



Рынок ОФЗ

Увеличение предложения ОФЗ - почти неизбежно, но не в этом году

Недавно А. Силуанов заявил, что "если у нас в этом году чистый объем заимствований на внутреннем рынке составит около 300 млрд руб., то в следующем году он может увеличиться до 1 трлн руб. и более. Вопрос, как это повлияет на рынок, не придется ли нам для более агрессивного участия на рынке переходить к краткосрочным заимствованиям". По нашему мнению, увеличение заимствований является неизбежным, т.к. остаток Резервного фонда на 1 июня составил всего 2,55 трлн руб., и его не хватит для финансирования дефицита до конца этого года и в 2017 г. (в сумме может потребоваться >3,3 трлн руб.). Кроме того, покрытие дефицита за счет Резервного фонда (без продажи валюты на открытом рынке) создает избыточную ликвидность в системе, которую ЦБ все сложнее изымать с вытекающими отсюда рисками для реализации денежно-кредитной политики (предложение денег сейчас почти полностью на стороне Минфина). Текущие низкие доходности ОФЗ в сравнении со ставками денежного рынка обусловлены главным образом низким предложением госбумаг. В случае его 3-х кратного повышения доходности ОФЗ были бы минимум на 100 б.п. выше своих текущих уровней (это относится в большей степени к среднесрочным и длинным выпускам). Если исходить из долгосрочной инфляции в 6%, и, как следствие, RUONIA ~7% (как минимум), то справедливая доходность составит YTM 8,8% для 10-летних и YTM 8,4% для 5-летних ОФЗ, т.е. потенциал для снижения доходностей есть только у среднесрочных выпусков. Тем не менее, до конца этого года из-за избытка ликвидности доходности, по-видимому, могут уйти ниже этих значений. Кроме того, не факт, что заимствования могут быть увеличены столь значительно, т.к. формально Минфин может использовать средства ФНБ (за вычетом "иных разрешенных активов" - 3,2 трлн руб.) для покрытия дефицита Пенсионного фонда, что может решить проблему финансирования дефицита федерального бюджета в 2017 г.

Аукционы: внешний фон не позволяет рассчитывать на скидки ко вторичному рынку

Сегодня Минфин вновь предложит 5-летние ОФЗ 26217 с фиксированной ставкой на 15 млрд руб., а также 1,5-летние "плавающие" 24018 (6M RUONIA + 74 б.п.) на 5 млрд руб. За неделю, прошедшую с последнего аукциона, доходности длинных классических ОФЗ снизились на 10 б.п. (от 5 лет), что увеличило инверсию вдоль кривой. Котировки 26217 вчера находились на 1 п.п. выше цены отсечения аукциона. Позитивной динамике способствовало улучшение настроений на внешних рынках из-за спада ожиданий по Brexit. В целом ОФЗ сохраняют привлекательность: их спреды к ожидаемой рынком долгосрочной инфляции (сейчас 5,97% = ОФЗ 26215 - 52001) составляют 290-309 б.п. по среднесрочным выпускам (26205, 26217, 26209, 46018) и 268-273 б.п. по длинным бумагам (26207, 26212, 26218). Мы считаем, что эти спреды должны сузиться, по крайней мере, до 250 б.п., что произойдет, скорее всего, за счет снижения номинальных доходностей в условиях нарастающего избытка ликвидности (пока в основном у крупных госбанков). Улучшение внешнего фона после высказываний Дж. Йеллен (ФРС будет придерживаться осторожного подхода к монетарной политике, Brexit может иметь существенные экономические последствия) не позволяет рассчитывать на получение заметного дисконта ко вторичному рынку: мы рекомендуем выставлять заявки в диапазоне 94,75-95% от номинала.

В сравнении с классическими ОФЗ плавающие выпуски по-прежнему выглядят дорого: их синтетические доходности, полученные исходя из кривой IRS, ниже кривой доходностей госбумаг с фиксированным купоном. Так, цена 102,05% у 24018 транслируется в доходность YTM 8,47%, что на 10-15 б.п. ниже доходностей 25081 и 26204 с близким сроком до погашения. По нашим оценкам, справедливая цена 24018 находится на уровне 101,9% от номинала. Как следствие, участие в аукционе не представляет интерес с дисконтом 10-15 б.п. к ценам вторичного рынка.

Рынок корпоративных облигаций

СИБУР: рост производства и устойчивость цен на нефтехимию стали основными драйверами неплохих результатов

СИБУР (-/Ba1/BB+) опубликовал в целом нейтральные операционные и ключевые финансовые показатели за 1 кв. 2016 г. Выручка выросла на 12,5% г./г. до 101,4 млрд руб., как в топливно-сырьевом сегменте (+5% г./г. до 47,1 млрд руб.) за счет роста общих объемов продаж и индексации цен на газ на 7,5% на фоне снижения цен на другую продукцию (-10-25% г./г. в рублях), так и в нефтехимии (+16% г./г. до 48,6 млрд руб.) преимущественно благодаря увеличению объемов и цен реализации базовых полимеров при росте продаж пластиков и синтетических каучуков и снижению цен на последние. За счет падения курса рубля цены на топливно-сырьевые продукты снизились не столь существенно как в долларовом выражении, а в нефтехимии по ряду продукции - даже выросли. Но в результате негативной ценовой конъюнктуры EBITDA, по нашим расчетам, сократилась на 1,3% г./г. до 34,4 млрд руб., рентабельность по EBITDA - до 34% с 38,7% годом ранее. Чистый долг за 1 кв. вырос на 4% до 297,4 млрд руб. за счет финансирования нефтехимического проекта ЗапСиб-2 (42,7 млрд руб. в 1 кв.), средства на который, напомним, были выделены из ФНБ и в 4 кв. находились на счетах компании. Долговая нагрузка за 1 кв. существенно не изменилась, составив 2,2х Чистый долг/EBITDA (2,1х на начало года). До 2018 г. компании предстоит погасить всего 50 млрд руб., при этом накопленные денежные средства на 1 июня составили 76,5 млрд руб. Бонды SIBUR 18 (YTM 2,9%) выглядят дорого, предлагая лишь незначительную премию (29 б.п.) к GMKNRM 18. Более интересной альтернативой среди краткосрочных бумаг, на наш взгляд, являются номинированные в евро выпуски GAZPRU 18 (@6,605% YTM 3,23%, @3,7% YTM 3,42%) и долларový GAZPRU 19 (@9,25%, YTM 3,62%).



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

В апреле сальдо текущего счета не компенсировало отток капитала

Начало весны экономика встретила ростом

В 1 кв. 2016 г. промпроизводство выросло даже без учета високосного дня

Импорт подает признаки роста

Рынок облигаций

Замещение евробондов ОФЗ почти не отразится на ставках

Продажа ОФЗ из портфеля ЦБ РФ: попытка сдержать давление бюджета на ставки

Возобновление трат Резервного фонда — фактор инверсии кривой ОФЗ

Рынок ОФЗ живет в своей бюджетной «реальности»

Банковский сектор

В отличие от валютной, рублевая ликвидность не полностью абсорбируется

Избыточная рублевая ликвидность начала уходить в валюту

Повышение отчислений в ФОР по валютным депозитам: нейтральный эффект

Инфляция

Инфляция г./г. начала ускоряться, однако пока в пределах статистической погрешности

Инфляция г./г. в апреле все же не выросла, помогло укрепление рубля

Монетарная политика ЦБ

ЦБ снова проявил осторожность, но к снижению ставки готов

ЦБ не снизит ключевую ставку, однако риторика смягчится

Ликвидность

Вливания из бюджета в конце марта пока не попали на денежный рынок

Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности

Валютный рынок

В банковской системе возник избыток ликвидности, несмотря на налоги

В 1 кв. корпоративному сектору удалось полностью рефинансировать свой долг

Платежный баланс за 1 кв. предполагает более слабый рубль

Роснефть поддержала курс рубля своей экспортной выручкой



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Башнефть	Новатэк
Газпром	Роснефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Норильский Никель
Евраз	Распадская
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus Gold

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	Сбербанк	



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес 119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон (+7 495) 721 9900
Факс (+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализоровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупоева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9847

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.