

ОФЗ: ВЫБОР ИНСТРУМЕНТА ЗАВИСИТ ОТ ОЖИДАНИЙ

За прошедшие с момента размещения две недели выпуск ОФЗ-ИН показал хорошую динамику на вторичном рынке (~94% номинала, +3 п.п. к цене размещения). Рост цены, на наш взгляд, объясняется не только наличием неудовлетворенного на аукционе спроса, но и является результатом возросшей рыночной волатильности, которая может привести к переоценке инфляционных ожиданий.

За тот же период традиционные ОФЗ (26215, 26212) потеряли в стоимости 2,0-2,5 п.п., наиболее ликвидный 3-летний RUONIA-линкер (24018) снизился на 0,7 п.п., 5- и 10-летние ОФЗ, привязанные к RUONIA, не изменились в цене. При этом на первичном рынке спросом пользовался 3-летний RUONIA линкер, тогда как аукцион по бумагам с фиксированным купоном был относительно слабым.

В настоящий момент вмененная долгосрочная инфляция, заложенная в котировках ОФЗ-ИН (на закрытие 30 июля), составляет 6,2% г/г. Это позволяет оценить справедливую цену 3-, 5- и 10-летних RUONIA линкеров на уровне 102,4%, 97,1% и 90,6% соответственно. Исходя из нашей оценки, основанной на прогнозе денежных потоков по бумагам, существует существенный рыночный «перекос» между стоимостью долгосрочных RUONIA-линкеров и ОФЗ-ИН, говорящий об относительной привлекательности инфляционной бумаги.

В то же время 5- и 10-летние RUONIA выпуски торгуются по ценам, существенно превышающим наши оценочные «справедливые» уровни, на фоне высокого спроса со стороны локальных инвесторов, желающих зафиксировать спред над стоимостью фондирования (RUONIA) на долгосрочный период, а также сравнительно небольшого объема бумаги в обращении. Фактически рынок сейчас не оценивает данные инструменты на основе прогнозов денежных потоков. На наш взгляд, по мере роста ликвидности инструментов и удовлетворения спроса локальных инвесторов их рыночная цена будет стремиться к справедливой стоимости.

Выбор инструмента для долгосрочного инвестирования зависит от долгосрочных ожиданий по инфляции и «траектории» снижения с текущих уровней, а также от связи между уровнем инфляции, ставками RUONIA и доходностями ОФЗ. Мы ориентируемся на долгосрочный уровень инфляционных ожиданий 6-7% г/г, который, на наш взгляд, учитывает как ожидаемый в ближайшие 3 года дезинфляционный тренд, так и премию за неопределенность инфляции в России.

Мы рассмотрели различные варианты сочетания инфляции и ставки RUONIA и оценили доходность вложений (в терминах внутренней нормы доходности от инвестиций, IRR) в различные инструменты госдолга на фиксированные сроки. Для инвесторов, ожидающих долгосрочную инфляцию на уровне 6% г/г и выше, предпочтительным выбором являются ОФЗ-ИН. При этом инвесторам, закладывающим в прогнозах более консервативные уровни инфляции (4-5% г/г), имеет смысл держать позиции в длинных ОФЗ.

Алексей Демкин, CFA

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

Тимур Семенов

+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 44 24)

Timur.Semenov@gazprombank.ru



Наиболее привлекательные инструменты с точки зрения доходности инвестиций на горизонте 1 год

		ИПЦ, %				
		4%	5%	6%	7%	8%
RUONIA, %	4%	ОФЗ 13 л.	ОФЗ 13 л.	ОФЗ-ИН		
	5%	ОФЗ 13 л.	ОФЗ 13 л.	ОФЗ-ИН	ОФЗ-ИН	
	6%	ОФЗ 13 л.	ОФЗ 13 л.	ОФЗ-ИН	ОФЗ-ИН	ОФЗ-ИН
	7%		ОФЗ 13 л.	ОФЗ-ИН	ОФЗ-ИН	ОФЗ-ИН
	8%			ОФЗ-ИН	ОФЗ-ИН	ОФЗ-ИН

Наиболее привлекательные инструменты с точки зрения доходности инвестиций на горизонте 3 года

		ИПЦ, %				
		4%	5%	6%	7%	8%
RUONIA, %	4%	ОФЗ 13 л.	ОФЗ 13 л.	ОФЗ 13 л.		
	5%	ОФЗ 13 л.	ОФЗ 13 л.	ОФЗ 13 л.	ОФЗ-ИН	
	6%	ОФЗ 13 л.	ОФЗ 13 л.	ОФЗ 13 л. / ОФЗ-ИН*	ОФЗ-ИН	ОФЗ-ИН
	7%		ОФЗ 13 л.	ОФЗ 13 л. / ОФЗ-ИН*	ОФЗ-ИН	ОФЗ-ИН
	8%			ОФЗ 13 л. / ОФЗ-ИН*	ОФЗ-ИН	ОФЗ-ИН

* разница в доходности менее 1%

Источник: расчеты Газпромбанка

Основные выводы

- ▶ «Традиционные» ОФЗ (мы рассматриваем длинный выпуск 26212) дают наиболее высокую доходность вложений (по сравнению с другими классами бумаг) при долгосрочной инфляции 4-5% г/г и ставке RUONIA 4-7%: доходность инвестиций при вложении средств на 1 год и 3 года составляет 19-22% годовых. При долгосрочной инфляции на уровне 6% традиционные ОФЗ остаются «фаворитом» на трехлетнем горизонте при ставке RUONIA 4%, при более высокой RUONIA доходность сопоставима с ОФЗ-ИН.
- ▶ При менее благоприятном сценарии макроэкономических параметров – долгосрочной инфляции 7-8% – наиболее высокую доходность на 3-летнем горизонте инвестирования обеспечит выпуск ОФЗ-ИН. Для инвесторов, рассматривающих более короткий горизонт инвестирования (1 год), ОФЗ-ИН становится более привлекательным по сравнению с обычными ОФЗ при инфляции от 6% г/г.
- ▶ 5-летний RUONIA линкер (29011) и 10-летний линкер (29006) дают отрицательную или низкую доходность на годовом горизонте при всех рассмотренных вариантах. На 3-летнем горизонте вложений обе бумаги принесут доходность вложений (при различных сценариях инфляции / ставки) на уровне 9-10% - что проигрывает как традиционным ОФЗ, так и выпуску, индексируемому на инфляцию.
- ▶ 3-летний RUONIA линкер 24018 обеспечивает достаточно стабильную доходность инвестиций ~11-12% при всех рассмотренных вариантах, что объясняется коротким сроком до погашения.



Доходность инвестиций (IRR) в ОФЗ-ИН через 1 год

		Долгосрочная ставка RUONIA				
		4%	5%	6%	7%	8%
Долгосрочный ИПЦ, г/г	4%	10%	7%	5%		
	5%	17%	14%	11%	9%	
	6%	24%	21%	18%	16%	13%
	7%		28%	26%	23%	20%
	8%			33%	30%	27%

Доходность инвестиций (IRR) ОФЗ-ИН через 3 года

		RUONIA				
		4%	5%	6%	7%	8%
ИПЦ, г/г	4%	15%	13%	12%		
	5%	17%	16%	14%	12%	
	6%	20%	18%	16%	15%	13%
	7%		20%	19%	17%	15%
	8%			21%	19%	18%

Доходность инвестиций (IRR) в ОФЗ 13 лет (26212) через год

		RUONIA				
		4%	5%	6%	7%	8%
ИПЦ, г/г	4%	22%	19%	16%		
	5%	22%	19%	16%	13%	
	6%	22%	19%	16%	13%	10%
	7%		19%	16%	13%	10%
	8%			16%	13%	10%

Доходность инвестиций (IRR) в ОФЗ 13 лет (26212) через 3 года

		RUONIA				
		4%	5%	6%	7%	8%
ИПЦ, г/г	4%	22%	19%	17%		
	5%	22%	19%	17%	15%	
	6%	22%	19%	17%	15%	13%
	7%		19%	17%	15%	13%
	8%			17%	15%	13%

Доходность инвестиций (IRR) в 3-летн. RUONIA линкер (24018) через год

		RUONIA				
		4%	5%	6%	7%	8%
ИПЦ, г/г	4%	11%	11%	11%		
	5%	11%	11%	11%	12%	
	6%	11%	11%	11%	12%	12%
	7%		11%	11%	12%	12%
	8%			11%	12%	12%

Доходность инвестиций (IRR) в 3-летн. RUONIA линкер (24018) через 2 года

		RUONIA				
		4%	5%	6%	7%	8%
ИПЦ, г/г	4%	11%	11%	11%		
	5%	11%	11%	11%	11%	
	6%	11%	11%	11%	11%	11%
	7%		11%	11%	11%	11%
	8%			11%	11%	11%

Доходность инвестиций (IRR) в 5-летн. RUONIA линкер (29011) через год

		RUONIA				
		4%	5%	6%	7%	8%
ИПЦ, г/г	4%	1%	2%	3%		
	5%	1%	2%	3%	4%	
	6%	1%	2%	3%	4%	5%
	7%		2%	3%	4%	5%
	8%			3%	4%	5%

Доходность инвестиций (IRR) в 5-летн. RUONIA линкер (29011) через 3 года

		RUONIA				
		4%	5%	6%	7%	8%
ИПЦ, г/г	4%	9%	9%	9%		
	5%	9%	9%	9%	10%	
	6%	9%	9%	9%	10%	10%
	7%		9%	9%	10%	10%
	8%			9%	10%	10%



Доходность инвестиций (IRR) в 10-летн. RUONIA линкер (29006) через год

		RUONIA				
		4%	5%	6%	7%	8%
ИПЦ, г/г	4%	-9%	-6%	-2%		
	5%	-9%	-6%	-2%	1%	
	6%	-9%	-6%	-2%	1%	4%
	7%		-6%	-2%	1%	4%
	8%			-2%	1%	4%

Доходность инвестиций (IRR) в 10-летн. RUONIA линкер (29006) через 3 года

		RUONIA				
		4%	5%	6%	7%	8%
ИПЦ, г/г	4%	9%	9%	9%		
	5%	9%	9%	9%	10%	
	6%	9%	9%	9%	10%	10%
	7%		9%	9%	10%	10%
	8%			9%	10%	10%

Источник: расчеты Газпромбанка

Параметры модели

- ▶ Мы ограничили набор сценариев диапазоном инфляции и ставки RUONIA от 4 до 8%. Этот диапазон включает как долгосрочный прогноз ЦБ (4% г/г), так и более высокую инфляцию, скорректированную на «премию за инфляционный риск» (для развивающихся рынков – Турции, Бразилии - колеблется в диапазоне 1-2%). При этом мы исключили ряд сценариев, закладывающих слишком большое отклонение ставки RUONIA (как «прокси» ключевой ставки ЦБ) от долгосрочного уровня инфляции.
- ▶ "Переходный период" от текущих уровней инфляции/ставок к долгосрочным уровням составляет 2,5 года. Такой период соответствует ожидаемому сроку достижения целевого показателя по инфляции в прогнозах ЦБ (4,0-4,2% по итогам 2017 г.).
- ▶ Мы заложили фиксированный спред между долгосрочным уровнем доходности 5-летних ОФЗ и ставкой RUONIA на уровне 100 б.п.
- ▶ "На выходе" мы рассчитываем доходность инвестиций в различные инструменты (в терминах IRR) на 1 и 3 года. Предполагается, что потенциальный инвестор приобретает бумаги по рыночной цене, а продает (через 1 или 3 года) - по справедливой (которая для ОФЗ-ИН и RUONIA линкеров считается на основе выбранных параметров долгосрочной инфляции и ставки RUONIA).



Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00

ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

+7 (495) 988 23 75

ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 983 18 80

ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

+7 (495) 988 24 10

ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

+7 (499) 271 91 04

Copyright © 2003 – 2015. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — «Банк ГПБ (АО)») на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако «Банк ГПБ (АО)» не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение «Банка ГПБ (АО)» может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. «Банк ГПБ (АО)» не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни «Банк ГПБ (АО)» не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. «Банк ГПБ (АО)» и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете. Действия «Банка ГПБ (АО)» в дальнейшем не должны рассматриваться как стимулирующие или побуждающие инвестировать средства или иным образом участвовать в каких-либо сделках, участие в которых запрещено законодательством или прочими нормативно-правовыми актами, а равно как посреднические действия или действия, способствующие участию в таких сделках. Инвесторы должны самостоятельно оценивать законность сделок, совершаемых после ознакомления с материалами «Банка ГПБ (АО)», в соответствии с законодательством об экономических санкциях или прочими нормативно-правовыми актами, регулирующими их инвестиционную деятельность.