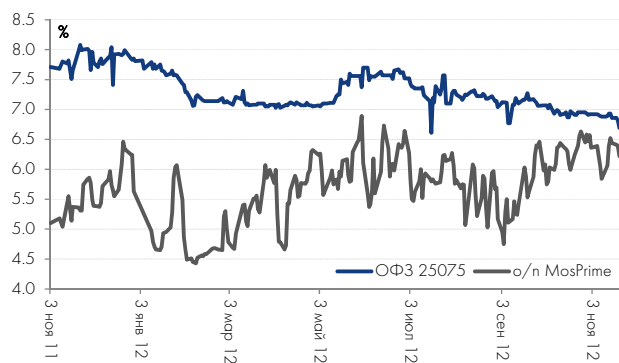
### Приток нерезидентов поднимет уровень волатильности на рынке ОФЗ

Наличие положительной реальной доходности может толкнуть рынок ОФЗ на более высокие ценовые уровни (до YTM 6,5-7,0% для 10-летних ОФЗ 26209). Но этот потенциал для некоторых наиболее консервативных инвесторов может показаться не слишком адекватной компенсацией за высокую изменчивость внешнего фона (проблемы еврозоны, fiscal cliff, замедление Китая могут в любой момент спровоцировать коррекцию). Кроме того, увеличение доли нерезидентов приведет к росту волатильности рынка ОФЗ (он станет более остро реагировать на динамику курса рубля и нефти - для большинства нерезидентов интерес инвестирования в локальные облигации определяется их долгосрочным взглядом на национальную валюту). А высокий уровень плеча локальных игроков (~40% ОФЗ находится в залоге у ЦБ) увеличивает чувствительность рынка к негативу.

### Спекуляции на тему либерализации рынка привели к неравновесной ситуации...

Стоит отметить, что ралли на рынке ОФЗ в преддверии либерализации привело к заметным диспропорциям, с фундаментальной точки зрения: 1) 3-летние ОФЗ торгуются почти без премии к коротким ставкам денежного рынка (спред ОФЗ 25075 к о/н MosPrime сузился до 45 б.п., против 100 б.п. в начале года), 2) кривая ОФЗ приняла плоскую форму, что является нетипичным в отсутствие ожиданий заметного сокращения инфляционных рисков. Кроме того, плоская кривая доходностей госбумага не характерна для GEM с относительно высоким уровнем инфляции. Мы считаем, что текущая ситуация неравновесна, и должно произойти, как минимум, увеличение наклона кривой ОФЗ.

### 3-лет. ОФЗ почти без премии к о/н MosPrime...



### ...а спред между длинными и короткими ОФЗ (наклон кривой) сократился



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

### ... которая может сохраняться продолжительное время

По нашему мнению, спекуляции на тему либерализации рынка уже привели к состоянию его перегрева (с точки зрения уровня реальных доходностей ОФЗ). Однако это состояние "перекупленности" рынка еще может усилиться на ожиданиях основного притока нерезидентов, который случится лишь после начала функционирования Euroclear и Clearstream (в частности, Euroclear планирует начать расчеты с ОФЗ лишь 15 января 2013 г.). Здесь стоит отметить, что существенная часть этого притока будет вызвана конвертацией синтетических позиций (в том числе евробондов квазисуверенных эмитентов) в базовый актив (ОФЗ), интенсивность которого не сильно зависит от рыночных настроений (определяется техническим перераспределением позиции в пользу ОФЗ при неизменном весе в РФ). В результате на волне спекулятивного спроса ОФЗ могут глубоко уйти в область отрицательных реальных доходностей.

### Торговые рекомендации: "перекладываться" из длинных в короткие ОФЗ

Удержание длинных позиций на перегретом рынке в надежде успеть выйти до сильной коррекции во многом схоже с попыткой поймать падающий кинжал. Кроме того, ажиотажный спрос со стороны нерезидентов может стимулировать Минфин (который активно продвигал вопрос либерализации рынка) увеличить объем размещений ОФЗ в 1 кв. 2013 г. Традиционно ведомство старается привлечь большой объем средств в 1П (в частности так было в 2012 г.). Принимая во внимание невысокий потенциал дальнейшего снижения доходностей в сравнении с рисками ценовой коррекции, мы рекомендуем сокращать позиции в среднесрочных/длинных ОФЗ (с дюрацией >5 лет) во второй половине декабря 2012 г. - первой половине января 2013 г. и покупать краткосрочные ОФЗ (с дюрацией ~2-3 года, например, ОФЗ 25079, 75, 77, ОФЗ 26203).

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### Аналитика

---

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

### Продажи

---

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

### Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

---

### Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	(+7 495) 721 2846
-----------------	-------------------

### Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.