

АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Инвестиционного департамента  
+7 (495) 777 10 20, [ib@psbank.ru](mailto:ib@psbank.ru)

ГРИЦКЕВИЧ ДМИТРИЙ

Аналитик

[gritskevich@psbank.ru](mailto:gritskevich@psbank.ru)

### РЫНОК ОФЗ:

#### среднесрочный взгляд на рынок

Рынок госбумаг с начала месяца находится в узком боксике, что отражает как отсутствие глобальных идей, так и кульминационную фазу сезона отпусков. Однако уже через несколько недель, в сентябре, ситуация вполне может кардинально измениться.

Напомним, что после майской коррекции котировки ОФЗ достаточно стремительно восстановились до уровней февраля-апреля 2012 г., где бумаги достаточно долго торговались вблизи максимумов 2011 г. При этом и в январе-феврале т.г. и в июле стремительный рост котировок госбумаг сопровождался активизацией новостного фона относительно либерализации рынка ОФЗ.

Среди последних новостей — ФСФР направила на регистрацию в Минюст проект приказа, согласно которому иностранные центральные депозитарии, такие как Euroclear и Clearstream, будут допущены не только на рынок государственных бумаг, но и на рынок корпоративного долга (мы не ожидаем существенного роста спроса на корпоративные бонды при открытии прямого доступа к торгам нерезидентов, которых в первую очередь интересуют высоколиквидные бумаги с инвестиционным рейтингом).

В конце июля глава Минфина заявлял, что центральный депозитарий начнет работу уже через 1-2 месяца. В ре-

зультате, учитывая различные формальные процедуры, стоит ожидать либерализацию рынка ОФЗ ближе к декабрю-январю.

Как мы уже отметили, на текущий момент котировки ОФЗ находятся у сильного уровня сопротивления, который они не смогли преодолеть в 2011 г. и в начале 2012 г. При этом рыночные дневные обороты торгов снизились в среднем до 7-10 млрд. руб., а на последнем аукционе по 5-летнему выпуску ОФЗ 25080 из 15 млрд. руб. было размещено лишь 6,5 млрд. руб., что говорит о снижении интереса игроков к рублевому сегменту рынка и занятии ими выжидательных позиций.

В своих комментариях от 25-27 июля мы рекомендовали начать фиксировать прибыль по ОФЗ в преддверии августа. На текущий момент мы сохраняем данную рекомендацию, ожидая роста турбулентности на рынках в сентябре.

Сентябрь обещает быть весьма динамичным месяцем. Во-первых, «тройка» кредиторов должна будет вынести свой вердикт относительно экономики Греции — существуют вполне реальные риски выхода страны из еврозоны. Во-вторых, ньюс-мейкером будет выступать ФРС — 31 августа Б.Бернанке выступит в Джексон Хоуле, а в середине сентября состоится заседание американского ЦБ: не исключаем, что инвесторы будут крайне расстроены, так и не услышав от ФРС конкретики относительно QEIII.

ОФЗ 26205, цена % от номинала



В дополнение стоит отметить возможное обострение европейского кризиса в случае обращения за финансовой помощью Испании и/или Италии.

Косвенным фактом скорого роста волатильности на рынках выступает индекс VIX, который находится на многомесячных минимумах (около 14 п.).

Внутрироссийские факторы также говорят за возможное ухудшение ситуации на рынке. К 13 августа годовая инфляция уже достигла уровня 5,8%, в результате чего на фоне неурожая будет заметно выше уровня 2011 г. (6,1%). На последнем заседании ЦБ уже намекнул, что может скоро изменить уровень ставок. В условиях дефицита рублевой ликвидности, который наблюдается в банковской системе, повышение ставок может крайне негативно сказаться на долгом рынке. Кроме того, дальнейший рост инфляции будет продолжать «съедать» реальную положительную доходность по ОФЗ.

Индикаторы рынка госбумаг также указывают на перегрев рынка ОФЗ — спреды доходностей ОФЗ к кривым NDF и IRS остаются у своих исторических минимумов (76 б.п. и -48 б.п. к ОФЗ 26204 соответственно).

Исторически наиболее высокую корреляцию доходности ОФЗ демонстрируют с динамикой курса рубля относительно доллара. В частности, это объясняется тем, что иностранные инвесторы, работающие на рынке, покупают рубли за валюту, инвестируя их в ОФЗ без валютного хэджа, рассчитывая на укрепление рубля. На текущий момент высокие ставки NDF указывают на сохраняющиеся ожидания снижения курса национальной валюты. На графике также наглядно виден дисбаланс в динамике доходности ОФЗ и курса рубля относительно доллара, т.е. достаточно резкое снижение доходности ОФЗ при консолидации рубля в узком диапазоне после майской коррекции.

Вместе с тем на стороне «быков» остается спред ОФЗ 26204-Russia-18R, который составляет около 135 б.п. — ожидаем, что после либерализации рынка госбумаг данный спред сузится до 20-30 б.п., что будет отражать различный класс права (российское и английское), по которым выпущены бумаги.

В этом ключе становится крайне важным фактор времени либерализации рынка ОФЗ — если данное событие совпадет с волной аппетита к риску, с большой долей вероятности мы увидим всплеск котировок госбумаг.

*В качестве базового сценария мы рассматриваем сроки либерализации рынка госбумаг ближе к декабрю, тогда как рост волатильности рынков ожидаем уже в сентябре. В результате на текущий момент мы сохраняем рекомендацию фиксировать прибыль по длинным бумагам.*

*В то же время реализация ожидаемой коррекции на рынках рискованных классов активов осенью может стать хорошим шансом вновь увеличить позиции в длинных ОФЗ в преддверии открытия доступа нерезидентам к торгам российскими госбумагами.*

*При текущей достаточно «плоской» форме кривой ОФЗ минимальный эффект «roll down» инвесторы получают в бумагах при дюрации от 4,0 лет. В этом ключе в первую очередь рекомендуем фиксировать прибыль в выпусках ОФЗ 26206, 26204, 26208, 26205, 26209 и 26207 (последний при формальной недооцененности на кривой при росте волатильности может оказаться хуже рынка из-за длины выпуска).*

