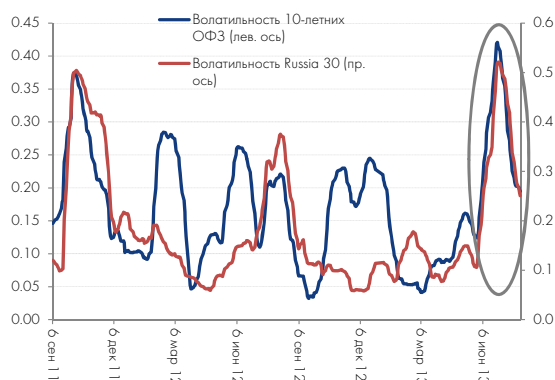
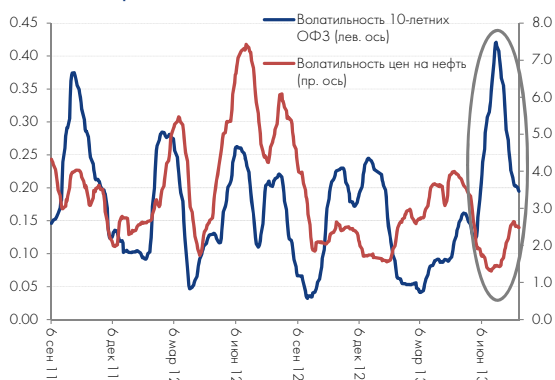


## ОФЗ: лебедь, рак и щука

**Чувствительность к внешнему рынку заметно возросла....**

Коррекция, начавшаяся на рынке ОФЗ в конце мая и достигшая своего апогея в конце июня, выявила негативную сторону увеличения доли нерезидентов на локальном рынке госбумаг: именно иностранные инвесторы выступили активными продавцами в ответ на ухудшение настроений на глобальных рынках. Если раньше, когда активность нерезидентов была низкой, рынок ОФЗ реагировал, главным образом, на динамику котировок нефти/курса рубля и ставки денежного рынка, то сейчас ситуация заметно изменилась. ОФЗ по чувствительности к внешнему фонду (динамике базовых активов, в роли которых выступают казначейские облигации США) стали близки к суверенным облигациям РФ. Так, в условиях более-менее стабильных котировок нефти в мае-июне доходность 10-летних ОФЗ подскочила на 165 б.п. (до YTM 8,15%), близкий рост доходностей продемонстрировал выпуск Russia 22 (+190 б.п.).

**Волатильность ОФЗ теперь обусловлена не только нефтью... .. но и динамикой внешнего рынка**



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

**... несмотря на все еще скромную долю нерезидентов**

Высокая активность нерезидентов является основной причиной роста зависимости ОФЗ от внешних факторов, в то время как их доля на рынке остается незначительной (по нашим оценкам, 15-20%, при этом "дочки" иностранных банков мы не относим к этой группе) в сравнении с локальными инвесторами. Отметим, что наши оценки существенно различаются от данных ЦБ РФ. По оценкам регулятора, доля нерезидентов на рынке ОФЗ на 1 июля составила 30% (930 млрд руб.). Это значение выглядит высоким: получается, что сейчас они доминируют на рынке госбумаг, превосходя и Сбербанк, и ГУК по рыночной доле. При этом еще в середине 2012 г. ЦБ РФ оценивал эту долю в 6-7% (как следствие, в абсолютном выражении за год с 1П 2012 г. они должны были увеличить свою позицию на 700 млрд руб.). Из этих данных следует, что 1) нерезиденты большую часть ОФЗ покупали не на аукционах, а на вторичном рынке, 2) локальные инвесторы должны были сильно сократить свои позиции в ОФЗ (чего у крупных участников не наблюдалось). Столь высокая оценка доли нерезидентов может быть обусловлена тем обстоятельством, что многие "дочки" иностранных банков перевели свои ОФЗ на счета в Euroclear/Clearstream для удобства работы с клиентами. По нашему мнению, озвученные данные ЦБ РФ отражают не только приток новых средств нерезидентов, но и перераспределение бумаг между счетами российских участников. Мы считаем, что, внутренние участники (прежде всего банки, они занимают, по нашим оценкам, порядка 55% рынка ОФЗ) по-прежнему остаются якорными инвесторами.

### На каких уровнях ни нерезиденты, ни локальные инвесторы не будут продавать?

Тем не менее, как показала недавняя коррекция, локальные инвесторы не спешат подставлять "биды" в момент появления большого предложения на продажу со стороны нерезидентов, предпочитая дождаться более низких ценовых уровней. Аналогичная ситуация наблюдается и в случае переключения внешних рынков в режим risk-on: локальные участники неохотно расстаются со своими бумагами, видя высокий спрос со стороны нерезидентов, для которых лучшей возможностью для покупок являются аукционы Минфина. С другой стороны, именно наличие большой доли якорных инвесторов способствовало довольно быстрому восстановлению котировок ОФЗ (в сравнении с евробондами РФ и госбумагами GEM): сейчас доходность 10-летних ОФЗ на 75 б.п. ниже максимума на пике распродаж. В связи с этим важно понимать, на каких уровнях ни нерезиденты, ни локальные участники не будут продавать ОФЗ, что позволило бы оценить максимальную просадку в случае очередной волны распродаж (при отсутствии катастрофических событий).

Для российских банков фундаментальная привлекательность ОФЗ, как и любого другого актива, генерирующего процентные доходы, определяется его маржой над стоимостью фондирования. Для ОФЗ эта стоимость, как правило, соответствует ставке РЕПО ЦБ (учитывая нулевой дисконт при их использовании в качестве залога). С приходом нерезидентов произошло заметное снижение номинальных доходностей, что привело к сужению маржи (для 10-летних ОФЗ) над ставкой РЕПО с 250-300 б.п. в начале 2012 г. до 100-150 б.п. до начала майских распродаж в этом году. Сейчас она составляет 180 б.п.

### Спред 10-летних ОФЗ к ставке о/н РЕПО

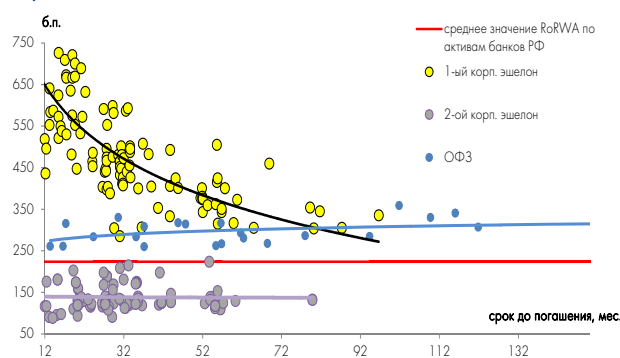


Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

### Переход из (YTW, DTW) в новые координаты (RoRWA, срок до погашения)

Помимо прибыльности актива (будь то кредит, или ценная бумага), для банков немаловажно, какую нагрузку создает этот актив на капитал (это давление тем выше, чем более высокий рыночный/кредитный риск несет актив). По причине существенного различия коэффициентов риска облигации с меньшей номинальной доходностью могут иметь больший возврат на RWA (=балансовая стоимость бумаги, взвешенная с коэффициентом риска, который определяется Положением №387-П) и, как следствие, оказывать меньшее давление на капитал (показатель RWA участвует в знаменателе соответствующей дроби). Например, если банк купил 10-летние ОФЗ за 1000 руб., то при расчете показателя Н1 бумаги будут учитываться всего в размере 562,5 руб. (то есть в этом случае RWA составляет 56,25%). Для корпоративных облигаций эмитентов неинвестиционной категории ситуация совершенно иная: 3-летние облигации стоимостью 1000 руб. будут учитываться при расчете Н1 в размере 1720 руб. (RWA = 172%). В этой связи целесообразно представлять маржу carry-trade по облигациям (разница номинальной доходности и ставкой о/н РЕПО) не только в отношении к номиналу приобретенных бумаг, но и в отношении к показателю RWA. Наряду с представлением облигаций в стандартных координатах доходности и дюрации (YTW, DTW) удобно использовать координаты возврата (за вычетом стоимости РЕПО) на RWA (RoRWA) и срока до погашения. Подробно этот вопрос изучался нами в специальном отчете "ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон" от 23 января 2013 г.

### Сравнение облигаций по RoRWA



**Несмотря на сокращение маржи, ОФЗ для банков по-прежнему остаются высокодоходным активом**

Благодаря тому обстоятельству, что ОФЗ взвешиваются с низким коэффициентом рыночного риска (от 16% до 56% в зависимости от срока до погашения) при расчете величины RWA, согласно Положению № 387-П, банки получают более высокий (примерно на 100 б.п. выше) возврат (RoRWA) по ОФЗ, чем в среднем по своим активам (224 б.п.). Однако большую привлекательность в этих координатах (показатель RoRWA/срок до погашения) имеют негосударственные облигации 1-го эшелона. По ним RWA не превышает 67% (даже со сроком до погашения/оферты 8 лет), при этом премия к суверенной кривой составляет 170 б.п., что транслируется в показатель RoRWA около 450 б.п. для кратко- и среднесрочных выпусков (со сроком до погашения менее 3-х лет).

Нюанс состоит в том, что из-за низкого показателя RWA изменение доходностей ОФЗ на каждые 5 б.п. транслируется в изменение возврата на активы (RoRWA) в размере 15-20 б.п. Как следствие, для нивелирования разницы в терминах RoRWA между ОФЗ и 1-м эшелоном (сейчас ~125-150 б.п.) требуется повышение доходностей ОФЗ всего на 30-50 б.п. при прочих равных (по причине более низкой ликвидности 1-й эшелон может никак не отреагировать на небольшой рост доходностей ОФЗ). Таким образом, с учетом коэффициентов рыночного риска (или нагрузки на капитал) номинальные доходности ОФЗ близки к справедливой оценке в сравнении с корпоративными бумагами 1-го эшелона (потенциал для сужения спреда оценивается нами в 30-50 б.п.).

Бумаги 2-го эшелона имеют более низкий показатель RoRWA в сравнении, как с ОФЗ, так и со средним уровнем возврата на активы (ROAA) по банкам РФ. Проблема в том, что большинство управляющих портфелями ценных бумаг нацелено, прежде всего, на максимизацию прибыли в абсолютном выражении (а не в отношении к RWA). Именно по этой причине в ответ на повышение коэффициентов рыночного риска, произошедшее в начале этого года, заметно увеличился спрос на короткие высокодоходные бумаги (прежде всего, на облигации банков далеко за пределами 1-го эшелона).

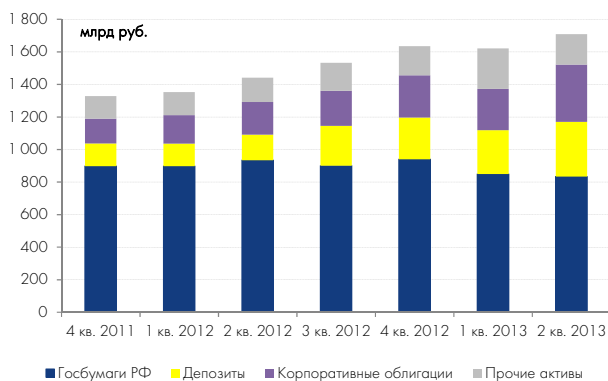
**Банки не продают 10-летние ОФЗ с доходностью выше о/п РЕПО + 250 б.п.**

В результате, принимая во внимание 1) относительно высокую прибыльность ОФЗ (в сравнении со средним уровнем ROAA по банкам РФ); 2) небольшой дисконт по доходности ОФЗ к 1-му эшелону в терминах RoRWA, мы считаем, что банки не станут продавать ОФЗ, когда их кривая доходностей сдвинется вверх настолько, что спред 10-летних бумаг к ставкам о/п РЕПО расширится до 250 б.п. (сейчас соответствует YTM 8%), конечно, если на рынках нет устойчивого ожидания продолжения распродаж. При этом в отсутствие продаж со стороны нерезидентов локальные банки покупают ОФЗ даже при спреде к ставкам РЕПО 100-150 б.п., несмотря на то, что 1-й эшелон предлагает весьма щедрые 300-350 б.п.

**ОФЗ интересны для ГУК при доходности более CPI**

Вторым по доле рынка крупным держателем ОФЗ является ГУК, хотя его присутствие и заметно снизилось (в 1П 2013 г. позиция ГУК в госбумагах РФ сократилась на 106,4 млрд руб. до 833,8 млрд руб.) вследствие планируемого снижения отчислений ПФР в накопительную часть пенсий "молчуны" стали более активно переходить в НПФ. В последнее время ГУК предпочитает покупать корпоративные облигации, которые имеют заметно более высокую доходность в сравнении с ОФЗ. Интерес со стороны ГУК к госбумагам может быть вызван, главным образом, рефинансированием своего портфеля в отсутствие свободных лимитов на эмитентов корпоративных облигаций (требуется наличие высоких кредитных рейтингов) или предложения от них новых бумаг. Поскольку естественным целевым уровнем по доходности инвестиций для ГУК является инфляция потребительских цен, покупка ОФЗ представляет интерес, когда их доходность выше CPI (6,9% на июнь 2013 г.). В пользу этого предположения говорит тот факт, что в 1П 2013 г., когда реальная доходность ОФЗ была отрицательной, ГУК сократил в портфеле ОФЗ и нарастил вложения в облигации хозяйствующих обществ (на 92 млрд руб.). Сейчас, когда ОФЗ вновь предлагают премию к CPI, ГУК вновь может проявлять интерес к госбумагам, даже в условиях негативного внешнего фона.

## Позиция ГУК в ОФЗ сокращается в пользу депозитов и корпоративных облигаций



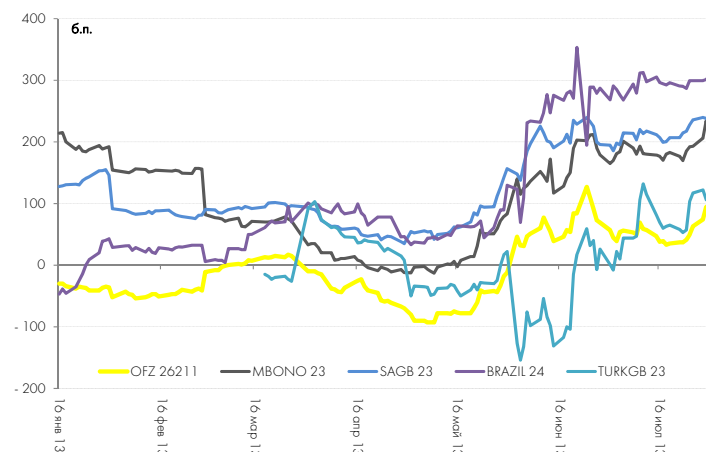
## Динамика реальной доходности 10-летних ОФЗ



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Привлекательность ОФЗ с точки зрения нерезидентов определяется их взглядом на рублевые ставки и курс рубля в сравнении с остальными GEM (Турция, Мексика, ЮАР, Бразилия и т.д.). Помимо доходностей в номинальном выражении для иностранцев важно понимать уровень потребительской инфляции (и, таким образом, реальные доходности госбумаг). Как показывают исторические данные, в странах с плавающим валютным курсом реальные доходности 10-летних гособлигаций, номинированных в национальной валюте, большую часть времени находятся в области положительных значений. При этом, чем ниже аппетит на риск, тем выше доходности GEM в реальном выражении и наоборот.

## Динамика реальных доходностей суверенных бондов GEM



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

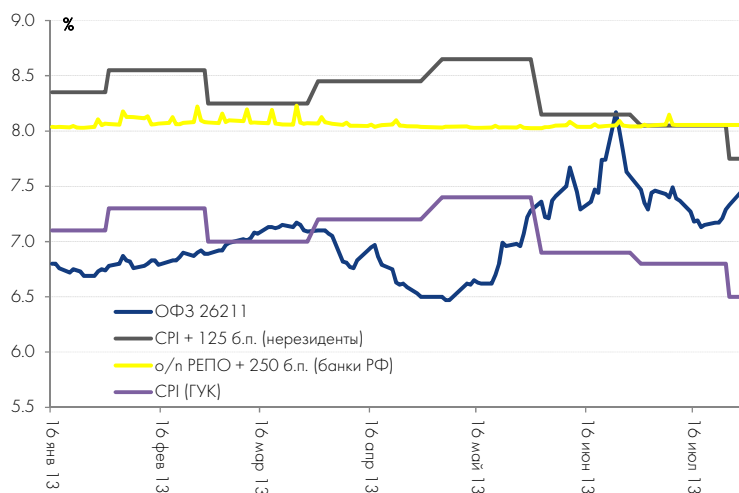
### Нерезиденты не продают ОФЗ при их доходности выше CPI + 125 б.п.

На пике распродаж доходности 10-летних ОФЗ 26211 достигали максимума YTM 8,15% (=CPI + 125 б.п.), но потом произошел быстрый откат на более низкие уровни, несмотря на то, что доходности 10-летних UST остались повышенными (около YTM 2,5%). Исходя из этого, можно предположить, что данный максимум (реальная доходность 125 б.п.) является той отметкой, на которой нерезиденты уже не продают (если не происходит дальнейшего роста доходностей базовых активов).

В сравнении с доходностями суверенных бондов GEM в реальном выражении ОФЗ выглядят не столь привлекательными. Например, 10-летние облигации Мексики и ЮАР (которые также как и РФ не имеют ограничений на валютные операции) торгуются с премией к инфляции в 200-300 б.п., в то время как по выпуску ОФЗ 26211 она составляет всего 50-80 б.п. (на одном уровне с госбумагами Турции). При этом прогнозы МВФ не предполагают всплеска инфляционных рисков в Мексике и ЮАР.

Стоит отметить, что большой класс нерезидентов присутствует на рынке ОФЗ через различные индексные фонды, для которых инфляция не является столь значимым ориентиром, как общие настроения на глобальных рынках. В итоге на ценообразование ОФЗ влияет не только инфляция, но и приток/отток средств в фонды инструментов фиксированной доходности GEM. Как следствие, при низком уровне реальной доходности (сейчас 10-летние ОФЗ предлагают премию к инфляции всего 50 б.п.) риск коррекции при ухудшении внешнего фона возрастает.

### Где нерезиденты, ГУК и банки РФ перестают продавать?



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

В результате проведенного анализа мы получили оценку уровней доходностей ОФЗ, при которой отсутствуют продажи со стороны трех наиболее крупных классов инвесторов рынка госбумаг (банки РФ, ГУК и нерезиденты). Исходя из текущего положения ОФЗ, мы делаем следующие выводы.

- поскольку доходности ОФЗ сейчас все еще заметно ниже тех уровней, выше которых ни нерезиденты, ни банки РФ не продают, существует высокий риск коррекции при ухудшении внешнего фона.
- потенциала для дальнейшего ценового роста ОФЗ нет: в ценах уже полностью учтено снижение инфляции (до 6,5%, что соответствует нашему базовому сценарию) и сокращение минимальной ставки о/п РЕПО ЦБ на 50 б.п. (в этом случае спред к о/п РЕПО расширится до 220 б.п.).

## 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
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

### 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 инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

### Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

**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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.