

Мониторинг рынка ОФЗ: аукционы Минфина

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Минфин завтра проведет аукционы по продаже 5-летнего выпуска ОФЗ 26217 на 15 млрд руб., а также 9-летнего флоутера ОФЗ 29006 на 20 млрд руб. В результате министерство, пользуясь позитивной конъюнктурой, увеличило общее предложение госбумаг до 35 млрд руб. – максимального объема в текущем году.

В рамках спекулятивных стратегий выпуски выглядят дорого; мы не рекомендуем участвовать в размещении на рыночной эйфории. Вместе с тем, ждем, что бумаги будут размещены в полном объеме, во многом благодаря именно «стратегическому» спросу со стороны банков, размещающих в ОФЗ избыточную ликвидность, а также покупающих низковолатильные госбумаги для выполнения норматива краткосрочной ликвидности (LCR).



ОФЗ: ситуация на рынке

На мировых рынках в начале недели наблюдается стабилизация вблизи сложившихся уровней на фоне отсутствия сильных движущих факторов, способных задать направленное движение. Статистические данные по ведущим экономикам указывают на наличие понижающих рисков, однако центральные банки продолжают проводить стимулирующую политику, что пока не приводит к усилению распродаж в рисковом активах (так, вчера Народный Банк Китая вновь понизил резервные требования к банкам).

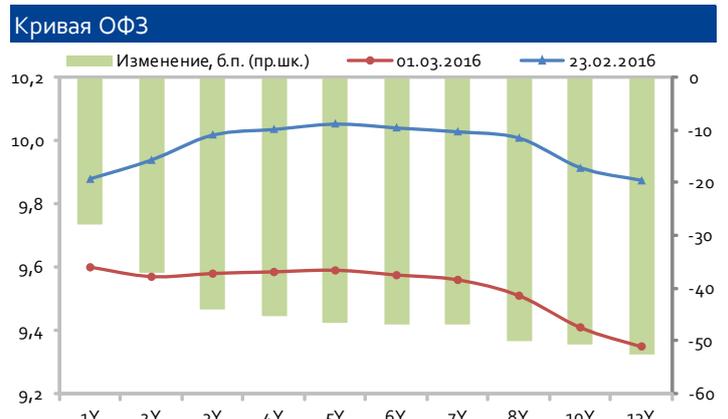
При этом инвесторы уже пытаются искать поводы для роста: наиболее выраженное движение наблюдается на сырьевых площадках – цены на нефть сегодня уверенно вышли за сопротивление на уровне 36,5 долл./барр., в силу вступил майский контракт. Ждем, что нефть инерционно продолжит расти короткое время – технически смотрится отскок к 38+ долл./барр. В то же время надо понимать, что объективных факторов для роста нет: избыток нефти на рынке сохраняется, Китай серьезно замедляется, что ставит под вопрос его потенциал наращивания потребления нефти. Вместе с тем, восстановление нефти к 40 долл./барр. ждем не ранее второй половины марта после прохождения техрегламента на НПЗ США.

Рублевые активы отреагировали достаточно мощным движением на рост нефтяных цен. Так, рубль наконец смог преодолеть сильный уровень сопротивления 75 руб./долл., которое неоднократно тестировал с конца января. В ближайшие дни ждем частичного закрытия коротких позиций, после чего вероятен возврат снизу к отметке 75 руб./долл.

Вслед за рублем ОФЗ также показали внушительный рост котировок при снижении кривой за неделю на 50 б.п., обновив посткризисные минимумы с октября 2014 г.: средняя часть кривой достигла отметки 9,6% годовых, длинные ОФЗ – 9,35%-9,4% годовых.



Источник: Bloomberg, PSB Research



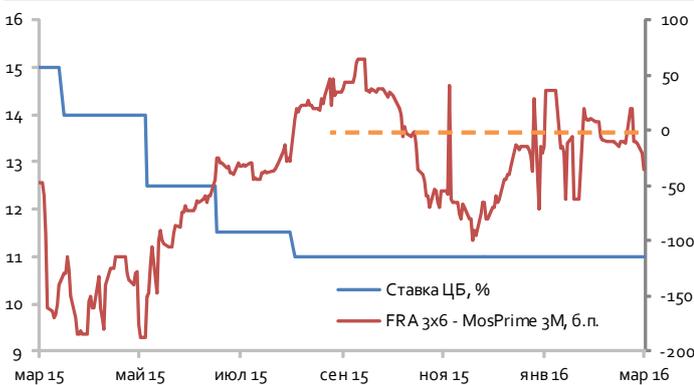
Источник: Bloomberg, PSB Research

Укрепление рубля вновь вернуло на рынок ожидания снижения ключевой ставки: спрэд FRA 3х6 и MosPrime 3М, который с начала года консолидировался вблизи нулевой отметки, вновь перешел в отрицательную зону, составив «-35» б.п.

При этом Глава ЦБ Эльвира Набиуллина в понедельник заявила, что инфляционные риски остаются пока высокими, хотя и не растут в последнее время, что отражается в динамике инфляционных ожиданий, и текущей инфляции. При этом ЦБ РФ в базовом сценарии сохраняет цель по инфляции в 4% в 2017 году. Отметим, что инфляция в годовом выражении на 20 февраля замедлилась до 8,7%. Высокая база прошлого года по инфляции продолжит работать весь февраль, тогда как уже в марте данный эффект будет нивелирован. С 1 апреля повышаются акцизы на топливо, что, по оценки ЦБ, добавит к инфляции 0,3 п.п. При этом в мае-июне начнет работать низкая база по инфляции на фоне укрепления рубля в 2015 г. В результате, по итогам I квартала ждем инфляцию на уровне 8,6%-8,9% при ее ускорении во II квартале до 9,5%-10,0%.

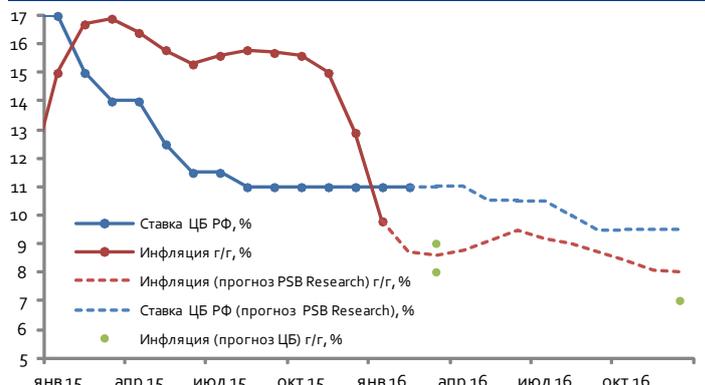
Учитывая консервативный подход ЦБ, мы пока не ждем снижения ставки по итогам заседания 18 марта, однако вероятен возврат фразы в пресс-релиз о снижении ставки на одном из ближайших заседаний. Вместе с тем, мы отмечаем, что баланс рисков все же постепенно смещается в пользу смягчения монетарной политики регулятора; более четко сформировать позицию могут отчеты по инфляционным ожиданиям и трендовой инфляции за февраль, которые должны быть опубликованы в первой половине марта. Пока наши ожидания по ставке ЦБ на конец 2016 г. остаются прежними – 9,0%-9,5% годовых.

Спрэд FRA 3х6 - MosPrime 3М, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

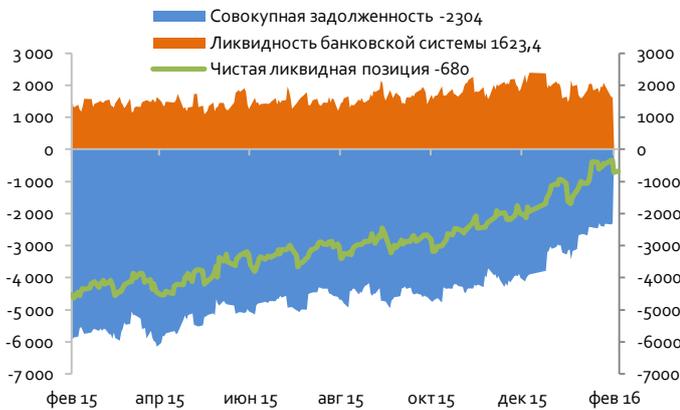
Помимо спекулятивных ожиданий снижения ключевой ставки на рынок ОФЗ оказывают воздействие структурные факторы. Так, на фоне сжатия экономики кредитование перешло к стагнации при опережающем росте депозитной базы банковской системы. Как результат – избыток ликвидности, которую банки предпочитают направлять в низкорискованные активы, которые оказывают минимальное давление на капитал, т.е. ОФЗ, в т.ч. флоутеры и ОФЗ-ИН.

В частности, за весь 2015 г. кредиты корпоративным клиентам без учета валютной переоценки выросли на 2,5%; физическим лицам – сократились на 6,3%. При этом объем вкладов населения увеличился на 16,8%; объем депозитов и средств на счетах корпоративных клиентов вырос на 2,7%. В этой ситуации помимо покупки госбумаг банки направляют избыточную ликвидность на сокращение своей задолженности перед ЦБ – отрицательная чистая ликвидная позиция банковской системы опустилась ниже 1 трлн руб., что является минимумами с 2013 г.

Другим структурным фактором, стимулирующим покупки ОФЗ, является введение с 1 января 2016 г. норматива краткосрочной ликвидности (LCR) для системно значимых российских банков.

Показатель LCR рассчитывается как соотношение величины высоколиквидных активов, к которым относятся ОФЗ, и величины чистого ожидаемого оттока денежных средств по всем операциям банка в течение ближайших 30 календарных дней. В результате, по различным оценкам, потенциальный объем покупки ОФЗ банками для выполнения данного норматива в 2016 г. может составить порядка 300 млрд руб.

Ликвидность банковской системы, млрд. руб. Динамика кредитного портфеля по банковской системе



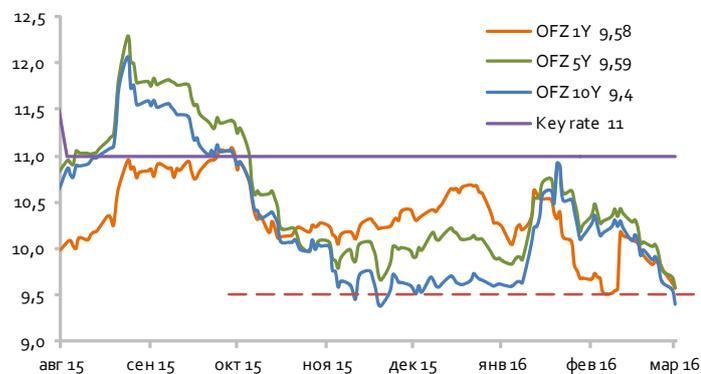
Источник: ЦБ РФ, PSB Research

Источник: ЦБ РФ, PSB Research

Локальным фактором достаточно резкого движения в ОФЗ за последние несколько недель также могло стать закрытие коротких позиций на низколиквидном рынке после длинных выходных в отсутствие предложения бумаг со стороны Минфина.

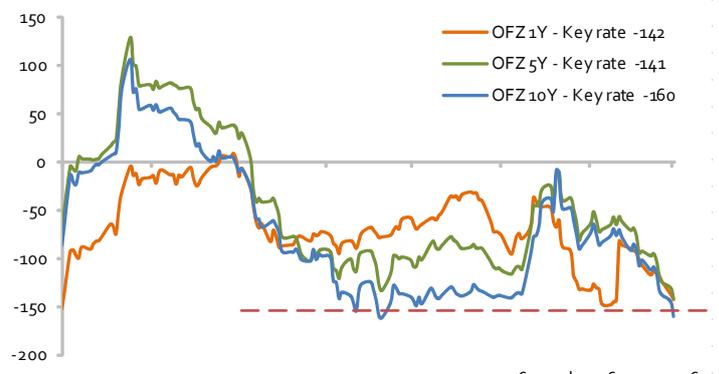
В результате дисконт доходности госбумаг к текущему уровню ключевой ставки достиг 140-160 б.п., вернувшись к значениям конца прошлого года. Пройти данный уровень сопротивления, на наш взгляд, будет непросто. В частности, при нашем целевом уровне по ставке 9,0%-9,5% в 2016 г. текущие уровни ОФЗ с поправкой на сохраняющуюся волатильность рынков остаются дорогими. Кроме того, воспользоваться оптимизмом на рынке может Минфин, пересмотрев программу заимствований на 2016 г. в сторону увеличения, в т.ч. длинных ОФЗ (учитывая потенциальный рост дефицита бюджета на фоне сохраняющихся низких рублевых цен на нефть, увеличение программы госзаимствований выглядит вполне очевидным шагом министерства).

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБР



Источник: Bloomberg, PSB Research

Спрэд доходности ОФЗ к ключевой ставке ЦБР, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

За счет стремительного снижения кривой ОФЗ-ПД мы повысили оценку по всем флоутерам, привязанным к RUONIA, однако она не смогла компенсировать опережающий рост котировок данных госбумаг.

Так, котировки 9-летнего выпуска ОФЗ 29006 превысили 104 фигуры, а 4-летнего ОФЗ 29011 – вплотную приблизились к данному уровню. Котировки

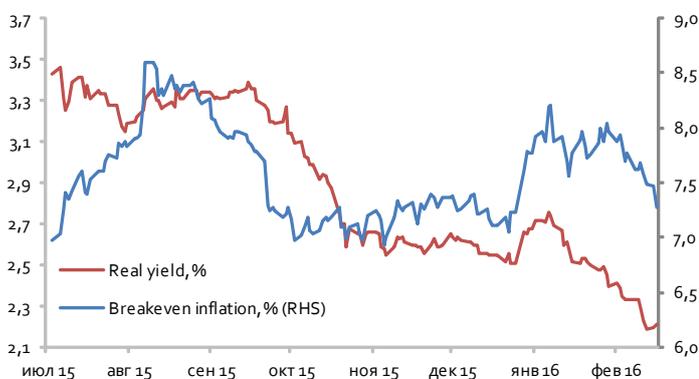
короткого 2-летнего флоутера остались на уровне 102 фигуры. Как мы отмечали выше, повышенный спрос на флоутеры преимущественно связан со структурными факторами избыточной банковской ликвидностью и исполнения норматива краткосрочной ликвидности. В этом ключе рыночная оценка данным бумагам заметно искажена; сохраняем рекомендацию «держат» по короткому флоутеру ОФЗ 24018 и «сокращать» - по ОФЗ 29006 и ОФЗ 29011.

	ОФЗ 29006	ОФЗ 29011	ОФЗ 24018
объем бумаг в рынке, млн. руб.	91 540	159 651	161 994
погашение	29.01.2025	29.01.2020	27.12.2017
текущий купон, %	12,32	12,08	11,98
последующие купоны	RUONIA + 1,2	RUONIA + 0,97	RUONIA + 0,74
YTM ОФЗ-ПД, %	9,40	9,59	9,55
Рыночная цена	106,60	104,40	102,25
Implied RUONIA	8,88	9,55	9,73
Расчетная цена (исходя из прогнозов)	102,75	102,50	103,04

Источник: Bloomberg, PSB Research (расчеты на 01.03.2016)

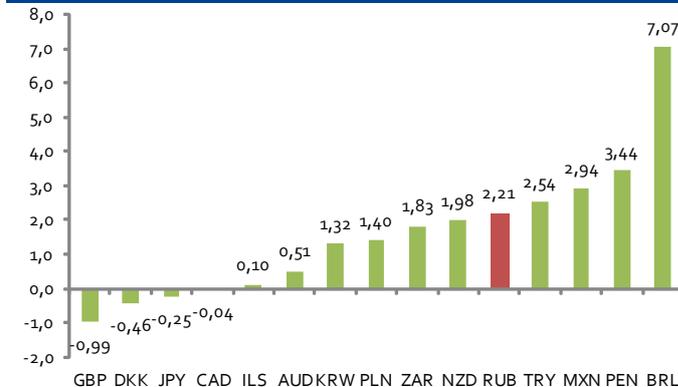
Аналогичные процессы наблюдаются и в инфляционном выпуске ОФЗ, котировки которого превысили 102 фигуру, что соответствует реальной доходности 2,2% годовых и вмененной инфляции – 7,27%. В глобальном сопоставлении реальная доходность ОФЗ-ИН остается на минимальных уровнях в группе Турция (2,54%) – Мексика (2,94%) – Бразилия (7,07%). Вместе с тем, за счет опережающего снижения кривой ОФЗ-ПД вмененная инфляция опустилась в диапазон 7,0%-7,5%, что соответствует нашим прогнозам. В результате, после рекомендации частично зафиксировать прибыль по ОФЗ-ИН рекомендуем «держат» оставшийся объем бумаг.

Реальная доходность ОФЗ-ИН 52001



Источник: Bloomberg, PSB Research

Реальная доходность ILB (8-10 лет), % годовых



Источник: Bloomberg, PSB Research

Аукционы ОФЗ

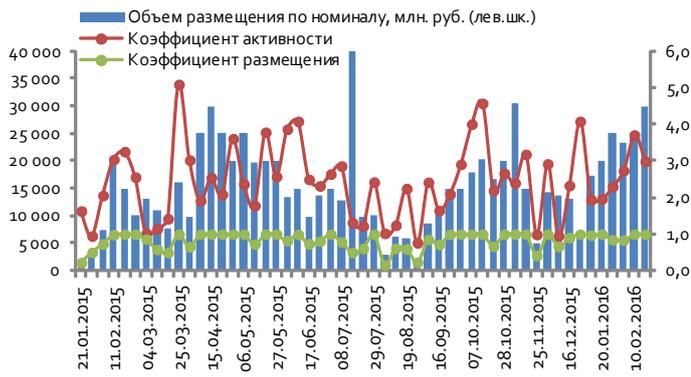
Минфин завтра проведет аукционы по продаже 5-летнего выпуска ОФЗ 26217 на 15 млрд руб., а также 9-летнего флоутера ОФЗ 29006 на 20 млрд руб. В результате министерство, пользуясь позитивной конъюнктурой, увеличило общее предложение госбумаг до 35 млрд руб. – максимального объема в текущем году (большой объем был привлечен лишь при дебютном размещении ОФЗ-ИН в июле 2015 г.).

После объявления аукционов выпуск ОФЗ 26217 торгуется на уровне 92,0/92,27 (YTM 9,62%/9,56% годовых), т.е. фактически без премии к кривой. Спекулятивно мы не рекомендуем участвовать в размещении на рыночной эйфории.

Что касается длинного флоутера ОФЗ 29006, то данная бумага наиболее переоценена, торгуясь на уровне 106,66/106,88 при нашей оценке на уровне 102,75 относительно ОФЗ-ПД.

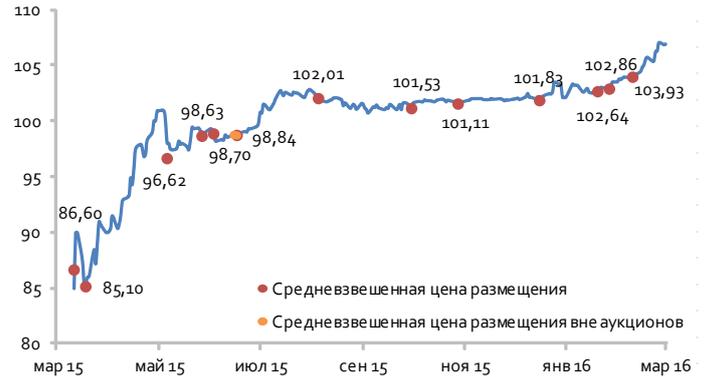
Вместе с тем, ждем, что бумаги будет размещена в полном объеме, во многом благодаря именно «стратегическому» спросу со стороны банков.

Итоги аукционов Минфина



Источник: Bloomberg, PSB Research

Динамика котировок ОФЗ 29006



Источник: Bloomberg, PSB Research

**ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашеев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
Директор по исследованиям и аналитике

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Дмитрий Грицкевич Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14
Алексей Егоров EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48
Александр Полюттов PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Илья Фролов FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
Екатерина Крылова KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Игорь Нуждин NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86
Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12
Дмитрий Иванов Ivanovdv@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35
Константин Квашнин Kvashninkd@psbank.ru +7 (495) 705-90-69
Сибяев Руслан sibaevr@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18
Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96
Борис Холжигитов KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34
Устинов Максим ustinovmm@psbank.ru +7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин Skabelin@psbank.ru +7(495) 411-51-34
Александр Сурпин SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24
Виктория Давитиашвили DavitiashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33
Михаил Маркин MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17
Сергей Устиков UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17
Александр Орехов OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19
Игорь Федосенко FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

© 2016 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.