

Мониторинг рынка ОФЗ: аукционы Минфина

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Минфин объявил о размещении в среду двух выпусков госбумаг – 3-летней ОФЗ 24018 с привязкой к RUONIA на 6,4 млрд руб. и 8-летний выпуск ОФЗ 26215 с фиксированным купоном на 7,8 млрд руб.

Мы не видим существенного потенциала снижения доходности ОФЗ 26215, однако наличие премии к ставке фондирования, а также ограниченное предложение выпуска сформируют устойчивый спрос на бумагу при размещении выпуска вблизи текущих уровней - 78,5/78,99 (YTM 11,47%/11,35%).

Флоутер ОФЗ 24018, на наш взгляд, оценен справедливо и единственной идеей в бумаге по-прежнему остается текущий высокий купон (15,27%), в результате чего спрос на завтрашних аукционах будет преимущественно сконцентрирован в ОФЗ-ПД.



ОФЗ 26215
потенциал роста
котировок
ограничен



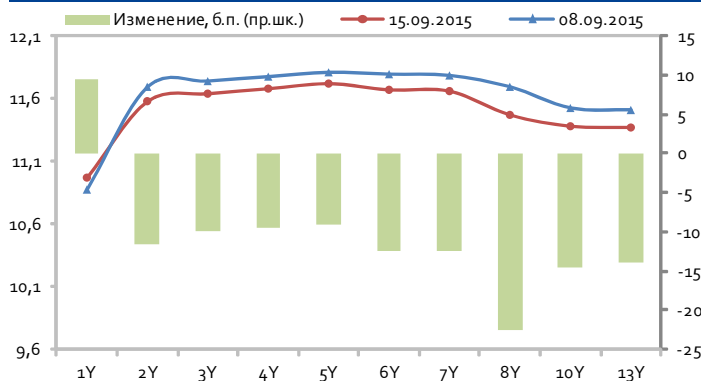
ОФЗ 24018
котировки близки
к справедливым
уровням

ОФЗ: ситуация на рынке

В преддверии заседания ФРС США международные рынки перешли к консолидации, что в умеренно-позитивном ключе отразилось на рублевых активах, которые последнее время находились под давлением из-за высокой волатильности внешних площадок.

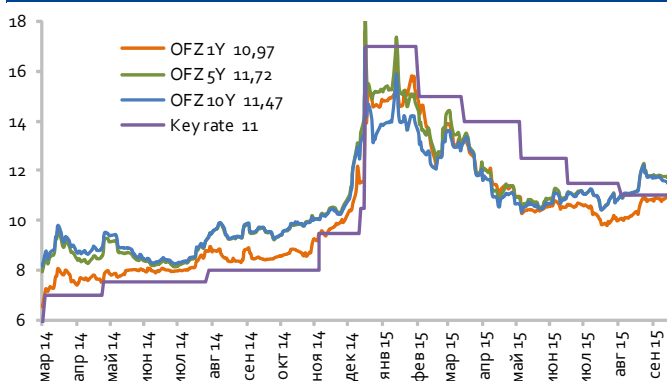
В результате, несмотря на то, что нефтяные котировки из диапазона 48-52 долл./барр. перешли к консолидации на уровне 46-48 долл./барр. за прошедшую неделю рубль смог укрепиться на 1,3% - до 67,1 руб./долл., а кривая ОФЗ снизилась на 10 б.п. – до 11,65%-11,7% годовых на среднем участке кривой. После решения российского Центробанка сохранить ключевую ставку на уровне 11%, а также за счет начала налогового периода, доходность коротких ОФЗ, напротив, прибавила 10 б.п., вплотную приблизившись к уровню ключевой ставки.

Кривая ОФЗ



Источник: Bloomberg, PSB Research

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБР



Источник: Bloomberg, PSB Research

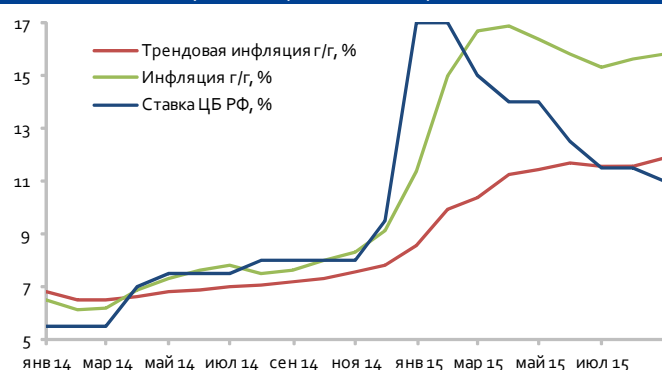
Отметим, что решение Банка России сохранить ставку совпало с ожиданиями инвесторов. При этом регулятор заметно ухудшил свой прогноз по инфляции на 2015 г. с 11% до 12%-13%, сохранив ожидания замедления инфляции через год (в сентябре 2016 г.) до 7% при достижении 4% в 2017 г. на фоне сохраняющейся «умеренно жесткой денежно-кредитной политики и ослабления потребительского спроса» населения, а также на фоне сохраняющихся низких темпов роста денежной массы.

На этой неделе вышли данные по трендовой инфляции, на которую также обращает внимание ЦБ РФ в качестве ориентира будущей среднесрочной инфляции – по итогам августа трендовая инфляция ускорилась на 0,3% - до 11,9%.

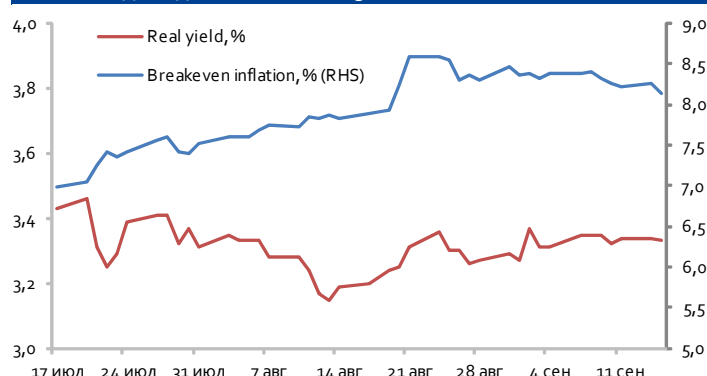
Как отметил ЦБ РФ в пресс-релизе к решению по ставке, фактор снижения курса национальной валюты «продолжит оказывать влияние на динамику инфляции»

в ближайшие месяцы». В результате, мы по-прежнему ожидаем замедления инфляции по итогам текущего года лишь до 14,1% годовых, что, на наш взгляд, не позволит ЦБ возобновить цикл снижения ставки в текущем году (осталось 2 заседания – 30 октября и 11 декабря).

На фоне сохранения ставки и крайне неопределенных перспектив ее снижения в среднесрочной перспективе, ожидаем, что среднесрочные ОФЗ-ПД (от 2-3 до 7-8 лет) продолжают торговаться в широком «рабочем» диапазоне доходности – 11,5%-12,0% годовых (премия к ключевой ставке 50-100 б.п.). На текущий момент доходность среднесрочных ОФЗ находится примерно посередине данного диапазона, что не предполагает наличие явных идей на рынке. Доходность длинных бумаг (от 8 лет) на текущий момент снизилась до 11,37%-11,45% годовых, что также не предполагает заметного потенциала для снижения доходности (пределом ее снижения по длинным ОФЗ, на наш взгляд, выступает уровень 11,2%-11,3% годовых).

Ключевая ставка ЦБ РФ и трендовая инфляция


Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Реальная доходность ОФЗ-ИН 52001


Источник: Bloomberg, PSB Research

На фоне сохранения инфляционного давления покупка ОФЗ-ИН в рамках среднесрочной стратегии остается привлекательной, т.к. может обеспечить положительную реальную доходность (на текущий момент – порядка 3,3%) в отличие от ОФЗ-ПД. В условиях отрицательных реальных ставок реальная доходность на уровне 3,3% выглядит достаточно интересно даже, несмотря на достаточно высокую вмененную инфляцию по ОФЗ-ИН на уровне 8,15%, что более чем вдвое превышает среднесрочный целевой уровень ЦБ (4%).

По флоутерам за прошлую неделю незначительно снизились вмененные ставки RUONIA (в среднем на 20 б.п.) за счет снижения кривой ОФЗ-ПД, однако они по-прежнему отражают достаточно слабые ожидания по снижению ключевой ставки в долгосрочной перспективе. Так, по длинным флоутерам ставки breakeven RUONIA составляет 9,98% по 5-летней бумаге и 9,53% - по 10-летней, что по-прежнему существенно выше таргета в 4% по инфляции при пропорциональном снижении ключевой ставки.

Короткий флоутер серии ОФЗ 24018 при этом, на наш взгляд, оценен справедливо и торгуется на уровне 101,7 при вмененной ставке RUONIA в размере 10,53%, что отражает снижение ключевой ставки до 10% в конце 2016 г. – начале 2017 г.

	ОФЗ 29006	ОФЗ 29011	ОФЗ 24018
объем бумаг в рынке, млн. руб.	35 165	102 143	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
УТМ ОФЗ-ПД, %	11,37	11,69	11,62
Рыночная цена	101,20	100,95	101,70
Implied RUONIA	9,53	9,98	10,53

Источник: Bloomberg, PSB Research (расчеты на 15.09.2015)

Программа заимствований Минфина

В III квартале Минфин существенно выбивается из графика размещений на фоне снижения спроса на госбумаги из-за ухудшившейся рыночной конъюнктуры. Так, с учетом размещения ОФЗ-ИН в рамках book building в июле, которые не были включены в предварительную программу размещений Минфина, план министерства на III квартал составляет 350 млрд руб., из которых уже размещено ОФЗ менее чем на 150 млрд руб. Очевидно, что за последние 3 аукциона в текущем квартале Минфин не сможет разместить ОФЗ на оставшиеся 200 млрд руб. (средний объем размещения госбумаг с начала августа составляет порядка 5,1 млрд руб. в неделю).

При этом, согласно бюджету на 2015 г., объем привлечения средств в рамках внутренних источников финансирования дефицита бюджета должен составить 1,0 трлн руб., из которых по итогам августа привлечено лишь 483 млрд руб. или 48% от заявленного объема (на 15 сентября объем размещения составляет порядка 500 млрд руб. или 50% от годового плана). В результате, для выполнения годового плана Минфин должен размещать ОФЗ более чем на 30 млрд руб. в неделю, что в текущих условиях нереалистично.

Однако, что касается объемов погашения долга в рамках бюджета-2015 г., то оставшейся объем до конца года составляет 280 млрд руб., тогда как объем погашений ОФЗ в оставшиеся 4 месяца, по данным Минфина, составит всего 35 млрд руб. Таким образом, около 245 млрд руб. долга, заявленных к погашению до конца года в бюджете, скорее всего, являются госгарантиями и с большой долей вероятности (по аналогии с бюджетами прошлых лет) будут рефинансированы. В результате, реальный объем погашений внутреннего долга в 2015 г. может не превысить 621 млрд руб., и, соответственно, для получения положительного сальдо по внутренним привлечениям в размере 135 млрд руб. программа по ОФЗ должна быть выполнена в объеме порядка 756 млрд руб. (256 млрд руб. за оставшиеся аукционы до конца года).

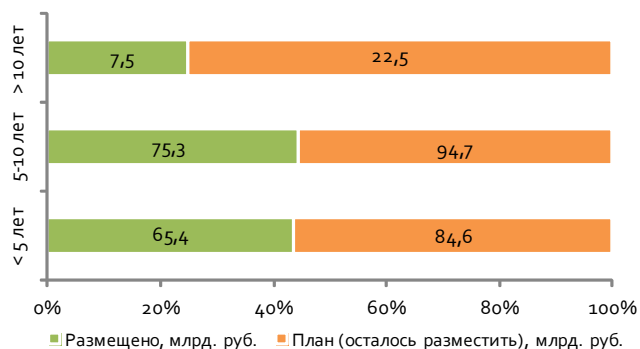
В случае консервативной оценки, при сохранении стратегии Минфина по предложению на еженедельных аукционах флоутеров и ОФЗ-ПД реалистичным до конца года выглядит объем размещений еще порядка 80-160 млрд руб. (5-10 млрд руб. в неделю). Таким образом, по итогам года неисполнение плана по размещению ОФЗ может составить 96-176 млрд руб.

В свою очередь, данный «выпадающий» объем привлечения ОФЗ может быть покрыт за счет дополнительных нефтегазовых доходов. Так, с начала года средняя рублевая цена нефти Urals примерно на 100 руб. за баррель превышает заложенные в бюджет 3075 руб./барр., в результате чего объем нефтегазовых доходов по итогам года может оказаться выше планируемого уровня. В июле замминистра финансов РФ Т.Нестеренко оценила данный объем допдоходов в 500 млрд руб. по итогам года, в результате чего дефицит бюджета в 2015 г. составит 3,0% ВВП, а не 3,7%, как предполагалось ранее. Таким образом, предварительные оценки говорят, что объем допдоходов бюджета, как уравновешивает потенциальный «недобор» по программе размещения ОФЗ, так и частично может сэкономить поступления из суверенных фондов.

В результате, на наш взгляд, у Минфина отсутствует жесткая необходимость в реализации плана по размещению ОФЗ до конца года – не ждем, что министерство начнет более агрессивно размещать госбумаги, предлагая большие объемы и премии.

Отметим, что более половины объема размещений с начала года обеспечили флоутеры, идея роста котировок в которых уже исчерпана, а также еще порядка 15% - ОФЗ-ИН, которые Минфин больше не предлагает рынку. Что касается ОФЗ-ПД, то умеренный спрос на них сохраняется, однако министерство также не стремится существенно наращивать долг на текущих уровнях (при росте доходности ОФЗ-ПД выше 12% аукцион в августе был отменен). В результате, стратегия министерства останется прежней – неагрессивное предложение на еженедельных аукционах флоутеров и ОФЗ-ПД по 10-15 млрд руб.

Временная структура аукционов ОФЗ в III кв. 2015 г.



Источник: Минфин РФ, PSB Research

Итоги аукционов Минфина



Источник: Bloomberg, PSB Research

Нефть Urals в рублях



Источник: Bloomberg, PSB Research

Аукционы ОФЗ

Сегодняшнее решение Минфина фактически подтверждает данные ожидания — министерство предложит в среду на аукционе оставшиеся объемы ОФЗ 24018 на 6,4 млрд руб. и ОФЗ 26215 на 7,8 млрд руб.

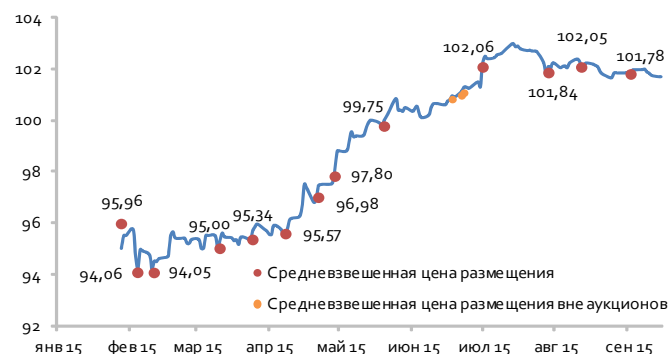
Последний раз 8-летний выпуск ОФЗ 26215 предлагался на аукционах в июне (средневзвешенная цена составила 80,46 (YTM 10,92%). На текущий момент выпуск торгуется несколько выше по доходности — 78,5/78,99 (YTM 11,47%/11,35%), что предполагает премию к ключевой ставке на уровне 35-47 б.п. Как мы отмечали выше, мы не видим существенного потенциала снижения доходности ОФЗ-ПД. Вместе с тем, наличие премии к ставке фондирования, а также ограниченное предложение выпуска сформируют устойчивый спрос на бумагу при размещении выпуска вблизи текущих уровней.

Динамика котировок ОФЗ 26215



Источник: Bloomberg, PSB Research

Динамика котировок ОФЗ 24018



Источник: Bloomberg, PSB Research

Что касается флоутеров, привязанных к ставке RUONIA, то результаты последних размещений говорят о снижении спроса на данный вид активов, который стабильно предлагается Минфином с начала года. На наш взгляд, выпуск оценен справедливо и единственной идеей в бумаге по-прежнему остается текущий высокий купон (15,27%), в результате чего спрос на завтрашних аукционах, на наш взгляд, будет сконцентрирован в ОФЗ-ПД.

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**

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 Полютков

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

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.