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

В ПРОШЛОМ ГОДУ РЫНОК ОФЗ СТАЛ ВТОРЫМ ПО ЗНАЧИМОСТИ ИСТОЧНИКОМ СРЕДСТВ ДЛЯ ПОКРЫТИЯ ДЕФИЦИТА БЮДЖЕТА РФ, УСТУПИВ ПЕРВОЕ МЕСТО РЕЗЕРВНОМУ ФОНДУ. В 2011 ГОДУ ВНУТРЕННИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК МОЖЕТ ОКОНЧАТЕЛЬНО УТВЕРДИТЬСЯ В КАЧЕСТВЕ ГЛАВНОЙ ПЛОЩАДКИ, ГДЕ ГОСУДАРСТВО МОГЛО БЫ ПРИВЛЕКАТЬ НЕОБХОДИМЫЕ ЕМУ РЕСУРСЫ, А ИНВЕСТОРЫ ПРИОБРЕТАТЬ ВЫСОКОКАЧЕСТВЕННЫЕ, ЛИКВИДНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ. РЕГУЛЯРНЫЕ АУКЦИОНЫ ПО ПРОДАЖЕ ОФЗ СОЗДАЮТ НОВЫЕ ТОРГОВЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ, А ТАКЖЕ СОДЕЙСТВУЮТ СУЖЕНИЮ СПРЕДА BID-ASK НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ. ПРИ ЭТОМ НЕГАТИВНОЕ ВЛИЯНИЕ НОВЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ НА ДОХОДНОСТИ МОЖЕТ В ЭТОМ ГОДУ ОКАЗАТЬСЯ КРАЙНЕ ОГРАНИЧЕННЫМ.

Госы не сдаются

2010 год запомнился в первую очередь рекордным объемом предложения в сегменте госбумаг: объем рынка ОФЗ вырос на 584 млрд руб., или почти на 40% год к году, достигнув отметки 2.05 трлн руб. Напомним, что в июне 2010 года, после успешного во всех отношениях размещения суверенных еврооблигаций объемом $5 млрд, представители Минфина заявили о новой стратегии государства на долговом рынке, согласно которой внутренние заимствования должны были стать основной статьей финансирования дефицита бюджета.

Именно вследствие этого, несмотря на первоначальный план разместить в 2010 году около $18 млрд евробондов, внешние заимствования более не осуществлялись, и на фоне роста продаж ОФЗ даже шел разговор о прекращении расходования Резервного фонда.

Недавно Минфин опубликовал свою оценку исполнения бюджета за прошлый год, согласно которой дефицит федерального бюджета РФ составил 1.8 трлн руб., или 3.9% ВВП. Новость оказалась для нас неожиданной, поскольку последняя цифра разительно отличается от дефицита в 2.2% ВВП, зафиксированного на конец ноября. В абсолютных величинах превышение государственных расходов над доходами составило в декабре 903 млрд руб. по сравнению со 131 млрд руб. в ноябре. Основными источниками финансирования этого дефицита в декабре стали чистое увеличение внутреннего долга на сумму 166 млрд руб. и использование средств Резервного фона в объеме около $15 млрд, в результате чего фонд сократился к концу года до $25.5 млрд. Еще раз подчеркнем, что эти результаты удивили нас, поскольку ранее мы исходили из предпосылки, что расходная часть годового бюджета не будет, как это часто бывало ранее, выполнена полностью, в то время как в итоге Минфин профинансировал 98.5%, то есть практически все запланированные расходы. В результате наши ожидания, что дефицит в 2010 году достигнет лишь 2.5% ВВП, оказались обманутыми.

Тем не менее, даже с учетом последних данных бюджетная перспектива выглядит очень неплохо. Прогноз дефицита бюджета, озвученный недавно министром финан-

Рисунок 1
Первичное предложение на рынке ОФЗ в 2010-2011 гг.

Источники: Минфин, ЦБ

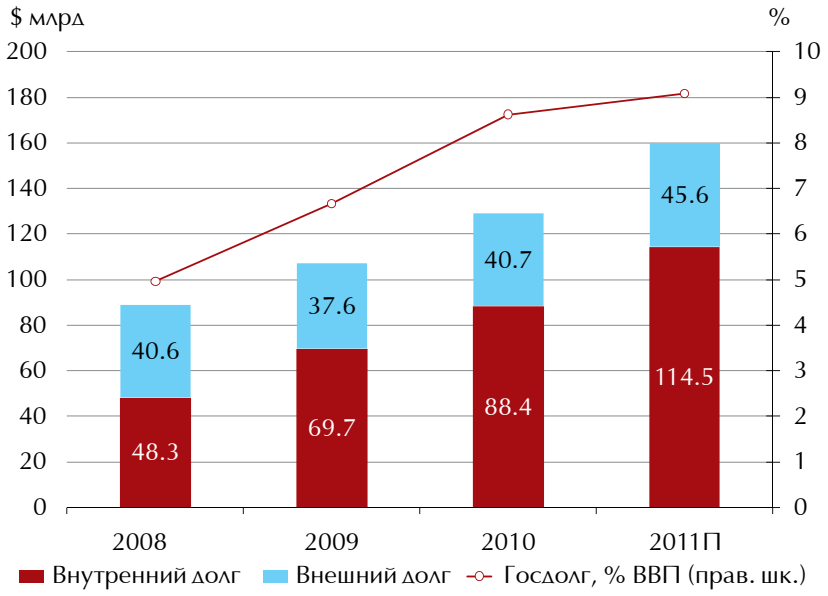
сов Алексеем Кудриным, составляет 3% ВВП при расчетной цене на нефть $75 за баррель и инфляции на уровне 6.5%. Поскольку «УРАЛСИБ» в своих прогнозах на 2011 год ориентируется на среднюю цену Urals $83 за баррель и годовой темп роста цен 9.5%, при этих (довольно консервативных) оценках бюджет получит значительные дополнительные доходы. Наш ранее озвученный прогноз по исполнению бюджета в 2011 году заключался в том, что бюджет может оказаться сбалансированным. С учетом декабрьского «усердия» Минфина по расходованию средств мы видим риск того, что в 2011 году некоторый дефицит все же образуется, однако при условии справедливости наших вводных по нефти и инфляции дефицит бюджета все равно должен оказаться в пределах 1.6% ВВП, или порядка 850 млрд руб. в абсолютном выражении.

Проблем с поиском этих средств у правительства быть не должно — прежде всего потому, что практически вся сумма у него уже есть. Объем Резервного фонда на конец 2010 года составил 775 млрд руб., что позволяет Минфину чувствовать себя очень комфортно. Тем не менее, поскольку официальный прогноз дефицита составляет все же 3% ВВП, или приблизительно 1.6 трлн руб., план государственных заимствований на 2011 год подразумевает возможность продажи до 1.7 трлн руб. новых рублевых долговых бумаг, а также размещения еврооблигаций объемом около $5 млрд.

В 2010 году при дефиците бюджета порядка 1.8 трлн руб. использование средств Резервного фонда составило чуть более 1 трлн руб., было продано 715 млрд руб. новых ОФЗ и размещены евробонды объемом $5 млрд. Даже в соответствии с официальным прогнозом Минфина дефицит бюджета в 2011 году сократится как относительно ВВП, так и в абсолютном выражении. Если же принять нашу оценку, согласно которой дефицит по году не превысит 850 млрд руб., то, учитывая необходимость погашения в 2011 году приблизительно 320 млрд руб. размещенных ранее ОФЗ, максимальный объем необходимого выпуска нового внутреннего долга получается равным 1.17 трлн руб. Эта цифра уже не так страшна, как 1.7 трлн.

При этом если допустить, что Минфин, согласно своей программе, пойдет в 2011 году на выпуск долга в иностранной валюте, то сумма заимствований сократится еще на 150 млрд руб. Напомним, что параллельно остаются неизрасходованными еще 775 млрд руб. Резервного фонда, который в 2011 году может быть использован полностью либо оставлен нетронутым. В итоге, объем размещения новых рублевых облигаций в 2011 году должен оказаться в диапазоне 0.25–1.17 трлн руб. Мы склонны предполагать, что истина, как часто бывает, находится где-то посередине, то есть реально размещенный объем будет очень близок к цифре 2010 года. Исходя из этого, мы и построили график, показывающий эволюцию государственного долга РФ. Как видно, отношение объема долга к ВВП нашей страны вырастет в 2011 году до 9.1% по сравнению с 8.6% по итогам прошлого года. Долговая нагрузка государства остается очень умеренной.

Прогноз аукционов ОФЗ на первый квартал 2011 года предполагает предложение инвесторам 300 млрд руб. новых бумаг. Поскольку январь уже закончился, мы можем констатировать, что из заявленных 60 млрд руб. Минфином было продано 37.2 млрд руб. новых ОФЗ — результативность вполне в рамках 2010 года. Тем не менее, объем будет нарастать: в феврале к продаже будет предложено 100 млрд руб. ОФЗ, а в марте — уже 140 млрд. Интересной осо-



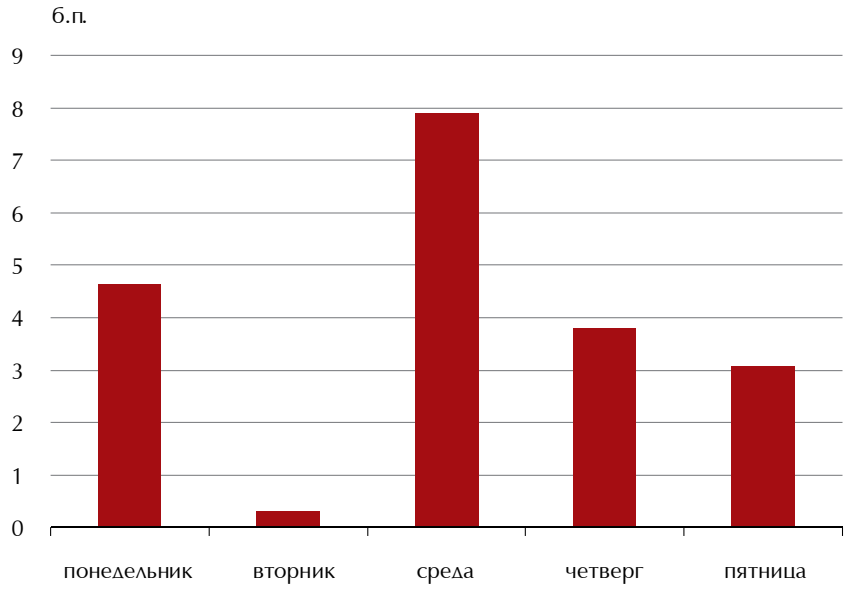
Источники: Минфин, оценки «УРАЛСИБА»

Рисунок 2
Государственный долг РФ по отношению к ВВП

Таблица 1
Расписание аукционов по размещению ОФЗ в I квартале 2011 г.

Дата аукциона	Выпуск	Дата погашения	Объем, млрд руб.
19.01.2011	ОФЗ 25076	13.03.2014	30
26.01.2011	ОФЗ 25077	17.03.2016	30
02.02.2011	ОФЗ 26204	15.03.2018	30
09.02.2011	ОФЗ 25076	13.03.2014	35
09.02.2011	ОФЗ 50001	09.11.2011	5
16.02.2011	ОФЗ 25077	17.03.2016	30
02.03.2011	ОФЗ 26204	15.03.2018	30
09.03.2011	ОФЗ 50001	09.11.2011	5
09.03.2011	ОФЗ 25076	13.03.2014	30
16.03.2011	ОФЗ 25077	17.03.2016	30
23.03.2011	ОФЗ 26204	15.03.2018	25
30.03.2011	ОФЗ 25075	15.07.2015	10
30.03.2011	ОФЗ 26203	03.08.2016	10

Источник: Минфин



Источники: Минфин, ЦБ

Рисунок 3
Средняя однодневная доходность индекса ОФЗ

> 2010 ГОД ЗАПОМНИЛСЯ В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ РЕКОРДНЫМ ОБЪЕМОМ ПРЕДЛОЖЕНИЯ В СЕГМЕНТЕ ГОСБУМАГ: ОБЪЕМ РЫНКА ОФЗ ВЫРОС НА 584 МЛРД РУБ., ИЛИ ПОЧТИ НА 40% ГОД К ГОДУ, ДОСТИГНУВ ОТМЕТКИ 2.05 ТРЛН РУБ.

бенностью является план Минфина предложить в феврале-марте 10 млрд руб. новой краткосрочной бескупонной бумаги с погашением в ноябре 2011 года, то есть длиной девять месяцев. Выпуск призван заполнить нишу относительно коротких инструментов, которая освободилась после того, как ЦБ «укоротил» ОБР до трех месяцев.

Важно отметить, что постоянно проходящие по средам аукционы по продаже ОФЗ оказывают существенное влияние на рынок. На Рисунке 3 мы изобразили разбивку средней однодневной доходности нашего внутреннего индекса рынка ОФЗ по дням недели в 2010 году. Наиболее очевидна здесь разница в средней доходности во вторник (0.3 б.п.) и среду (7.9 б.п.), которая легко объясняется простой логикой, что в день перед аукционом цены ОФЗ систематически падают в ожидании первичного предложения, а на следующий день кривая выравнивается. Речь идет об индексе полной доходности, то есть с учетом купонного дохода, поэтому минимальный доход во вторник на самом деле эквивалентен именно отрицательному изменению цен. Более того, индекс охватывает все бумаги, а не только те, по которым проходят аукционы, поэтому последние на самом деле влияют на всю кривую, а не только на отдельные выпуски. Найденная нами закономерность создает неплохие краткосрочные спекулятивные возможности для игроков с низкими транзакционными издержками.

Кстати, если говорить о торговой ликвидности в сегменте ОФЗ, она существенно улучшилась на фоне активизации первичного предложения. Рисунок 4 показывает изменение в течение 2010 года среднего спреда bid-ask в госсекции ММВБ. Как видно, несмотря на то что доходность ОФЗ во второй половине года в среднем подрастала на фоне роста продаж госдолга, торговый спред в то же время демонстрировал очевидную тенденцию к сокращению и к сегодняшнему дню достиг уровня порядка 20 б.п., который в последний раз наблюдался до кризиса — в апреле-мае 2008 года.

На Рисунке 4 мы уже показали, что доходность пятилетних госбумаг (имеется в виду пятилетняя точка на кривой, а не какой-то конкретный выпуск) не изменилась по итогам 2010 года. Начав год на уровне 7.5%, после бурного роста в первом квартале длинные бумаги впоследствии корректировались вниз в цене и в декабре практически пришли в начальную точку. Соответственно, сегмент госбумаг принес в прошлом году своим держателям доход 10.4%, из которых всего 2.1% пришлось на вторую половину года. Тем не менее, нам представляется наиболее вероятным, что по итогам 2011 года доходность на длинном конце кривой ОФЗ

Рисунок 4
Изменение среднего спреда bid-ask в госсекции ММВБ в 2010 г.

Источники: ММВБ, оценки «УРАЛСИБА»

окажется неизменной по сравнению с началом года, то есть будет находиться в диапазоне 7.25–7.5%.

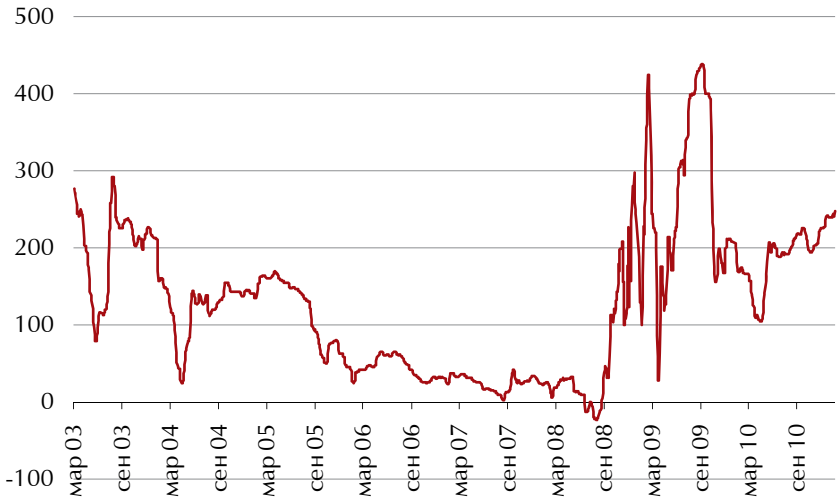
Нетрудно заметить, что в текущем году на котировки ОФЗ будут влиять два основных фактора риска:

- большой объем первичного предложения;
- возможный рост ставок ЦБ.

Что касается первого фактора, то выше мы уже пришли к выводу, что его давление вряд ли окажется сильнее, чем годом ранее. Оценивая вероятность повышения ключевых ставок, отметим, что в 2011 году мы ожидаем от ЦБ подъема ставки рефинансирования до уровня 9%. Это должно сдвинуть короткий конец кривой вверх приблизительно на 100 б.п. по сравнению с текущим уровнем. Сдвинется ли при этом длинный конец? На Рисунке 5 показана историческая динамика спреда между доходностью пятилетних ОФЗ и ставкой РЕПО ЦБ. Как видно, сейчас эта премия составляет 250 б.п., что в последний раз наблюдалось в середине 2004 года, на фоне тяжелого кризиса денежного рынка. Соответственно, если ставка РЕПО ЦБ в 2011 году вырастет на 100–125 б.п., премия к ней длинного конца кривой ОФЗ только вернется к своим более обычным значениям. Вообще, существенный рост доходности на рынке рублевых облигаций исторически имел место только тогда, когда на денежном рынке ощущался острый недостаток средств. Ничего подобного мы в течение 2011 года не ожидаем. Подъем доходности в четвертом квартале 2010 года как раз частично объяснялся тем, что в сентябре-ноябре Банк России «откачивал» с рынка ликвидность, продавая доллары на фоне неожиданно усилившегося оттока капитала. В текущем же году более вероятен обратный процесс — пополнение ликвидности финансовой системы на фоне умеренно крепкого рубля и постепенно растущих цен на нефть.

Суммируя сказанное, мы считаем, что в 2011 году сегмент ОФЗ скорее ожидает боковой тренд, а не рост доходности. Соответственно, смысла покидать сегмент нет, однако корпоративные бумаги должны по итогам года дать лучший доход за счет кредитного спреда. Идея покупки трех-пятилетних ОФЗ с горизонтом удержания порядка 12 месяцев остается актуальной, поскольку наклон рублевой кривой сохранится на своем историческом максимуме, а это при достаточной дюрации обещает инвестору доход выше купона просто за счет движения вдоль кривой лежащей на позиции бумаги.

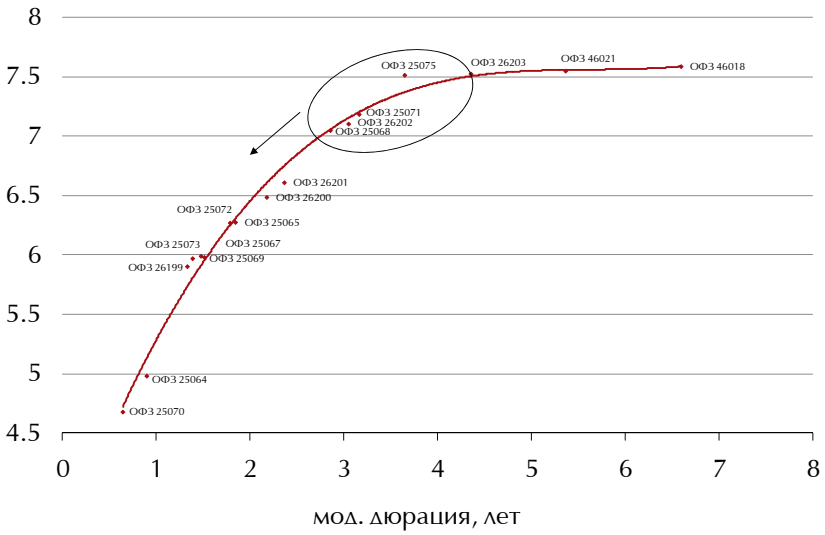
«НЕСМОТРЯ НА ТО ЧТО ДОХОДНОСТЬ ОФЗ ВО ВТОРОЙ ПОЛОВИНЕ ГОДА В СРЕДНЕМ ПОДРАСТАЛА НА ФОНЕ РОСТА ПРОДАЖ ГОСДОЛГА, ТОРГОВЫЙ СПРЕД В ТО ЖЕ ВРЕМЯ ДЕМОНСТРИРОВАЛ ОЧЕВИДНУЮ ТЕНДЕНЦИЮ К СОКРАЩЕНИЮ И ДОСТИГ УРОВНЯ ПОРЯДКА 20 Б.П., КОТОРЫЙ В ПОСЛЕДНИЙ РАЗ НАБЛЮДАЛСЯ ДО КРИЗИСА — В АПРЕЛЕ-МАЕ 2008 ГОДА»



Источники: Bloomberg, ММВБ, оценки «УРАЛСИБА»

Рисунок 5
Практически беспрецедентная премия к ставкам фондирования
Разница между пятилетней ставкой ОФЗ и однодневной ставкой РЕПО ЦБ, сглажено, б.п.

Рисунок 6
Кривая ОФЗ



Источник: ММВБ