

17 сентября 2018

ОФЗ

Ждем момента для входа в длинные выпуски

Рис. 1: Доходности ОФЗ находится вблизи 2-х летних максимумов



Источник: Bloomberg

Текущие уровни доходности по длинным выпускам ОФЗ, на наш взгляд, выглядят привлекательно: премии к ставкам по банковским депозитам достигли рекордных уровней. В то же время, для входа в рынок мы предпочитаем дожидаться большей ясности по поводу предстоящих санкций: в случае подтверждения запрета на покупку нового суверенного долга, на рынке может быть еще одна волна продаж со стороны нерезидентов.

Наиболее привлекательно для покупки, на наш взгляд, смотрится выпуск 26207: это один из наиболее ликвидных выпусков ОФЗ, при этом Минфин не будет доразмещать бумагу (весь объем уже размещен), что позволяет однозначно характеризовать выпуск как «старый долг» и устраняет риск попадания под возможные санкции.

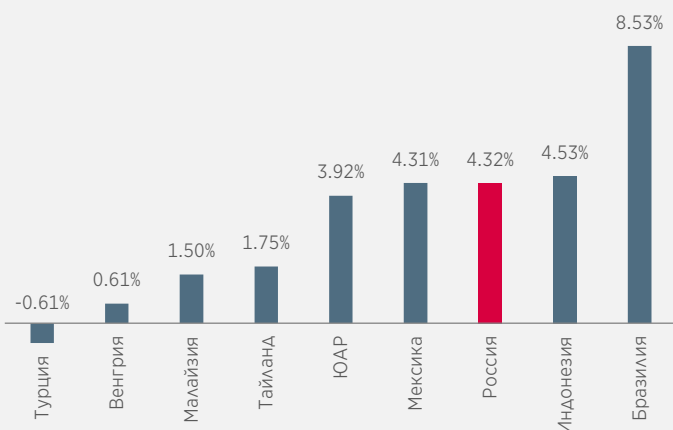
Ключевые риски: более жесткий, чем мы предполагаем, пакет санкций. На наш взгляд, ограничения долларовых расчетов российских банков не заложены в котировках ОФЗ. Даже после сокращения позиций в августе – сентябре, нерезиденты по-прежнему занимают большую долю рынка, и в случае увеличения вероятности негативного сценария могут еще заметно сократить позиции.

Краткое обоснование торговой идеи

- **Доходности длинных ОФЗ выросли на 120 б.п. с начала августа – по наиболее ликвидной бумаге 26207, с 7.7% до 8.9%.** На таких уровнях ОФЗ в последний раз торговались в 1П16, когда инфляция в России превышала 7%.
- **Основные продавцы на рынке – иностранные инвесторы:** рост доходностей ОФЗ в августе – сентябре сопровождался ослаблением рубля, а также повышенным спросом на долларовую ликвидность на денежном рынке (банки закрывали свопы с нерезидентами, которыми фондировались позиции в ОФЗ, возвращая доллары в обмен на рубли).
- **Ужесточение монетарной политики ЦБ – уже в цене:** ЦБ на прошлой неделе удивил рынок повышением ставки и существенно ужесточил риторику на фоне пересмотра вверх прогноза по инфляции – до 5.5-6% в 1П19. В то же время, доходности коротких ОФЗ (до года) накануне заседания уже закладывали повышение ставки на 25-50 б.п. и не отреагировали на итоги заседания.
- **Основная причина выхода нерезидентов – санкционные риски:** судя по последним обсуждениям в Сенате, конгрессмены опасаются последствий жестких санкций против банков, однако рассматривают введение запрета на покупку нового суверенного долга. Проблема заключается в том, что в случае с ОФЗ сложно выделить «новый долг», так как Минфин размещает бумаги текущих серий порциями в рамках общего зарегистрированного объема выпуска. Поэтому в случае введения санкций на новый долг первой реакцией со стороны риск-менеджмента многих банков может быть запрет на торговлю теми инструментами, которые Минфин может доразместить в будущем («избыточная реакция»).

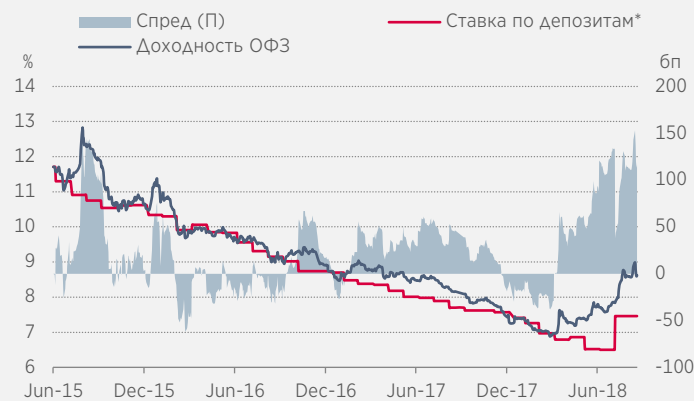
- Еще один повод для продаж – **при наличии санкционных рисков, доходности ОФЗ с учетом будущей инфляции сейчас не дают значительной премии к другим бондам ЕМ в локальных валютах**, которые в августе – сентябре тоже заметно скорректировались (см. Рис. 1). Доходность 10-летних ОФЗ, скорректированная на ожидаемую инфляцию через 12 месяцев, сейчас составляет 4.7% - примерно на одном уровне с Индонезией, и лишь немногим больше Мексики (при более высоком кредитном рейтинге обеих стран).
- **Доля нерезидентов в структуре владения ОФЗ сократилась в августе, но остается существенной.** По словам Главы ЦБ Э. Набиуллиной, с начала апреля по 1 сентября нерезиденты продали ОФЗ на 480 млрд руб. Это означает, что в августе отток средств нерезидентов с рынка составил 135 млрд руб. (4.3 млрд долл), что привело к росту доходности длинных бумаг почти на 1 п.п. Доля нерезидентов на рынке сократилась с 27.9% в июле до 26.1% в августе. В сентябре, по нашим оценкам, доля иностранцев может снизиться до 24% (если продажи будут на уровне августа) - это по-прежнему довольно существенная величина по сравнению с минимальными значениями 1К15 (18%).
- **Текущие доходности ОФЗ выглядят очень привлекательно на фоне ставок по банковским депозитам.** Ставки по вкладам для физических лиц в ведущих банках сейчас колеблются в районе 6-6.7% - на 1.6-2.3 п.п. ниже, чем доходность коротких (3-х летних) ОФЗ. Доходность длинных бумаг дает премию 2.2-2.9 п.п. – рекордные уровни с 2014 года (см Рис.2). Спрос со стороны внутренних инвесторов (банки, казначейства компаний, участники пенсионного и страхового рынка, частные лица) может со временем оказать существенную поддержку рынку.

Рис. 2: Доходность 10-летних бондов ЕМ, скорректированная на инфляцию



Источник: Bloomberg, оценки АТОНа

Рис. 3: Спред 3-летних ОФЗ к ставке по депозитам на срок более 3 лет (не включает ставки Сбербанка)



*Ставка по депозитам в августе-сентябре рассчитана как текущая ставка 5-ти крупнейших банков

Источник: Bloomberg, данные ЦБ

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются личным суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

© ООО «АТОН», 2018. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестиций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Номинированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Если ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить аналитическое покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интерес в ценных бумагах компаний, описанных в Отчете, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Отчете или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать аналитическое покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Отчете, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.