


**ГАЗПРОМБАНК**

## Аукцион ОФЗ: в ожидании сигнала

Алексей Демкин, CFA  
+7 (495) 980 43 10  
Alexey.Demkin@Gazprombank.ru

Яков Яковлев  
+7 (495) 988 24 92  
Yakov.Yakovlev@Gazprombank.ru

Иван Синельников  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)  
Ivan.Sinelnikov@Gazprombank.ru

Неделю назад Euroclear объявил о начале обслуживания внебиржевых операций с ОФЗ – событие, ожидания которого стали главной «движущей силой» на рынке госбумаг в прошлом году. Вместе с тем реакция рынка была весьма скромной, и итоги аукционов ОФЗ на прошлой неделе разочаровали участников рынка – возможно, для части из них это стало неожиданностью, и они не успели подготовиться к аукционам. Более того, отдельные инвесторы, покупавшие ОФЗ, предпочли зафиксировать прибыль еще до «факта» свершившейся либерализации.

В то же время мы ожидаем новой волны роста интереса к российским рублевым облигациям и снижения их доходности. «Свежие деньги» еще должны прийти на рынок рублевого долга – после того, как новые инвесторы, не принимавшие участие в ралли в прошлом году, наконец-то откроют лимиты на рублевые инструменты.

Локальные рынки долга остаются «горячей идеей» в 2013 году, при этом доля нерезидентов в структуре владения локальным суверенным рублевым долгом пока сравнительно невысока.

Ожидаем, что итоги успешного аукциона по размещению ОФЗ могут стать сигналом к покупкам рублевых бумаг – как ОФЗ, так и качественных корпоративных и банковских. Мы полагаем, что для подготовки к сегодняшнему аукциону у инвесторов было достаточно времени.

Подробнее см. «Либерализация российского долгового рынка: новая страница истории» от 06.02.2013

Часть факторов, которые убеждали инвесторов принять участие в ралли ОФЗ накануне либерализации в прошлом году, в настоящее время не выглядят столь убедительно, тем не менее они могут стать определяющими после того, как либерализация состоялась.

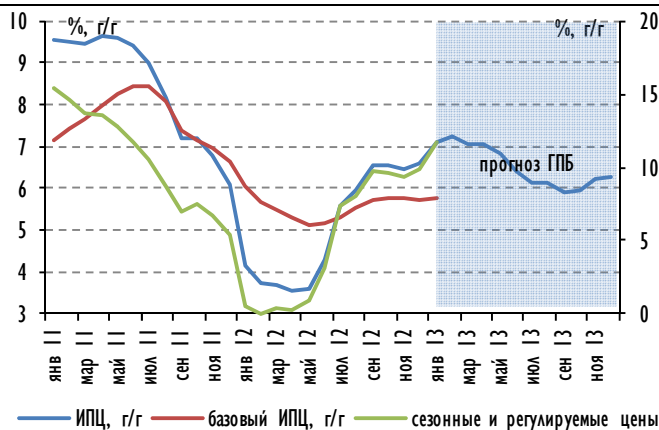
### Потенциал укрепления курса рубля ограничен

Продолжению покупок в ОФЗ в ближайшее время должно способствовать дальнейшее укрепление курса рубля. Мы по-прежнему ожидаем, что в первом квартале 2013 г. курс доллара может снижаться до 29,5 руб., то есть еще на 2% ниже текущих уровней. В 2013 г. мы ожидаем средний курс американской валюты на уровне 31,5 руб.

### Реальная доходность ОФЗ вновь в отрицательной зоне

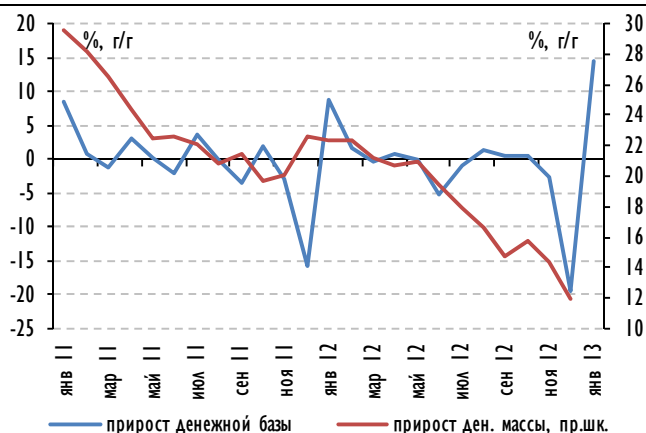
Неожиданный всплеск текущего уровня инфляции до 7,1% г/г (на 4 февраля 2013 г.) может стать причиной для формирования высоких инфляционных ожиданий в краткосрочной перспективе, тем самым отпугнув инвесторов от инвестиций в рублевые активы. Во второй половине 2012 г. на фоне приближающейся либерализации инвесторы игнорировали фактор ускорения инфляции – доходность ОФЗ снижалась.

Инфляция и отдельные ее компоненты



Источник: Росстат, Газпромбанк

Денежная масса и денежная база



Источник: ЦБ РФ

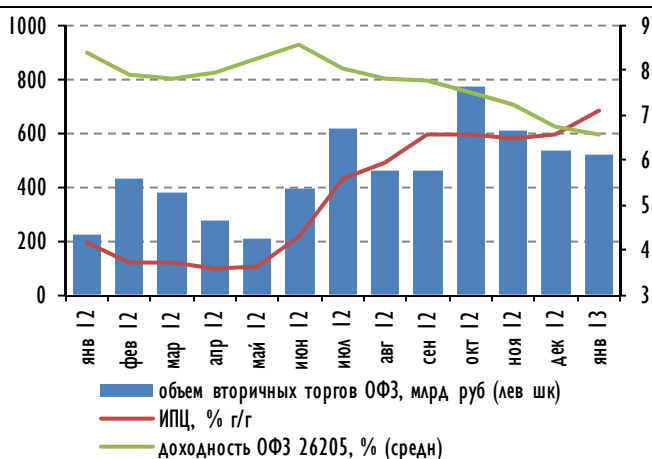
Мы полагаем, что в феврале 2013 г. инфляция будет проходить свое пиковое значение (7,2-7,3% г/г) в силу взаимодействия сезонных и структурных факторов (продолжающееся повышение ставок акцизов и тарифов на городской пассажирский транспорт).

Однако, начиная с марта 2013 г., годовой уровень инфляции будет постепенно снижаться (примерно на 0,2 п.п. в месяц), поскольку действующие факторы будут терять свое влияние, а эффект от замедления темпов прироста денежной массы будет усиливаться. Это послужит источником ослабления инфляционных ожиданий и должно вызвать дополнительный интерес к рублевому долговому рынку.

С началом июня 2013 г. в пользу снижения инфляции будет играть «эффект базы», а в течение августа-октября 2013 г. он будет усилен сезонными факторами. На наш взгляд, индексация тарифов на услуги естественных монополий с 1 июля 2013 г. не приведет к резкому усилению инфляционных ожиданий, поскольку ИПЦ все равно будет близок к верхней границе таргета ЦБ (6,0% г/г), а в сентябре-октябре 2013 г. инфляция будет проходить свой минимум (5,8-5,9% г/г).

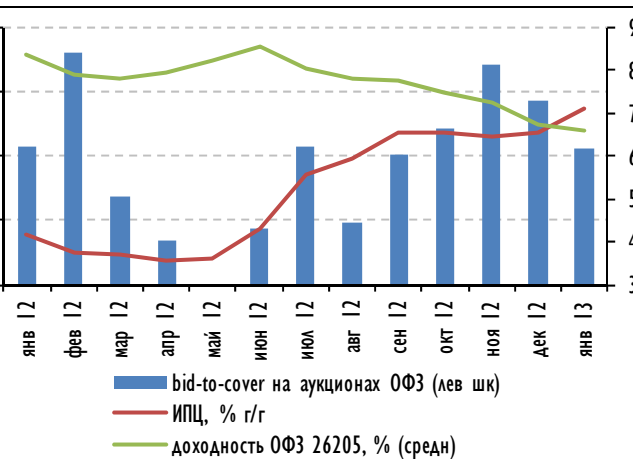
Исходя из описанного выше сценария, вероятно, что Банк России не пойдет на ужесточение денежно-кредитной политики в 2013 г. Более того, мы полагаем, что во 2К13 появятся возможности для снижения процентных ставок за счет одновременного замедления инфляции и снижения экономической активности.

ИПЦ, доходность ОФЗ и динамика вторичных торгов ОФЗ



Источник: Минфин, Bloomberg, Газпромбанк

ИПЦ, доходность ОФЗ и спрос на первичных аукционах ОФЗ



Источник: Минфин, Bloomberg, Газпромбанк

### Аукционы ОФЗ – триггер для вторичного рынка

В прошлом году самые успешные размещения госбумаг (с позиции превышения спроса над общим объемом предложения, или «bid to cover ratio») были отмечены в первом квартале, а также в ноябре – декабре. Первый аукцион, показавший крайне высокий спрос (в феврале) проходил уже на фоне ралли на вторичном рынке – в то же время его результаты, с большой долей вероятности, оказали поддержку котировкам на вторичном рынке.

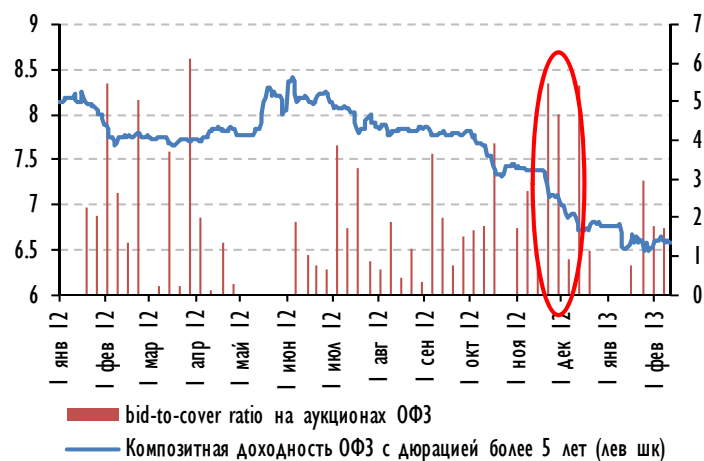
Следующая серия крупных по объему размещений, на которых спрос превысил предложение в 4 и более раза, прошли во второй половине ноября – начале декабря. При этом первое из них (35 млрд руб. 7-летнего выпуска, bid-to-cover 5,5x), стало, похоже, отправной точкой для еще одной мощной волны ралли в прошлом году: в течение двух недель после размещения композитная доходность (облигационный индекс) длинных ОФЗ с дюрацией более 5 лет опустилась почти на 0,5 п.п.

Мы полагаем, что результаты первичных аукционов ОФЗ могут стать важным фактором, за которым будут следить участники рублевого рынка облигаций в ожидании сигнала для возобновления покупок на рублевом рынке облигаций.



Существенный совокупный спрос, большой объем неконкурентных заявок на аукционе и их крупные размеры могут свидетельствовать об интересе со стороны западных институциональных инвесторов после начала расчетов в Euroclear. В этом случае «к игре», вероятно, подключатся и менее крупные участники, что даст толчок снижению доходности на вторичном рынке.

Доходность ОФЗ с дюрацией более 5 лет и спрос на первичных аукционах\*:



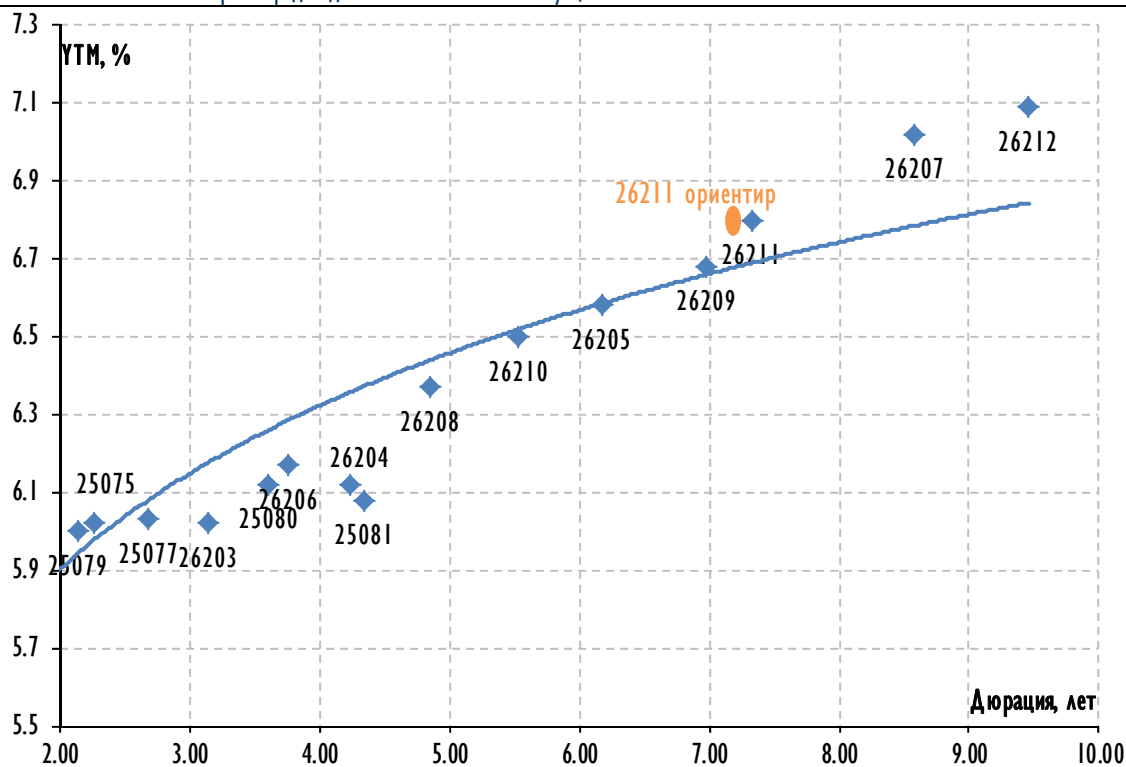
План-график размещения ОФЗ в IК2013 г.

Дата	Выпуск	Срок (лет)	Плановый объем, млрд руб	Размещено по факту, млрд руб.
<b>Январь</b>			<b>102,3</b>	<b>71,3</b>
06.02.2013	26212	15,0	20,0	10,1
06.02.2013	25081	5,0	10,0	13,6
<b>13.02.2013</b>	<b>26211</b>	<b>10,0</b>	<b>25,0</b>	-
20.02.2013	26210	7,0	20,0	-
20.02.2013	26207	15,0	9,9	-
27.02.2013	26212	15,0	20,0	-
<b>Февраль</b>			<b>104,9</b>	-
06.03.2013	26211	10,0	25,0	-
13.03.2013	25081	5,0	20,0	-
13.03.2013	26209	10,0	8,4	-
20.03.2013	26212	15,0	20,0	-
27.03.2013	26210	7,0	25,0	-
<b>Март</b>			<b>98,4</b>	-
<b>IK13</b>			<b>305,6</b>	-

\* в случае проведения нескольких аукционов в один день представлен суммарный результат  
Источник: Минфин, Bloomberg, Газпромбанк

Источник: Минфин

Кривая доходности ОФЗ на 12/02/2013 и ориентир доходности по ОФЗ 26211 на аукционе 13/02/2013



Источник: Минфин, Bloomberg, Газпромбанк



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, CFA

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

### Управление анализа фондового рынка

#### Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Эрик Де Пой

+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

#### Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

#### Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

#### Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

#### Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

#### Макроэкономика

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

#### Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

#### Потребительский сектор

Виталий Баикин

+7 (495) 983 18 00, доб. 54072

#### Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

#### Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

#### Телекоммуникации и медиа

Сергей Васин

+7 (495) 983 18 00

### Управление анализа инструментов

#### с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00

доб. 54074

#### Стратегия

Алексей Тодоров

+7 (495) 983 18 00

доб. 54443

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00

доб. 21417

#### Кредитный анализ

Екатерина Зиновьева

+7 (495) 983 18 00

доб. 54442

#### Количественный анализ и ИТ развитие

Тимур Семенов

+7 (495) 287 61 00, доб. 54424

Дмитрий Селиванов

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

#### Редакторская группа

Павел Мишачев

+7 (495) 983 18 00, доб. 54472

### Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

### Управление торговлей и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

#### Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войничонис

+7 (495) 983 74 19

Артем Белобров

+7 (495) 988 24 11

### Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

### Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

Начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

### Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

Начальник управления

+7 (495) 913 74 44

### Управление торговлей и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принса

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещцименти

+7 (495) 989 91 27

#### Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

### Управление электронной торговли

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

#### Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

#### Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 – 2013. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.