



ГАЗПРОМБАНК

ОФЗ: в поисках драйверов роста

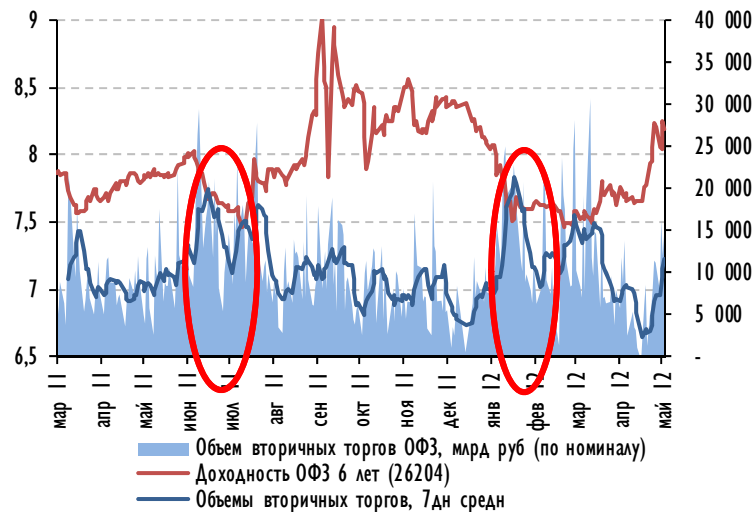
А. Демкин, СГА

Май 2012

Рынок ОФЗ в 2012 году: взлеты и падения...

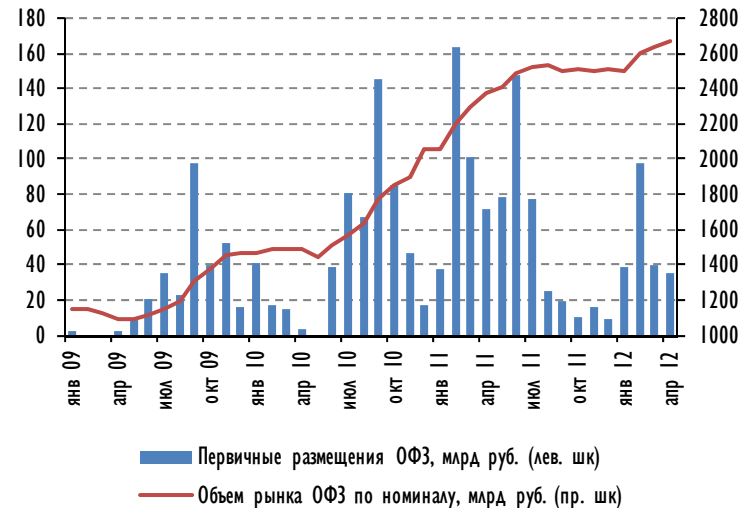
- **Ралли на рынке ОФЗ летом 2011 и в 1К12 сопровождалось ростом торговых оборотов:** среднее значение этого показателя в июне-июле 2011 г. и в январе – феврале 2012 г. достигало 14-17 млрд руб., что выше среднего за март 2011-май 2012 (около 10 млрд руб.)
- **...равно как и майская коррекция,** когда доходности выросли до уровней начала года.

Доходность ОФЗ и объемы торгов*, млн руб.



**по наиболее ликвидным бумагам, объем торгов — с РПС
Источник: ММВБ, Газпромбанк*

ОФЗ: объем рынка и первичное размещение, 2009-2012 гг., млрд руб



Источник: Минфин, Cbonds

- **Объем первичных размещений ОФЗ** составил 176 млрд руб. в 1К12, в апреле — всего 36 млрд руб. В мае первичный рынок остается закрытым.
- Рынок ОФЗ с начала года по 30.04.12 вырос на 7% в номинальном объеме до 2,672 трлн руб.

Максимумы по доходности ОФЗ – сентябрь – октябрь 2011 г.

- Максимумы по доходности за последние 2,5 года: 8,85% для 5-летней дюрации, 7,9% - для трехлетней, 7,5% - для однолетней (достигнуты в сентябре – октябре 2011 г.).

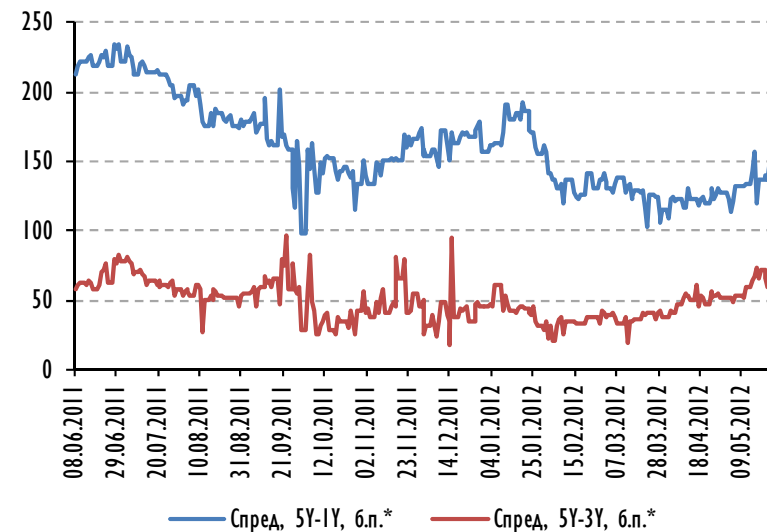
Доходность ОФЗ на разных отрезках дюрации*, %



Источник: ММВБ, Газпромбанк

*1 год: ОФЗ 25070, 25073, 25078; 3 года: 25072, 25076, 25075; 5 лет: 25075, 26203, 26206

Спреды между выпусками ОФЗ разной дюрации, б.п.



Источник: ММВБ, Газпромбанк

*5Y-1Y: ОФЗ 26206 к ОФЗ 25078, 5Y-3Y: 26206 к 25075

Реальная доходность ОФЗ – на локальных максимумах

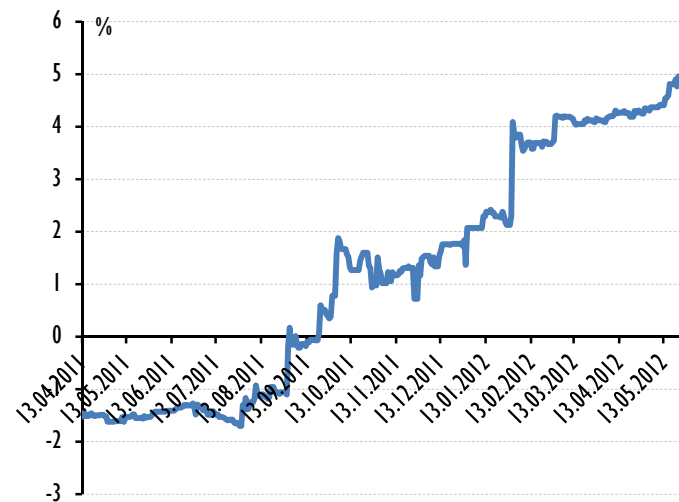
Реальная доходность суверенного госдолга стран ЕМ
– Россия все еще в первых рядах (на 28.05.2012 г.)

	Доходность 10-летнего внутреннего госдолга	Инфляция*, г/г	Реальная доходность
Бразилия (BBB/Baa2/BBB)	10,3%	5,1%	5,2%
Россия (BBB/Baa1/BBB)	8,5%	3,6%	4,9%
Мексика (BBB/Baa1/BBB)	6,0%	3,4%	2,6%
Индонезия (BB+/Baa3/BBB-)	6,4%	4,5%	1,9%
ЮАР (BBB+/A3/BBB+)	7,6%	6,1%	1,5%
Индия (BBB-/Baa3/BBB-)	8,5%	8,7%	-0,1%
Польша (A-/A2/A-)	3,7%	4,0%	-0,3%
Турция (BB/Ba2/BB+)	9,1%	11,1%	-2,1%

* ИПЦ за последние 12 месяцев

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Историческая реальная доходность 10-летней
ОФЗ-26205



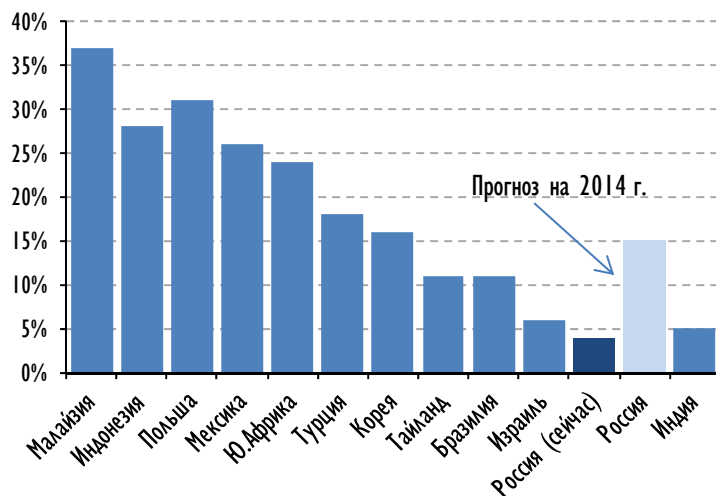
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

- «Справедливая» реальная доходность – философская категория; средняя по ЕМ – 1,7% на 28.05.2012 г.
- Факторы снижения реальной доходности в дальнейшем:
 - рост инфляции во 2П12 – гарантированное развитие событий (ожидания по всему 2012 г. – 5,5%)
 - снижение доходности ОФЗ – производная от ситуации на глобальных финансовых рынках. Доходность 10-летки ОФЗ-26205 (YTM 8,50%) уже близка к историческому максимуму (YTM 9,08% в октябре 2011 г.).

Заграница поможет рынку ОФЗ?

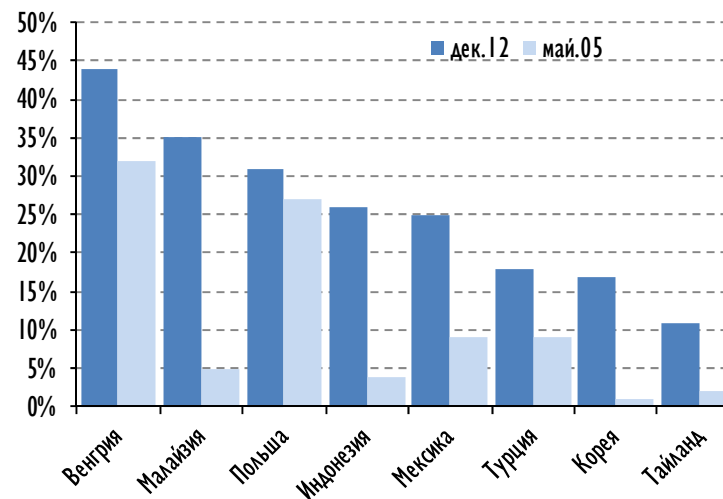
- Иностранцы владеют порядка 4% рублевых облигаций, по сравнению с 20% в среднем по развивающимся рынкам (данные Barclays Capital).
- Доля России в фондах гособлигаций в национальных валютах развивающихся стран составляет порядка 1%, в то время как Бразилия - 23%, Мексика - 15%, Индия - 5% (данные Barclays Capital).
- Есть предпосылки для роста доли иностранцев на рублевом рынке облигаций.

Доля иностранных инвесторов на локальных рынках облигаций, официальные данные .



Источник: Barclays Capital

Россия пропустила рост интереса иностранных инвесторов за последние годы



Источник: Barclays Capital

Улучшение инфраструктуры рынка ОФЗ¹ – в начале пути?

- **создание предпосылок для расчетов по сделкам с ОФЗ с использованием международных депозитарно-клиринговых систем**
 - *головные структуры Euroclear и Clearstream не вошли в перечень организаций, которым центральный депозитарий открывает счета депо иностранного номинального держателя (составлен ФСФР, апрель 2012 г.)*
- ✚ **допуск ОФЗ к обращению на фондовой бирже**
 - *перевод вторичных торгов завершен в марте 2012 г.*
 - *оставшиеся вопросы – первичные размещения (сейчас по-прежнему в режиме ГЦБ) + переход на расчеты T+N (планируется с 01.11.2012 г.)*
- ✚ **обеспечение возможности внебиржевого обращения ОФЗ** *(с января 2012 г.)*
- **введение института централизованного учета прав собственности на ценные бумаги в общенациональном масштабе**
 - *продолжается разработка законодательной базы, запуск и постепенное насыщение функциями ожидается во 2П12*
- **унификация налоговых ставок по ОФЗ и корпоративным облигациям**
 - *сроки неизвестны; согласно законопроекту Минфина от февраля 2012 г., купонный доход по ОФЗ не должен облагаться withholding tax для нерезидентов*

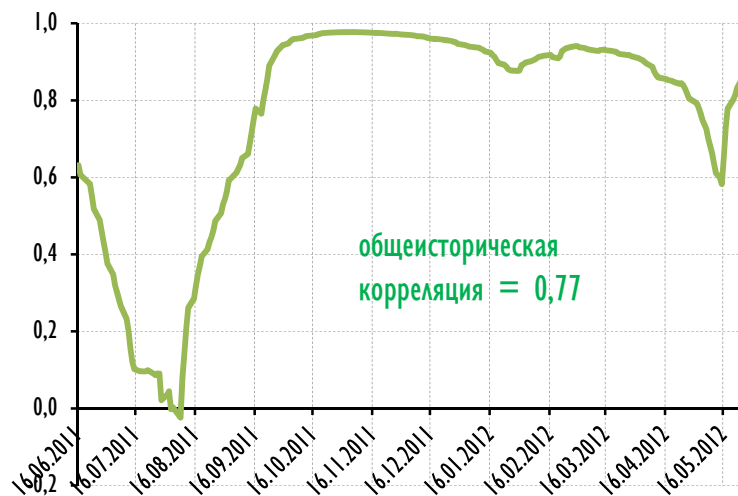
¹ Меры, предусмотренные «Основными направлениями государственной долговой политики Российской Федерации на 2012-2014 гг.» Министерства Финансов, август 2011 г.

Доступ Euroclear и Clearstream к ЦД – борьба интересов

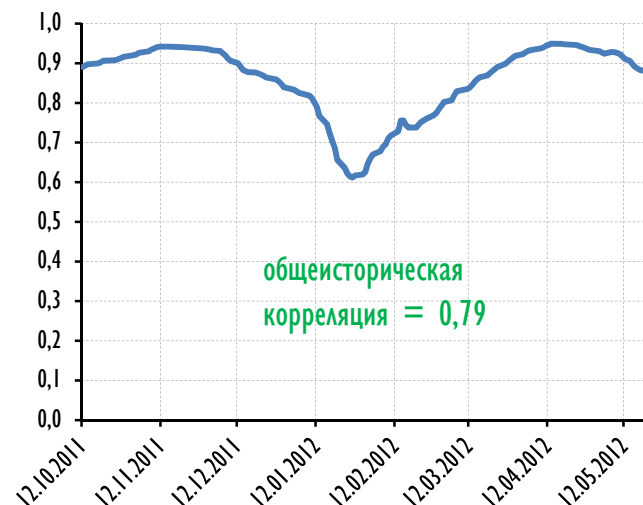
- «Исходя из нашего предыдущего опыта, ликвидность активов повышается как на домашнем, так и на международных рынках капитала...» (С.Хенг, официальный представитель Euroclear, 12.04.2012 г.)
- «...если мы принимаем закон, а меньше чем через полгода начинаем спохватываться и переделывать его идеологию, то это подрывает доверие инвесторов... Какая у нас задача создания финансового центра? Поддержать иностранных кастодианов? Если да, то нужно принимать одно решение, если мы поддерживаем российских эмитентов, то нужно принимать другое решение» (А. Саватюгин, заместитель министра финансов, 24.04.2012 г.)
- «Если будет принято решение допустить их [нерезидентов] с лагом, тем не менее иностранцы смогут так же пользоваться иностранными номinee счетами через глобальных кастодианов, а также Euroclear и Clearstream откроют счета, если захотят, в каком-нибудь российском депозитарии, не центральном. На этом реформа завершится с точки зрения либерализации. Это произойдет в этом году» (С. Швецов, заместитель председателя Банка России, 25.05.2012 г.)
- «Если давать непосредственный доступ к таким объектам [базовые финансовые активы], то есть экспортировать их, то вся добавленная стоимость будет осуществляться где-то в другом месте» (К.Корищенко, глава российского Merrill Lynch, 12.04.2012 г.)
- «Если сейчас ничего не исправить и не ограничить работу Euroclear и Clearstream с российскими ценными бумагами, через год вся ликвидность уйдет из страны» (неизвестный представитель иностранного кастодиана, 12.04.2012 г.)
- «Была бурная дискуссия, но для рынка она закончилась хорошо. Пришли к выводу, что допуск Euroclear и Clearstream сейчас опасен для нашего рынка» (участник рабочей группы совета при президенте РФ по развитию финансового рынка, 23.04.2012 г.)
- «Преждевременный допуск международных централизованных систем расчетов напрямую в центральный депозитарий создает риски концентрации операций с российскими финансовыми инструментами за рубежом» (НАУФОР, 18.05.2012 г.)

Доходности ОФЗ – каковы внутренние драйверы?

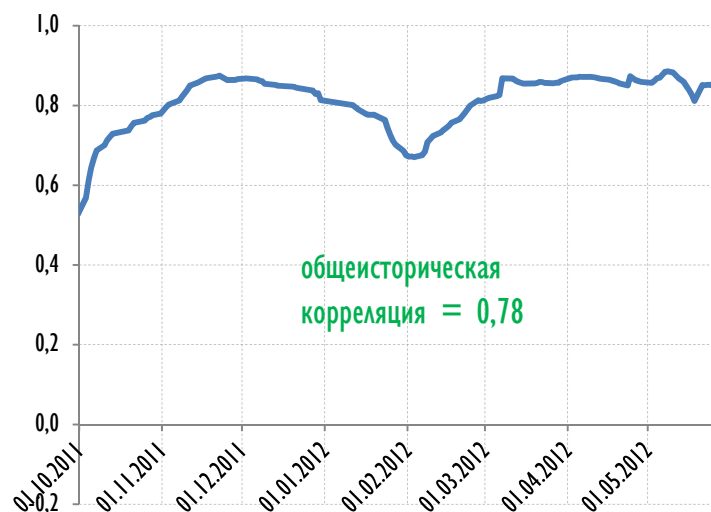
Корреляция* доходности 2-летней ОФЗ-25078 и ставок 1-летних IRS



Корреляция* доходности 6-летней ОФЗ-26206 и курса рубля к доллару США



Корреляция* доходности 10-летней ОФЗ-26205 и курса бивалютной корзины

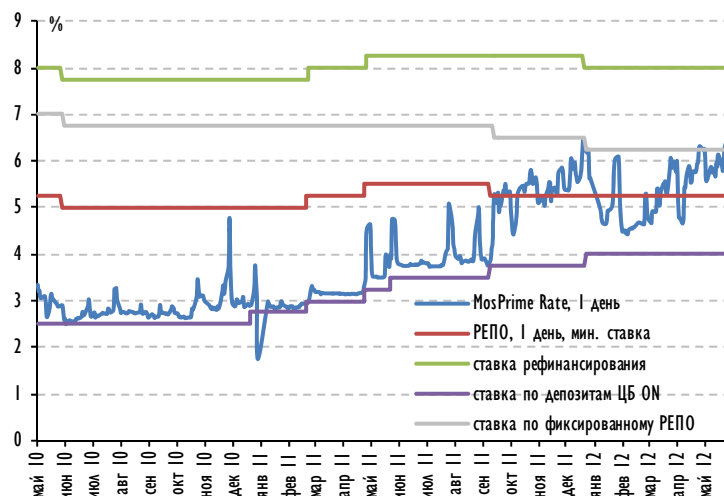


- Короткие ОФЗ – наиболее тесная связь с процентными ставками (IRS)
- Среднесрочные и длинные ОФЗ – наиболее тесная связь с курсом рубля (к доллару США / бивалютной корзине)
- Сила связи не является постоянной

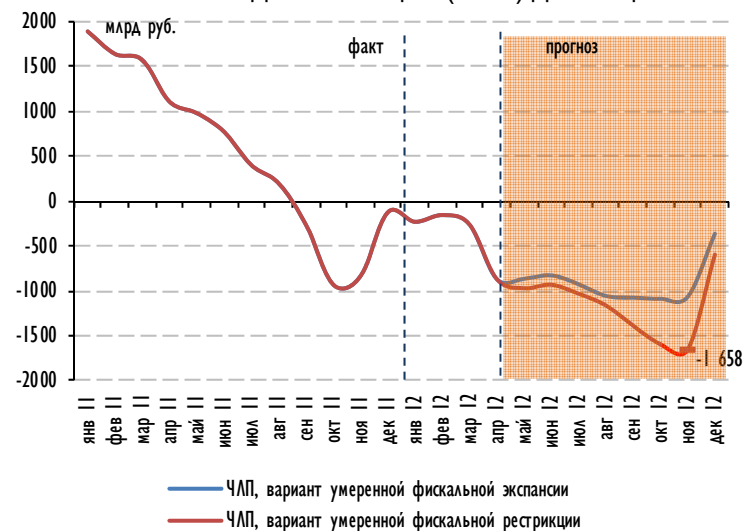
* плавающий показатель за последние 90 дней
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Осложнение ситуации с ликвидностью будет оказывать повышательное давление на доходности ОФЗ

Динамика процентных ставок денежного рынка



Прогноз чистой ликвидной позиции (ЧЛП) до конца 2012 г.



Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

Предпосылки прогноза

Варианты бюджетно-налоговой политики:

1. Экспансия — исполнение расходной части будет соответствовать тенденциям 2010-2011 гг., дефицит по итогам года — 876,6 млрд руб. (базовый сценарий) ;
2. Рестрикция — меры бюджетной экономии способствуют более сдержанному расходованию бюджетных средств (на 1% в месяц меньше, чем по варианту 1), дефицит по итогам года — 177 млрд руб.

Доходная часть бюджета не пересматривается ввиду отсутствия признаков улучшения внешнеэкономической конъюнктуры (план на 2012 г.: 11,8 трлн руб.).

Риски прогноза:

- Ужесточение денежно-кредитной политики в связи с ускорением инфляции;
- Рост налоговых поступлений от экспорта, обусловленный либо существенной девальвацией рубля, либо улучшением внешнеэкономической конъюнктуры

Бюджетный дефицит-2012: где взять деньги?

ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕФИЦИТА ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА, 2010-2012

	янв-апр 2012		янв - апр 2011	
	млрд руб.	% ВВП	млрд руб.	% ВВП
Финансирование дефицита	60	0,3%	-163	-1,0%
<i>Внутренние источники</i>	-40	-0,2%	-140	-0,9%
Сальдо внутренних заимствований	145	0,8%	356	2,2%
Бюджетные кредиты	-20	-0,1%	-59	-0,4%
Курсовая разница	-268	-1,5%	-130	-0,8%
Изменение остатков на счетах	-323	-1,8%	-680	-4,3%
Иные внутренние источники	425	2,4%	373	2,3%
<i>Внешние источники</i>	100	0,6%	-23	-0,1%

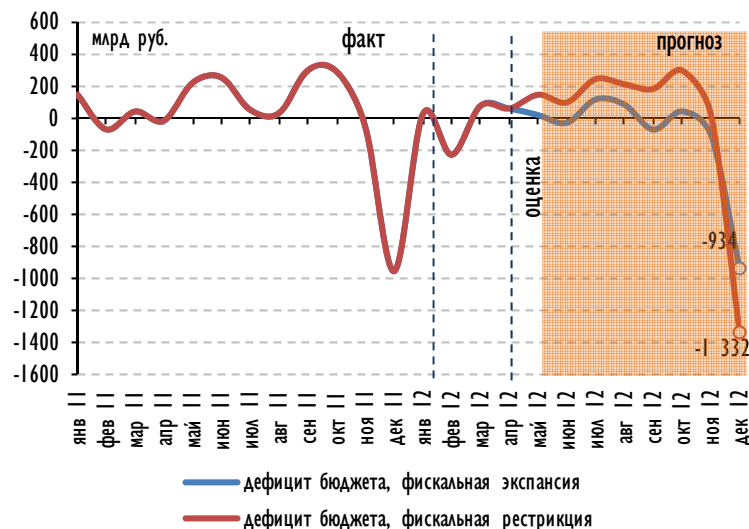
Источник: ЭЭГ Минфин, Газпромбанк

- С начала года (январь-апрель) кассовый дефицит составил около 60 млрд руб. (0,3% ВВП);
- Объем размещений ОФЗ, номинированных в валюте РФ, по факту составил 209,7 млрд руб., затраты на обслуживание внутреннего долга – 64,5 млрд руб.;
- Размещение суверенных еврооблигаций – 202,7 млрд руб.;
- Дополнительные поступления бюджета планируется направить в **Резервный фонд (512 млрд руб.)**
- Уточненный прогноз бюджетного дефицита* на 2012 г. – 876,6 млрд руб., т.е. до конца года Минфин должен будет дополнительно изыскать около 817 млрд руб.
- Планируемый объем размещения ОФЗ составляет **1,2 трлн руб.**

* - в соответствии с Проектом закона о внесении изменений в закон о федеральном бюджете на 2012-2014 гг., внесенным Правительством на рассмотрение в Государственную Думу от 05.05.2012 г.

Нужны ли Минфину деньги любой ценой?

Динамика дефицита федерального бюджета, 2011-2012 гг. (дискретно по месяцам)



Источник: Минфин, Газпромбанк

- Показатели бюджетной устойчивости России (см. таблицу) выглядят неплохо.
- Средств Резервного фонда (1,8 трлн руб.) хватит на финансирование дефицита бюджета 2012 и 2013 гг., без привлечения внутренних займов.
- В случае дальнейшей девальвации резервных валют (евро и фунт стерлингов) по отношению к доллару объем средств Резервного фонда может сократиться, но это не будет критичным;
- При неблагоприятном развитии событий Минфину лучше обратиться к Резервному фонду, а не размещать ОФЗ на невыгодных для государства условиях.

СООТНОШЕНИЕ СРЕДСТВ РЕЗЕРВНОГО ФОНДА И БЮДЖЕТНОГО ДЕФИЦИТА, 2010-2012

	2010	2011	2012	
			Экспансия	Рестрикция
Дефицит фед. бюджета, млрд руб.	-1795	417	-877	-177
Первичный дефицит, млрд руб.	-1600	679	-488	258
Ненефтегазовый дефицит, млрд руб.	-5626	-5225	-6451	-5317
Объем Резервного фонда к.г., млрд руб.	775	812	1825	
Дефицит / Резервный фонд	-2,3	0,5	-0,5	-0,1
Первичный дефицит / Резервный фонд	-2,1	0,8	-0,3	0,1
Ненефтегазовый дефицит / Резервный фонд	-7,3	-6,4	-3,5	-2,9

Источник: Минфин, Газпромбанк

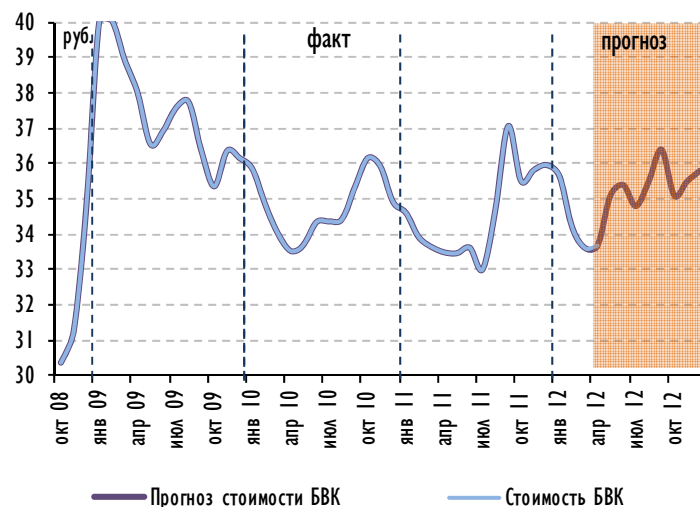
Прогноз основных макропоказателей на 2012 г.

ПРОГНОЗ ОСНОВНЫХ МАКРОПОКАЗАТЕЛЕЙ НА 2012

	2008	2009	2010	2011	2012II
Прирост ф.о. ВВП, %, г/г	5,2	-7,8	4,3	4,3	4,0-4,5*
Номинальный объем ВВП, млрд руб.	41 277	38 809	45 166	54 586	60 500
Средняя цена нефти марки Urals, долл / барр	95,1	61,3	78,2	109,4	110,0
Промышленное производство, %, г/г	0,6	-9,3	8,2	4,7	5,0
Инвестиции в основной капитал, %, г/г	9,9	-16,2	6,0	6,2	6,5
Оборот розничной торговли, %, г/г	13,5	-4,9	6,3	7,2	7,5
Безработица, % к ЭАН	6,3	8,4	7,5	6,6	6,0
Уровень инфляции, %, г/г	13,3	8,8	8,8	6,1	5,5-6,0*

* - уточненный прогноз от 15 мая 2012 г.
Источник: Росстат, Газпромбанк

Стоимость бивалютной корзины, 2008-2012



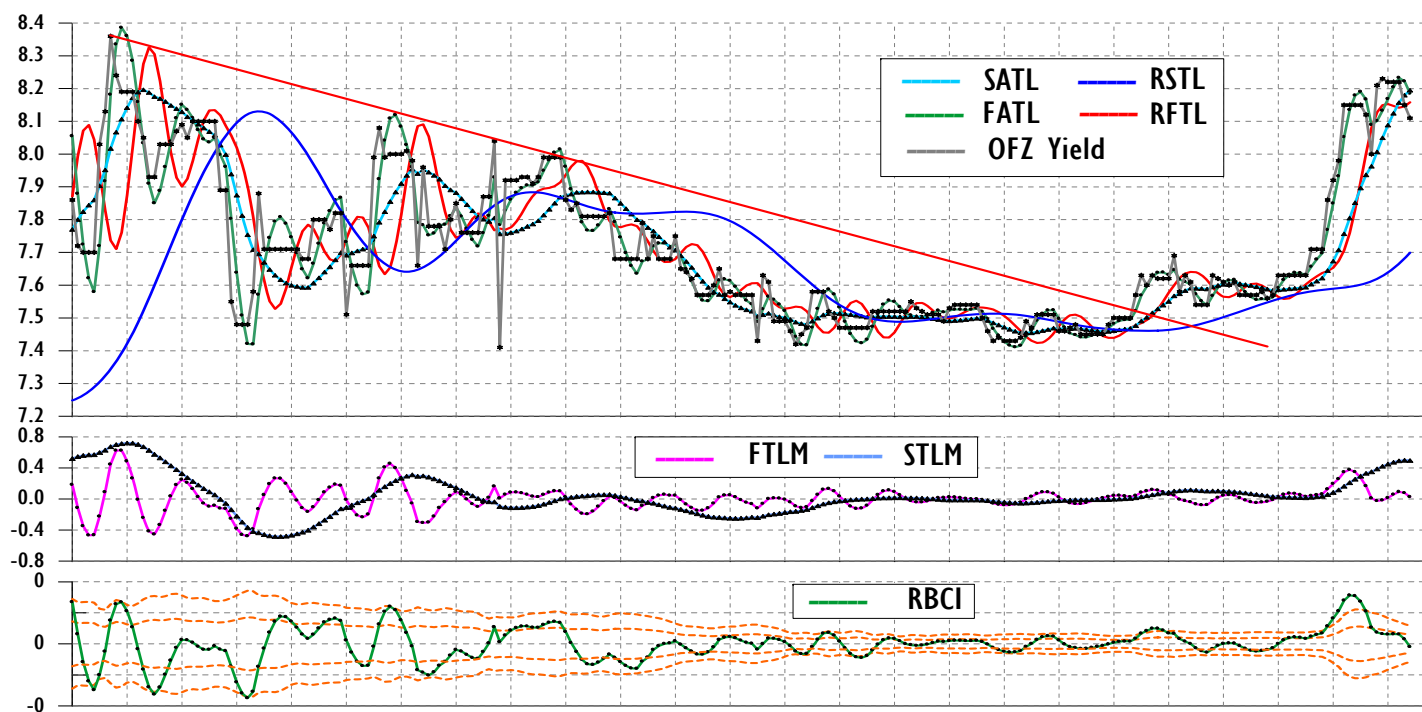
- Мы ожидаем, что стоимость бивалютной корзины на конец года составит 35,8-36,5 руб.;
- Официальные процентные ставки Банка России останутся без изменений;
- Банковский сектор будет испытывать перманентный дефицит ликвидности;
- Годовая инфляция достигнет уровня 5,5%;
- Угол наклона кривой ОФЗ будет снижаться за счет роста ставок на фронтальном участке кривой.

Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

Взгляд технического аналитика на рынок ОФЗ

- ОФЗ-26206 (YTM 8,11%) - ближайшая техническая цель 8,37%
- Долгосрочный тренд в YTM ОФЗ быстро сдвигается вверх, а среднесрочная повышательная тенденция (SATL) начала демонстрировать признаки замедления. В то же время составной волновой цикл RBCI находится в фазе падения, что может привести к консолидации на рынке ОФЗ или даже неглубокой понижательной коррекции до уровня **7.92%**.
- Мы ожидаем, что после непродолжительной консолидации рост YTM ОФЗ продолжится к технической цели **YTM 8.37%**. В случае преодоления этой отметки снизу вверх станет актуальной более долгосрочная техническая цель - **YTM 8.95%**, равная максимуму 10 октября 2011 г.

Доходность ОФЗ-26206, дневные индикаторы AT&CF-метода*: характеристика среднесрочных трендов и циклов по состоянию на 29 мая 2012 г.



*- Подробное описание метода приведено в специальном отчете ГПБ (ОАО) «Адаптивный метод следования за тенденцией и рыночными циклами и его индикаторы» от 22 апреля 2011 г., В. Кравчук.



ГАЗПРОМБАНК

Спасибо за внимание!