

ОФЗ: ПЛАН ЗАИМСТВОВАНИЙ ВЫПОЛНЕН. ЧТО ДАЛЬШЕ?

Минфин досрочно исполнил рекордный квартальный план по заимствованиям на 4К20, что вкупе с размещением еврооблигаций в евро означает почти полное исполнение предусмотренной бюджетом программы заимствований на 2020 г. До конца года Минфину осталось занять всего около 100 млрд руб.

Одновременно на рынок возвращаются позитивные настроения. Совокупность этих факторов говорит о том, что длинный отрезок кривой до конца года может показать положительную динамику, а наша цель по спреду 10-3 в 140-150 б.п., вероятно, не будет достигнута в 2020 г.

При этом она имеет все шансы реализоваться в 2021 г., так как план заимствований на 2021 г. вновь достаточно амбициозен, а Минфин, при наличии конъюнктуры и соответствующей возможности, будет занимать через ОФЗ с фиксированным купоном.

Короткий отрезок кривой в ходе последнего месяца показывал отстающую динамику, однако мы полагаем, что он сохраняет потенциал снижения доходности ближе к уровню 4%, и считаем позиционирование в коротких бумагах более сбалансированным с точки зрения риска и доходности на среднесрочную перспективу.

К середине ноября Минфин досрочно выполнил квартальный план по заимствованиям

План на 4К20 предполагал рекордный объем заимствований – 2 трлн руб. (1 трлн руб. в 3К20). По факту проведения аукционов 11 ноября объем заимствований в 4К20 составил 2,2 трлн руб., а с начала года – 5,1 трлн руб. в валовом эквиваленте.

Обеспечить успех заимствованиям Минфина в третьем и четвертом кварталах позволило смещение предложения в сегмент ОФЗ-ПК, которое пользовалось высоким спросом со стороны локальных банков. На долю флоатеров в структуре первичной эмиссии пришелся 81% в 3К20 и 95% – в октябре-ноябре против всего 7% в 1П20. Банки нарастили вложения в ОФЗ за 9М20 на 2 трлн руб., абсорбировав 86% первичного предложения бумаг. Более подробно мы анализировали факторы спроса банков на ОФЗ-ПК в отчете от 16 октября [«Банковский сектор: флоатеры при поддержке ресурсов ЦБ смягчают ограничения на спрос банков на ОФЗ»](#).

В дополнение к локальному рынку Минфин вышел на рынок еврооблигаций

В четверг ведомство разместило суверенные еврооблигации в объеме 2,0 млрд евро. Таким образом, совокупный размер заимствований с начала года составил 5,3 трлн руб. (4,4 трлн руб. нетто). При внесенном в уточненный Закон о бюджете объеме программы заимствований на 2020 г. в 5,4 трлн руб. это означает, что до конца года Минфин может занять еще немногим более 100 млрд руб.

Почти полное исполнение программы заимствований позволит ведомству в оставшиеся до конца года недели отказаться от активного предложения флоатеров в пользу ОФЗ-ПД, тем самым ограничив дальнейший рост процентного риска, а также снизив премию. На долю ОФЗ-ПК в структуре публичного долга сейчас приходится 31% (еще месяц назад эта цифра составляла 25%), и это заметно выше, чем по большинству стран EM и DM. Справедливости ради стоит отметить, что долговая нагрузка России при этом сравнительно невысока.

Что касается премий, то на Диаграмме 2 отчетливо видно, как рос спред ОФЗ-ПК к RUONIA и какую премию предлагал Минфин ко вторичному рынку. Однако в ходе последнего аукциона Минфин уже несколько изменил тактику, отсекая наиболее агрессивные заявки.

Андрей Кулаков, CFA, FRM

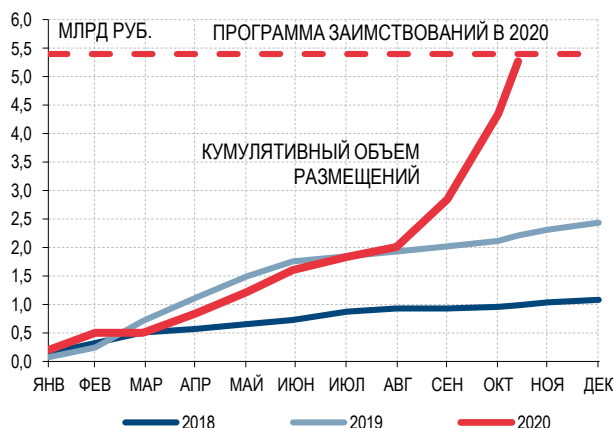
+7 (499) 277 25 30

Andrey.Kulakov@gazprombank.ru

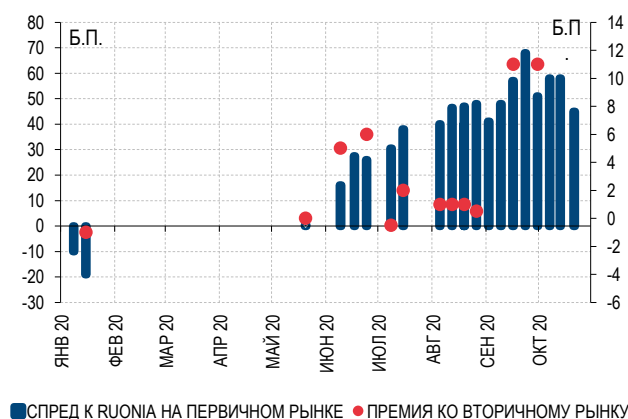
Владислав Данилов

+7 (495) 287 61 00 доб. 2 24 99

Vladislav.Danilov@gazprombank.ru

Диаграмма 1. Объем заимствований в 2020 г.


Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, Газпромбанк

Диаграмма 2. Спред к RUONIA и премия ко вторичному рынку на аукционах флоатеров


Источник: ЦБ РФ, Росстат, Газпромбанк

Скорее всего, наша цель по спреду 10-3 в 140-150 б.п. не будет достигнута в 2020 г...

Одновременно с этим на рынке наблюдается рост спроса на рискованные активы после снижения неопределенности в связи с выборами в США, а также позитивных новостей по испытанию вакцины от Pfizer. Рынок ОФЗ не остался в стороне – доходности 10-летних бумаг снизились за неделю почти на 40 б.п. Короткие выпуски отставали – снижение доходности составило 10-20 б.п. Спред 10-3 вновь сузился до ~110 б.п. Наша оценка спреда 10-3 на конец года составляла 140-150 б.п., однако позитивные настроения на рынке вкупе с бюджетным ограничением по объему предложения формируют предпосылки, чтобы до конца 2020 г. спред оставался на текущем уровне или имел тенденцию к сужению.

...однако имеет хорошие шансы реализоваться в 2021 г.

В то же время план по заимствованиям Минфина на 2021 г. также достаточно амбициозен и предполагает объем размещений 3,9 трлн руб. (2,9 трлн руб. в чистом эквиваленте). Это значит, что фактор высокого предложения со стороны Минфина вновь вернется в 2021 г. Как и ранее, мы предполагаем, что при наличии благоприятной конъюнктуры ведомство будет стараться размещать бумаги с фиксированным купоном, а значит наша цель по расширению спреда 10-3 до уровня 140-150 б.п. остается актуальной на 1П21.

Спрос на ОФЗ-ПД остается довольно ограниченным

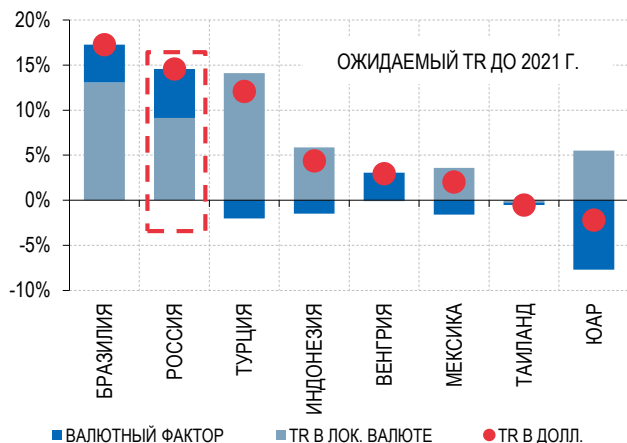
Несмотря на восстановление на вторичном рынке, спрос на первичном рынке остается ограниченным. На последних двух аукционах – 28 октября и 11 ноября – он составил 27 млрд руб. и 13 млрд руб. соответственно (против средней величины в 39 млрд руб. в ходе более волатильного сентября), что отчасти можно объяснить большой длиной предложенных облигаций.

Притоки средств зарубежных инвесторов также пока достаточно ограничены. После оттока в 20 млрд руб. в последние три дня до выборов в США, иностранные инвесторы нарастили свои позиции в ОФЗ после оглашения предварительных итогов на 59 млрд руб. Впоследствии темп их прироста вновь снизился, что может свидетельствовать о том, что позитивная реакция нерезидентов на исход выборов уже исчерпала себя.

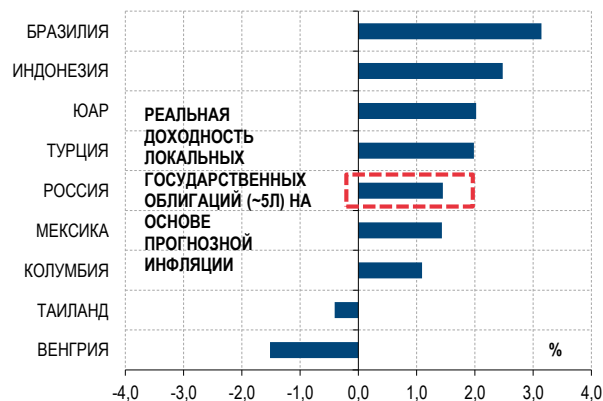
Среднесрочный потенциал притока средств нерезидентов – 200-300 млрд руб.

Вместе с тем проведение ультрамягкой денежной политики со стороны ведущих мировых ЦБ будет способствовать спросу инвесторов на активы развивающихся рынков. При этом Россия отличается сравнительно сильными макроэкономическими показателями и имеет потенциал дальнейшего смягчения ДКП и укрепления рубля. С учетом этого Россия является привлекательнее большинства стран ЕМ как с точки

зрения ожидаемого совокупного дохода (TR), так и с позиции макроэкономических рисков. Это будет способствовать притоку нерезидентов на рынок ОФЗ, который в среднесрочной перспективе мы оцениваем в 200-300 млрд руб. При этом определенные риски, связанные с геополитикой, едва ли начнут кристаллизовываться в ближайшие месяцы.

Диаграмма 3. Ожидаемый TR по странам EM до 2021 г.


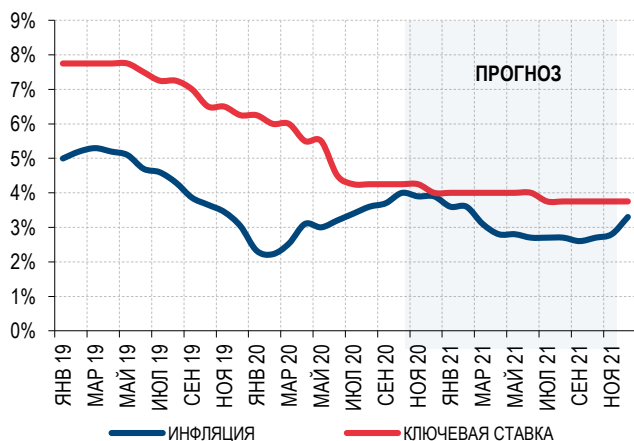
Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, Газпромбанк

Диаграмма 4. Реальные доходности стран EM


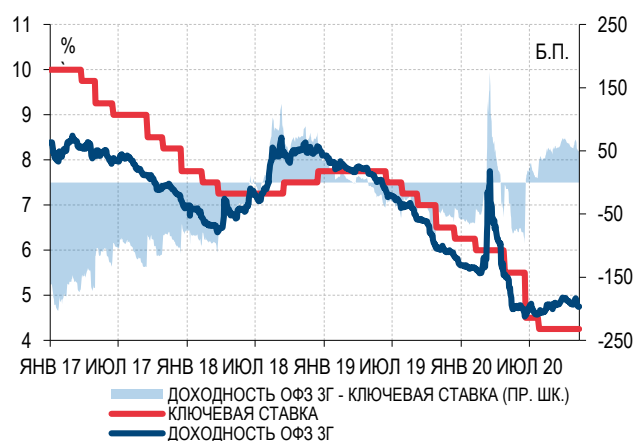
Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Сохраняем цель по коротким ОФЗ, продолжаем считать их более привлекательными с точки зрения баланса рисков и доходности

Наши экономисты полагают, что ключевая ставка ЦБ РФ продолжит снижение и в 2021 г. остановится в диапазоне 3,75-4,00%, в то время как разворот денежно-кредитной политики вряд ли случится ранее 2022 г. Премия коротких ОФЗ над ключевой ставкой будет нивелирована по мере переоценки рынком перспектив денежно-кредитной политики и истощения геополитической премии, что наблюдается в настоящий момент. Исходя из заданных предпосылок, мы считаем расширенную премию коротких бумаг над ключевой ставкой неустойчивой и сохраняем прогноз, что доходность коротких бумаг будет стремиться ближе к уровню в 4%.

Диаграмма 5. Ключевая ставка и инфляция


Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Диаграмма 6. Ключевая ставка и 3л ОФЗ


Источник: Bloomberg, Газпромбанк



Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00

ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

+7 (495) 988 24 10

ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 980 41 82

БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ

+7(800) 707 23 65

Copyright © 2003 – 2020. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ является индивидуальной рекомендацией согласно положениям Директивы ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 и Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» (MAR) 2014/596, и был подготовлен в соответствии с указанными документами, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, не была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных в проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркетмейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает о своих клиентах, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк внедрил эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стенок»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимально возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной Инвестиционной рекомендации/конкретного Инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с г-н Шон Ансел (+852 2867 1883) или г-н Джозеф Чу (+852 2867 1812) в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с Директивой 2014/65/TU (MiFID II). Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.