

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Мониторинг рынка ОФЗ: аукционы Минфина

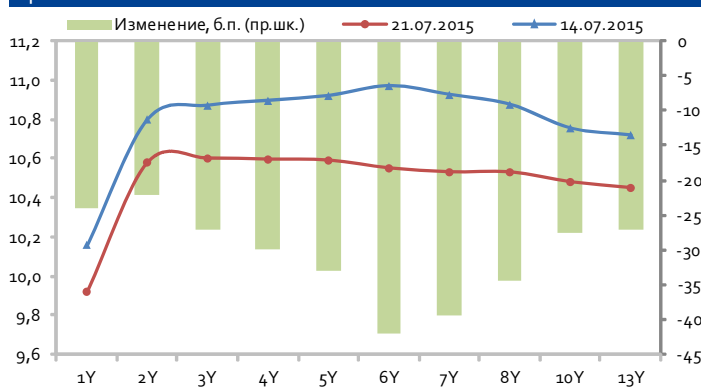
Минфин 22 июля проведет два аукциона ОФЗ с фиксированной ставкой – 5-летние ОФЗ 26214 на 5 млрд руб. и ОФЗ 26212 с погашением в 2028 г. на 10 млрд руб. Учитывая сохраняющиеся внешние риски для рубля и инфляции (в частности, цены на нефть и нормализация политики ФРС), покупка госбумаг с фиксированным купоном на текущих уровнях (существенно ниже 11,0% годовых по доходности), на наш взгляд, по-прежнему выглядит рискованно, ограничивая возможный потенциал снижения кривой ОФЗ до конца года. Таким образом, рекомендуем принять участие в аукционе лишь небольшим спекулятивным объемом при наличии премии к рынку – для ОФЗ 26214 не выше 85,0 (УТМ 10,68% годовых), ОФЗ 26212 – не выше 77,5 (УТМ 10,55% годовых).



Прошедшая неделя для рынка ОФЗ выдалась весьма динамичной, несмотря на консолидацию рубля и нефтяных котировок. В центре внимания инвесторов оказалось размещение дебютного выпуска ОФЗ с привязкой к инфляции серии 52001 – Минфин разместил ровно половину данного выпуска на 75 млрд. руб. по номиналу при спросе более 200 млрд. руб. Примечательно, что, по данным организаторов, около 30% выпуска купили зарубежные инвесторы, что говорит о сохраняющемся интересе нерезидентов к рублевым активам.

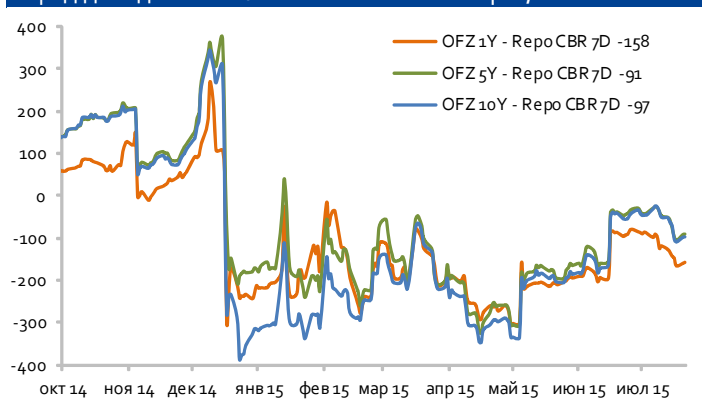
Хотя прошедшее размещение ОФЗ 52001 и не входит в план размещений на III квартал, потенциально может уменьшить навес первичного предложения со стороны министерства, что вызвало спрос на госбумаги с фиксированной ставкой. Кроме того, покупкам на вторичном рынке способствовало погашение ОФЗ 25075 на 142,3 млрд. руб. (с учетом купона). В результате, за неделю кривая госбумаг снизилась в среднем на 25-30 б.п., достигнув по доходности уровня 10,55%-10,60% (доходность коротких госбумаг опустилась к 10% годовых).

Кривая ОФЗ



Источник: Bloomberg, PSB Research

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



Источник: Bloomberg, PSB Research

В итоге, отрицательный спрэд доходности ОФЗ с фиксированной ставкой к ключевой ставке ЦБ вновь увеличился до 90-95 б.п. с приближением даты очередного заседания регулятора 31 июля. Мы по-прежнему считаем, что риск паузы по снижению ключевой ставки существует, и мы сохраняем наши ожидания по ставке на конец июля на уровне 11,0%-11,5% (снижение на 0-50 б.п.) при 9,5%-10,5% (снижение на 100-200 б.п.) по итогам года.

После успешного размещения ОФЗ-ИН на прошлой неделе завтра Минфин предложит к размещению 2 выпуска ОФЗ с фиксированной ставкой – ОФЗ 26214 и ОФЗ 26212 на 15 млрд. руб. После объявления о размещении доходность ОФЗ 26214 выросла до 10,6%/10,7% годовых, ОФЗ 26212 – до 10,45%/10,5% годовых.

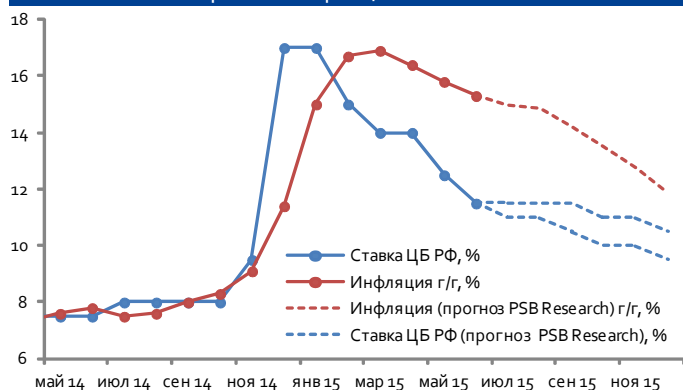
При консервативной оценке наши целевые уровни по ставке соответствуют доходности среднесрочных ОФЗ в диапазоне 10,0%-10,5% годовых на конец года, в результате чего среднесрочный потенциал снижения доходности бумаг на текущий момент остается весьма скромным – порядка 10-60 б.п.

В результате рынок уже закладывает в котировки ОФЗ снижение ставки на 50 б.п. 31 июля, чему способствовали также данные по недельной инфляции, которые вышли в прошлую среду – после всплеска за счет повышения тарифов на 0,7% с 7 по 13 июля инфляция вновь замедлилась до 0,1%, а годовая инфляция осталась на уровне 15,7%-15,8%.

Вместе с тем, учитывая сохраняющиеся внешние риски для рубля и инфляции (в частности, цены на нефть и нормализация политики ФРС), покупка госбумаг с фиксированным купоном на текущих уровнях (существенно ниже 11,0% годовых по доходности), на наш взгляд, по-прежнему выглядит рискованно, ограничивая возможный потенциал снижения кривой ОФЗ до конца года.

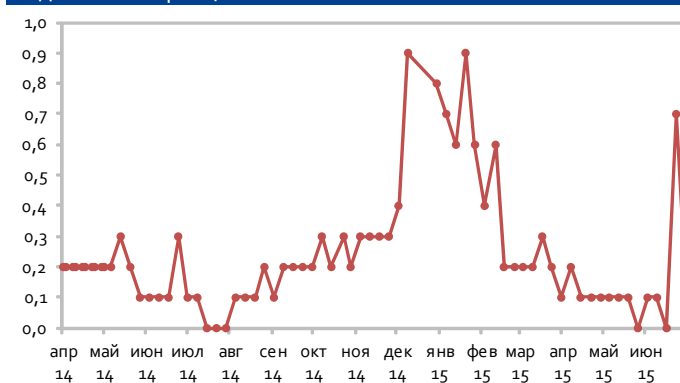
В этом ключе рекомендуем принять участие в аукционе лишь небольшим спекулятивным объемом при наличии премии к рынку – для ОФЗ 26214 не выше 85,0 (УТМ 10,68% годовых), ОФЗ 26212 – не выше 77,5 (УТМ 10,55% годовых).

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



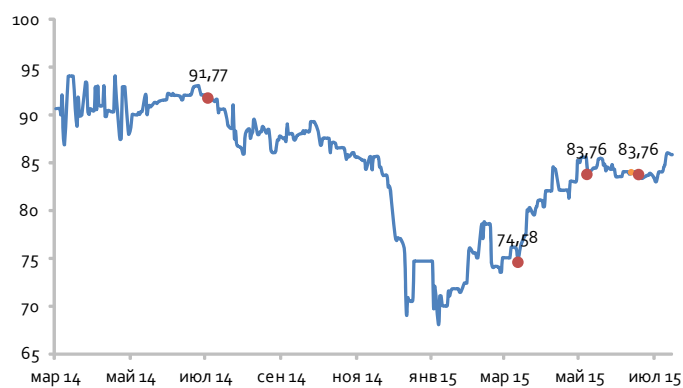
Источник: Bloomberg, PSB Research

Недельная инфляция



Источник: Bloomberg, PSB Research

Динамика котировок ОФЗ 26214



Источник: Bloomberg, PSB Research

Динамика котировок ОФЗ 26212



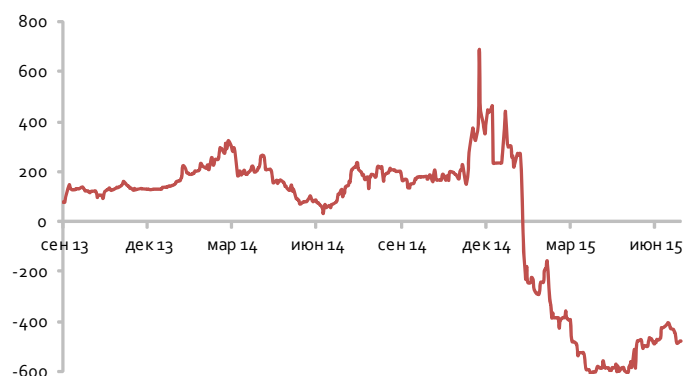
Источник: Bloomberg, PSB Research

Относительно других сегментов рынка ОФЗ, котировки по трем выпускам флоуторов с привязкой к RUONIA выровнялись на уровне 102 фигуры – как мы отмечали ранее, в бумаги остаются интересными за счет высокого купона, который устанавливается, исходя из среднего значения ставки RUONIA за 6 месяцев до объявления ставки. За счет данного временного лага в течение цикла снижения ставки ЦБ купон у флоуторов будет оставаться выше рыночных уровней. В результате бумаги остаются умеренно интересными для стратегии buy&hold, однако в рамках ценового роста данные выпуски, на наш взгляд, исчерпали потенциал.

Что касается ОФЗ-ИН 52001, то после размещения по 91 фигуре выпуск торгуется на уровне 93,7/93,9. Если рассматривать данный инструмент в качестве хеджирования от инфляционных рисков, т.е. от превышения инфляцией официально таргетируемых ЦБ уровней, то целесообразно в модель бумаги заложить официальные ожидания ЦБ и Минфина по инфляции. Напомним, в базовом сценарии Минфин ожидает 5,5% в феврале-марте 2016 г.,

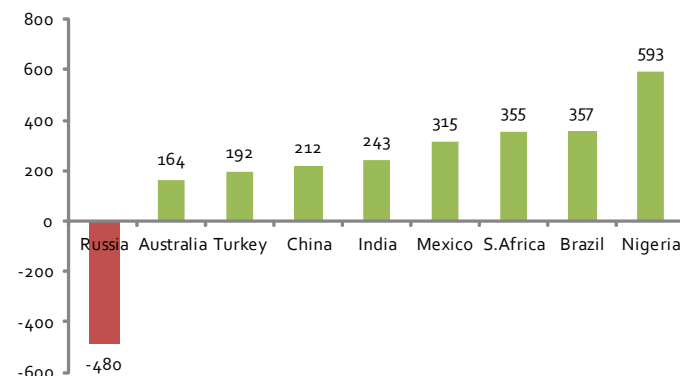
и 4-5% на конец следующего года. При сценарии достижения в 2020-2023 гг. таргета ЦБ (4%) полное хеджирование инфляционных рисков в рамках данного сценария можно получить при цене ОФЗ-ИН на уровне 87 фигуры, т.е. нижней границе первоначального диапазона прайсинга.

Реальная доходность ОФЗ 26215



Источник: Bloomberg, PSB Research

Реальная доходность 10-летних облигаций, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Вместе с тем, большинство инвесторов ориентируется на уровень реальной доходности по инструменту – по цене размещения (91,0) она составила 3,84%, что существенно выше среднеисторических значений реальной доходности по ОФЗ 26215 (150-200 б.п.). В результате, по уровню реальной доходности ОФЗ-ИН 52001 разместилась с небольшой премией относительно выпусков Мексики, ЮАР и Бразилии.

В целом, мы ждем, что на фоне большого неудовлетворенного спроса котировки бумаги сохраняют потенциал роста до 95 фигуры, что соответствует реальной доходности 3,24% и breakeven inflation порядка 7% (что, впрочем, на 300 б.п. выше таргета ЦБ). На фоне ожидаемого замедления инфляции в следующем году благодаря высокой базе 2015 г. уровень breakeven inflation выше 7%, на наш взгляд, будет выглядеть не интересно. Одновременно, уровень реальной доходности по бумаге заметно ниже аналогичного показателя по бондам Бразилии и ЮАР, также ограничивает привлекательность выпуска ОФЗ-ИН. Мы бы не стали в полной мере ориентироваться на исторические данные по реальной доходности ОФЗ 26215 в 2013-2014 гг., т.к. и рыночная и макроэкономическая конъюнктура существенно изменилась. На фоне слабости экономик ждем заметного снижения темпов роста потребительских цен в среднесрочной перспективе. Одновременно, учитывая скорое начало цикла повышения ставок в США, конкуренция ЕМ за международный капитал будет сохраняться на высоком уровне, что, на наш взгляд, ограничит снижение ключевой ставки ЦБ РФ. В результате, в среднесрочной перспективе ждем роста реальной доходности ОФЗ с 150-200 б.п. (в 2013-2014 гг.) до 350-400 б.п. (уровень ЮАР и Бразилии).

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

Сибеев 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.