Дмитрий ДУДКИН,
руководитель дирекции анализа долговых рынков, «Уралсиб Кэпитал»

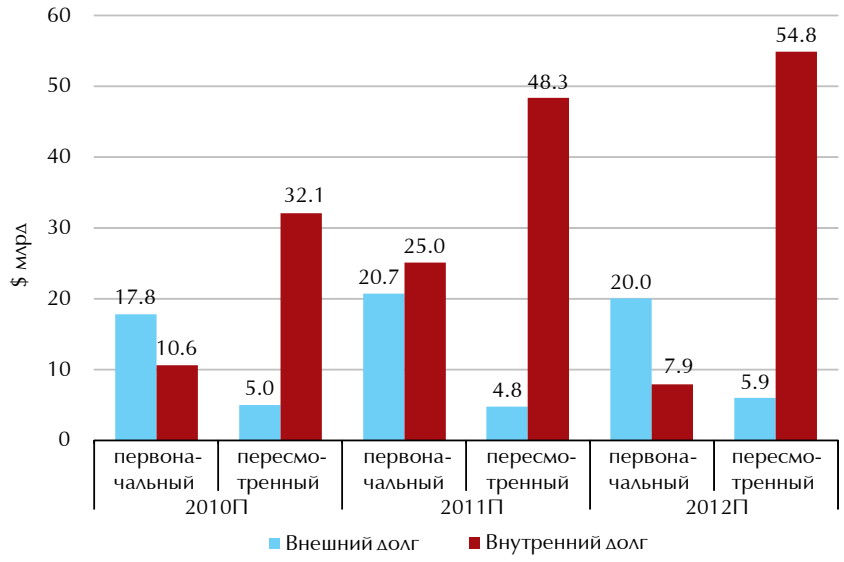
В июле 2010 года представители Министерства финансов официально объявили о разработке новой долговой программы, в которой основной акцент делается на внутренние заимствования в противоположность использованию Резервного фонда или внешнего долга. Благодаря тому что Минфину потребовались деньги, рынок ОФЗ впервые за много лет неплохо компенсирует риски участия в нем, что особенно заметно на фоне постепенно исчезающей доходности американских Treasuries.

Новая жизнь ОФЗ

Финансовый кризис, начавшийся в середине 2007 года, привел к тому, что крупнейшие страны были вынуждены принять чрезвычайные меры, призванные стимулировать восстановление экономики. Россия не стала исключением. Объем одобренных правительством антикризисных мероприятий оказался одним из крупнейших в процентном отношении к ВВП. Между тем, Россия столкнулась с еще одной проблемой — резким падением цен на сырьевые ресурсы, от которого было только одно спасение — подушка денежных средств, накопленная в Резервном фонде, Фонде национального благосостояния, а также в резервах ЦБ. В качестве источника средств для антикризисных программ правительство пользуется сейчас только Резервным фондом, объем которого существенно сократился — со $142 млрд на 1 сентября 2008 года до $40 млрд на 1 сентября 2010 года. По итогам 2009 года федеральный бюджет, который на протяжении девяти лет исполнялся с профицитом, был сведен с дефицитом в размере 5.9% ВВП. Согласно официальному прогнозу, в нынешнем году дефицит бюджета составит 5.4%.

В апреле Россия вернулась на внешние рынки после десятилетнего отсутствия, разместив суверенные еврооблигации на сумму $5 млрд. Согласно новой программе, в нынешнем году внешних размещений не предполагается. Первоначальным планом Минфина на 2010 год предусматривалось привлечение на внешнем рынке $17.8 млрд, а на внутреннем — эквивалента $10.6 млрд, однако пересмотренная программа позволяет дополнительно к $5 млрд, привлеченным на внешнем рынке, разместить на внутреннем рынке долговые инструменты более чем на 1 трлн руб. По прогнозу правительства, в 2010 году отношение совокупного долга к ВВП достигнет 11.5%, а в 2013 году — 16.3%, из чего следует, что российский рынок государственных облигаций будет быстро развиваться. В условиях роста первичного предложения облигаций как со стороны правительства, так и компаний в 2009 году внутренний рынок облигаций превзошел внешний по объему, что случилось впервые в новейшей истории России. Примечательно, что российский внутренний долговой рынок обладает более высоким потенциалом роста, чем внутренние рынки других развивающих-

Рисунок 1
Прогноз Минфина по внешним и внутренним заимствованиям, $ млрд



Источник: Минфин

ся экономик — в настоящий момент его объем составляет лишь 10% ВВП против 33% в Бразилии и 52% в Мексике.

Сравнительно низкая инфляция в предыдущие восемь месяцев стала следствием кризисной ситуации и связанных с ней низкого спроса населения, оттока капитала и низкой мировой инфляции. Согласно нашему прогнозу, по итогам нынешнего года инфляция в РФ достигнет 7.5%. Между тем, засуха и паника на продовольственных рынках в последние месяцы усилили инфляционное давление в РФ, но поскольку рост потребительских цен обусловлен не монетарными факторами, ЦБ едва ли станет пересматривать денежно-кредитную политику и повышать ставку рефинансирования с текущего уровня 7.75%. Обменный курс рубля будет определяться состоянием торгового баланса, которое, в свою очередь, зависит от цен на нефть, а также темпов роста ВВП. В первой половине нынешнего года ежемесячный профицит торгового баланса устойчиво превышал $10 млрд, однако последние данные свидетельствуют о том, что в августе-сентябре баланс счета текущих операций существенно сократился. Тем не менее, мы продолжаем положительно оценивать долгосрочные перспективы рубля по нескольким причинам. Во-первых, увеличение объема импорта, в результате которого торговый баланс мог бы стать отрицательным, возможно только при дальнейшем активном росте экономики РФ, который, в свою очередь, сейчас очень тесно коррелирует с глобальным восстановлением, иными словами, более высокими ценами на нефть. Во-вторых, мы верим в долгосрочную слабость доллара на фоне постепенного роста инфляции в США, что также поддержит цены на энергоносители. В-третьих, в 2009–2010 годах Россия жила в условиях удручаюше низкого интереса со стороны иностранных инвесторов. Представляется крайне маловероятным, чтобы эта ситуация могла длиться долго. Если этого не произошло в 2010 году, значит, в 2011 году высокая «бета» российских активов вызовет новый приток иностранного капитала, который поддержит рубль. В-четвертых, «эффект засухи», свидетелями которого мы являемся в настоящий момент, будет постепенно ослабевать, что позволит вернуть инфляцию в РФ в более прогнозируемое русло. В итоге пологий тренд укрепления рубля относительно бивалютной корзины сохранится, однако в условиях, когда ЦБ стремится свести к минимуму интервенции на валютном рынке, краткосрочные колебания курса действительно становятся менее предсказуемыми.

Так может ли растущее предложение ОФЗ со стороны Минфина обрушить котировки уже обращающихся выпусков? С нашей точки зрения, этого не произойдет — и в первую очередь из-за того, что заявленные объемы средств правительству не нужны. Минфин систематически продает меньше бумаг, чем предлагает, и хорошо, если из заявленного объема в 1 трлн руб. разместит в этом году половину. Наш прогноз в отношении дефицита бюджета в 2010 году кардинально отличался от официальных 5.4% ВВП и предполагал, что бюджет окажется сбалансированным. С учетом дополнительных расходов государства на борьбу с пожарами и поддержку сельского хозяйства, а также замедления роста экономики вследствие глобальных и климатических факторов мы допускаем, что небольшой дефицит бюджета в этом году все же сохранится, однако отличие от официальных прогнозов будет разительным. Соответственно, и

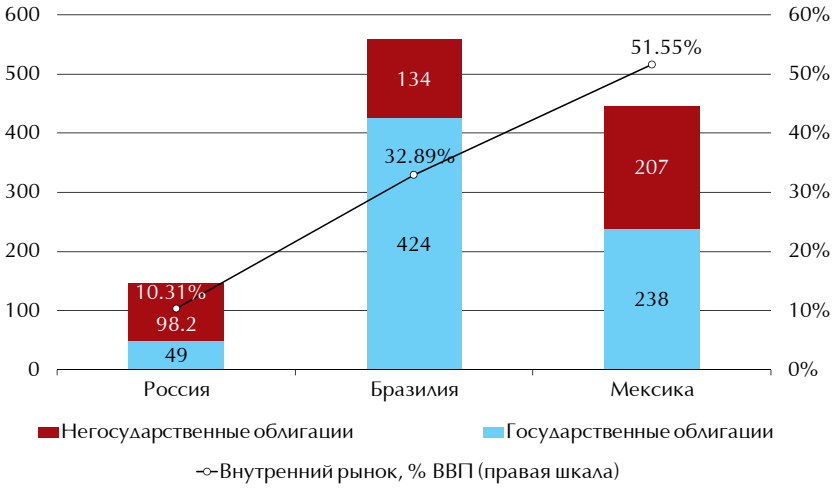
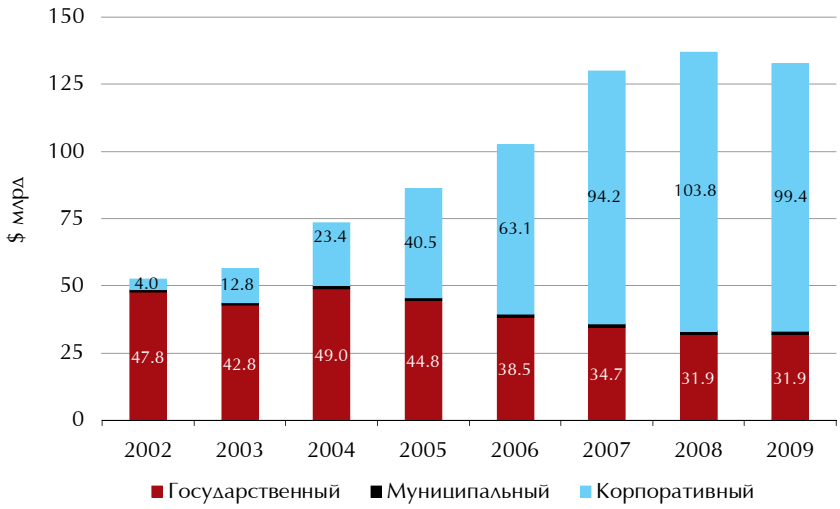


Рисунок 2
Объем внутренних рынков облигаций России и развивающихся стран, $ млрд

Рисунок 3
Объем внешнего рынка



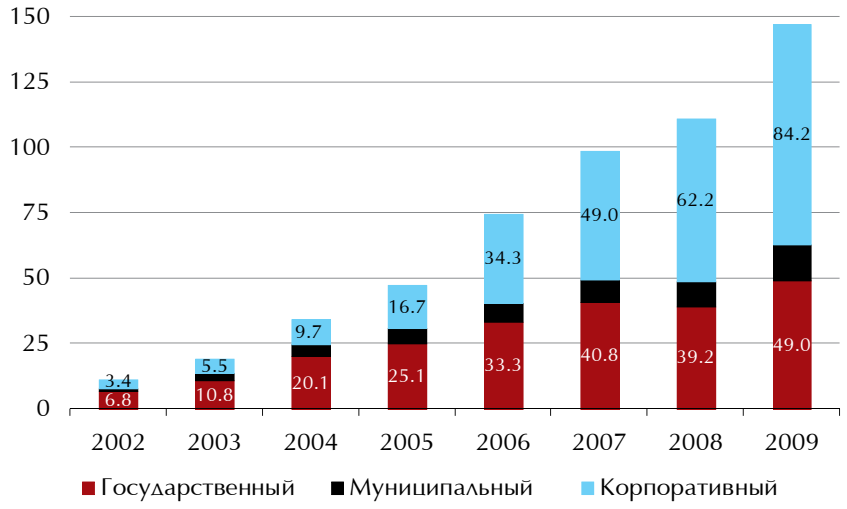


Рисунок 4
Объем внутреннего рынка

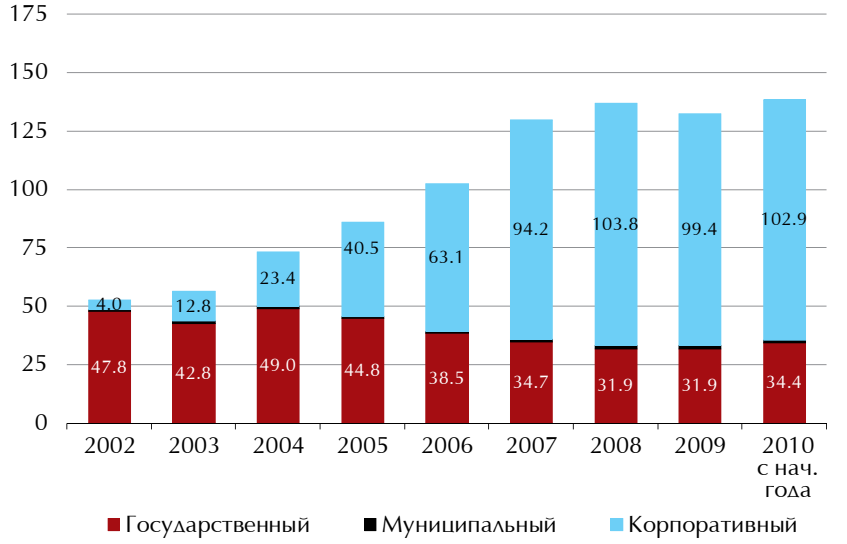


Рисунок 5
Объем публичного внешнего долга РФ, $ млрд

потребности РФ в новых заимствованиях окажутся существенно более скромными. С другой стороны, в растущем объеме нового предложения есть очевидный плюс — большая ликвидность размещаемых облигаций, снижающая издержки участников при вторичной торговле бумагами.

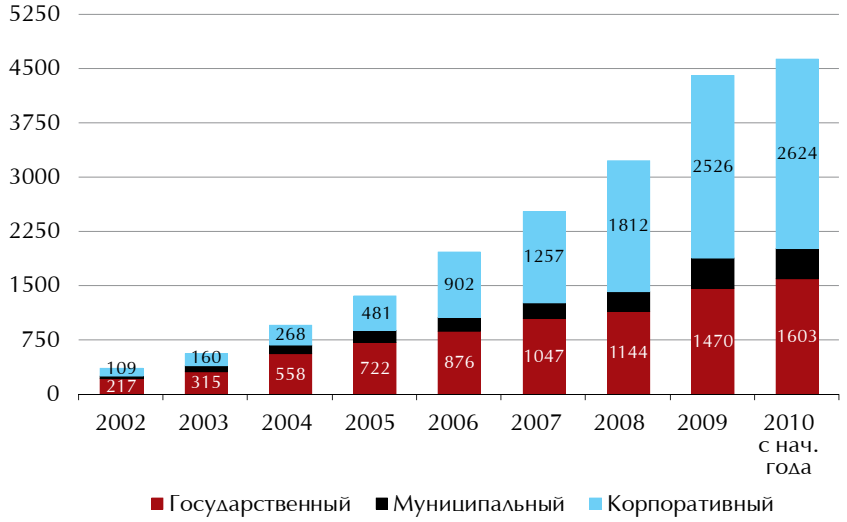


Рисунок 6
Объем внутреннего публичного долга РФ, млрд руб.

Что делать инвесторам? В настоящий момент короткий конец структуры рублевых процентных ставок очень прочно зафиксирован имеющейся избыточной ликвидностью в диапазоне 2.5–3% (мы говорим об «овернайте»). Длинные ставки ОФЗ до сих пор превышают докризисный уровень — это при том, что инфляция в нынешнем году, даже при ее последнем скачке, обещает быть самой низкой в истории РФ. Дифференциал ставок между пятью и одним годом сейчас составляет почти 300 б.п., а это наивысший уровень наклона с 2005 года. Занятно, что сам по себе этот факт, без каких-то движений рынка, может быть с выгодой использован. Мы подсчитали, что если сегодня купить четырехлетнюю бумагу (например, ОФЗ-25071) и просто держать на позиции, позволив ей с течением времени двигаться вдоль кривой, то через год дополнительный доход от роста цены вследствие снижения доходности составит порядка 70 б.п. — дополнительно к купону в размере 8.1%. В результате инвестор получит доходность удержания бумаги на ровне порядка 9% при доходности ОФЗ-25071 к погашению около 6.75%. Еще раз повторим, что этот сценарий не предполагает никакого движения процентных ставок вниз. Соответственно, наша основная рекомендация инвесторам — покупка трех-пятилетних ОФЗ на аукционах. Работать стоит в бумагах, размещаемых Минфином, вследствие их большей ликвидности, а также возможности получить на аукционе премию. Дюрация в указанном диапазоне позволяет наилучшим образом использовать большой наклон кривой.

Мы надеемся, что описанное сочетание благоприятных факторов привлечет в сегмент ОФЗ и иностранных инвесторов, которые ранее игнорировали локальный рынок, поскольку государственный долг — это традиционно первое, чем фонды интересуются в конкретной стране, включая ее в свою инвестиционную вселенную. Локальный рынок постепенно становится основной площадкой для торговли российским долгом, и государственный сегмент будет играть здесь все возрастающую роль.