

Мониторинг рынка ОФЗ: аукционы Минфина

Дмитрий Грицкевич
gritskevich@psbank.ru

Министерство финансов России проведет завтра аукционы ОФЗ на 17,8 млрд руб.: инвесторам будут предложены 2-летний выпуск ОФЗ 24018 с плавающим купоном на 10 млрд руб., а также 4-летние ОФЗ 26214 с фиксированным купоном на 7,8 млрд руб.

Котировки ОФЗ 26214 находятся на уровне 86,5/86,85 (УТМ 10,58% / 10,46% годовых): на наш взгляд, на фоне роста неопределенности относительно сроков возобновления цикла снижения ставки Банком России покупать ОФЗ по текущим ценам остается рискованно; не исключаем продолжения коррекции доходности ближе к 11% годовых.

Котировки короткого флоутера ОФЗ 24018 на уровне 101,6/101,78 близки к нашей оценке (101,2), в результате чего рекомендуем «держат» бумаги в рамках долгосрочной стратегии buy&hold.



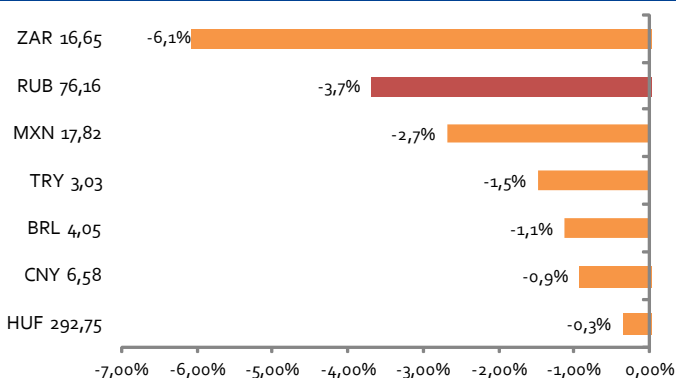
ОФЗ: ситуация на рынке

Новый 2016 г. начался в негативном ключе для глобальных рынков - сначала года индекс Shanghai Composite упал на 15%, опасаясь дальнейшего существенного ослабления юаня. Одновременно серьезные волнения относительно будущего экономики Китая давят на сырьевые рынки, а прогнозы мировых инвестбанков, заговоривших об уровнях в районе 20 долл./барр. по нефти Brent, лишь добавили негатива рыночной конъюнктуре. В результате, цены на нефть в новом году продолжают отвесное падение, опустившись на уровень 2004 г. – 30,7 долл./барр. При этом изменился рыночный сентимент, в то время как фундаментальные факторы остались прежними.

На наш взгляд, в случае дальнейшего ухудшения сентимента нефть может продолжить снижение – в зону 25-26 долл./барр. Тем не менее, считаем такое снижение избыточным и ожидаем, что по мере стабилизации ситуации в Китае нефть к концу месяца отскочит в диапазон 36-40 долл./барр.

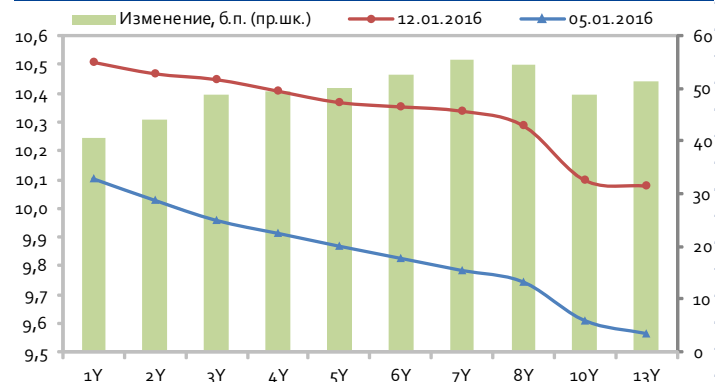
Глобальные распродажи не оставили в стороне и российские активы – за прошедшую неделю рубль ослаб на 3,7%, превысив 76 руб./долл., кривая ОФЗ перекотировалась на 45-50 б.п. выше закрытия года: среднесрочные госбумаги (4-7 лет) достигли доходности 10,35%-10,4% годовых, длинные (10-13 лет) – 10,05%-10,1% годовых.

Изменение валют ЕМ к доллару США за неделю, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

Кривая ОФЗ



Источник: Bloomberg, PSB Research

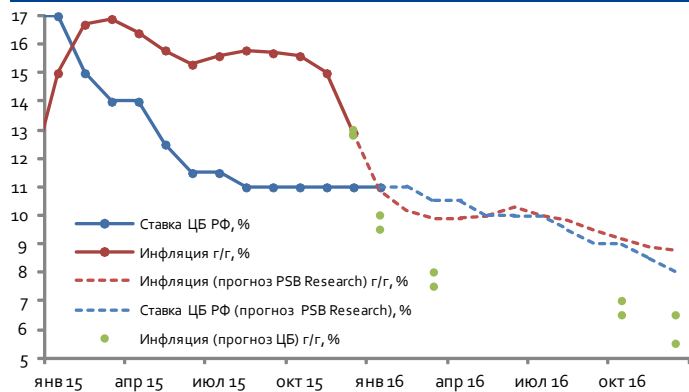
Рубль по-прежнему более чем умеренно реагирует на масштабное снижение цен на энергоносители – рублевая цена нефти Urals продолжает стремительно снижаться, достигнув 2165 руб./барр. При этом мы не ждем существенного роста инфляционного давления на фоне ослабления рубля за счет снижения потребительской активности. В частности, ослабление рубля на 40% в июне-августе 2015 г. оказало весьма умеренное влияние на декларируемую Росстатом инфляцию.

Кроме того, по сообщениям СМИ, на совещании у премьер-министра Дмитрия Медведева в конце декабря было принято решение произвести сокращение расходов федерального бюджета 2016 г. на 10% (700 млрд руб.), что, по нашим оценкам, снизит балансирующую рублевую цену нефти с 3165 руб./барр. до 2850 руб./барр. Таким образом, секвестр бюджета ограничит потенциальную негативную переоценку рубля и реализацию инфляционных рисков.

В то же время инфляционные ожидания населения, на которые ориентируется Банк России при принятии решения по ставке, очевидно, будут оставаться на высоком уровне.

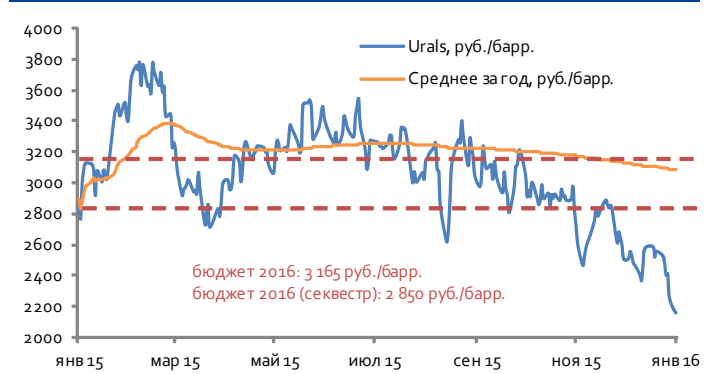
В результате, на фоне высокой базы прошлого года по-прежнему ожидаем, что по итогам января годовая инфляция приблизится к 11%, а по итогам 2016 г. сохраняет шансы опуститься ниже 9%. В то же время мы не ждем, что регулятор при столь негативной рыночной конъюнктуре решится на снижение ставки в конце января, хотя по итогам года по-прежнему сохраняем наш прогноз по снижению ключевой ставки до 8% годовых, сдвинув ожидания по ослаблению монетарной политики на вторую половину 2016 г.

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

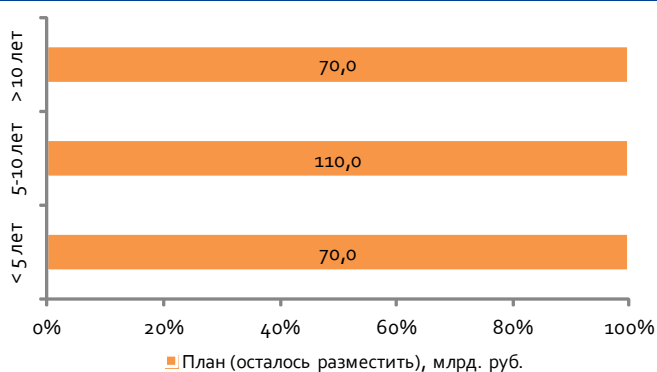
Нефть Urals в рублях



Источник: Bloomberg, PSB Research

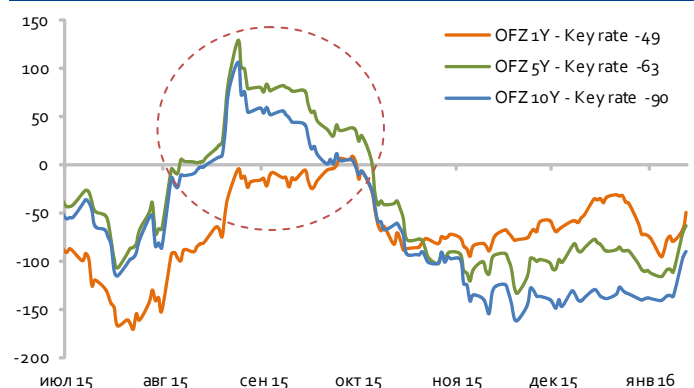
Дальнейшее оттягивание возобновления цикла снижения ставки ЦБ продолжит оказывать давление на рынок ОФЗ. Кроме того, дополнительное давление на рынок ждем со стороны Минфина, которому наряду с секвестром бюджета необходимо финансировать дефицит бюджета за счет заимствований – в рамках плана по размещению ОФЗ на I квартал 2016 г. дефицита предложения длинных госбумаг, скорее всего, не будет. По сравнению с IV кварталом 2015 г. министерство пока не критично увеличило предложение долгосрочных бумаг на 30 млрд руб. – до 70 млрд руб. и среднесрочных – на 20 млрд руб. – до 110 млрд руб., однако данная тенденция, скорее всего, будет продолжена. Отметим, что программа Минфина на 2015 г. была выполнена на 80% - из 945 млрд руб. было размещено бумаг по номиналу на 756 млрд руб.

Временная структура аукционов ОФЗ в I кв. 2016 г.



Источник: Минфин РФ, PSB Research

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



Источник: Bloomberg, PSB Research

В целом риски коррекции рынка ОФЗ по сценарию августа-сентября 2015 г., когда уровень кривой превысил ключевую ставку, находятся на высоком уровне. В результате, переходить к покупкам среднесрочных госбумаг ниже уровня 11% годовых и долгосрочных – ниже 10,5% годовых выглядит при текущей конъюнктуре крайне рискованно.

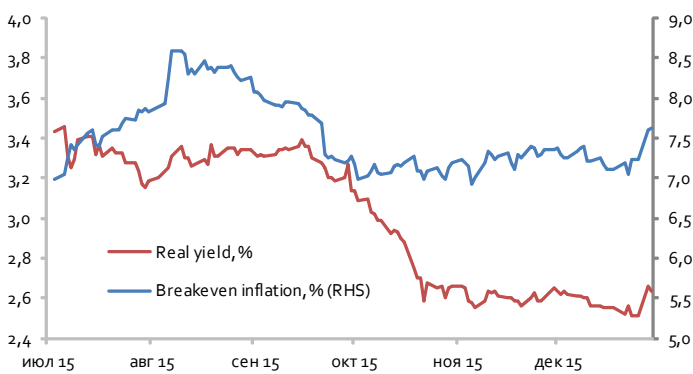
Что касается флоутеров, привязанных к RUONIA, то рост кривой ОФЗ-ПД на 50 б.п. с начала года привел к изменению диспозиции на рынке – на текущий момент котировки флоутеров относительно ОФЗ-ПД выглядят несколько переоцененными. В результате, мы пока сохраняем рекомендацию «держаться» лишь по короткой бумаге – ОФЗ 24018, в то время как по длинным и среднесрочным флоутерам понижаем рекомендацию до «сокращать».

	ОФЗ 29006	ОФЗ 29011	ОФЗ 24018
объем бумаг в рынке, млн. руб.	53 350	135 643	152 471
погашение	29.01.2025	29.01.2020	27.12.2017
текущий купон, %	14,48	14,42	11,98
последующие купоны	RUONIA + 1,2	RUONIA + 0,97	RUONIA + 0,74
YTM ОФЗ-ПД, %	10,10	10,38	10,44
Рыночная цена	102,55	102,43	101,75
Implied RUONIA	8,79	9,58	10,19
Расчетная цена (исходя из прогнозов)	100,15	100,81	101,22

Источник: Bloomberg, PSB Research (расчеты на 12.01.2016)

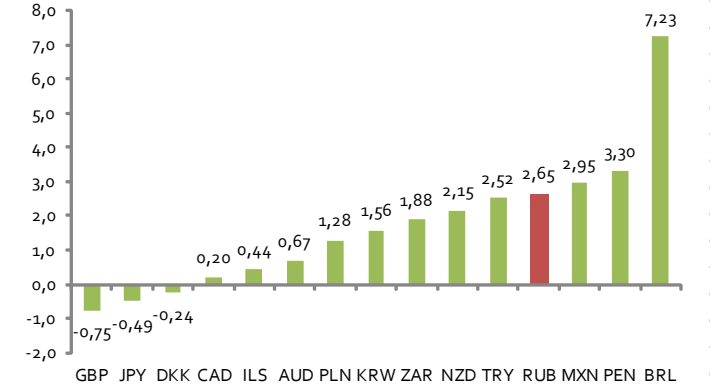
Котировки инфляционного выпуска ОФЗ-ИН в декабре продолжают консолидироваться чуть выше 99 фигуры по цене. Напомним, на прошлой неделе в рамках четвертого аукциона с начала года спрос на бумагу заметно снизился – при предложении бумаг на 20,4 млрд руб. спрос составил 19,5 млрд руб., в результате чего было размещено ОФЗ на 13,6 млрд руб. по номиналу по средневзвешенной цене 99,34.

Реальная доходность ОФЗ-ИН 52001



Источник: Bloomberg, PSB Research

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



Источник: Bloomberg, PSB Research

Котировки выпуска ОФЗ-ИН остаются стабильными – бумага торгуется с реальной доходностью в размере 2,65% годовых (99,18 по цене). Вмененная инфляция на фоне коррекции ОФЗ-ПД увеличилась до 7,63% (с начала октября оставалась в диапазоне 7,0%-7,2%, что соответствует среднеисторическому значению инфляции за 2010-2014 гг.). На наш взгляд, относительно уровня реальной доходности текущие котировки ОФЗ-ИН по-прежнему выглядят справедливо – реальная доходность остается вблизи значений бенчмарков Турции (2,52%) и Мексики (2,95%).

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 проведет завтра аукционы ОФЗ на 17,8 млрд руб.: инвесторам будут предложены 2-летний выпуск ОФЗ 24018 с плавающим купоном на сумму 10 млрд руб., а также ОФЗ 26214 с фиксированным купоном и погашением в мае 2020г на 7,8 млрд руб.

Котировки среднесрочных ОФЗ 26214 находятся на уровне 86,5/86,85 (УТМ 10,58%/10,46% годовых), т.е. на 42-54 б.п. ниже ключевой ставки. На наш взгляд, на фоне роста неопределенности относительно сроков возобновления цикла снижения ставки Банком России покупать ОФЗ по текущим ценам рискованно; не исключаем продолжения коррекции доходности ближе к 11% годовых.

Котировки короткого флуэтера ОФЗ 24018 на уровне 101,6/101,78 близки к нашей оценки на уровне 101,2, в результате чего рекомендуем «держаться» бумаги в рамках долгосрочной стратегии buy&hold. Вместе с тем, учитывая короткую дюрацию выпуска, спекулятивный фактор в данном выпуске фактически отсутствует.

Динамика котировок ОФЗ 26214



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 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.