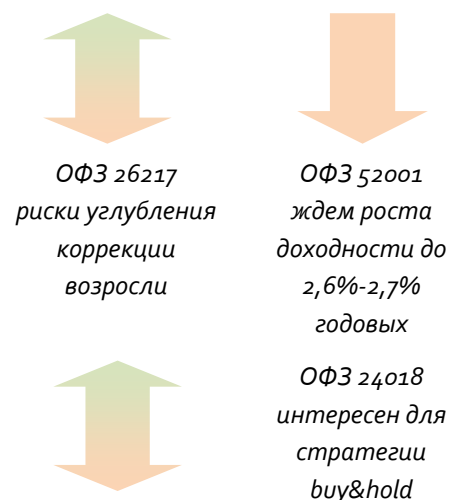


Мониторинг рынка ОФЗ: аукционы Минфина

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

На завтрашнем аукционе Минфин предложит «остатки» программы размещений на текущий квартал в объеме 26,9 млрд руб. – ОФЗ-ИН 52001 на 3,95 млрд руб., короткий флоутер ОФЗ 24018 на 9,33 млрд руб. и 5-летний выпуск ОФЗ 26217 на 13,6 млрд руб. Стратегически покупка ОФЗ-ИН может быть интересна при росте доходности до 2,6%-2,7%, однако на фоне небольшого предложения ждем размещения в полном объеме. Короткий флоутер ОФЗ 24018 относительно ОФЗ-ПД выглядит достаточно интересно для стратегии buy&hold: рекомендуем осторожно участвовать в аукционе вблизи 102 фигуры. Выпуск ОФЗ 26217 торгуется на уровне 92,87/93,14 (YTM 9,42%/9,35%): на наш взгляд, на текущий момент высока вероятность углубления коррекции на рынке, целью которой может стать уровень 9,5%-9,6% годовых. В результате, рекомендуем участвовать в размещении ближе к уровню «бидов».



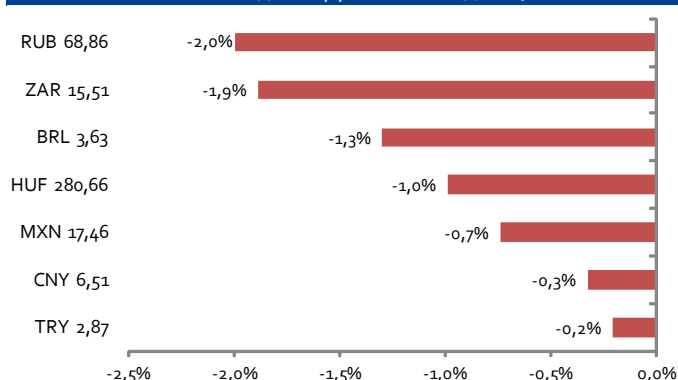
ОФЗ: ситуация на рынке

На мировых рынках в начале текущей недели доминируют сдержанно негативные настроения, вызванные усилением ожиданий возобновления цикла повышения долларовых ставок на фоне ястребиной риторики глав региональных ФРБ. Сегодня же внимание участников рынка будет обращено на выступление Дж.Йеллен, которое может добавить определенную порцию позитива после публикации вчера блока статистики по доходам-расходам граждан США и базовому индексу РСЕ, которая не подтвердил опасения роста инфляционного давления в стране.

На этом фоне цены на нефть балансируют под уровнем 40 долл./барр., где проходит 200-дневная средняя, пытаюсь определиться с направлением движения. При отсутствии позитивных факторов нефть рискует опуститься к уровню уже 100-дн. средней - 37,65 долл./барр. Тем не менее, мы рассчитываем, что статистика по запасам покажет, что сезон техрегламента на НПЗ США все же вступил в силу, и мы увидим сокращение загрузки НПЗ, сильное сокращение запасов бензина, которые перевесят негатив от выросших запасов сырой нефти. В результате, мы рассчитываем, что нефти удастся на конец недели удержаться в диапазоне 40-42 долл./барр.

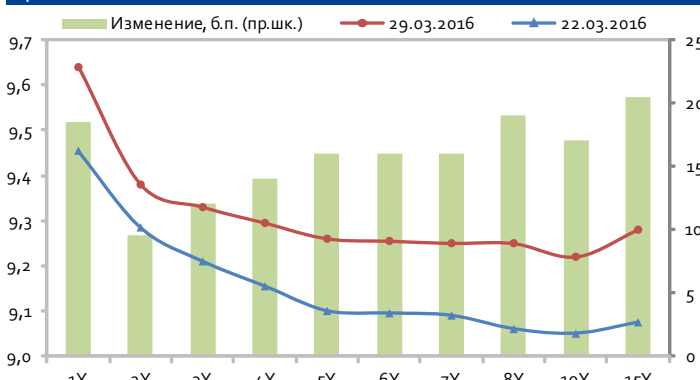
Рублевые активы на этом фоне корректируются в общем тренде. Так, рубль консолидируется над 200-дневной средней в диапазоне 67,5-69,7 руб./долл. в ожидании более четких сигналов, как от рынка нефти, так и глобальных площадок в целом. После достижения 9% по длинным и среднесрочным ОФЗ на фоне роста «аппетита» к риску и повышения ожиданий реализации таргета ЦБ по инфляции госбумаги также вслед за рублем продемонстрировали коррекцию на 15-20 б.п. – до 9,25%-9,3% годовых.

Изменение валют ЕМ к доллару США за неделю, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

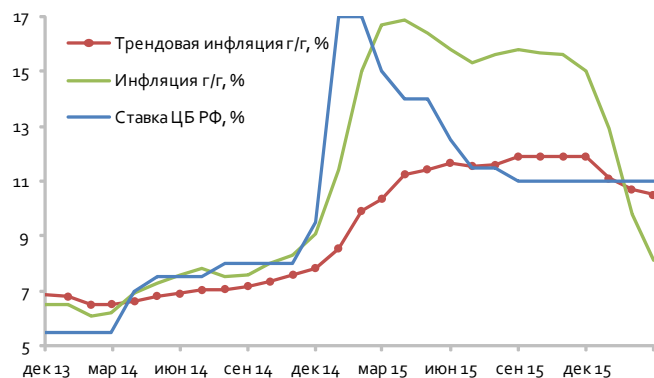
Кривая ОФЗ



Источник: Bloomberg, PSB Research

Важной вехой для рынка госдолга стало заседание Банк России в середине марта, на котором регулятор ожидаемо сохранил ключевую ставку на уровне 11%, указав на сохранение высоких инфляционных рисков, связанных с конъюнктурой нефтяного рынка, высокими инфляционными ожиданиями, неопределенностью относительно достижения сбалансированности федерального бюджета в среднесрочной перспективе, указав, что может продолжить проводить умеренно жесткую ДКП.

Отчет по трендовой инфляции в феврале, опубликованный уже после решения ЦБ 18 марта, также объясняет консервативную позицию регулятора. С одной стороны, трендовая инфляция указывает на постепенное снижение ценового давления – данный показатель, по оценке ЦБ РФ, снизился до 10,5%, оказавшись второй месяц подряд выше уровня фактической инфляции. Однако снижение трендовой инфляции происходит существенно более медленными темпами по сравнению с фактической инфляцией. На этом фоне экономисты ЦБ отмечают, что «помимо эффекта базы, замедление фактической инфляции может быть связано с действием временных благоприятных факторов, в то время как риски отклонения инфляции от цели в конце 2017 года сохраняются». Напомним, в январском отчете отмечалось, что «риски отклонения инфляции от цели в конце 2017 г. возросли».

Ключевая ставка ЦБ РФ и трендовая инфляция


Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Инфляционные ожидания населения


Источник: Bloomberg, PSB Research

Аналогично и отчет по инфляционным ожиданиям населения в марте остается неоднозначным. Так, по оценкам Банка России, инфляционные ожидания населения в марте 2016 г. продолжили снижаться, однако скорость их снижения по сравнению с февральскими наблюдениями замедлилась. По данным мартовского опроса, оценки с использованием нормального и равномерного распределений представлений о будущей инфляции составили 7,6 и 7,6% соответственно (7,8 и 7,7% в феврале). Медианное значение ожидаемой инфляции на год вперед уменьшалось второй месяц подряд (до 14,7%), но все еще остается на повышенном уровне. При этом качественные оценки инфляционных ожиданий населения на следующие 12 месяцев несколько ухудшились: увеличилась (на 3 п.п. до 18%) доля респондентов, которые в следующем году ожидают ускорения роста цен.

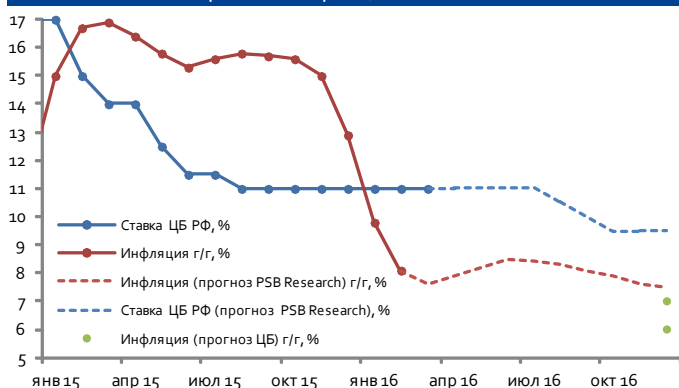
Росстат при этом продолжает фиксировать замедление инфляции. Так, в годовом выражении инфляция опустилась к 21 марта примерно до 7,7% с 8,1% на конец февраля. В результате, по итогам I квартала инфляция опустится до 7,5-7,7%, совпав с прогнозом МЭР, при вероятном ее ускорении во II квартале, которое, впрочем, вряд ли превысит 9,0%. При этом по итогам года инфляция имеет шансы опуститься даже ниже 8,0%, хотя ее замедление до 6-7%, согласно базовому сценарию ЦБ, по-прежнему под вопросом.

Таким образом, политика ЦБ останется весьма консервативной – регулятор, скорее всего, продолжит удерживать ставку на текущем уровне до прохождения «рискового» периода: в апреле – повышение акцизов, в мае-июне – низкая база прошлого года. Также прогноз средней цены на нефть в 30

долл./бarrer., заложенный в обновленный базовый сценарий Банком России, на наш взгляд, выглядит излишне консервативно и может быть улучшен во II п/г 2016 г. В результате, возобновление цикла снижения ставки ждем не ранее второго полугодия при сохранении прогноза на отметке 9,5% годовых на конец 2016 г.

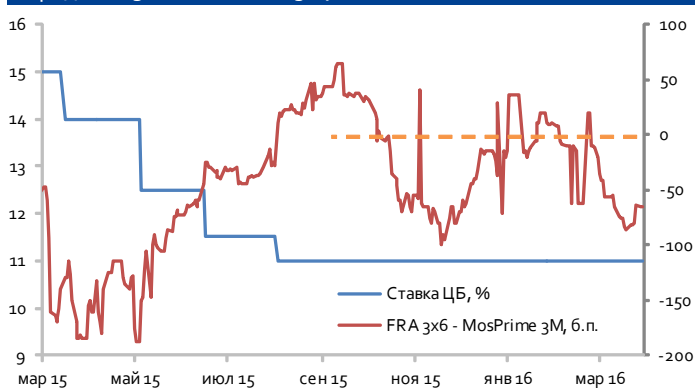
Рынок при этом более оптимистично оценивает действия регулятора, ожидая снижение ставки во II квартале - спрэд FRA 3x6 и MosPrime 3M опустился до «-65» б.п.

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

Спрэд FRA 3x6 - MosPrime 3M, б.п.



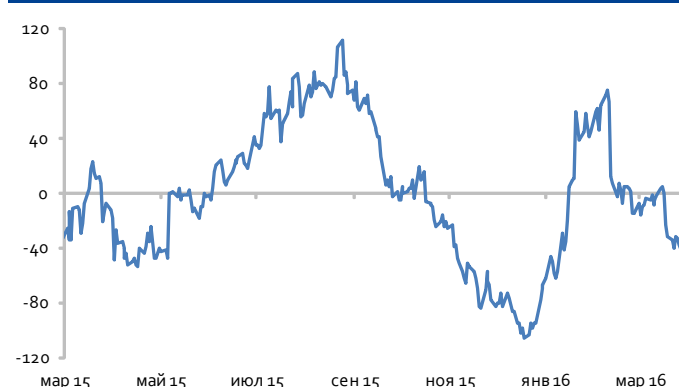
Источник: Bloomberg, PSB Research

По итогам мартовского заседания ЦБ РФ выросла инверсия кривой за счет умеренно жесткой риторики ЦБ на фоне сохранения позиции по достижению 4% по инфляции в 2017 г. – на участке 10-1 год инверсия достигла 40 б.п. Иными словами, при сохранении ставки на текущем уровне более продолжительное время в 2016 г. вероятность достижения цели по инфляции несколько увеличивается. В этом ключе при сохранении относительно стабильной рыночной конъюнктуры и замедления инфляции не исключаем дальнейшего роста инверсии на кривой ОФЗ при достижении значений декабря 2015 г. – января 2016 г. – 80-100 б.п.

При этом 9,0% годовых для среднесрочных и длинных госбумаг, куда снижалась доходность после заседания ЦБ РФ, стали сильным уровнем сопротивления – без поддержки со стороны рынка нефти и укрепления рубля вернуться к данным значениям будет непросто. Более того, кривая на рассматриваемых участках уже скорректировалась к 9,2%-9,25% годовых, и при сохранении негативной конъюнктуры целью данного движения может стать уровень 9,5%-9,6% годовых (уровень ноября-декабря 2015 г.).

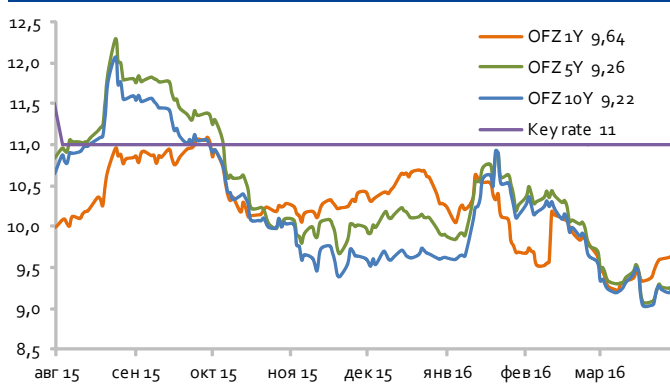
Вместе с тем, среднесрочной целью текущего года видим диапазон 8,5%-9,0% годовых при наших ожиданиях снижения ключевой ставки до 9,5% годовых в 2016 г.

Спрэд между ОФЗ 10 и 1 год, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБ РФ



Источник: Bloomberg, PSB Research

В предыдущем обзоре по рынку ОФЗ от 1 марта мы отмечали увеличение диспропорций в оценке флоутеров относительно фиксированной кривой ОФЗ-ПД. При этом по короткому флоутеру ОФЗ 24018 мы сохранили рекомендацию «держать», и по ОФЗ 29006 и ОФЗ 29011 – «сокращать». На текущий момент котировки среднесрочного флоутера скорректировались с 104,4 до 103,8, что несколько сблизилось с нашей оценкой на уровне 103,27 и позволяет повысить рекомендацию по бумаге до уровня «держать».

Котировки длинного флоутера ОФЗ 29006 по-прежнему выглядят завышенными относительно ОФЗ-ПД. Так, по нашей модели, текущая цена на уровне 106,75 соответствует доходности ОФЗ-ПД соответствующего срока в размере 8,66% годовых; в текущих условиях более привлекательно выглядит покупка 8-10-летних ОФЗ-ПД. В этом ключе, как и ранее, рекомендуем «сокращать» позицию в ОФЗ 29006 в пользу ОФЗ с фиксированным доходом.

Короткий флоутер ОФЗ 24018 при сохранении умеренно жесткой политики ЦБ РФ в 2016 г. выглядит более интересно по сравнению с ОФЗ-ПД: рекомендуем «держать» бумагу с целью 103,2 по цене.

	ОФЗ 29006	ОФЗ 29011	ОФЗ 24018
объем бумаг в рынке, млн. руб.	111 540	179 114	161 994
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
УТМ ОФЗ-ПД, %	9,25	9,29	9,36
Рыночная цена	106,75	103,80	102,05
Implied RUONIA	8,76	9,10	9,48
Расчетная цена (исходя из прогнозов)	103,46	103,27	103,23

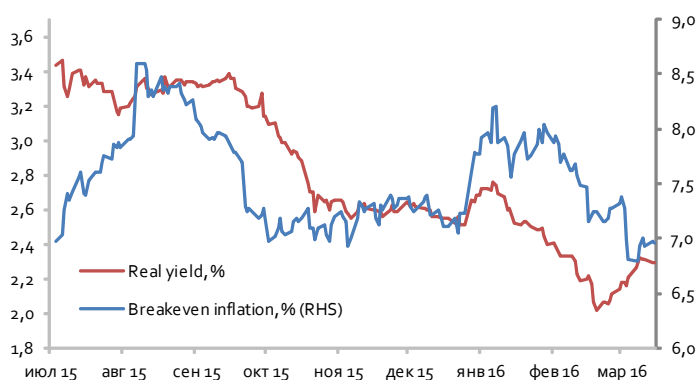
Источник: Bloomberg, PSB Research (расчеты на 29.03.2016)

По аналогии с флоутерами инфляционный выпуск ОФЗ-ИН в начале марта достиг исторического максимума – 103,38 при снижении реальной доходности до 2,02% годовых. При этом итоги заседания ЦБ РФ 18 марта несколько изменили отношение инвесторов к данному инструменту – на фоне повышения уверенности инвесторов по снижению инфляции до 4% через 1,5 года на рынке наблюдалась ребалансировка позиций из ОФЗ-ИН в пользу ОФЗ-ПД. На текущий момент вмененная инфляция снизилась до 6,96%, что в случае достижения таргета ЦБ остается завышенным. В этом ключе при сохранении «аппетита» к риску на рынке можно ждать дальнейшего снижения вмененной инфляции, как за счет роста котировок ОФЗ-ПД, так и коррекции ОФЗ-ИН.

В международном контексте ILB Мексики вполне могут являться ориентиром для ОФЗ-ИН в «новой реальности» низкой инфляции. Для сравнения, инфляция в Мексике находится на уровне 2,87% при ставке ЦБ 3,75% (более низкая инфляция Мексики компенсируется растущим трендом по индексу CPI в стране), в то время как реальная доходность ILB составляет 2,76% годовых.

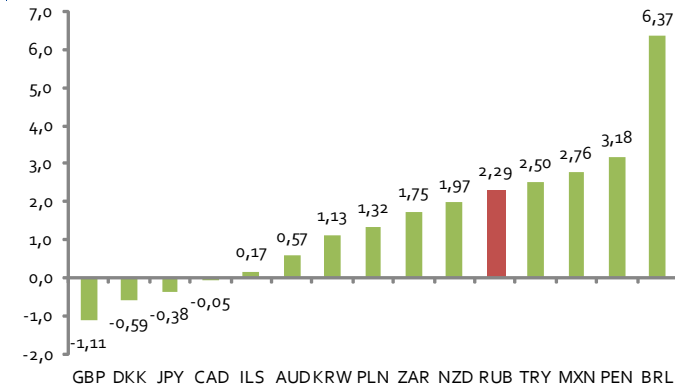
В результате, покупка ОФЗ-ИН может быть интересна при возврате реальной доходности бонда к уровню конца 2015 г. – 2,6%-2,7% годовых.

Реальная доходность ОФЗ-ИН 52001



Источник: Bloomberg, PSB Research

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



Источник: Bloomberg, PSB Research

Аукционы ОФЗ

С середины января 2016 г. наблюдается новый этап снижения доходностей госбумаг на фоне восстановления цен на нефть (и соответственно, рубля), а также структурных изменений в российской экономике (финансирование дефицита бюджета при росте ликвидности в банковской системе) и регулятивных факторов (плановое введение Базель III). На этом фоне Минфин планомерно увеличивал предложение на аукционах, которые проходили с уверенным переспросом (2,0х-4,0х), что позволяет министерству полностью реализовать программу заимствований на I квартал 2016 г. (на предыдущем аукционе 23 марта спрос был сосредоточен в ОФЗ-ПД, тогда как интерес к флоутерам снизился на фоне риторики ЦБ по сохранению таргета по инфляции).

Относительно перспектив увеличения программы внутренних заимствований на 2016 г., которая по чистому привлечению на текущий момент составляет порядка 300 млрд руб., замминистра финансов РФ Сергей Сторчак в конце прошлой недели дал неоднозначный комментарий. В частности, замминистра пояснил, что хотя спрос на ОФЗ хороший, «до бесконечности» увеличивать объем предложения ОФЗ нельзя, чтобы не выдавливать с рынка корпоративных заемщиков. При этом «пока потребности нет» (в увеличении внутренних заимствований), однако «мы (Минфин) легко можем в случае необходимости увеличить валовое заимствование сверх утвержденных планов». В этом ключе, ждем, что Минфин на II квартал несколько увеличит предложение ОФЗ с 250 млрд руб. до 300-350 млрд руб., учитывая непостоянство спроса в течение года.

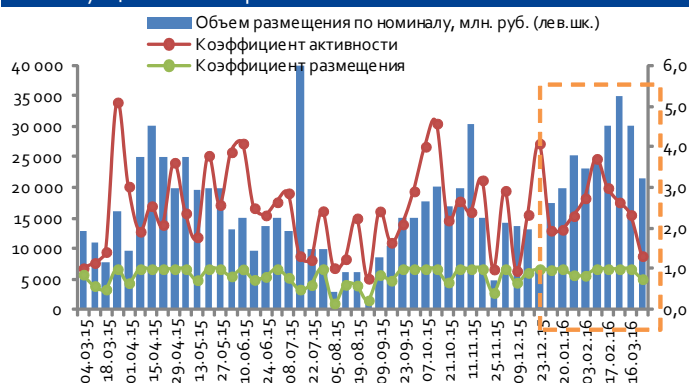
На завтрашнем аукционе Минфин предложит «остатки» программы размещений на текущий квартал в объеме 26,9 млрд руб. – ОФЗ-ИН 52001 на 3,95 млрд руб., короткий флоутер ОФЗ 24018 на 9,33 млрд руб. и 5-летний выпуск ОФЗ 26217 на 13,6 млрд руб.

Объем предложения инфляционного флоутера относительно небольшой (3,95 млрд руб.), в результате чего можно ожидать размещения бумаги в полном объеме. Кроме того, выпуск скорректировался со своих исторических максимумов по цене, что также может привлечь инвесторов. Вместе с тем, стратегически покупка ОФЗ-ИН может быть интересна при росте реальной доходности до 2,6%-2,7% годовых (ниже номинала по цене).

Короткий флоутер ОФЗ 24018 относительно фиксированной кривой выглядит достаточно интересно для стратегии buy&hold – рекомендуем неагрессивно участвовать в аукционе вблизи 102 фигуры по цене.

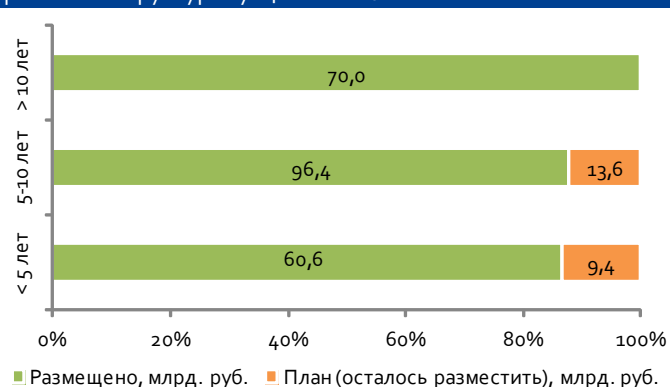
Среднесрочный выпуск ОФЗ 26217 торгуется на уровне 92,87/93,14 (УТМ 9,42%/9,35%), что предполагает премию к кривой в размере 5-12 б.п. Как мы отмечали выше, на текущий момент высока вероятность углубления коррекции на рынке, целью которой может стать уровень 9,5%-9,6% годовых. В результате, рекомендуем участвовать в размещении ближе к уровню «бидов» - 92,5-92,8.

Итоги аукционов Минфина



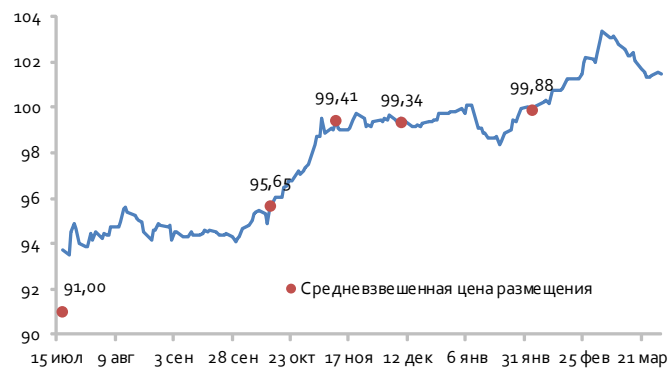
Источник: Bloomberg, PSB Research

Временная структура аукционов ОФЗ в I кв. 2016 г.



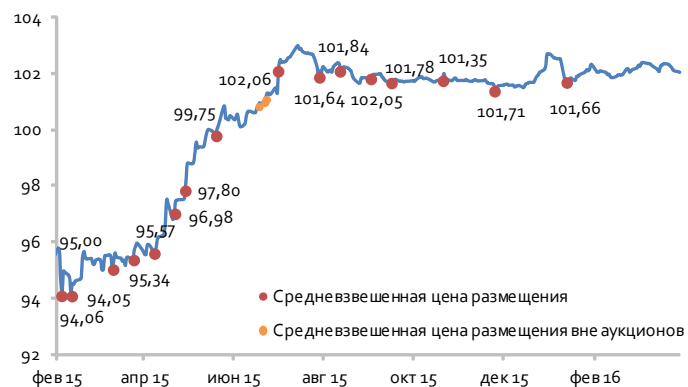
Источник: Минфин РФ, PSB Research

Динамика котировок ОФЗ-ИН 52001



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 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
Устинов Максим	ustinovmm@psbank.ru	+7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

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

© 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.