



10 апреля 2015 г.

## Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Периоды сильного обесценения/укрепления рубля совпадают с периодами существенного повышения/снижения доходностей 10-летних ОФЗ

В настоящий момент покупка длинных ОФЗ на ожиданиях дальнейшего снижения доходностей в диапазон однозначных значений является основной торговой идеей на рынке. Эти ожидания связаны, прежде всего, с заявлениями представителей ЦБ, а также укреплением рубля. Последнее, по нашему мнению, оказывает более существенный эффект (т.к. именно с девальвацией увязываются инфляционные риски). Поскольку динамика валюты традиционно оказывает сильное влияние на рублевые ставки, мы решили сопоставить доходности 10-летних ОФЗ с 12-месячным изменением курса рубля к доллару за период с начала 2008 г. по настоящее время.

Результат сопоставления показывает, что в периоды относительно стабильного валютного рынка (абсолютное изменение г./г. рубля к доллару не превосходит 20%) зависимость между динамикой курса и доходностями проявляется довольно слабо. Однако периоды сильного обесценения/укрепления рубля (>20%) совпадают с периодами существенного повышения/снижения доходностей 10-летних ОФЗ. При этом если привести динамику рубля и доходностей госбумага к одному масштабу, то мы получим и близкие значения "глубин" коррекции. Это дает нам некоторое основание (более-менее статистически оправданное) для использования ситуации 2008-2009 гг. (тогда также наблюдался всплеск доходностей госбумага, сопровождавшийся обесценением рубля) для оценки текущих доходностей ОФЗ и понимания их дальнейшей динамики.

При высокой волатильности проявляется зависимость между ОФЗ и курсом рубля



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

10-летние ОФЗ сейчас справедливо оценены

Отклонение пар точек (доходность, 12М изменение курса рубля) за указанный период наблюдения (с начала 2008 г.) от построенной линейной регрессии оказался невысоким, при этом текущее положение соответствует полученной регрессии (ошибка близка к нулю). Это говорит о том, что 10-летние ОФЗ в настоящий момент справедливо оценены, т.е. соответствуют текущей динамике валютного рынка (ослабление рубля г./г. составляет 52%, против 70% в начале этого года, когда доходности ОФЗ превышали УТМ 13%).

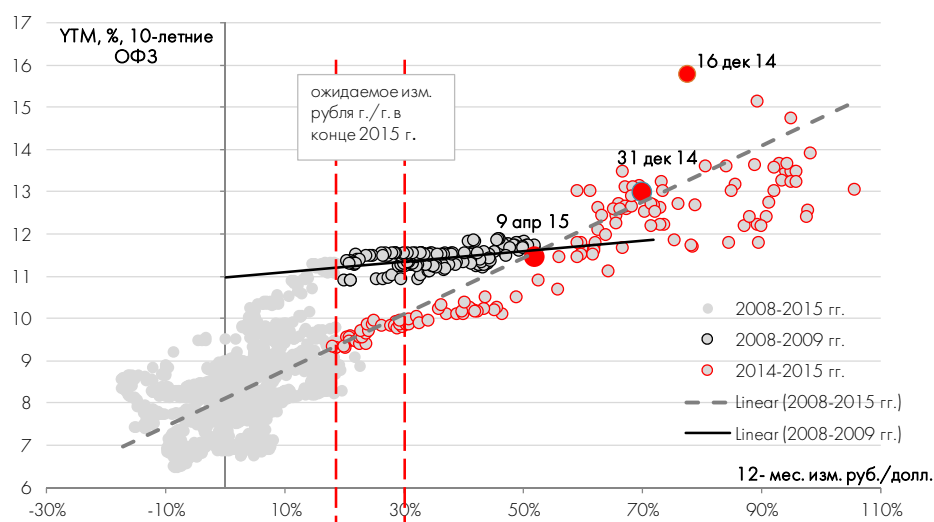
Снижение доходностей, скорее всего, продолжится...

В дальнейшем ОФЗ, скорее всего, продолжат двигаться в сторону снижения доходностей вслед за снижением 12М изменения рубля к доллару в диапазон 20-40% (главным образом, за счет эффекта высокой базы в конце прошлого года). К концу 1 кв. 2016 г. это значение опустится ниже 30%, даже если доллар укрепится к рублю до 70 руб. к концу года (прогнозы большинства банков не предполагают значительно более высокие оценки), что, исходя из полученной регрессии, соответствует доходности 10-летних ОФЗ ниже УТМ 10% (с текущих УТМ 11-11,2%). Конечно, если курс будет находиться ниже 55 руб./долл. в конце этого/начале следующего года, то доходности ОФЗ уйдут даже ниже УТМ 9%.

...однако однозначные доходности маловероятны

Тем не менее, не исключено, что снижение доходностей ОФЗ не будет столь высоким. На это указывает регрессия, построенная по данным за период 2008-2009 гг. Согласно ей, доходности ОФЗ не опустятся ниже УТМ 11%. Тем не менее, не в пользу этой оценки говорит тот факт, что нерезиденты в 2008-2009 гг. имели в разы более низкую долю на рублевом рынке госбумаг (это тогда существенно завышало доходности на 100-200 б.п.).

### ОФЗ на перепутье



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

Большая часть ралли в ОФЗ уже позади

Выбирая среднее между трендами 2008-2009 гг. и 2008-2015 гг., мы получаем оценку 10-летних ОФЗ к концу 1 кв. 2016 г. около УТМ 10,5%, что предполагает возврат от 12-месячной инвестиции в них порядка 14-15% годовых (рост цены на 6,5-7 п.п. и купонный доход 7-8,5% годовых в зависимости от выпуска). В сравнении с доходностями краткосрочных рублевых корпоративных облигаций (например, рублевый бонд RSHB 16 с УТМ 14,3%, SBERRU 16 с УТМ 13,8% и АФК Система БО-1 с УТМ 15,6%) такая доходность от инвестирования в ОФЗ не выглядит высокой, учитывая существенный рыночный риск.

Лучшей альтернативой являются негосударственные выпуски

Таким образом, мы считаем, что:

1. большая часть ралли в ОФЗ уже позади (конечно, при условии, если рубль не останется ниже 55 руб./долл. до конца года, что не является нашим базовым сценарием);
2. ставка на снижение доходностей ОФЗ в диапазон однозначных значений может не реализоваться, несет в себе существенный валютный риск;
3. лучшей альтернативой ОФЗ (в терминах соотношения риска и ожидаемого возврата от инвестиции в течение следующих 12 месяцев) является покупка с удержанием до погашения/оферты краткосрочных и среднесрочных негосударственных выпусков, которые имеют положительный спред к ставке РЕПО (позволяют получать положительный carry в отличие от ОФЗ).



# #RAIF: Fixed Income Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## АО «Райффайзенбанк»

---

Адрес 119121, Смоленская-Сенная площадь, 28  
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. 8674
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

### Продажи

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

### Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

---

### 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
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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 и другие финансовые инструменты. 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.