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

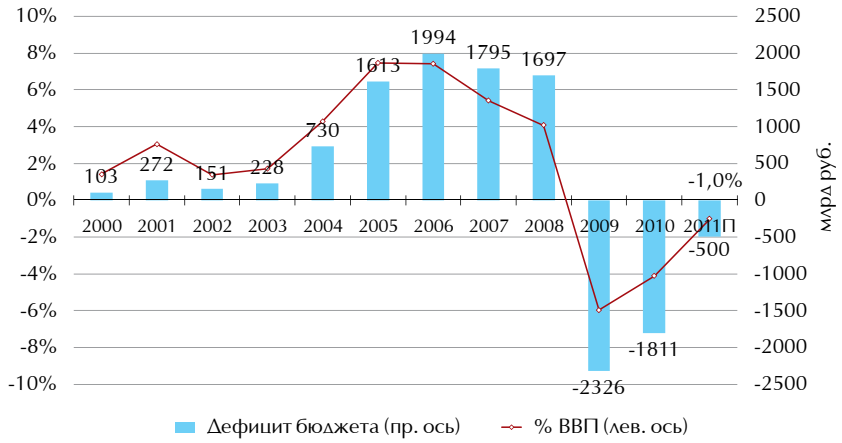
Взяв в середине 2010 года курс на развитие внутреннего рынка, Министерство финансов РФ следует намеченному плану, размещая каждый месяц все новые объемы рублевого долга. Между тем, бюджет нашей страны исполняется в 2011 году с существенным профицитом, рождая вопрос, зачем правительству нужен такой объем заимствований.

Мы не знаем, зачем государство занимает, но смотреть на это приятно…

БЮДЖЕТ 2011 ГОДА МОЖЕТ ОКАЗАТЬСЯ СБАЛАНСИРОВАННЫМ

В результате пересмотра ожидаемой цены на нефть наш прогноз дефицита бюджета в текущем году сократился до 1% ВВП, что в абсолютном выражении составляет 500 млрд руб. Тем временем, на конец мая бюджет был исполнен с профицитом 355 млрд руб. Минфин ранее заявлял, что бюджет этого года балансируется при цене на нефть $110 за баррель (что и является нашим новым прогнозом стоимости нефти Urals). Однако планируемые государственные расходы были увеличены, и в последнее время министр финансов Алексей Кудрин уже заговорил о цене $115 за баррель как о точке, в которой бюджетные доходы сравняются с расходами. Интересно, что в середине июня с неожиданной стороны появился еще один прогноз исполнения бюджета: первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев заявил, что бюджет РФ по итогам 2011 года окажется бездефицитным.

Рисунок 1
Бюджетный дефицит и его отношение к ВВП



Источники: Минфин, оценки «Уралсиба»

СОСТОЯНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ФИНАНСОВ ЗАМЕТНО УЛУЧШАЕТСЯ

Долговая нагрузка правительства РФ остается умеренной. На конец 2010 года она составляла 9.4% ВВП, и нам представляется, что по итогам 2011 года планка 10% ВВП не будет пройдена (см. Рисунок 2). Долг в иностранной валюте наращивать не планируется, поэтому мы предполагаем, что он останется на текущем уровне $40 млрд. Что касается внутреннего дол-

га, за январь-май Минфин продал на рынке 510 млрд руб. новых ОФЗ, что с учетом размещенного в два приема выпуска рублевых евробондов объемом 90 млрд руб. дает в совокупности 600 млрд руб. нового привлечения. Потребности в рефинансировании внутреннего долга в 2011 году составляли в начале года 302 млрд руб., то есть эту сумму правительство уже двукратно перекрыло новым долгом. Из нашего прогноза исполнения бюджета (дефицит порядка 500 млрд руб. плюс 302 млрд руб. на рефинансирование) следует, что в июне-декабре текущего года будет размещено всего около 200 млрд руб. госдолга, а если эта сумма будет превышена, Минфин начнет наращивание резервного фонда за счет заимствований, что не влияет на чистый долг. Таким образом, объем внутреннего долга на конец года должен составить приблизительно 3.45 трлн руб. Вместе с внешним долгом это обеспечит соотношение госдолга к ВВП на уровне 9.1%, то есть ниже уровня 2010 года.

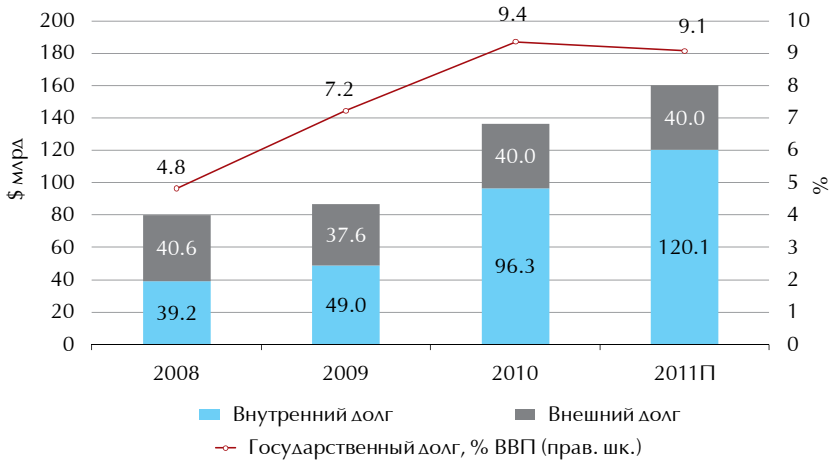
ИДЕЯ СТЕРИЛИЗАЦИИ ЛИКВИДНОСТИ СОМНИТЕЛЬНА

Итак, на конец мая Минфин уже разместил почти на 300 млрд руб. нового долга больше, чем ему требуется для рефинансирования в текущем году — и это при том, что профицит бюджета за тот же период составил 355 млрд руб. Таким образом, у министерства имеется более 650 млрд руб. временно свободных средств. В выступлении представителя Минфина на июньской конференции «Уралсиба» прозвучало, что министерство координирует свои действия с ЦБ, помогая ему в связывании свободной ликвидности, то есть, по сути, в борьбе с инфляцией. Это наводит нас на следующие мысли:

- Аккумулирование средств в Резервном фонде действительно сокращает денежное предложение. Однако именно роста суверенных фондов мы пока и не видели. Напротив, Минфин предлагает свободные средства банкам для размещения на депозиты с возвратом в четвертом квартале текущего года. Понятно, что сокращения денежного предложения при этом не происходит.
- Должен ли Минфин вообще заниматься контролем ликвидности? С нашей точки зрения, это сфера ответственности Центробанка, поскольку перед ним стоит задача инфляционного таргетирования. Банк России обладает достаточными средствами для управления денежным предложением, а присутствие в этой области второго агента со своими интересами может в определенных обстоятельствах оказаться вредным.
- Стерилизация нужна там, где есть свободная ликвидность. Минфин же размещает в основном длинные облигации, сокращая и без того скудный объем имеющихся в экономике длинных денег. Более того, размещение средств на краткосрочных депозитах в банках является не чем иным, как перекачиванием ресурсов с длинного конца кривой на короткий, где как раз и присутствует и без того избыточная ликвидность.

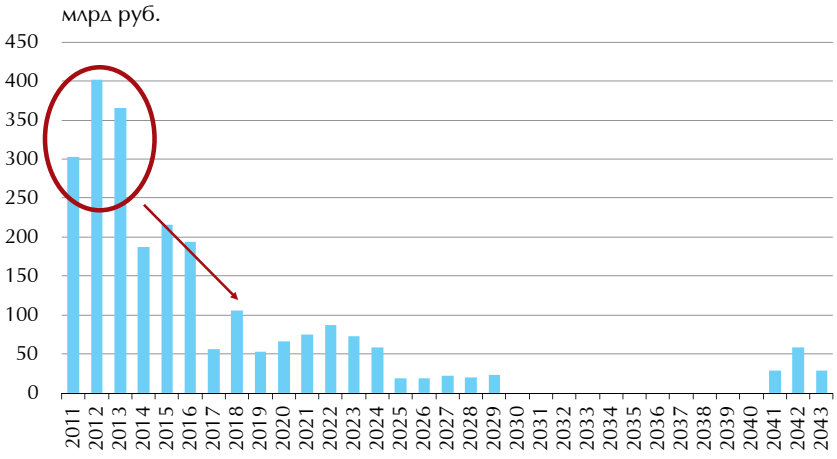
УДЛИНЕНИЕ ДОЛГА — ПОХВАЛЬНО

Вследствие активных продаж внутреннего долга в 2009–2010 годах Минфин создал «навес» краткосрочных обязательств на рынке ОФЗ. В начале текущего года объем бумаг с погашением в 2011–2013 годах составлял 1069 млрд руб., или 43% общего объема рублевых государственных облигаций.



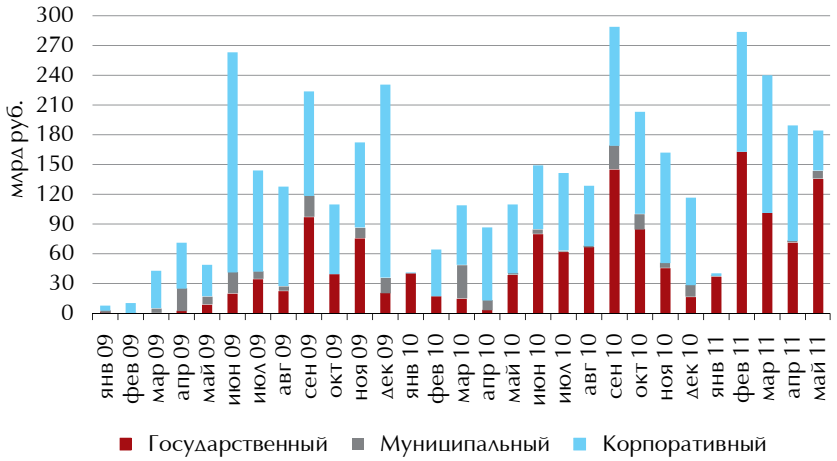
Источники: Минфин, оценки «Уралсиба»

Рисунок 2
Государственный долг РФ и его отношение к ВВП



Источник: Минфин

Рисунок 3
Структура погашения внутреннего долга на 1 января 2011 г.



Источник: Cbonds

Рисунок 4
Новые размещения на локальном рынке облигаций (млрд руб.)

> СТЕРИЛИЗАЦИЯ НУЖНА ТАМ, ГДЕ ЕСТЬ СВОБОДНАЯ ЛИКВИДНОСТЬ. МИНФИН ЖЕ РАЗМЕЩАЕТ В ОСНОВНОМ ДЛИННЫЕ ОБЛИГАЦИИ, СОКРАЩАЯ И БЕЗ ТОГО СКУДНЫЙ ОБЪЕМ ИМЕЮЩИХСЯ В ЭКОНОМИКЕ ДЛИННЫХ ДЕНЕГ

В текущем году сдвиг в сторону размещения длинных бумаг стал очевиден. Средний срок до погашения размещаемых ОФЗ составил за истекший период второго квартала 5.2 года в сравнении с 3.4 года в четвертом квартале 2010 года. В 2011 году Минфин вернулся к предложению рынку семи-десятилетних бумаг, таких как ОФЗ-26205 и ОФЗ-26204. Рынок покупателя стал рынком продавца, и ведомство смогло перейти от вынужденных размещений короткого долга для финансирования дефицита бюджета к работе по улучшению структуры своих обязательств.

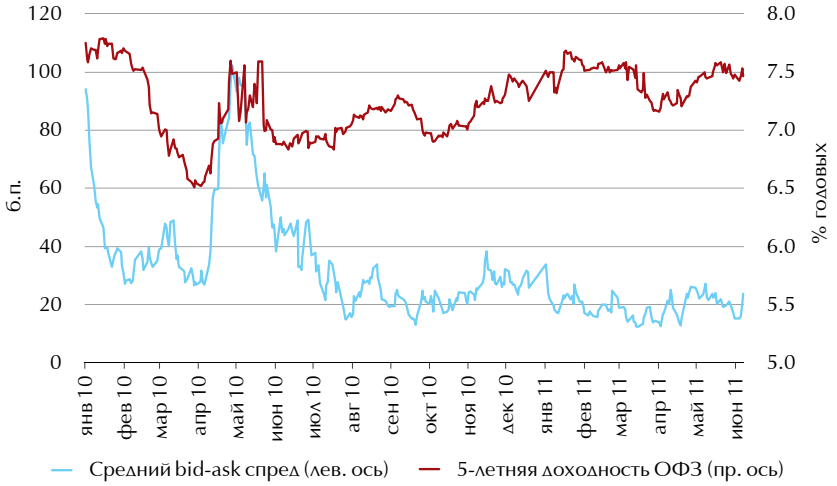
ГОСУДАРСТВО — ОСНОВНОЙ ЗАЕМЩИК

Как видно на Рисунке 4, Минфин обеспечивает в последнее время более половины общего объема предложения на локальном рынке. С января по май 2011 года было размещено 510 млрд руб. новых ОФЗ, тогда как компании и регионы РФ выпустили бумаги на общую сумму 430 млрд руб. Кстати говоря, объем привлечения средств компаниями также растет — это не дает утверждать, что Минфин вырвался вперед на фоне стагнации негосударственного сегмента. В результате, доля госдолга на рынке медленно возрастает, составляя сейчас 39.2% против 37.4% в 2010 году и 33% в 2009 году, а суммарный объем локального рынка быстро уходит в отрыв от объема рынка евробондов.

ЛИКВИДНОСТЬ СЕГМЕНТА ОФЗ УСТОЙЧИВО ВЫСОКА С АВГУСТА ПРОШЛОГО ГОДА

График доходности пятилетних ОФЗ показывает, что сейчас эта точка находится на уровне 7.5%, то есть там же, где она и была в начале года. Однако, несмотря на ограниченное ценовое движение, жизнь в государственном сегменте рынка, безусловно, есть. Во-первых, как мы уже сказали, сегмент поглощает половину всего нового объема размещений внутреннего долга. Во-вторых, как показано на Рисунке 5, средний bid-ask в сегменте ОФЗ составляет сейчас 20 б.п., что по меркам последних лет очень немного. С августа прошлого года средний торговый спред колеблется в диапазоне 15–30 б.п. — к досаде брокеров и на радость инвесторам.

Рисунок 5
Пятилетняя точка на кривой ОФЗ и средний bid-ask спред в государственном сегменте



Источники: ММВБ, оценки «Уралсиба»

НАКЛОН КРИВОЙ БЛИЗОК К ИСТОРИЧЕСКОМУ МАКСИМУМУ

Рисунок 6 показывает разницу ставок между пятилетней и 12-месячной точками на кривой ОФЗ. Как видно, сейчас наклон составляет порядка 270 б.п. Если исключить 2008–2009 годы, то в последний раз подобное наблюдалось аж в 2005 году.

ИНВЕСТОРЫ ДОВОЛЬСТВУЮТСЯ ВСЕ МЕНЬШИМ

Как показывает Таблица 1, полный доход (total return), полученный инвесторами в трех основных сегментах рынка рублевых облигаций, убывает по

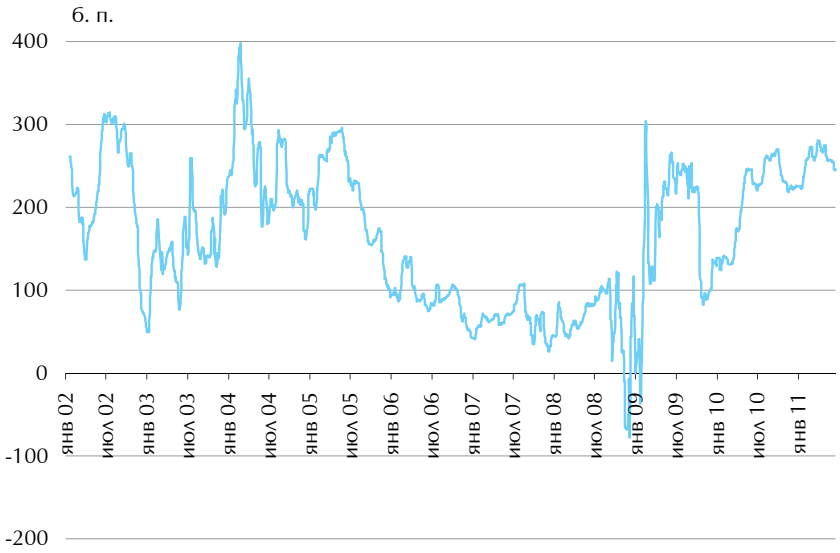
мере нашего удаления от кризиса. Если в 2010 году сегмент ОФЗ принес инвесторам 10.4%, на сегодня доход 2011 года в годовом выражении составляет 7.9%. В корпоративном сегменте доход в 2010 году составил 14.9%, а в текущем году пока только превысил 12%. К тому же, если говорить о перспективе всего 2011 года, последняя оценка выглядит оптимистичной, поскольку включает в себя ралли в корпоративных бумагах, прошедшее в феврале-марте текущего года. Нам кажется более вероятным, что по итогам 12 месяцев доход в корпоративном сегменте окажется ближе к 10%, тогда как в сегменте ОФЗ он, наоборот, превысит 8%. Упомянутое ралли до минимума сократило корпоративные спреды, в результате чего покупка чуть более длинных ОФЗ стала перспективнее, чем игра во многих корпоративных бумагах первого эшелона.

Очень хорошей иллюстрацией последнего факта является следующий Рисунок 7.

Возникает вопрос: а стоит ли вообще покупать корпоративные бумаги? Как видно, средневзвешенная доходность в корпоративном сегменте к сегодняшнему моменту практически сравнялась с аналогичным показателем государственного сегмента, и только дюрация различает эти два индекса — у MICEX-RGBI она больше. Сегодняшнее и докризисное состояния рынка отличаются наклоном кривой, который очень силен сейчас и почти отсутствовал в 2007 году. Тем не менее, удивительный факт остается фактом: в среднем корпоративные бумаги практически не дают премии к государственным.

НАШ ВЗГЛЯД НА ДЛИННЫЕ ОФЗ — ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЙ

Рублевая кривая находится под углом, и это хорошо. Наклонная кривая очень выгодна банкам, поскольку они могут занимать дешево на коротком конце и вкладывать эти средства на длинном. Если говорить о первичном предложении, его не стоит рассматривать как основной риск, поскольку если допустить, что в первой половине 2011 года Минфин действительно разместит заявленные 600 млрд руб. новых ОФЗ (статья писалась в середине июня), во второй половине года, согласно нашему прогнозу бюджетного дефицита, ему останется продать всего 200 млрд руб. для покрытия всех необходимых расходов. Так или иначе, потребности Минфина в размещении нового долга будут



Источники: Минфин, оценки «Уралсиба»

Рисунок 6
Разница в доходности пятилетних и 12-месячных ОФЗ

сокращаться, а это сделает правительство менее заинтересованным в предложении премии рынку.

Таким образом:

• Мы сохраняем свой прогноз: ставки ОФЗ окажутся по итогам текущего года неизменными на фоне ожидающегося нами увеличения ставки рефинансирования до 9%. Мы прогнозируем доходность пятилетних ОФЗ на уровне 7.25%.

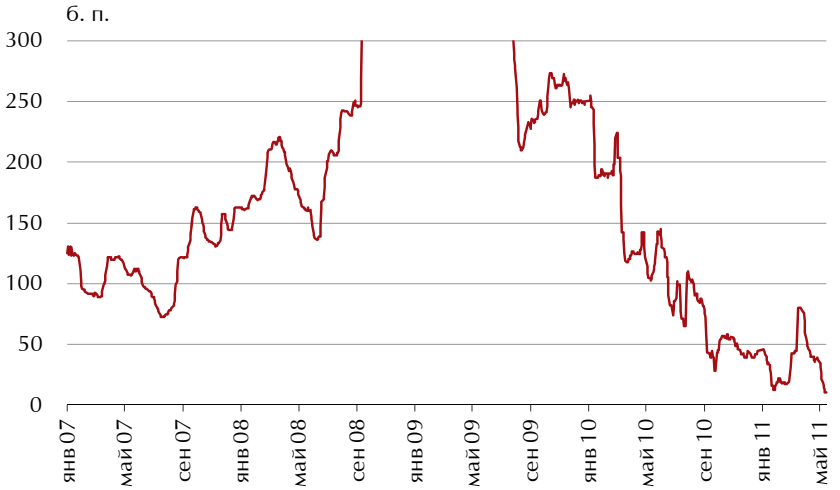
• Мы продолжаем рекомендовать к покупке бумаги, находящиеся близко к началу активного «скатывания» с кривой. Имеется в виду дюрация в три-пять лет, а именно такие выпуски, как ОФЗ-26202, 25075, 25077, 26203, 26204, 26206.

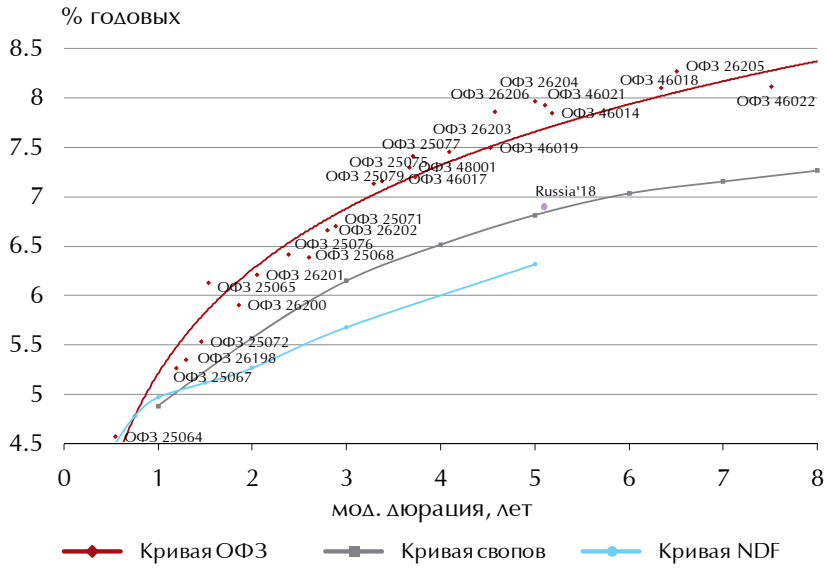
Таблица 1
Годовой доход, полученный в различных сегментах рынка рублевых облигаций, %

Сегмент	2007	2008	2009	2010	2011 (на сегодня)	2011 (в год. выр.)
ОФЗ	6.7	(4.5)	24.5	10.4	3.0	7.9
Муниципальный	7.5	(10.0)	36.2	14.0	4.4	11.6
Корпоративный	8.4	(5.5)	28.9	14.9	4.8	12.6

Источники: Минфин, оценки «Уралсиба»

Рисунок 7
Спред между средней доходностью индекса IFX-Cbonds (корп. сегмент) и MICEX-RGBI (гос. сегмент)





Источники: ММВБ, Bloomberg

Рисунок 8
Ставки рублевого рынка

НАШЕСТВИЕ ИНОСТРАНЦЕВ?

В наших прогнозах не учтен важный фактор, который может оказать влияние на локальный рынок в самое ближайшее время. Речь идет о намерении Euroclear построить «мост» между собой и НДЦ, который должен быть введен в строй к концу текущего года. При этом торговля ОФЗ, согласно заявлениям ММВБ, будет перенесена в фондовую секцию. Таким образом, участники рынка получат возможность торговать госбумагами ОТС, а иностранцы смогут покупать рублевые облигации без основного ограничения, которым ранее являлись расчеты через локальные структуры. Последствия этих шагов для рынка трудно переоценить. Во-первых, торговая ликвидность должна существенно выиграть как от прихода новых маркет-мейкеров, так и от возможности «шортить» госбумаги. Во-вторых, новый спрос понизит доходности, причем масштаб этого снижения можно оценить уже сейчас. На графике кривой ОФЗ изображен единственный рублевый государственный еврооблигация Россия-18, который не предлагает сейчас никакой премии к кривой свопов. Соответственно, когда иностранцы смогут свободно приобретать ОФЗ, сближение кривой последних со свопами станет неизбежным. Мы не думаем, что в итоге кривые полностью совпадут, поскольку в случае с Россией-18 в ее пользу играет очень ограниченное предложение, однако снижение доходности вдоль кривой ОФЗ на 50 б.п. — это абсолютный минимум того, что стоит ожидать от грядущих нововведений.

Организатор:

Cbonds congress

Официальные партнеры:

ING

WestLB

ЛИНИЯ ПРАВА
АДВОКАТСКОЕ БЮРО

Спонсоры:

Связь Банк

Райффайзен БАНК

Dewey & LeBoeuf LLP

СИНДИЦИРОВАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ В РОССИИ
LOANS 2011

2-я ежегодная конференция
СИНДИЦИРОВАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ В РОССИИ
29 сентября 2011 года, Москва

Конференция Cbonds — это уникальная возможность услышать мнение профессионалов банковского сектора, узнать об основных тенденциях развития рынка, задать вопросы участникам круглых столов и установить новые деловые связи.

Докладчики и участники дискуссий:

Nicholas Voisey, Director, Loan market association
Natasha Isakova, Head of Emerging markets origination, LCM, Barclays Capital
Harvey Hoogakker, Managing director, Head of CEEMEA London syndication at WestLB AG, London Branch
Eric Zimny, Head of Loan capital markets, Commerzbank AG
Helen Guillemot, Head of loan syndications, E&C Structured Finance CIS, Eastern Europe and Turkey, BNP Paribas
David Pepper, Managing Director, WestLB Capital Markets
Pjotr Gainullin, Structured commodity trade finance, Deutsche Bank
Владислав Кирияк, старший менеджер по синдицированным кредитам, управление синдикации кредитов, ЕБРР
Никита Патрахин, начальник управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций, Райффайзенбанк
Юрий Туктаров, партнер, адвокатское бюро «Линия права»
Дмитрий Губарев, партнер, Dewey & LeBoeuf

Участники:

«Мечел», СУЭК, «Газпром нефть», «Вымпелком», «РусГидро», «Уралхим», «Антипинский НПЗ», «Славнефть», ЕПК, «Московский кредитный банк», банк «Глобэкс», СИТРОНИКС, X5 Retail Group, «Техносила», «ФосАгро»

Подробнее на сайте www.cbonds-congress.com

на правах рекламы