# Мониторинг рынка ОФЗ: аукционы Минфина

*Дмитрий Грицкевич*
gritskevich@psbank.ru

Минфин 18 мая проведет аукционы по продаже 11-летних ОФЗ 26207 на 12,77 млрд руб., а также 2-летних флоутер ОФЗ 24018 на 12 млрд руб.

Накануне аукциона котировки ОФЗ 26207 достигли посткризисных максимумов – 97,1 (YTM 8,75%); после объявления аукционов выпуск скорректировался до 96,5/96,7 (YTM 8,84%/8,81%). На наш взгляд, в моменте высоки риски локальной коррекции на рынке, что может послужить возврату кривой госбумаг на длинном конце к уровню 9% годовых, в результате чего участие в размещении по текущим ценам выглядит рискованным.

Короткий флоутер ОФЗ 24018 с апреля торгуется вблизи отметки 102,4, что выглядит достаточно интересно относительно фиксированной кривой в части стратегии buy&hold на фоне сохранения Банком России умеренно жесткой денежно-кредитной политики: рекомендуем неагрессивно участвовать в размещении в рамках консервативных стратегий.

*ОФЗ 26207 риски коррекции возросли*

*ОФЗ 24018 неагрессивная покупка в рамках среднесрочной стратегии*

## Рыночная конъюнктура

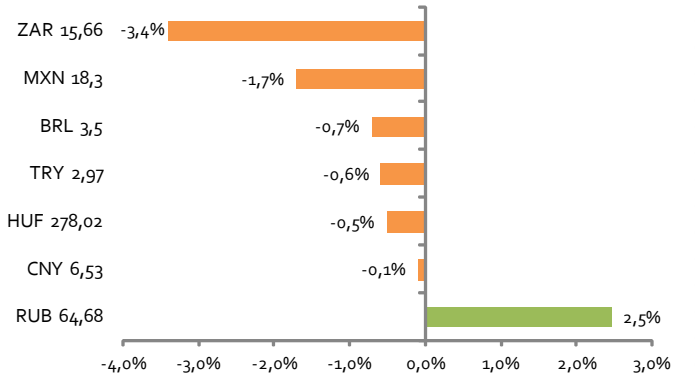
За прошедшую неделю рост цен на нефть продолжился, что благоприятно сказалось на стоимости рублевых активов. Так, котировки «черного золота» начали понедельник с роста, снова превысив отметку 48 долл./барр. на комментариях Goldman Sachs, которые ждут дефицита на рынке нефти уже в текущем месяце. При этом котировки нефти уверенно закрепились выше важного уровня 48,7 долл./барр., в результате чего следующей целью выступает отметка 52 долл./барр., которая может быть достигнута уже сегодня-завтра.

Тем не менее, сдержать оптимизм может публикация протоколов ФРС в среду вечером: при появлении намеков на повышение ставки уже в июне не исключаем коррекции цен на нефть на более низкие уровни (в зону 46 долл./барр.).

Рубль при этом вновь пытается выйти из сформированного с апреля диапазона 65-67 руб./долл. вниз к отметке 64 руб./долл. Однако стремительный рост цен на нефть к 50 долл./барр. преимущественно компенсируется ростом рублевой стоимости нефти, которая достигла 3000 руб./барр. – максимум с октября 2015 г. Фактически рубль демонстрирует рост против рынка – привлекательность активов развивающихся рынков пока сдерживается укреплением курса доллара на фоне усиления ожиданий возможного изменения ставки ФРС в июне.

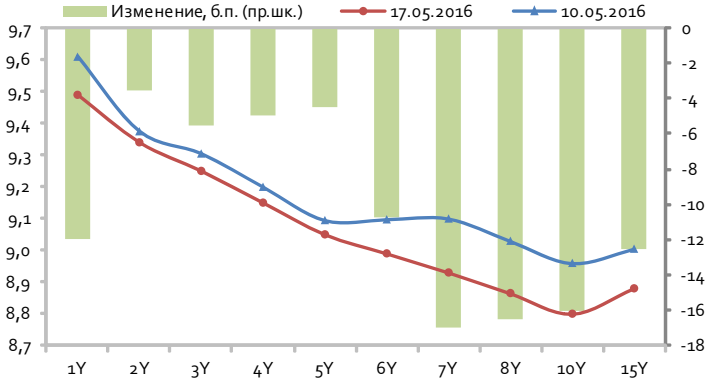
Доходность среднесрочных и долгосрочных ОФЗ при этом продемонстрировала снижение на 8-17 б.п. к новым посткризисным минимумам - до 9,0% - 8,8% годовых соответственно на фоне роста цен на нефть и усиления позиций рубля.

Изменение валют EM к доллару США за неделю, %




Источник: Bloomberg, PSB Research

Кривая ОФЗ




Источник: Bloomberg, PSB Research

## Инфляция и политика ЦБ РФ

Оперативная статистика по инфляции по-прежнему остается стабильной – инфляция в РФ с 5 по 10 мая составила 0,1%. С начала месяца рост цен к 10 мая составил 0,2%, с начала года - 2,7%; в годовом выражении уровень инфляции также остался на отметке 7,3%. Если экстраполировать среднесуточный рост цен в начале мая (0,018%) на весь месяц, итоговый показатель по маю будет примерно 0,5%-0,6%, что несколько выше, чем в апреле 2016 г. (0,4%) и в мае 2015 г. (также 0,4%). В результате, в мае 2016 г. ускорение годовой инфляции на 0,1%-0,2% будет выглядеть некритично, являясь эффектом низкой базы прошлого года, который будет «работать» в мае-июне. При этом текущая статистика по инфляции демонстрирует высокую вероятность реализации прогноза ЦБ РФ на 2016 г. – замедление инфляции до 6-7%.

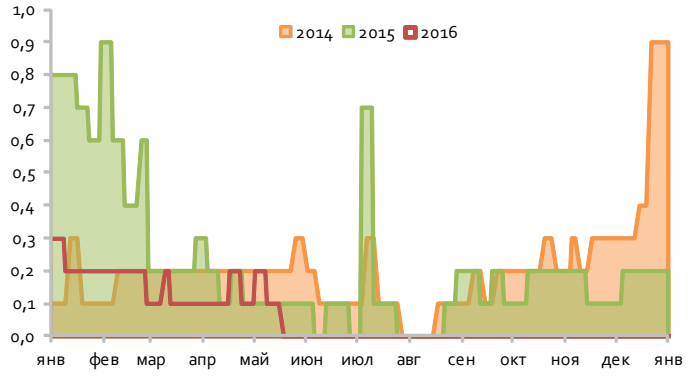
Вместе с тем, ранее глава ЦБ Эльвира Набиуллина заявляла, что есть риски остановки снижения инфляция в РФ на не инвестиционном уровне 6-7%, в результате чего для снижения ставки регулятора необходимы более веские факторы, которых пока нет.

В частности, оценка годовых темпов трендовой инфляции в апреле снизилась до 9,5% с 9,7% в марте, оставаясь четвертый месяц подряд выше официальной инфляции. При этом комментарий экономистов ЦБ в пресс-релизе остался фактически прежним: «риски отклонения инфляции от цели в конце 2017 г. сохраняются. Трендовая инфляция все еще остается на высоком уровне и снижается медленно».

Другое экономическое исследование Банка России «Внутриэкономические факторы инфляции» также не дает сигналов к снижению ставки. В частности, в обзоре отмечается, что «внутриэкономические факторы в настоящее время недостаточно способствуют снижению темпа роста цен до уровня 4% в 2017 году» и «дальнейшее замедление инфляции может оказаться неустойчивым в среднесрочной перспективе». При этом динамика заработной платы, которая вызвала беспокойство регулятора по итогам апрельского заседания, рассматривается в качестве одного из внутренних факторов, определяющих инфляцию. Так, мартовские данные указывают на ускорение роста номинальных зарплат до 9% г/г, в то время как экономисты ЦБ в обзоре отмечают, что «текущие значения «внутренней» инфляции по-прежнему существенно выше отметки 4%».

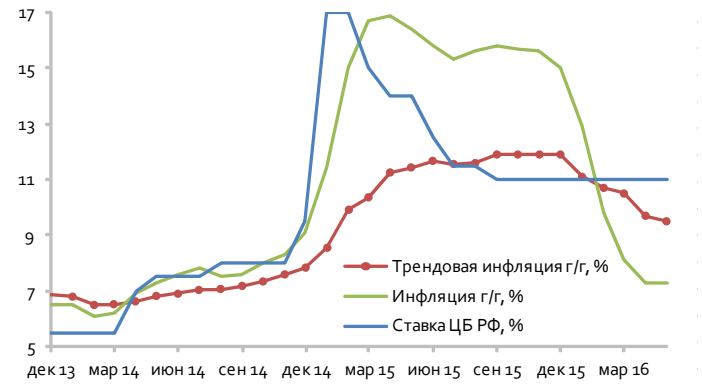
Первый зампред ЦБ РФ Дмитрий Тулин в ходе обсуждения годового отчета ЦБ в Госдуме в понедельник также высказался за сохранение ключевой ставки, отметив, что снижение ключевой ставки в нынешних условиях не привело бы к росту реальной экономики РФ, в то время как поддержание высокого уровня реальных процентных ставок не навредит экономике. При этом инфляционные риски для ЦБ остаются прежние: инфляционные ожидания, неопределенность в отношении курсовой динамики, а также вопросы, связанные с бюджетными рисками.

Динамика недельной инфляции



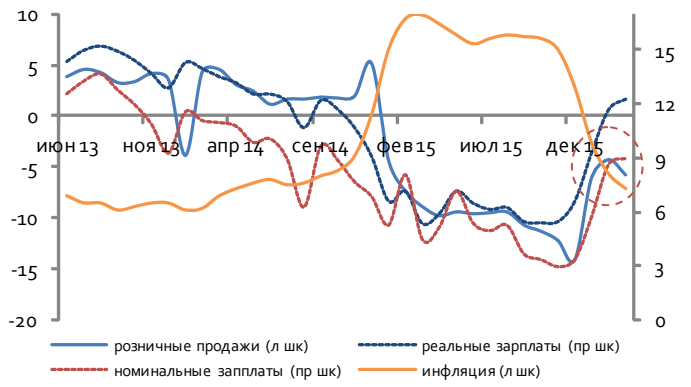

Источник: Bloomberg, PSB Research

Ключевая ставка ЦБ РФ и трендовая инфляция



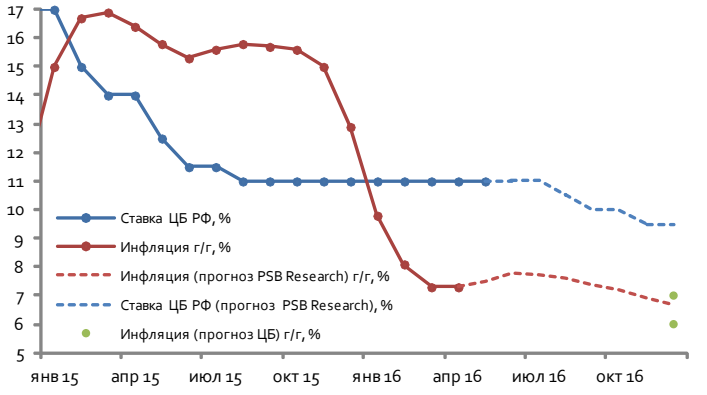

Источник:ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Розничные продажи и доходы населения, %




Источник: Bloomberg, PSB Research

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция




Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

В свою очередь, Минфин РФ по итогам 2016 г. ожидает инфляцию в 6% или чуть ниже. При этом глава Минфина Антон Силуанов заявил, что утверждение стратегии на сокращение бюджетного дефицита даст ЦБ возможность снижать ставку.

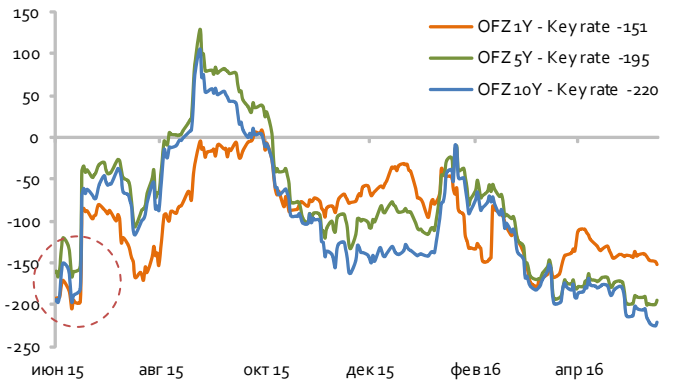
Таким образом, несмотря на смягчение риторики в пресс-релизе ЦБ по итогам апрельского заседания, по-прежнему ожидаем, что регулятор приступит к снижению ставки не ранее II полугодия, снизив ее до 9,5% к концу года.

## ОФЗ: ситуация на рынке

Как мы отметили выше, доходности среднесрочных и долгосрочных ОФЗ вновь подошли к посткризисным минимумам на фоне роста цен на нефть и усиления позиций рубля. Позитивным фактором для рынка также стало раскрытие имени неизвестного продавца ОФЗ, который держал кривую на уровне 9% годовых в конце апреля - начале мая. Данным продавцом оказался ЦБ, который в апреле продал госбумаг из своего портфеля на сумму около 60 млрд руб., используя данные операции в качестве одного из инструментов регулирования ликвидности банковского сектора. При этом позитивным фактором является также ограниченный масштаб данных операций - совокупный портфель ОФЗ у Банка России, сформированный в том числе в рамках процесса ликвидации отдельных банков, на начало 2016 г. составлял 207 млрд рублей.

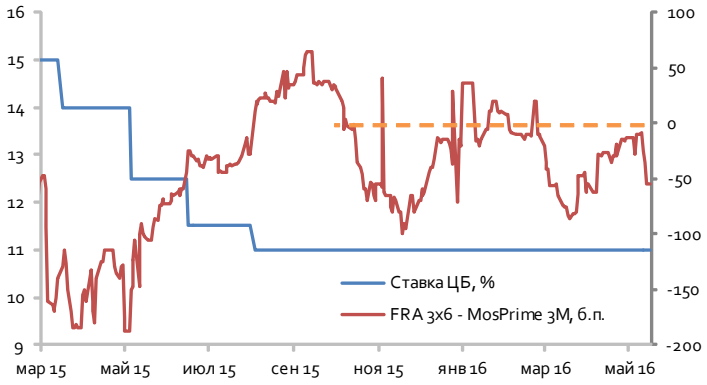
В результате, доходность долгосрочных госбумаг опустилась к отметке 8,75%-8,8% годовых при расширении отрицательного спрэда к ключевой ставке до 220 б.п. Напомним, отрицательный спрэд более 200 б.п. по 10-летним ОФЗ наблюдался год назад – в мае 2015 г. при ставке 12,5% годовых на ожиданиях ее снижения на 100 б.п. и более. На текущий момент, исходя из уровня спрэда FRA 3x6 и MosPrime3M, среднесрочные ожидания снижения ставки ограничены 50 б.п., что также подтверждается умеренно-жесткими комментариями регулятора.

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




Источник: Bloomberg, PSB Research

Спрэд FRA 3x6 - MosPrime 3M, б.п.




Источник: Bloomberg, PSB Research

В результате, текущие уровни доходности ОФЗ выглядят нестабильно при сохранении высоких рисков коррекции обратно к отметке 9% годовых (поводом для коррекции на текущей неделе может выступить публикация протоколов заседания ФРС США).

При этом на лето мы по-прежнему смотрим достаточно позитивно – ожидаем увидеть еще одну волну роста цен на нефть к отметке 50+ долл./барр. за счет начала автомобильного сезона в США при ожиданиях постепенного снижения дисбаланса спроса и предложения на рынке энергоносителей. Данный рост позволит рублю закрепиться в новом широком диапазоне 60-65 руб./долл., а доходностям госбумаг – 8,5%-9,0% годовых (чему также должно способствовать начало цикла снижения ставки ЦБ).

Что касается флоутеров, привязанных к RUONIA, то снижение доходности долгосрочных ОФЗ-ПД на 20 б.п. повлияло на «breakeven» оценку ОФЗ 29006 – с 104,55 до 105,65, тогда как наша оценка ОФЗ 29011 и ОФЗ 24018 осталась практически без изменений: 103,87 и 103,23, по которым мы сохраняем рекомендацию «держать». Повышение «breakeven» цены длинного флоутера до 105,65 по-прежнему остается ниже рыночных котировок (106,29), в результате чего покупка долгосрочных ОФЗ-ПД по-прежнему остается более интересной по сравнению с ОФЗ 29006.

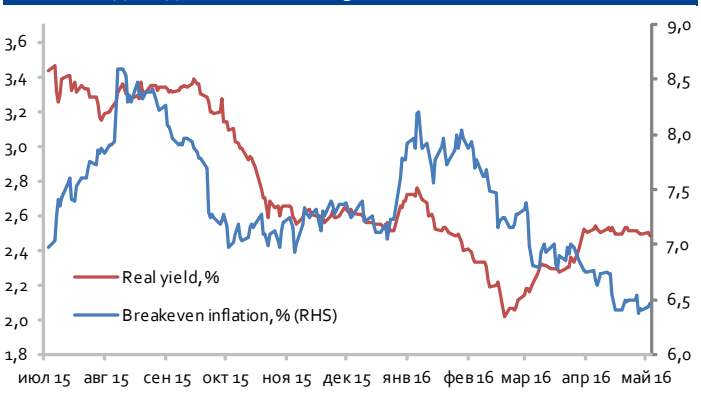
| | ОФЗ 29006 | ОФЗ 29011 | ОФЗ 24018 |
|---|---|---|---|
| **объем бумаг в рынке, млн. руб.** | **131 270** | **185 956** | **171 328** |
| погашение | 29.01.2025 | 29.01.2020 | 27.12.2017 |
| текущий купон, % | 12,32 | 12,08 | 11,98 |
| последующие купоны | RUONIA + 1,2 | RUONIA + 0,97 | RUONIA + 0,74 |
| YTM ОФЗ-ПД, % | 8,80 | 9,05 | 9,25 |
| Рыночная цена | 106,29 | 103,94 | 102,43 |
| Implied RUONIA | 8,27 | 8,95 | 9,74 |
| Расчетная цена (исходя из прогнозов) | 105,65 | 103,87 | 103,23 |

Источник: Bloomberg, PSB Research (расчеты на 17.05.2016)

Котировки ОФЗ-ИН продолжают консолидироваться вблизи номинала с середины апреля, в то время как вмененная инфляция за счет фиксированной кривой продолжила снижение, опустившись на текущий момент до 6,5%. Локально котировки ОФЗ-ИН будут находиться несколько выше номинала (100,25) на фоне приостановке тренда по замедлению инфляции, однако среднесрочно ожидаем возврат к номиналу при сохранении тенденции снижения вмененной инфляции за счет снижения доходности ОФЗ-ПД.

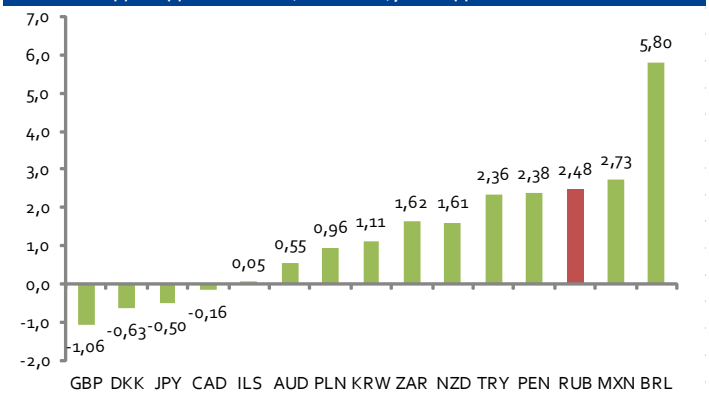
С точки зрения международного сравнения текущий уровень реальной доходности (2,48%; снижение за неделю на 4 б.п.) также близок к «справедливому» в сопоставлении с доходностями инфляционных выпусков Турции (2,36%), Перу (2,38%) и Мексики (2,73%). При этом ориентиры ILB Перу и Мексики в большей степени соотносятся с целями ЦБ РФ по инфляции на уровне 4% к концу 2017 г. – текущая инфляция в данных странах находится на отметках 2,54% и 3,91% соответственно против 6,57% в Турции.

Реальная доходность ОФЗ-ИН 52001




Источник: Bloomberg, PSB Research

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




Источник: Bloomberg, PSB Research

В результате, ждем консолидацию ОФЗ 52001 вблизи номинала и по-прежнему рекомендуем постепенно накапливать выпуск в случае просадок ниже номинала.

## Аукционы ОФЗ

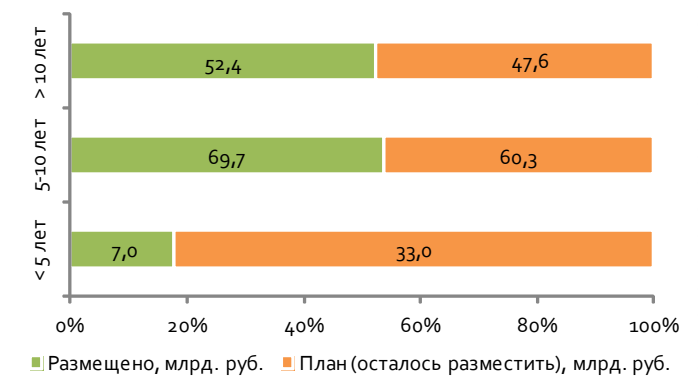
Министерство финансов России 18 мая проведет аукционы по продаже 11-летних ОФЗ 26207 на сумму 12,77 млрд руб., а также короткий 2-летних флоутер ОФЗ 24018 на сумму 12 млрд руб.

Используя достаточно позитивную конъюнктуры министерство снова предлагает к размещению долгосрочный выпуск (в текущем квартале остается разместить ОФЗ сроком более 10 лет на 47,6 млрд. руб.). Планы по коротким ОФЗ выполнены менее чем на 20%: данный «пробел» частично сможет компенсировать короткий флоутер.

Накануне аукциона котировки ОФЗ 26207 достигли посткризисных максимумов – 97,1 (YTM 8,75%); после объявления аукционов выпуск скорректировался до 96,5/96,7 (YTM 8,84%/8,81%). Отметим, что в конце апреля выпуск размещался с доходностью 9,2% годовых, а на прошлом аукционе новая 15-летняя бумага (ОФЗ 26218) с доходностью – 8,97% годовых. На наш взгляд, в моменте высоки риски локальной коррекции на рынке, что может послужить возврату кривой госбумаг на длинном конце к уровню 9% годовых, в результате чего участие в размещении по текущим ценам выглядит рискованным.

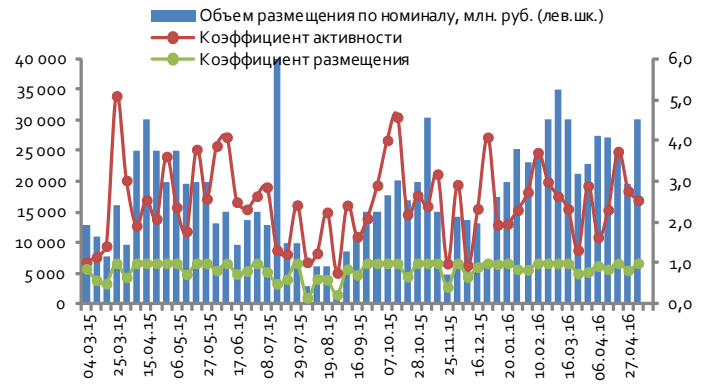
Короткий флоутер ОФЗ 24018 с апреля торгуется вблизи отметки 102,4, что выглядит достаточно интересно относительно фиксированной кривой в части стратегии buy&hold на фоне сохранения Банком России умеренно жесткой денежно-кредитной политики: рекомендуем неагрессивно участвовать в размещении в рамках консервативных стратегий.

Временная структура аукционов ОФЗ во II кв. 2016 г.




Источник: Минфин РФ, PSB Research

Итоги аукционов Минфина

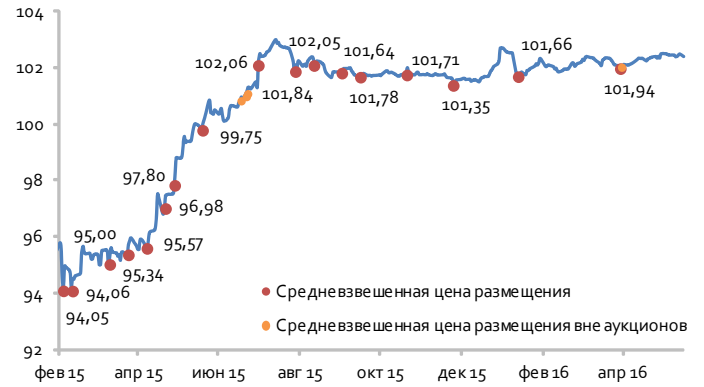



Источник: Bloomberg, PSB Research

Динамика котировок ОФЗ 26207

Источник: Bloomberg, PSB Research

Динамика котировок ОФЗ 24018




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**<br>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 |
| **Устинов Максим** | ustinovmm@psbank.ru | +7 (495) 411-5130 |

### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

| | | |
|---|---|---|
| **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 Турупо** | 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.