

**ГАЗПРОМБАНК**

Почему ОФЗ не ОБР

В последнее время у нас складывается впечатление, что инвесторы и аналитики на рынке рублевых облигаций все чаще ставят знак равенства между ОФЗ и ОБР. Отсюда склонность объяснять успех или неуспех размещений ОФЗ с позиции оценки результатов размещения ОБР и призывы, обращенные к Центральному Банку уступить на рынке место Минфину, которому деньги нужнее. В этой связи нам бы хотелось сказать пару слов о фундаментальных различиях между ОФЗ и ОБР и объяснить, почему, на наш взгляд, просто снизив объем заимствований на рынке ОБР, ЦБ, вероятно, не поможет Минфину занять больше.

ОБР – настоящий безрисковый актив. ОБР – это статья пассива ЦБ такая же, как и наличные деньги, или корреспондентские счета банков. Дефолт ЦБ по своим обязательствам, номинированным в собственной валюте, невозможен в принципе. Возможно лишь обесценение этой самой валюты в случае ее избыточной эмиссии. В свою очередь, инвестиции в рублевые облигации Правительства РФ, которое технически все же не печатает деньги, а вынуждено балансировать бюджет, сопряжены пусть и с небольшими в настоящий момент, но все же инвестиционными рисками. Чем длиннее облигации, тем больше риски, поэтому, на наш взгляд, прямое снижение предложения ОБР не ведет напрямую к росту спроса на ОФЗ.

ОБР – сверхликвидны. С нашей точки зрения, ОБР гораздо более ликвидны, чем ОФЗ. Если, конечно, мерить ликвидность не как средний дневной оборот в торговой системе, а как возможность купить или продать большой объем бумаг в короткий срок без потерь. Благодаря наличию котировок ЦБ в стаканах по ОБР на ММВБ, практически любой объем ОБР можно в кратчайшие сроки превратить в остатки на корсчетах. Более того, в особо критических ситуациях или по «индивидуальному заказу» ЦБ проводит внеплановый выкуп ОБР у участников рынка. Например, в ходе кризиса 2008 года ЦБ быстро выкупил крупные пакеты ОБР у основных держателей для поддержки их ликвидности. Сложно представить себе Минфин, выкупающий в кризис крупные пакеты ОФЗ.

ОФЗ ближе к депозитам в ЦБ, чем к ОФЗ. По вышеуказанным причинам мы при анализе ликвидности относим ОБР к инструментам денежного рынка, а не долгового. И, на наш взгляд, изменения задолженности ЦБ по ОБР оказывает лишь немногим большее влияние на итоги размещения длинных ОФЗ, чем изменение остатков на депозитных счетах, то есть влияние, конечно, есть, но сводится оно, как правило, к следующему: есть ликвидность – покупают всё и ОБР, и ОФЗ; нет ликвидности – не покупают ничего. Мы слабо верим в эффективный переток средств из ОБР в ОФЗ еще и потому, что во многих банках инвестициями в ОФЗ и ОБР занимаются разные подразделения. ОБР – это вотчина казначейства, в то время как ОФЗ занимаются ценно-бумажные департаменты. Бывает, что эти подразделения тесно взаимодействуют, но, как правило, лишь в небольших банках.

ЦБ может подвинуться, если вернуть ГКО. Мы полагаем, что в связи с указанными выше обстоятельствами, отказ ЦБ от эмиссии ОБР не приведет к автоматическому пропорциональному приросту спроса на ОФЗ. Более того, прирост спроса и вовсе окажется незначительным. На наш взгляд, единственный способ, с помощью которого можно конвертировать спрос на ОБР в спрос на облигации правительства – это возвращение на рынок ГКО, то есть бумаг правительства со сроком погашения до года. Да и то при условии, что на рынке будут активные маркетмейкеры (тот же ЦБ), которые в любой ситуации будут показывать двусторонние котировки любого объема. Только в таком случае Минфин может рассчитывать на существенную долю того спроса, который сейчас идет на рынок ОБР. Однако будет ли это хорошо? В современной российской истории уже был пример, когда значительный бюджетный дефицит финансировался за счет выпуска коротких бумаг.

Рынку ОФЗ нужны «реальные деньги». В настоящее время ключевая особенность рынка ОФЗ (длинных бумаг) – нестабильность спроса. Это рынок керри. Нынешний рынок ОФЗ – чистая функция от стоимости фондирования и доступности ликвидности в российской банковской



системе. Есть дешевая ликвидность и нет девальвационных ожиданий – банки покупают ОФЗ. Ликвидность дорожает, или есть ожидания, что она подорожает, – спрос на ОФЗ исчезает. На такой спрос нельзя рассчитывать в долгосрочной перспективе.

На рынке отсутствует ключевой, на наш взгляд, спрос со стороны real money. Российское население само не покупает ОФЗ, а если несет сбережения управляющим, то требует доходность, которую при нынешних ставках долгового рынка можно получить либо в джанке, либо на рынке акций, но никак не в госбумагах. А между тем именно эти деньги могли бы и должны были бы стать якорем для рынка ОФЗ.

Потому что **нельзя рассчитывать на финансирование дефицита госбюджета за счет керри-трейда**. Точно также как нельзя финансировать инфраструктурные проекты и необратимый рост социальных обязательств за счет выпуска ГКО. Это будет пирамида, которая со временем неизбежно рухнет.

Пока нет устойчивых положительных реальных процентных ставок, вдохнуть полноценную жизнь в рынок ОФЗ не получится. К сожалению, этого не понимают те, кто сейчас ратует за дальнейшее снижение ставок ЦБ. Население и real money не будут покупать ОФЗ в серьезных объемах при нынешних доходностях и инфляционных ожиданиях. На самом деле, лучшее, что мог бы сделать ЦБ для рынка ОФЗ (если бы смог!), – это не почивать на лаврах, а «дожимать» инфляцию до 3–4%, вернув ставки денежного и долгового рынка на адекватный реальный уровень. К сожалению, у ЦБ сейчас нет такой возможности, и он вынужден плыть по течению, определяемому потоками внешнего капитала.

Зато можно использовать «закись азота». Тем не менее, все же есть способы выжать из рынка госбумаг еще немного больше банковских денег, даже не прибегая к эмиссии ГКО. Ориентиры по доходности на аукционах, дающие инвесторам уверенность, что они не получат сразу же после аукциона отрицательную переоценку, не угадав средний взвес, – это шаг в правильном направлении. Другим способом мобилизации спроса могла бы стать некая гарантия для рынка, которая бы позволила покупателям ОФЗ не бояться того, что в дальнейшем избыточное предложение госбумаг «продавит» кривую доходности выше и приведет к отрицательной переоценке портфелей. Пусть даже это будет и неполная гарантия (а кто может пообещать полную?).

Такой частичной гарантией могли бы стать плановые интервенции ЦБ на рынке ОФЗ по заранее заявленному графику и оговоренного объема по образцу того, что делает ФРС. Дополнительный спрос на ОФЗ со стороны ЦБ на несколько сот миллиардов рублей мог бы уменьшить опасения рынка, связанные с грядущим избыточным объемом предложения ОФЗ и дать дополнительный спрос. В то же время фундаментальных проблем рынка такой подход не решит. Локальный источник финансирования бюджетного дефицита все равно останется крайне нестабильным.



Газпромбанк

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

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Долговой рынок

Алексей Дёмин, CFA

+7 (495) 980 43 10

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Павел Пикунев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Потребительский сектор

Рустам Шихамедов

+7 (495) 428 50 69

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

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 торговли 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 Принсак**Роберто Пеццименти**

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Департамент рынков фондового капитала

Максим Шашенков

начальник департамента

+7 (495) 988 23 24

Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Константин Шашаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Евгений Терещенко

+7 (495) 988 24 10

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Трейдинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

Андрей Чичерин

директор

+7 (495) 983 19 14

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

Copyright © 2003 — 2010. «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.