Управляющая компания БФА

Антон Яремчук,
управляющий портфелем

Роман Дзугаев,
начальник аналитического отдела

Куда КРИВАЯ выведет

2009 ГОД СТАЛ ЧРЕЗВЫЧАЙНО УДАЧНЫМ ДЛЯ УЧАСТНИКОВ РОССИЙСКОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ: ДОХОДНОСТИ СОКРАЩАЛИСЬ ВЫСОКИМИ ТЕМПАМИ, ПРАКТИЧЕСКИ ВЕРНУВШИСЬ К ДОКРИЗИСНЫМ ЗНАЧЕНИЯМ, ТОРГОВАЯ АКТИВНОСТЬ ПРОДОЛЖАЛА РАСТИ. ВМЕСТЕ С ТЕМ, ВПЕРВЫЕ ЗА НЕСКОЛЬКО ЛЕТ НЕПЛОХУЮ ДОХОДНОСТЬ МОЖНО БЫЛО ПОЛУЧИТЬ ПРИ ИНВЕСТИРОВАНИИ В ОФЗ, КОТОРЫЕ СОСТАВИЛИ ДОСТОЙНУЮ КОНКУРЕНЦИЮ КОРПОРАТИВНЫМ БУМАГАМ.

ИТОГИ 2009 ГОДА

В прошлом году Министерство финансов разместило новых займов на сумму порядка 371 млрд руб., тогда как в 2008 году финансовое ведомство выпустило госбумаги лишь на 170 млрд руб. Таким образом, по итогам кризисного года было зафиксировано увеличение объема размещения государственных ценных бумаг более чем в два раза до максимального уровня с 2003 года, когда номинальный объем размещения ГКО составил 577.5 млрд руб. (см. Рисунок 1).

На первом аукционе, 21 января 2009 года, доходность трехлетней ОФЗ-25064 (объем 7 млрд руб.) сформировалась на уровне 12.7% по средневзвешенной цене. Переспрос составил лишь 1.14х, и это несмотря на столь высокую доходность (которой в докризисное время могли похвастаться лишь выпуски третьего эшелона). А размещено было около 1.8 млрд руб. по номиналу. Для сравнения: 7 октября переспрос на аукционе ОФЗ-26202 (правда, пятилетней) достиг 5.4х, а доходность составила 9.75%.

В дальнейшем Минфин последовательно выводил на рынок выпуски серий 25065-71 и 26202 на фоне возрастающего спроса как со стороны внутренних игроков, так и со стороны нерезидентов. Именно эти выпуски и стали основой новой кривой ОФЗ (отчасти краткосрочной), которая превратилась в ориентир для эмитентов корпоративного сектора. Еще одной тенденцией стало постепенное увеличение значения переспроса до среднего уровня 2.5х по итогам второго полугодия, а традиционным днем

Таблица 1. Аукционы ОФЗ в 2009 году

Дата аукциона	Бумага	Дюрация на 22.01.2010, лет	Объем предложения, тыс. руб.	Объем спроса, тыс. руб.	Объем размещения, тыс. руб.	Доходность по средневзвешенной цене, %
21.01.2009	ОФЗ-25064	1.8	7 000 000	7 569 061	1 809 045	12.7
01.07.2009	ОФЗ-25065	2.7	10 000 000	4 428 176	2 285 655	12.11
08.07.2009	ОФЗ-25066	1.36	10 000 000	3 812 277	2 024 523	11.53
15.07.2009	ОФЗ-25065	2.7	6 000 000	8 507 831	5 983 315	12.26
22.07.2009	ОФЗ-25064	1.8	10 000 000	11 861 692	4 841 703	11.64
	ОФЗ-25065	2.7	10 000 000	16 069 403	4 941 600	12.18
29.07.2009	ОФЗ-25065	2.7	15 000 000	21 534 111	14 858 882	12.12
05.08.2009	ОФЗ-25067	2.41	15 000 000	18 253 325	12 142 557	11.97
12.08.2009	ОФЗ-25066	1.36	15 000 000	14 761 482	3 213 375	11.39
19.08.2009	ОФЗ-25065	2.7	15 000 000	18 287 558	3 051 820	12.08
26.08.2009	ОФЗ-25068	3.58	5 000 000	11 865 715	4 321 522	12.25
02.09.2009	ОФЗ-25067	2.41	15 000 000	27 972 790	14 924 850	11.62
	ОФЗ-25068	3.58	10 000 000	16 818 050	6 327 780	12.15
09.09.2009	ОФЗ-25066	1.36	15 000 000	32 695 879	14 685 645	10.73
	ОФЗ-25068	3.58	15 000 000	33 637 012	12 420 108	11.99
16.09.2009	ОФЗ-25067	2.41	15 000 000	31 817 712	8 293 986	10.77
	ОФЗ-25068	3.58	15 000 000	29 349 770	14 817 320	11.58
23.09.2009	ОФЗ-25069	2.32	10 000 000	23 897 763	9 399 855	10.57
	ОФЗ-26202	3.89	10 000 000	26 560 770	5 557 447	11.5
30.09.2009	ОФЗ-25070	1.55	10 000 000	17 681 060	5 309 584	10.2
	ОФЗ-26202	3.89	10 000 000	20 856 163	5 906 595	11.3
07.10.2009	ОФЗ-25069	2.32	15 000 000	62 224 541	14 847 648	9.84
	ОФЗ-26202	3.89	10 000 000	54 174 151	8 903 749	9.75
14.10.2009	ОФЗ-25070	1.55	15 000 000	42 155 570	10 745 006	8.6
21.10.2009	ОФЗ-26202	3.89	10 000 000	13 888 096	5 511 803	8.56
11.11.2009	ОФЗ-25070	1.55	10 000 000	26 671 637	9 364 065	8.22
18.11.2009	ОФЗ-26200	3.15	15 000 000	30 239 092	14 149 123	8.18
25.11.2009	ОФЗ-25069	2.32	20 000 000	39 646 466	19 059 505	7.73
	ОФЗ-25070	1.55	10 000 000	23 614 975	9 946 823	7.34
02.12.2009	ОФЗ-25071	4.07	20 000 000	24 583 832	10 120 218	8.26
09.12.2009	ОФЗ-25063	1.69	10 000 000	7 016 975	2 714 517	7.81
16.12.2009	ОФЗ-25063	1.69	3 798 545	5 173 505	3 586 408	7.74

проведения аукционов стала среда (см. Рисунок 2).

Заметим: несмотря на тяжелую экономическую ситуацию, Министерство финансов не старалось разместить свои обязательства по любой цене; зачастую это приводило к тому, что в ходе аукционов в рынок размещался далеко не весь объем (см. Таблицу 1).

Возникает вопрос: кто обеспечивал основной спрос на внутренние государственные долговые обязательства при наличии более привлекательных доходностей в корпоративном сегменте? Особой популярностью госдолг пользовался у институциональных инвесторов (например, компаний, управляющих пенсионными накоплениями) и банков. Одним из факторов в пользу вложений в эти инструменты стало превышение доходности ОФЗ над ставками РЕПО в течение всего второго полугодия. Здесь в первую очередь надо «поблагодарить» сверхдешевую ликвидность, снижавшийся потребительский спрос, приведший к замедлению инфляции, и своевременные решения по снижению ставок со стороны регулятора. Соответственно, наиболее серьезное снижение доходности было зафиксировано осенью, в течение которой базовая ставка рефинансирования была понижена на 1.75 п.п. Вместе с тем, нельзя забывать и про нерезидентов, для которых вложения в ОФЗ также оказались привлекательными при формировании премии к кривой NDF.

ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА

Согласно последним заявлениям Министерства финансов, чистое предложение новых ОФЗ в 2010 году составит порядка 100–150 млрд руб. Принимая во внимание текущую экономическую конъюнктуру, выраженную в частности в продолжающейся стагнации потребительского спроса, мы рассчитываем на сохранение курса замедления инфляции. Кроме того, с учетом недавних поправок ФСФР в закон «О рынке ценных бумаг», в первые месяцы нового года возможен некоторый дефицит первичного предложения со стороны корпоративных заемщиков. В этой связи у государства не должно возникнуть проблем с размещением заявленного объема, кроме того, оно будет стараться увеличивать дюрацию предлагаемых займов. Таким образом, будет, вероятно, сформирована полноценная кривая доходности (в ближнем конце будет уплощаться), которая станет ориентиром для всего российского облигационного рынка.

Однако важно понимать, что доходности не могут снижаться бесконечно, а при появлении на первичном рынке высококлассных компаний спрос на государственные обязательства окажется под давлением.

Рисунок 1. Номинальный объем размещений ОФЗ, млрд руб.

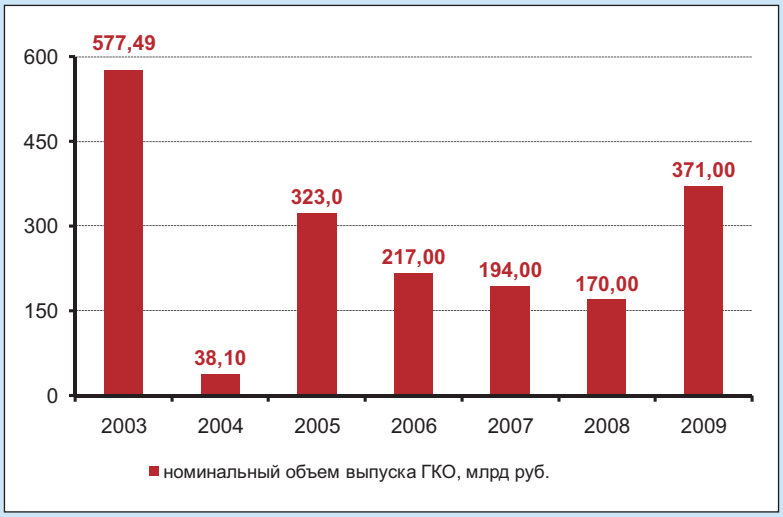
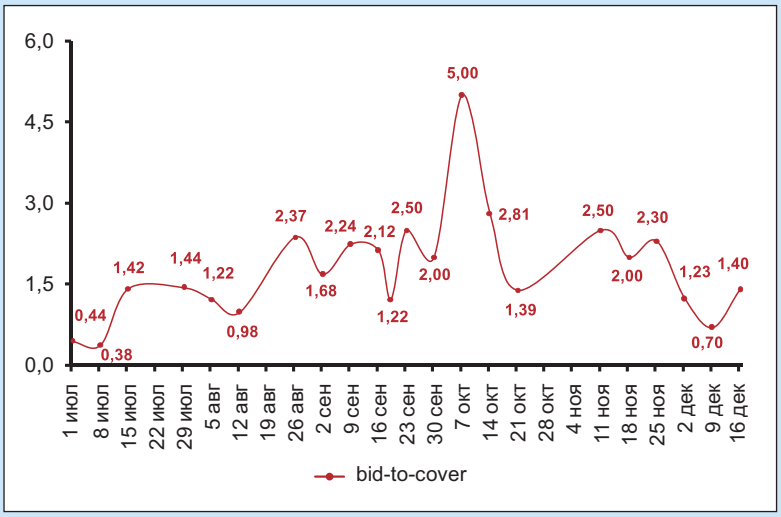


Рисунок 2. Превышение спроса над предложением на аукционах ОФЗ в 2009 году, раз



ПЛАНЫ ПО ВНЕШНИМ ЗАИМСТВОВАНИЯМ

В ходе планирования бюджета на 2010 год власти озвучивали различные ожидания по уровню дефицита. Приближенные к действительности цифры появились во второй половине прошлого года: так, в августе была заявлена предельная цифра бюджетного дефицита в 7.5% ВВП, утверждался же бюджет с дефицитом на уровне 6.8%. Заметим, что при планировании бюджета на 2010 год цена на нефть закладывалась на уровне $58 за баррель. В конечном итоге, уровень цен на углеводородное сырье позволил МЭРТу в декабре заявить о размере дефицита в пределах 6.2–6.6 % ВВП.

В планах Министерства финансов на 2010 год — осуществить выпуски еврооблигаций номинальным объемом до $17.8 млрд. Однако с учетом текущей ситуации в экономики заявленная цифра представляется несколько завышенной — такой объем заимствований был анонсирован, когда цены на нефть составляли порядка $40–45 за баррель. Соответственно, объем размещения евробондов, скорее всего, окажется меньше. Однако определенности в этом вопросе пока нет.