Александр ОВЧИННИКОВ,
вице-президент управления глобальных рынков, ИК «Тройка Диалог»

В МАЕ МЫ НАЧАЛИ ОБСУЖДАТЬ НА СТРАНИЦАХ CBONDS REVIEW ПРОБЛЕМЫ И ПУТИ РАЗВИТИЯ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ. ЭТОТ РАЗГОВОР БЫЛ НАЧАТ С МИНИСТЕРСТВОМ ФИНАНСОВ ЕЩЕ В 2008 ГОДУ, КОГДА ПЕРВЫЕ ПРИЗНАКИ НАДВИГАЮЩЕГОСЯ КРИЗИСА НА РЫНКЕ ЖИЛЬЯ США ТОЛЬКО НАЧАЛИ РАСКАЧИВАТЬ «БЛАГОПОЛУЧНУЮ» ЛОДКУ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ. УЖЕ ПОСЛЕ ПАДЕНИЯ LEHMAN BROTHERS МЫ АПЕЛЛИРОВАЛИ К МИНФИНУ, УКАЗЫВАЯ, ЧТО СЖАТИЕ КРЕДИТНЫХ РЫНКОВ И РОСТ ВНУТРЕННИХ ПОТРЕБНОСТЕЙ РФ В ФИНАНСИРОВАНИИ ИНФРАСТРУКТУРНЫХ И СОЦИАЛЬНЫХ ПРОЕКТОВ НЕМИНУЕМО ЗАСТАВЯТ ПРАВИТЕЛЬСТВО УВЕЛИЧИТЬ ОБЪЕМ ЗАИМСТВОВАНИЙ, НАИБОЛЕЕ НАДЕЖНЫМ ИСТОЧНИКОМ КОТОРЫХ ВО ВСЕХ СТРАНАХ ЯВЛЯЕТСЯ ВНУТРЕННИЙ РЫНОК.

Пока гром не грянет, мужик не перекрестится

На наш взгляд, сегодня различным аналитическим командам уже не имеет смысла соревноваться в том, как наиболее выгодно изобразить на графике тот или иной показатель, а трейдерам и портфельным управляющим — дискутировать, какую премию на аукционе может предоставить Минфин. Точно так же, как Минфину нет более смысла повторять на конференциях и в интервью, какие шаги эмитент может предпринять в дальнейшем, по-прежнему и полностью полагаясь на высокие цены на нефть. Сегодня и инвесторы, основательно заполнившие собственные портфели ОФЗ, и Минфин, чьи планы предполагают привлечение до конца года еще около 1 трлн руб. и 2.02 трлн руб. в будущем году, находятся в одной лодке и должны быть заинтересованы в реальном, а не показном прогрессе.

В качестве вступления стоит все же привести несколько цифр, которые помогут сфокусироваться на масштабе задач и степени рисков как для инвесторов, так и для эмитента.

Объем внутреннего государственного долга достиг 2.5 трлн руб. по состоянию на 27 июня, что в 2.3 раза больше объема рынка в мае 2008 года, когда уровень дюрации госдолга был максимальным. Сейчас, когда она упала до 3.46–3.5 года по сравнению с 6.07 года на тот момент, Минфин ставит задачу поднять планку до пяти лет.

До конца года, то есть за оставшиеся шесть месяцев, Минфину предстоит привлечь на внутреннем долговом рынке около 1 трлн руб. В будущем году по трехлетнему плану правительства объем заимствований возрастает до 2.02 трлн руб., то есть в итоге — чуть более 3 трлн руб. за полтора года. Этот объем сам по себе внушительный, а с учетом рисков внешних рынков выглядит пока сложно реализуемым.

Сегодня, как и вчера и позавчера, инвесторы отмечают высокие «инфраструктурные риски» внутреннего рынка, предпочитая рублевые еврооблигации на внешнем рынке или относительно короткие выпуски ОФЗ на внутреннем. В результате этих предпочтений спред между доходностью двух- и пятилетних ОФЗ вырос до 185–188 б.п. по сравнению со 120–130 б.п. в начале года, а также по сравнению с более плоской кривой IRS, где аналогичный спред составляет всего 129 б.п. На кривой валютных свопов спред еще уже — 115 б.п.

Семилетние рублевые еврооблигации, став чистой мерой привлекательности рубля для инвесторов на внешнем рынке, оцениваются с доходностью на 90–110 б.п. ниже семилетних ОФЗ на внутреннем рынке.

Конечно, нельзя утверждать, что Минфин не сделал ничего для преодоления сложившейся ситуации. В статье в майском выпуске Cbonds Review мы отметили некоторые достижения, среди которых среднесрочное планирование и публикация эмитентом графика размещений на ближайший квартал, а также ориентира доходности размещаемого выпуска перед аукционом. Кроме того, Минфин отказался от доразмещения облигаций на вторичном рынке и совместно с ЦБ исключил требования предварительного депонирования денежных средств на аукционе.

Даже столь косметические нововведения привлекли инвесторов, которые после кризиса 2008 года стали уделять больше внимания анализу кредитных рисков и увеличили в своих портфелях вес высококачественных квазисуверенных и суверенных активов. В итоге объем оборота вторичного рынка ОФЗ вырос в 2010 году и начале текущего года в 3–3.5 раза по сравнению с докризисными 2000–2008 годами, обогнав по ликвидности рынок негосударственных займов.

Однако в настоящее время, когда доходность государственных облигаций достигла минимального уровня, укрепление рубля и избыточный объем ликвидности в банковской системе

уже не являются необходимым и достаточным условием высокого спроса на долгосрочные займы Минфина. Внешние риски и прогнозы роста стоимости кредита на внешних рынках, что в конечном итоге определяет направление движения капитала, заставляют инвесторов проводить более сдержанную политику управления портфелем.

По сравнению с минимумами, достигнутыми в апреле, доходность двухлетних ОФЗ почти не изменилась (5.5–5.57%), в то время как доходность пяти- и десятилетних бумаг выросла на 30–40 б.п. Только с начала июня доходность и десятилетних облигаций ОФЗ-26204 и 26205 увеличилась на 10–13 б.п. Растущие внешние риски и ожидания роста предложения со стороны Минфина РФ привели к расширению спреда между доходностью двух-пятилетних ОФЗ до максимального значения в размере 188 б.п. (155–170 б.п. в мае). Спред между пяти-десятилетними бумагами вырос до 85 б.п. по сравнению с 55–65 б.п. в конце мая – начале июня.

Приведенные примеры являются простой иллюстрацией рыночных трендов для участников рынка и портфельных управляющих, однако должны стать серьезным аргументом при выработке дальнейшей политики заимствований Министерством финансов. В случае если его намерения привлечь 3 трлн руб. в течение полутора лет серьезны и никоим образом не связаны с повышением стоимости привлекаемых им займов, то эмитент должен быть кровно заинтересован в подготовке этой базы заимствований — развитии рынка для снижения рисков инвесторов и привлечения больших средств на рынок.

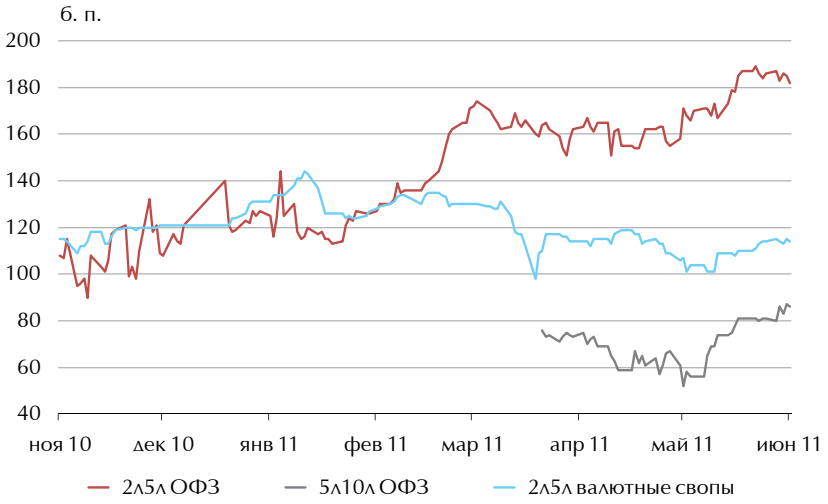
Не последнюю роль в данном процессе может сыграть Федеральный закон № 122-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и статьи 214.1 и 310 части второй Налогового кодекса Российской Федерации», принятый Госдумой и подписанный президентом в конце мая.

Помимо унификации системы депозитарного учета и упрощения процедуры получения инвесторами доходов по ценным бумагам, принятие данного закона разрешает с января 2012 года обращение государственных ценных бумаг наряду с негосударственными займами на фондовых биржах РФ. Однако только лишь возможность торговать ОФЗ на фондовых биржах не решит проблем привлекательности инструмента. Даже если мы объединяем государственные и негосударственные займы на одной торговой площадке, проблемы старой модели рынка остаются. Эта модель «торгуем от лонга» (покупаем в ожидании снижения процентных ставок) доказала свою неполноценность в предыдущие годы: спрос, а значит и ликвидность рынка в целом, пропадают, как только появляется риск роста предложения или риск роста процентных ставок.

Требуется модернизация всей системы проведения аукционов, запуск новых инструментов. Вероятно, заинтересованность в данных инструментах появится, если цены на нефть упадут до $60–80 за баррель, а укрепление рубля и приток на внутренний рынок даже спекулятивного капитала будут не столь очевидны.

Отсутствие в предыдущие годы макроэкономических предпосылок для модернизации рынка привело к тому, что гособлигации — самый надежный на локальном рынке инструмент — не смогли стать для инвесторов и держателей государственных ценных бумаг инструментом, защитившим их в период мирового финансового кризиса в 2008 года.

Подобные риски сохраняются и сейчас…



Источник: ИК «Тройка Диалог»

Рисунок 1
Спред 2–5-летних и 5–10-летних ОФЗ против 2–5-летних валютных свопов

Таблица 1
Основные показатели исполнения федерального бюджета РФ в части государственных внутренних заимствований, млн руб.

	Плановый объем заимствований	Фактический объем привлечения за счет эмиссии				Обслуживание долга			Чистое привлечение
		ОФЗ	ГСО	Рублевые еврооблигаций	Итого	ОФЗ	ГСО	Итого	
2010 г.	1 228 873,00	712 458,80	144 716,22		857 175,02	229 290,50	128 126,18	357 416,68	499 758,34
5 мес 2011 г.	1 709 900,00	450 499,00	30 063,00	93 086,10	573 648,10	159 136,22	9 337,78	168 474,00	405 174,10
2012 г.	2 023 300,00								
2013 г.	2 101 900,00								

Источники: Минфин РФ, ИК «Тройка Диалог»