

Мониторинг рынка ОФЗ: аукционы Минфина

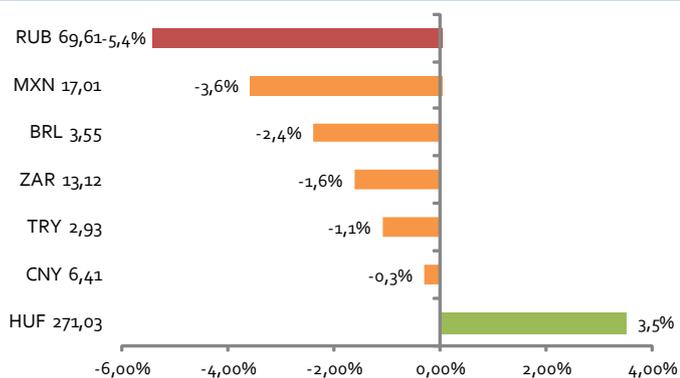
В связи с неблагоприятной рыночной конъюнктурой Минфин отменил аукционы 26 августа. На вторичном рынке премия ОФЗ-ПД к ключевой ставке от 100 б.п. выглядит, на наш взгляд, интересно – рекомендуем неагрессивно накапливать бумаги с доходностью выше 12% годовых. При этом взлет доходностей ОФЗ с фиксированным купоном изменил наши приоритеты относительно госбумаг с плавающей ставкой и инфляционных ОФЗ.

ОФЗ: ситуация на рынке

«Черный понедельник» на китайских биржах негативно отразился на глобальных рынках. Для стоимости российских активов крайне болезненным оказалось падение цен на нефть до 42,7 долл./барр. Сегодня на рынках наблюдается технический отскок котировок нефти до 44 долл./барр., в результате чего рубль и ОФЗ пытаются частично восстановить утраченные позиции. В сухом остатке за неделю (с 18 августа) рубль потерял 5,4%, ослабнув до 69,6 руб., а кривая ОФЗ поднялась в среднем на 90-100 б.п. – до 12,0%.

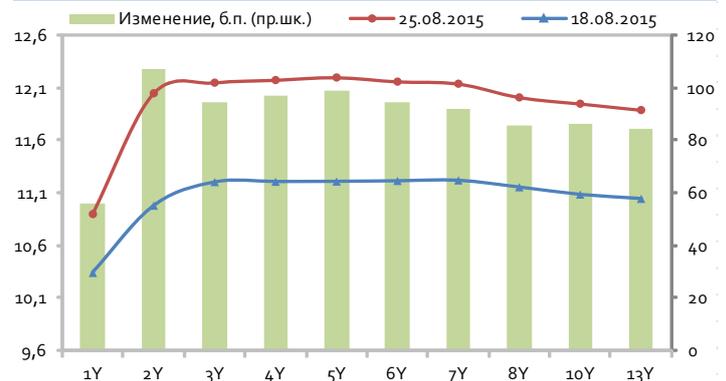
Поддержало отскок на глобальных рынках решение ЦБ КНР о снижении ставок на 25 б.п. и норм резервирования – на 50 б.п. Однако, учитывая глубину структурных проблем китайской экономики и сохраняющийся профицит предложения нефти, не исключаем, что снижение товарных рынков может возобновиться.

Изменение валют ЕМ к доллару США за неделю, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

Кривая ОФЗ



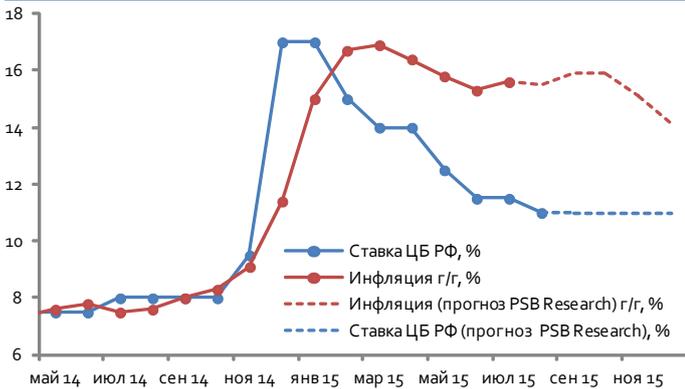
Источник: Bloomberg, PSB Research

Дополнительным давлением на котировки ОФЗ стало достижение курсом рубля стрессовой зоны декабря 2014 г. – января 2015 г., что стало причиной резкого повышения ключевой ставки Центральным Банком в декабре прошлого года с 10,5% до 17% годовых.

На текущий момент мы не ждем подобных действий от регулятора, так как стоимость рубля фундаментально обоснована относительно параметров бюджета – текущая стоимость нефти Urals уже опустилась ниже уровня, обеспечивающего исполнение доходной части российского бюджета в 2015 г. – 3000-3100 руб./барр. (более подробно см. обзор от 25.08.2015 г. [Capital control: последняя мера поддержки рубля?](#)).

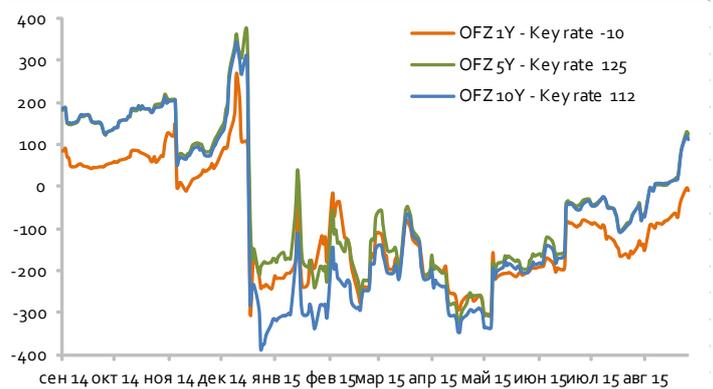
Вместе с тем, текущая ситуация на товарных рынках, в результате чего рубль потерял относительно доллара порядка 40% с мая т.г., не оставляет шансов Банку России для продолжения снижения ключевой ставки. В результате, мы пересмотрели наши ожидания по инфляции и ключевой ставке. Так, на фоне валютного фактора не ждем замедления инфляции по итогам 2015 г. ниже 14% годовых. ЦБ РФ при этом будет удерживать ключевую ставку на текущем уровне (11,0% годовых), таргетируя среднесрочный уровень инфляции (напомним, что показатель трендовой инфляции, рассчитываемый регулятором, в июне-июле удерживался на уровне 11,5%-11,6% годовых).

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



Источник: Bloomberg, PSB Research

Спрэд доходности ОФЗ к ключевой ставке ЦБ РФ, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Текущие уровни по доходности ОФЗ предполагают премию к ключевой ставке в размере 100-110 б.п., что сопоставимо со значениями данного спреда в 2013-2014 гг., что также не предполагает снижение ключевой ставки в среднесрочной перспективе.

С учетом того, что мы не ждем от Центробанка перехода к ужесточению монетарной политики на фоне слабости экономики, премия ОФЗ к ключевой ставке выше 100 б.п. выглядит достаточно интересно (доходность выше 12% годовых). Как мы отметили выше, не исключаем новой волны распродаж на глобальных рынках, что может явиться новой возможностью для накопления ОФЗ с доходностью выше 12,0%-12,5% годовых.

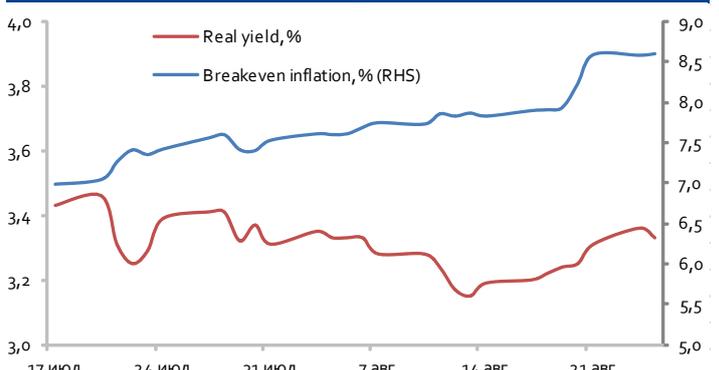
Взлет доходностей ОФЗ с фиксированным купоном изменил наши приоритеты относительно госбумаг с плавающей ставкой и ОФЗ-ИН. Так, котировки ОФЗ 52001 снизились на 50 б.п. – до 94,5; реальная доходность при этом выросла до 3,33% годовых, что по-прежнему сопоставимо с доходностями ЮАР, Мексики и Турции. Вместе с тем, на фоне роста доходности ОФЗ 26215 до 11,94% вмененная инфляция увеличилась до 8,6%, что уже более чем вдвое превышает среднесрочный целевой уровень ЦБ (4%). На этом фоне в рамках краткосрочной стратегии рекомендуем обратить внимание на ОФЗ с фиксированными ставками; по ОФЗ-ИН снижаем рекомендацию до «держать».

Динамика котировок ОФЗ-ИН 52001



Источник: Bloomberg, PSB Research

Реальная доходность ОФЗ-ИН 52001



Источник: Bloomberg, PSB Research

Аналогичная ситуация складывается и в ОФЗ, привязанных к RUONIA – несмотря на небольшую коррекцию котировок флоутеров рост доходности кривой ОФЗ оказался более существенным. Кроме того, ожидания по снижению ключевой ставки (и соответственно RUONIA) пока лишь сдвинулись по времени, что существенно не отражается на будущих потоках по флоутерам.

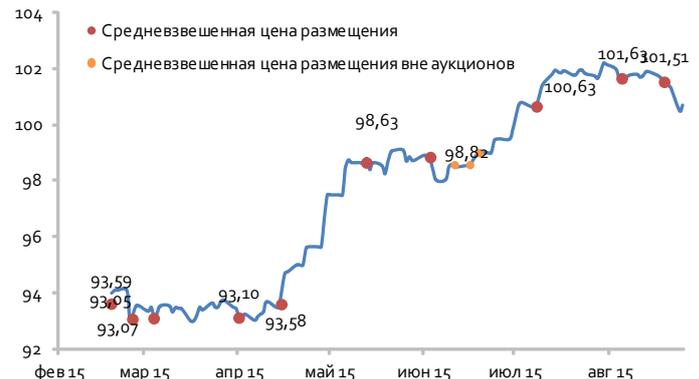
В результате, на текущий момент «справедливо» оценен относительно ОФЗ-ПД лишь короткий флоутер ОФЗ 24018, который торгуется на уровне 101,75. Более длинные бумаги (ОФЗ 29011 и ОФЗ 29006) по оценке будущих потоков заметно проигрывают ОФЗ-ПД с доходностью порядка 12% годовых.

Динамика котировок ОФЗ 24018



Источник: Bloomberg, PSB Research

Динамика котировок ОФЗ 29011



Источник: Bloomberg, PSB Research

| | ОФЗ 29006 | ОФЗ 29011 | ОФЗ 24018 |
|---|---------------|---------------|----------------|
| объем бумаг в рынке, млн. руб. | 35 165 | 98 583 | 141 684 |
| 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 |
| RUONIA swap | 9,32 | 9,61 | 9,93 |
| последующие купоны, % | 10,52 | 10,58 | 10,67 |
| УТМ ОФЗ-ПД, % | 11,83 | 12,14 | 12,08 |
| Цена флоутера исходя из swap * | 97,00 | 98,15 | 99,85 |
| Цена флоутера исходя из прогноза ** | 93,80 | 98,65 | 101,95 |
| Рыночная цена | 101,25 | 100,70 | 101,75 |
| Потенциал (исходя из прогноза), п.п. | -7,45 | -2,05 | 0,20 |

* - данная расчетная цена является лишь ориентиром в силу отсутствия ликвидности на рынке RUONIA swap

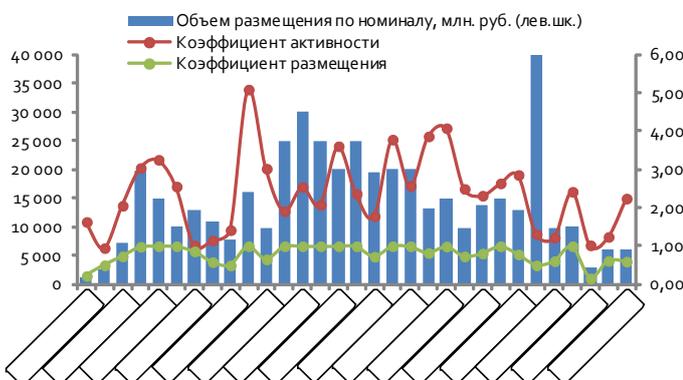
** - прогноз по ставке RUONIA PSB Research

Источник: Bloomberg, PSB Research (расчеты на 25.08.2015)

Аукционы Минфина

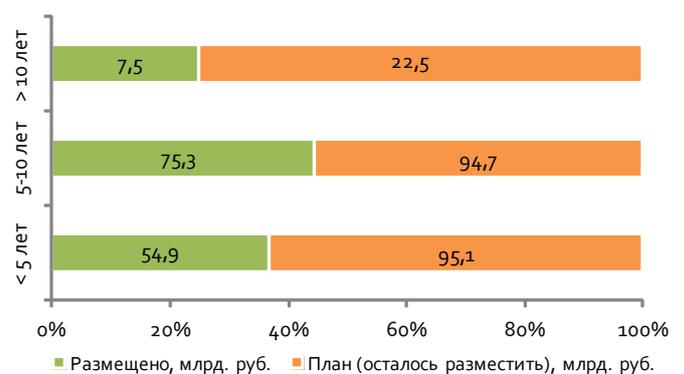
В связи с неблагоприятной рыночной конъюнктурой Минфин отменил аукционы 26 августа. Отметим, что последние несколько недель интерес на аукционах ко флоутерам ощутимо снизился, в результате чего 19 августа аукцион был «разбавлен» ОФЗ 26216 с фиксированной ставкой, на который и пришелся основной спрос. Завтра Минфин, видимо, не захотел выходить на рынок с предложением ОФЗ-ПД с доходностью 11,9%-12,0% годовых, решив дожидаться более низких премий к ключевой ставке на рынке.

Итоги аукционов Минфина



Источник: Bloomberg, PSB Research

Временная структура аукционов ОФЗ в III кв. 2015 г.



Источник: Минфин РФ, 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

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 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

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

DavitashviliVM@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.