



9 апреля 2015 г.

Мировые рынки

Протокол FOMC не выявил консенсуса по ключевой ставке

Вышедший вчера протокол с последнего заседания FOMC свидетельствует как о наличии тех, кто выступает за первое повышение ставки в июне (приписывая ухудшение ситуации в промышленном секторе погодным условиям), так и тех, кто считает, что ставку не следует повышать в этом году (сильный доллар тормозит экспорт). Неожиданно слабые payrolls в марте, скорее всего, изменят мнения комитета в сторону более позднего начала ужесточения монетарной политики. Увеличение коммерческих запасов нефти в США (по данным EIA) привело к небольшой коррекции нефти (котировки Brent снизились на 2 долл. до 58 долл./барр.). Негативная динамика нефти не помешала долговым рынкам GEM продолжить ралли: суверенные бонды Russia 42 и Brazil 41 подорожали на 1,2 п.п. и 2,8 п.п., соответственно, при этом спред между ними остался около 30 б.п. В российском сегменте лучше рынка выглядели корпоративные выпуски (доходности рекомендуемых нами к покупке бондов Роснефти снизились еще на 30-60 б.п.).

Экономика

Инфляция: последние данные создают почву для более резкого снижения ключевой ставки

По данным Росстата, инфляция с 31 марта по 6 апреля сократилась до 0,2% после 0,3% неделей ранее. Несколько снизился и среднесуточный темп роста цен. Но в годовом выражении инфляция пока остается на уровне 16,9%. Мы отмечаем, что темп роста цен уже ниже аналогичных цифр прошлого года, но это не совсем показательно, т.к. в то время наблюдался повышенный инфляционный фон в плодоовощной продукции (в связи с локальным шоком предложения), а сейчас она наоборот быстрее обычного дешевеет, что вызвано коррекцией после всплеска цен в предыдущие несколько месяцев. Между тем, недовольственная инфляция остается повышенной, но данные о ней не присутствуют в недельном отчете. Тем не менее, динамика продуктовой инфляции остается позитивной, хотя по отдельным сегментам картина пока смешанная: темпы роста цен одних товаров ускоряются, что компенсируется удешевлением других. Мы полагаем, что последние данные по инфляции, которые указывают на высокую вероятность ее замедления м./м. в ближайшее время, делают возможным снижение ЦБ ключевой ставки на предстоящем 30 апреля заседании и более чем на 100 б.п.

Рынок ОФЗ

На аукционах Минфина ОФЗ нашли высокий спрос

Результат вчерашних аукционов оказался ожидаемо позитивным по 8-летним ОФЗ 26215 с фиксированной ставкой (спрос составил 20 млрд руб., в 2 раза превысив предложение) и превзошел наши ожидания по 3-летним ОФЗ 24018 с плавающей ставкой (на предложенные 15 млрд руб. спрос составил 27 млрд руб.). Участники не стали запрашивать существенную премию к рынку (так, доходность по цене отсечения ОФЗ 26215 составила YTM 11,61%, за день до аукциона котировки длинных ОФЗ соответствовали YTM 11,5%), что позволило Минфину реализовать весь предложенный объем. Покупка длинных ОФЗ связана с ожиданиями постепенного снижения ключевой ставки (которым способствует наблюдающееся укрепление рубля) в диапазон, соответствующий годовой инфляции 9%. Но часть инвесторов предпочитает занимать более консервативные позиции, фиксируя или высокий спред над RUONIA, или премию 200-250 б.п. к кривой классических ОФЗ (покупка ОФЗ 24018 и продажа 3-летних IRS). По нашему мнению, справедливая оценка ОФЗ 24018 соответствует номиналу (с учетом текущих котировок IRS).

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

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. На основании нашего анализа мы пришли к следующим выводам: 1) большая часть ралли в ОФЗ уже позади; 2) ставка на снижение доходностей ОФЗ в диапазон однозначных значений может не реализоваться; 3) лучшей альтернативой ОФЗ (в терминах ожидаемого возврата от инвестиции в течение следующих 12М) 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). См. стр. 2.

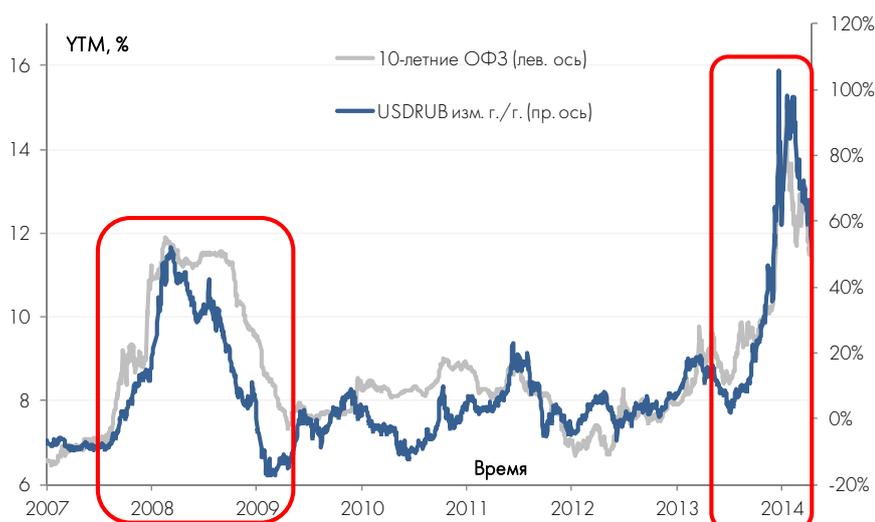
Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

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 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

Разброс пар точек (доходность, 12М изменение курса рубля) за указанный период наблюдения (с начала 2008 г.) от 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 динамике валютного рынка (ослабление рубля г./г. составляет 52%, против 70% в начале этого года, когда доходности ОФЗ превышали УТМ 13%).

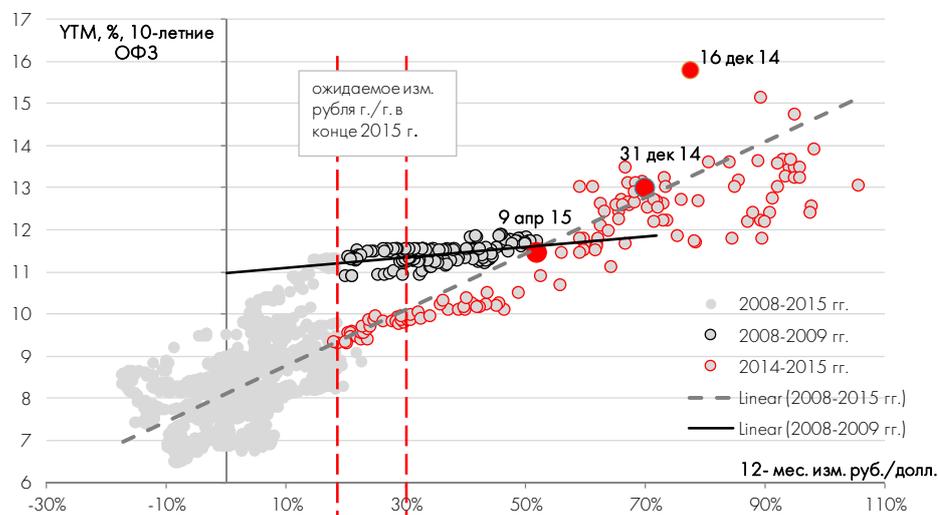
Снижение доходностей, скорее всего, продолжится...

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 11,5%). Конечно, если курс будет находиться ниже 55 руб./долл. в конце этого/начале следующего года, то доходности ОФЗ опустятся к отметке 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 завышало доходности).

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 15-16% годовых (рост цены на 7,2-7,7 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%, 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;
3. лучшей альтернативой ОФЗ (в терминах 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 саггу в отличие от ОФЗ).

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Население включило режим экономии

Платежный баланс

Резкое падение импорта поддержит рубль

Инфляция

Инфляция в феврале: коктейль из снижения спроса и регулирования цен

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Ликвидность

Минфину и ЦБ поручено разработать механизм рефинансирования банков под залог кредитов регионам

Монетарная политика ЦБ

ЦБ взял курс на снижение ставки?

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Бюджет

Дефицит бюджета в январе повышает вероятность более интенсивных поступлений госсредств в систему в ближайшие месяцы

Рынок облигаций

Размещение плавающих ОФЗ: или солидная премия, или ожидания по агрессивному снижению ставок

Банковский сектор

Приток ликвидности от клиентов вслед за стабилизацией валютного рынка

ЦБ включает антикризисные механизмы



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Башнефть	Новатэк
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско- Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



#RAIF: Daily 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 ежедневный 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.