Мониторинг рынка ОФЗ: аукционы Минфина

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Минфин объявил о размещении в среду двух выпусков госбумаг – 5-летний ОФЗ 29011 с привязкой к RUONIA на 5 млрд руб. и 5-летний выпуск ОФЗ 26214 с фиксированным купоном также на 5 млрд руб.

Минфин впервые за последнее время предлагает ОФЗ-ПД с существенной премией к ключевой ставке (YTM 11,8% годовых), в результате чего ожидаем увидеть интерес к бумаге на аукционе; в случае участия рекомендуем выставлять заявки на уровне 81,85-82,0.

По флоутерам последние размещения продемонстрировали снижение интереса к данному типу бумаг; единственной идеей во флоутерах остается текущий высокий купон (14,42% для ОФЗ 29011). При этом уровень ставки breakeven RUONIA по ОФЗ 29011 в размере 10,2% выглядит, на наш взгляд, чрезмерным на 5-летнем горизонте. В этом ключе спрос на завтрашних аукционах, на наш взгляд, будет сконцентрирован в ОФЗ 26214.

ОФЗ 26014 котировки близки к справедливым уровням

ОФЗ 29011 котировки исчерпали потенциал роста

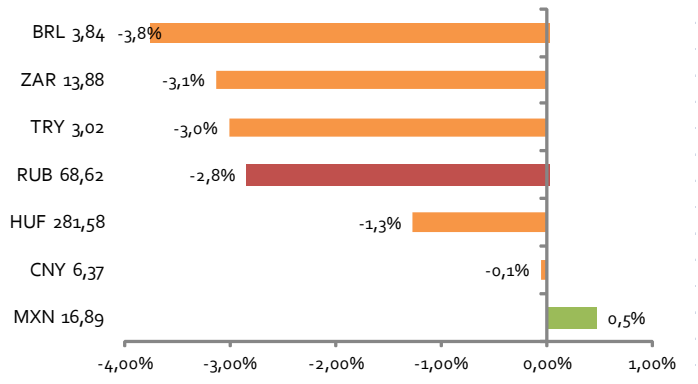
ОФЗ: ситуация на рынке

Ситуация на глобальных рынках остается непростой – ключевыми источниками волатильности остаются рынок Китая, а также предстоящее заседание ФРС США (16-17 сентября). По-прежнему сохраняются опасения относительно состояния экономики Поднебесной, а также относительно возможного повышения ставки американским ЦБ уже на сентябрьском заседании.

На этом фоне, несмотря на стабилизацию цен на нефть под уровнем 50 долл./барр., рубль остается под давлением, потеряв за неделю (с прошлого вторника 2,8%). Вместе с тем, российская валюта двигалась в едином тренде с большинством валют развивающихся стран, которые также ослабли в пределах 3%. Кривая ОФЗ при этом продемонстрировала небольшой рост – в среднем на 5-6 б.п. по кривой.

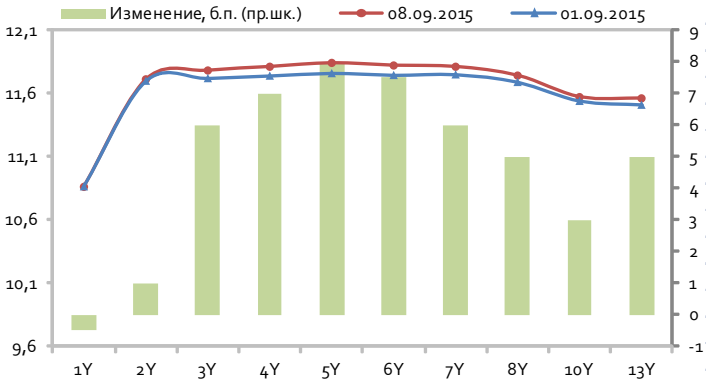
Ожидаем сохранения высокой волатильности на рынках, как минимум, до решения ФРС на следующей неделе. Кроме того, на этой неделе пройдет публикация важной статистики по Китаю, которая также окажется под пристальным вниманием инвесторов. Вместе с тем, ожидаем, что цены на нефть продолжат консолидироваться в диапазоне 48-52 долл./барр., что может оказать небольшую поддержку рублю и рублевым активам.

Изменение валют EM к доллару США за неделю, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

Кривая ОФЗ

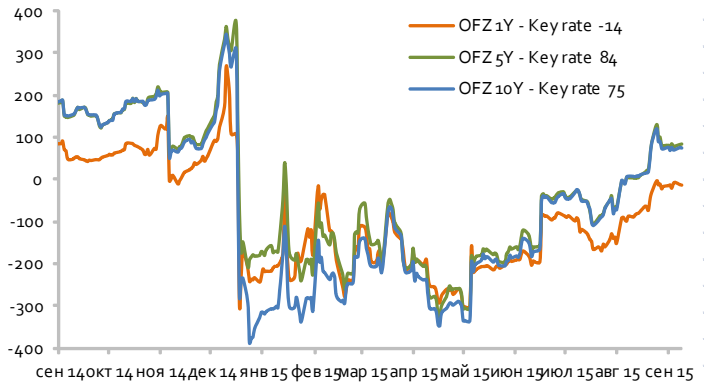


Источник: Bloomberg, PSB Research

События на международных площадках в преддверии заседания Банка России 11 сентября, скорее всего, будут игнорироваться рынком ОФЗ. На текущий момент госбумаги (от 2-3 лет) продолжают торговаться с положительным спрэдом к ключевой ставке – на уровне 75-85 б.п. (11,75%-11,85% годовых). На

фоне ожиданий по сохранению ключевой ставки на уровне 11% годовых среднесрочный «справедливый» диапазон по доходности для ОФЗ (от 2-3 лет) составляет 11,5%-12,0% годовых (премия к ставке ЦБ – 50-100 б.п.). В случае выхода за рамки данного диапазона доходностей ОФЗ-ПД вполне возможно рассмотреть варианты открытия направленных позиций по госбумагам.

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

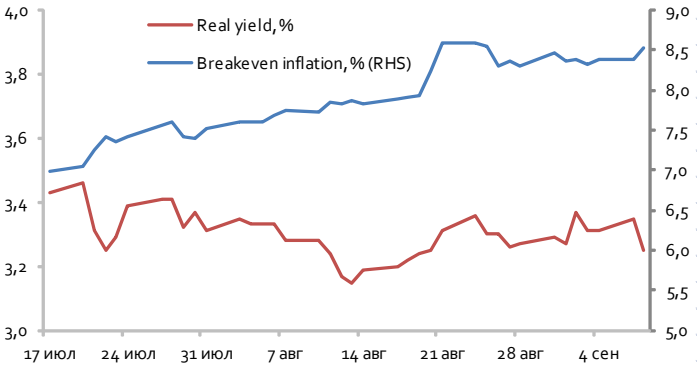


Источник: Bloomberg, PSB Research

Отметим, что статистика по инфляции за август, опубликованная на прошлой неделе продолжает указывать на реализацию валютного фактора – ослабление рубля с мая на 40%. Так, инфляция в августе составила 0,4% - максимум с 2010г.; в годовом выражении инфляция ускорилась до 15,8% с 15,6% в июле. Напомним, что с марта инфляция стабилизировалась, после чего с апреля начала демонстрировать замедление. При этом с июля за счет тарифной недели инфляция начала демонстрировать ускорение, после чего свой вклад в рост цен привнесла девальвация рубля.

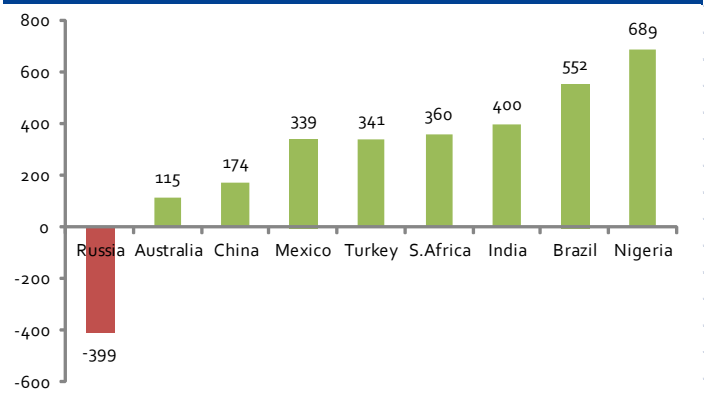
За счет валютного фактора не ждем замедления инфляции по итогам 2015 г. ниже 14% годовых (Минфин повысил свои ожидания по инфляции с 11% до 12% по итогам года; МЭР – с 11,4% до 11,9%, ВЭБ – с 12% до 13%). В 2016 г., на наш взгляд, нефтяные котировки и, соответственно, рубль продолжат находиться под давлением, что также будет источником повышенной инфляции, которую в течение года мы ожидаем на уровне 12,7%. Банк России при этом, скорее всего, продолжит таргетировать среднесрочный уровень инфляции, удерживая ключевую ставку на текущем уровне. В результате, реальные ставки и реальная доходность ОФЗ будет оставаться отрицательной.

Реальная доходность ОФЗ-ИН 52001



Источник: Bloomberg, PSB Research

Реальная доходность 10-летних облигаций, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

В этом случае покупка ОФЗ-ИН в рамках среднесрочной стратегии остается привлекательной, т.к. может обеспечить положительную реальную доходность (на текущий момент – порядка 3,2%). Отметим, что данный уровень реальной доходности ОФЗ-ИН уже несколько ниже реальной доходности по 10-летним бондам таких стран, как Мексика и Турция (340 б.п.), а также ЮАР (360 б.п.).

Однако в условиях отрицательных реальных ставок реальная доходность на уровне 3,0%-3,2% выглядит все еще достаточно интересно.

В результате, несмотря на достаточно высокую вмененную инфляцию по ОФЗ-ИН на уровне 8,5%, что более чем вдвое превышает среднесрочный целевой уровень ЦБ (4%), рекомендуем «накапливать» ОФЗ 52001.

Диспозиции флоутеров, привязанных к RUONIA, за прошлую неделю практически не изменились – на текущий момент «справедливо» оценен относительно ОФЗ-ПД лишь короткий флоутер ОФЗ 24018, который торгуется на уровне 101,95. При этом вмененная ставка breakeven RUONIA, исходя из котировок ОФЗ, находится на уровне 10,82%, что отражает снижение ключевой ставки до 10% лишь ближе к 2017 г. (последний год обращения флоутера).

По более длинным флоутерам ставки breakeven RUONIA несколько ниже – 10,21% для 5-летней бумаги и 9,69% - для 10-летней, однако и они явно не отражают реализацию сценария по достижению таргета в 4% по инфляции и пропорционального снижения ключевой ставки. В этом ключе покупка среднесрочных и длинных ОФЗ с фиксированным купоном по-прежнему остается приоритетней. При этом, как мы отмечали выше, в условиях сохраняющейся высокой инфляции, реальные доходности и флоутеров и ОФЗ-ПД в среднесрочной перспективе будут оставаться отрицательными.

	ОФЗ 29006	ОФЗ 29011	ОФЗ 24018
объем бумаг в рынке, млн. руб.	**35 165**	**98 583**	**143 614**
погашение	29.01.2025	29.01.2020	27.12.2017
текущий купон, %	14,48	14,42	15,27
последующие купоны	RUONIA + 1,2	RUONIA + 0,97	RUONIA + 0,74
YTM ОФЗ-ПД, %	11,57	11,84	11,78
Рыночная цена	101,10	101,24	101,97
Implied RUONIA	9,69	10,21	10,82

Источник: Bloomberg, PSB Research (расчеты на 08.09.2015)

Аукционы Минфина

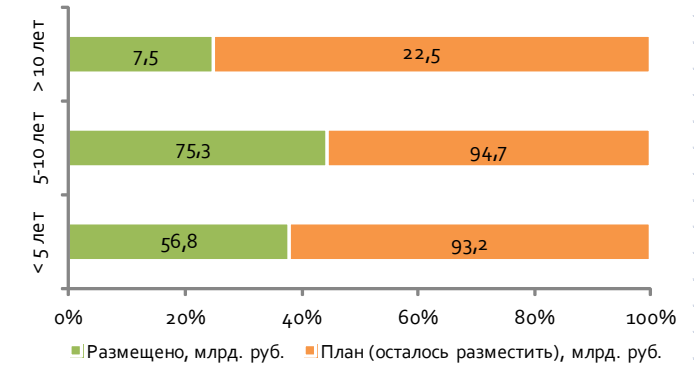
Минфин объявил о размещении в среду двух выпусков госбумаг – 5-летних ОФЗ 29011 с привязкой к RUONIA на 5 млрд руб. и 5-летний выпуск ОФЗ 26214 также на 5 млрд руб.

После объявления о размещении доходность выпуска ОФЗ-ПД серии 26214 прибавила порядка 10 б.п. и на текущий момент торгуется на уровне 11,81% годовых (цена 81,85), что соответствует премии к ключевой ставке в размере 81 б.п. Как мы отмечали выше, среднесрочный «справедливый» диапазон по доходности для ОФЗ (от 2-3 лет), на наш взгляд, составляет 11,5%-12,0% годовых (премия к ставке ЦБ – 50-100 б.п.), в результате чего текущие уровни по бумаге не предполагают явной идеи.

Вместе с тем, Минфин впервые за последнее время предлагает ОФЗ-ПД с существенной премией к ключевой ставке - последний раз регулятор размещал 3-летний выпуск ОФЗ 26216 в середине августа с доходностью 11,2% годовых. При этом, когда доходности ОФЗ-ПД поднимались выше 12% годовых в конце августа, регулятор отменил аукцион. В целом, ожидаем увидеть умеренный интерес к бумаге на завтрашнем аукционе; в случае участия в аукционе рекомендуем выставлять заявки на уровне 81,85-82,0.

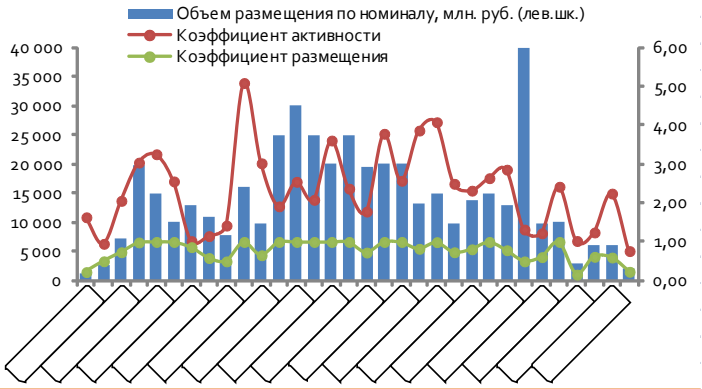
Что касается 5-летнего флоутера, то последние размещения демонстрировали снижение интереса к данному типу бумаг – с начала августа коэффициент размещения флоутеров не превышал 0,62. Единственной идеей во флоутерах остается текущий высокий купон (14,42% для ОФЗ 29011). При этом уровень ставки breakeven RUONIA по ОФЗ 29011 в размере 10,2% выглядит, на наш взгляд, чрезмерным на 5-летнем горизонте. В этом ключе покупка среднесрочных и длинных ОФЗ с фиксированным купоном, на наш взгляд, выглядит приоритетней, в результате чего спрос на завтрашних аукционах, на наш взгляд, будет сконцентрирован в ОФЗ 26214.

Временная структура аукционов ОФЗ в III кв. 2015 г.



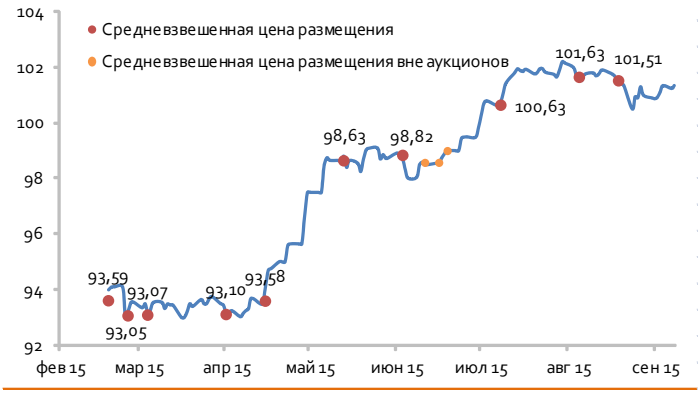
Источник: Минфин РФ, PSB Research

Итоги аукционов Минфина



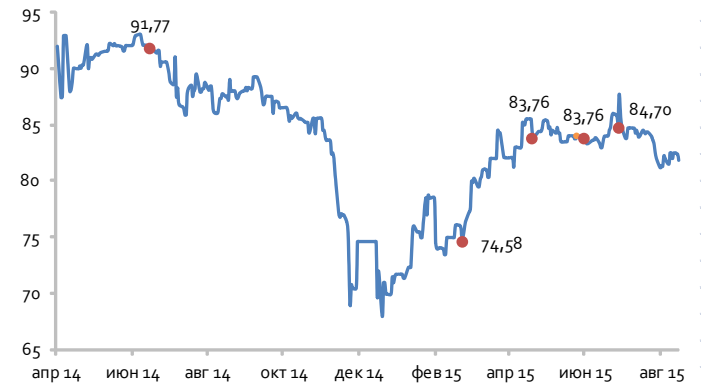
Источник: Bloomberg, PSB Research

Динамика котировок ОФЗ 29011



Источник: Bloomberg, PSB Research

Динамика котировок ОФЗ 26214



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

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 Полютов	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
Сибаев Руслан	sibaevrd@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

© 2015 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.