

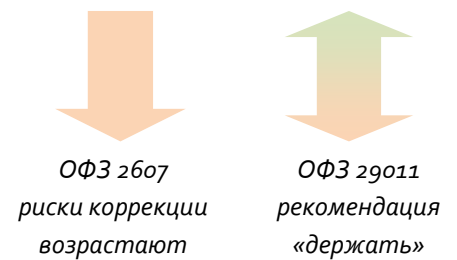
Мониторинг рынка ОФЗ: аукционы Минфина

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Минфин 2 декабря проведет аукционы по продаже 11-летних ОФЗ 26207 на 7,2 млрд руб., а также 4-летних ОФЗ 29011 с переменным купонным доходом на 7 млрд руб.

Котировки ОФЗ 26207 находятся на уровне 91,50/91,85 (YTM 9,61%/9,56% годовых), т.е. на 140-144 б.п. ниже ключевой ставки. На наш взгляд, покупать длинные ОФЗ по текущим ценам весьма рискованно; не исключаем коррекцию к 9,8% годовых.

Котировки среднесрочного флуотера ОФЗ 29011 на уровне 101,82 фактически полностью совпадают с нашей оценкой (101,85), в результате чего мы рекомендуем «держат» бумаги в рамках долгосрочной стратегии buy&hold. Вместе с тем, более интересно относительно фиксированной кривой выглядит выпуск ОФЗ 29006.



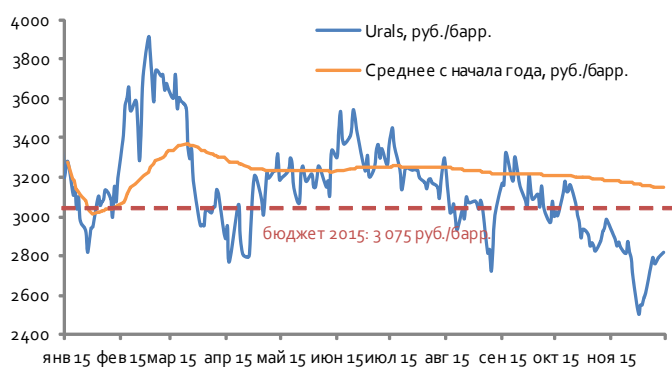
ОФЗ: ситуация на рынке

Мировые рынки по-прежнему испытывают дефицит драйверов роста перед значимыми событиями недели: страновыми PMI и безработицей в США, заседаниями ЕЦБ (3 декабря) и ОПЕК (4 декабря). Котировки нефти Brent остаются под давлением (в диапазоне 44-45 долл./барр.) на фоне опасений относительно нерезультативности заседания картеля в пятницу и давления на евро перед заседанием ЕЦБ, который, как мы ожидаем, расширит программу выкупа активов (+15-20 млрд евро/мес.) и снизит депозитную ставку (-10 б.п.). Попытки вернуться к росту в нефти по-прежнему выглядят слабыми – на наш взгляд, картель не будет принимать решения снизить добычу, что лишает рынок нефти поддержки. Ориентир по ценам на нефть на текущую неделю видим в диапазоне 42-46 долл./барр.

Сохраняющаяся волатильность цен на нефть на фоне геополитики (инцидент с российским военным самолетом) и спекуляций относительно ОПЕК продолжили корректировать перекупленность российской валюты. В результате, рублевая цена нефти отскочила от 2500 руб./барр. (минимума с октября 2010 г.) до 2825 руб./барр. Среднее значение с начала года снизилось до 3145 руб./барр. В то же время поддержку рублю по-прежнему оказывает низкий спрос на валюту, как со стороны населения, так и юридических лиц.

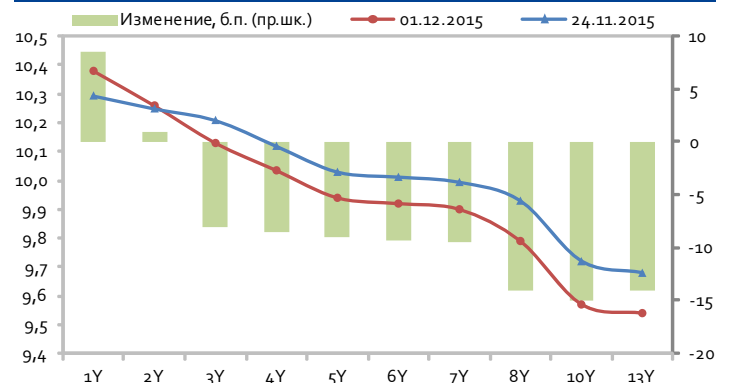
При этом дороговизна рубля относительно нефти уже начала беспокоить Минфин (бюджет 2016 г. сверстан исходя из стоимости нефти Urals 3165 руб./барр.) – по мнению главы ведомства Антона Силуанова, если текущая ситуация с ценами на нефть и газ и курсом рубля сохранится, то недопоступление доходов в 2016 г. может составить порядка 960 млрд руб.

Нефть Urals в рублях



Источник: Bloomberg, PSB Research

Кривая ОФЗ



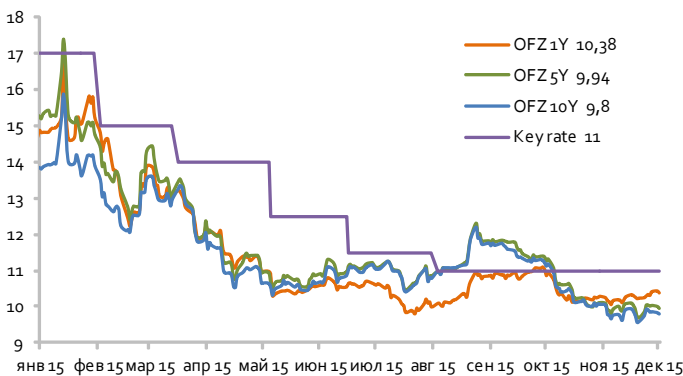
Источник: Bloomberg, PSB Research

Рынок ОФЗ при этом игнорирует как рост геополитических рисков, так и увеличивающиеся риски ослабления рубля до конца года – после небольшой коррекции кривой госбумаг неделей ранее, за прошлую неделю кривая вновь опустилась на 10-15 б.п.: средняя часть кривой (4-7 лет) достигла 9,9%-9,95% годовых, длинный конец (10-13 лет) – до 9,55% годовых.

По-прежнему данные уровни кривой ОФЗ считаем локально перегретыми ввиду роста инфляционных рисков, как вследствие продэмарго турецких овощей и фруктов, так и за счет роста издержек автоперевозчиков ввиду начала работы системы «Платон». Кроме того, потенциал коррекции в рубле по-прежнему сохраняется (на фоне роста геополитических рисков и перекупленности национальной валюты относительно нефти), в результате чего не исключаем рост кривой госбумаг на среднем участке кривой до 10,35%-10,5% годовых и до 9,8%-10,0% по длинным ОФЗ.

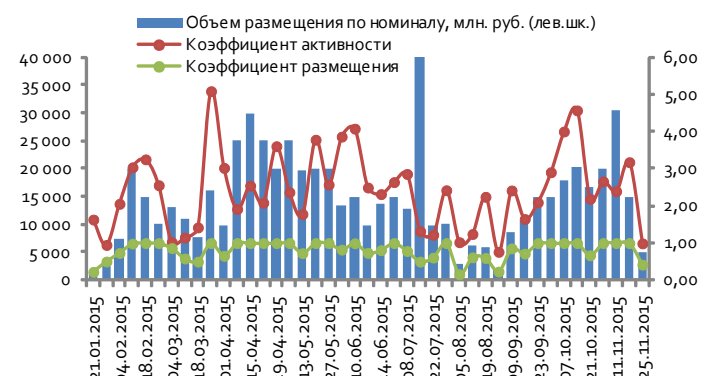
Показательны были аукционы Минфина на прошлой неделе – из совокупного предложения в размере 15 млрд руб. было продано бумаг лишь на 4,8 млрд руб. по номиналу. В результате спекулятивный спрос на ОФЗ резко сжался, поводом к чему послужил инцидент с российским военным самолетом: слабые итоги аукционов Минфина сопоставимы с результатами размещений в августе – фазы активной коррекции рубля.

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБР



Источник: Bloomberg, PSB Research

Итоги аукционов Минфина



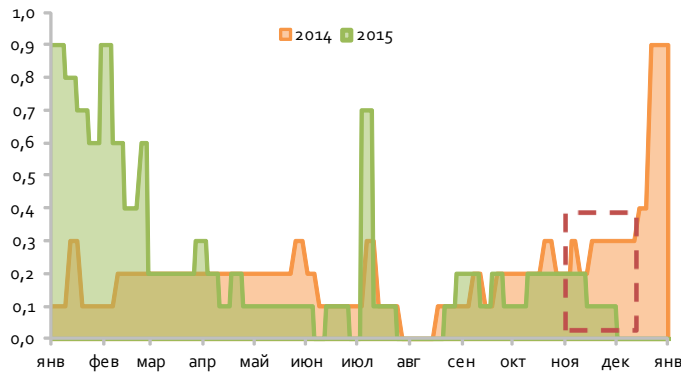
Источник: Bloomberg, PSB Research

Вместе с тем, недельные данные по инфляции пока обнадеживают и говорят в пользу реализации нашего сценария возобновления цикла снижения ставки в декабре. Инфляция в РФ за неделю с 17 по 23 ноября составила 0,1% вторую неделю подряд; с начала года рост цен составил 11,8%; в годовом выражении инфляция замедлилась до 15,0%-15,1% с 15,6% в октябре. Напомним, прогноз ЦБ по инфляции по итогам года находится на уровне 12%-13%. При замедлении инфляции по итогам ноября до 15,0% и декабрьской инфляции на уровне 0,8% м/м (0,2% в неделю) по итогам года инфляция может составить 12,8% -13,2%.

Однако мы пока сохраняем наш прогноз по инфляции по итогам года на уровне 13,8% из-за факторов Турции и «Платона». Как мы отмечали в обзоре [«Утренний eXpreSSo» от 27 ноября 2015 г.](#), долю «санкционных турецких товаров» в индексе ИПЦ можно оценить на уровне не более 1,5%, что потенциально может добавить к годовой инфляции не более 0,2 п.п. Центробанк РФ также обещал оценить влияние мер в отношении Турции на инфляцию после публикации перечня запрещенных товаров, а также учтет этот фактор в обновленном макроэкономическом прогнозе, который может быть опубликован по итогам заседания регулятора 11 декабря.

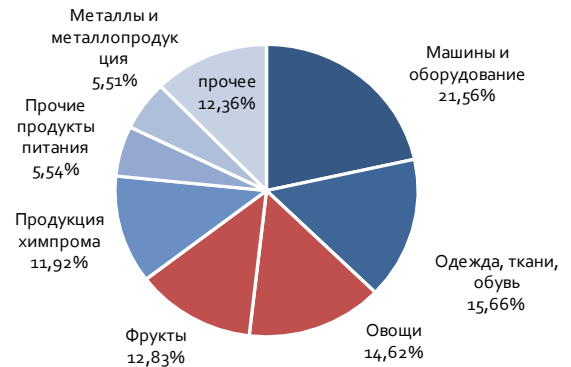
Таким образом, вероятное превышение инфляцией прогноза ЦБ по итогам года может служить формальным поводом для сохранения ставки в декабре на текущем уровне. Учитывая данные риски, по-прежнему рекомендуем «накапливать» ОФЗ при достижении целевых уровней коррекции – 10,35%-10,5% годовых по среднесрочным бумагам и 9,8%-10,0% по длинным ОФЗ.

Динамика недельной инфляции



Источник: Bloomberg, PSB Research

Структура импорта РФ из Турции за I п/г 2015 г.



Источник: ФТС, PSB Research

Флоутеры, привязанные к RUONIA, продолжают консолидацию в узком диапазоне 101,6 – 102,0. Мы сохраняем рекомендацию «держать» – текущие котировки бумаг близки к нашим расчетным значениям, полученным исходя из ожиданий по ключевой ставке. В рамках долгосрочной стратегии buy&hold покупка бумаг может быть оправдана низкой волатильностью цены – на горизонте 1-2 года цикл снижения ставки ЦБ, скорее всего, будет продолжен, в результате чего котировки флоутеров останутся выше номинала.

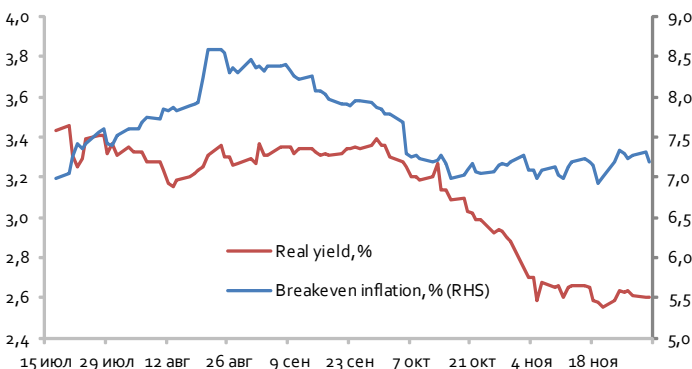
Отметим, что относительно уровней кривой ОФЗ-ПД наиболее интересно выглядит 10-летний флоутер ОФЗ 29006. На фоне «дороговизны» длинных ОФЗ-ПД по-прежнему рекомендуем частично перераспределить позицию в пользу флоутеров.

	ОФЗ 29006	ОФЗ 29011	ОФЗ 24018
объем бумаг в рынке, млн. руб.	45 165	122 143	152 471
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
YTM ОФЗ-ПД, %	9,57	9,94	10,13
Рыночная цена	101,75	101,82	101,59
Implied RUONIA	8,06	8,80	9,56
Расчетная цена (исходя из прогнозов)	102,75	101,85	101,34

Источник: Bloomberg, PSB Research (расчеты на 01.12.2015)

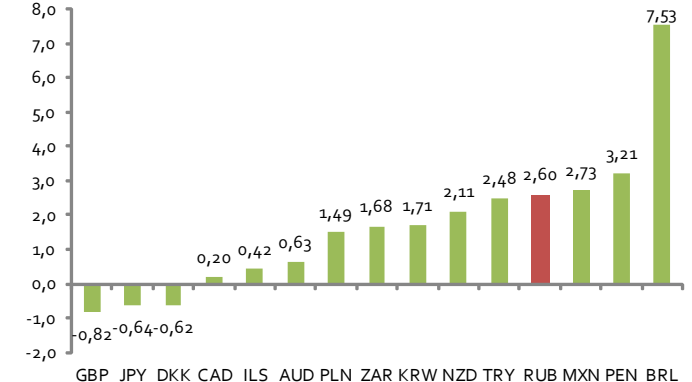
Котировки инфляционного выпуска ОФЗ-ИН после роста в ноябре продолжили консолидироваться вблизи уровня реальной доходности 2,6% годовых (99,44 по цене). Вмененная инфляция осталась на уровне 7,25% (с начала октября остается вблизи уровня 7%, что соответствует среднеисторическому значению инфляции за 2010-2014 гг.). На наш взгляд, относительно уровня реальной доходности текущие котировки ОФЗ-ИН выглядят справедливо – реальная доходность остается вблизи значений бенчмарков Турции (2,48%) и Мексики (2,73%).

Реальная доходность ОФЗ-ИН 52001



Источник: Bloomberg, PSB Research

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



Источник: Bloomberg, PSB Research

На долгосрочном горизонте (1-2 года) при сохранении отрицательных реальных доходностей ОФЗ-ПД идея получения положительной реальной доходности по ОФЗ-ИН сохраняется. Таким образом, в рамках долгосрочных стратегий по-прежнему рекомендуем «держаться» ОФЗ-ИН.

Аукционы ОФЗ

Министерство финансов России 2 декабря проведет аукционы по продаже 11-летних ОФЗ 26207 на сумму 7,2 млрд руб., а также 4-летних ОФЗ 29011 с переменным купонным доходом на сумму 7 млрд руб.

Как мы отмечали выше, не исключаем локальную коррекцию кривой госбумаг на фоне рисков коррекции рубля и переоценки ожиданий относительно сроков возобновления цикла снижения ставки ЦБ. При этом длинные ОФЗ на фоне сохраняющегося дефицита предложения бумаг остаются наиболее дорогими.

Так, котировки ОФЗ 26207 находятся на уровне 91,50/91,85 (УТМ 9,61%/9,56% годовых), т.е. на 140-144 б.п. ниже ключевой ставки. На наш взгляд, покупать длинные ОФЗ по текущим ценам весьма рискованно; не исключаем коррекцию к 9,8% годовых.

Котировки среднесрочного флоутера ОФЗ 29011 на уровне 101,82 фактически полностью совпадают с нашей оценкой (101,85), исходя из прогноза по ключевой ставке ЦБ, в результате чего мы рекомендуем «держаться» бумаги в рамках долгосрочной стратегии buy&hold. Вместе с тем, как мы отмечали выше, более интересно выглядит 10-летний флоутер ОФЗ 29006 относительно фиксированной кривой.

Динамика котировок ОФЗ 26207



Источник: Bloomberg, PSB Research

Динамика котировок ОФЗ 29011



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 KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
Директор по исследованиям и аналитике

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 sibaevr@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.