Антон ТАБАХ,
к. э. н., старший аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

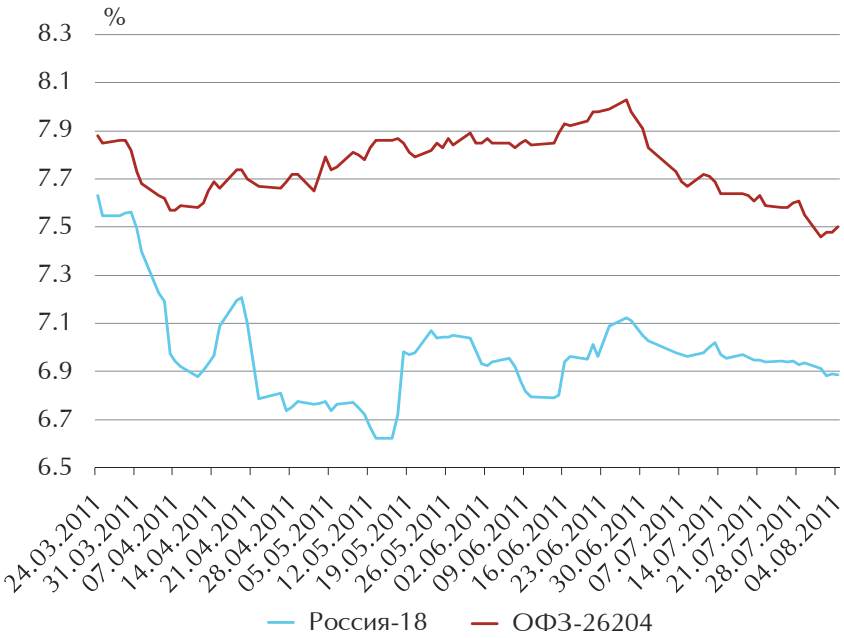
ДЛЯ ИНВЕСТОРА, ЖЕЛАЮЩЕГО НАСЛАДИТЬСЯ ПРЕИМУЩЕСТВАМИ НАШЕГО ОСТРОВА СТАБИЛЬНОСТИ, СУЩЕСТВУЕТ НЕСКОЛЬКО ВОЗМОЖНОСТЕЙ ПРИОБРЕСТИ СТРАНОВОЙ РИСК РФ В ЧИСТОМ ВИДЕ (ВАЛЮТНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ, РУБЛЕВЫЕ ЕВРОБОНДЫ РФ, ОФЗ) ИЛИ СЛЕГКА РАЗБАВЛЕННЫЕ КВАЗИСУВЕРЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ ГОСКОРПОРАЦИЙ И СУБФЕДЕРАЛЬНЫЕ БУМАГИ. ЕСТЕСТВЕННЫМ ОБРАЗОМ ВСЕ ЭТИ ИНСТРУМЕНТЫ ОКАЗАЛИСЬ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫМИ ДЛЯ РАЗНЫХ СЕГМЕНТОВ РЫНКА И ОБЕЩАЮТ РАЗНУЮ ДОХОДНОСТЬ. ХОТЯ ЭТОТ ПРОЦЕСС ВЕСЬМА ИЗМЕНЧИВЫЙ И ДИНАМИЧНЫЙ.

Остров стабильности

ВАЛЮТНЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Глобальная турбулентность, стремление осторожных инвесторов к снижению валютных рисков в портфелях привели к тому, что валютные суверенные облигации в теории остаются привлекательными, несмотря на отсутствие новых выпусков и естественное сужение рынка. Спред России к другим развивающимся рынкам расширился в последние месяцы, премия в стоимости защиты от дефолта РФ (BBB/Baa1/BBB) к аналогичному показателю Бразилии (BBB-/Baa3/BBB) составляет сейчас около 30 б.п. против 10 б.п. в начале марта текущего года. Практически такой же величины спред между Россией и Мексикой (BBB/Baa1/BBB), а в случае с Турцией (BB/Ba2/BB+) разница в стоимости зашиты от дефолта отрицательна, но скорее из-за близости Турции к очагам нестабильности.

Рисунок 1
ОФЗ-26204 vs Россия-18 (руб.)



Спред России к Treasuries также далек от справедливого. Спред российского суверенного бенчмарка Russia'30 к десятилетним Treasuries сейчас находится на уровне 141 б.п. Таким образом, указанная отметка является вполне достижимой и остается нашей целью по спреду Russia'30–US10Y на конец текущего года.

Из сказанного следует, что в настоящий момент российский суверенный долг привлекателен как относительно долгов других развивающихся экономик, так и относительно своих собственных исторических значений. С другой стороны, в абсолютном выражении инвестор с высокой вероятностью понесет потери — при ожидаемой к концу года ставке по US10Y в 4.5% (3.12% в настоящий момент), при справедливом спреде Russia'30 к этим бумагам 100 б.п. доходность Russia'30 в конце года может составить порядка 5.5%, что почти на 90 б.п. выше текущего уровня.

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

	2007	2008	2009	2010	1П2011	2011 (прогноз)
ОФЗ	6,7	-4,5	24,5	10,4	3,1	6,7
Субфедеральный	7,5	-10	36,2	14	3,9	9,4
Корпоративный	8,4	-5,5	28,9	14,9	4	10,3

Источники: ММВБ, оценки «Уралсиб Кэпитал»

РУБЛЕВЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Суверенные рублевые облигации — это главная новация 2011 года. Планы по их размещению были задекларированы

Минфином еще в прошлом году, однако из-за далеко не лучшей конъюнктуры рынка выпуски были отложены. В первом полугодии в два приема был размещен семилетний выпуск Россия-18 на 90 млрд руб. При размещениях инвесторам предлагались достаточно хорошие условия — доходность на 25–40 б.п. ниже кривой ОФЗ, притом что доходности по рублевым еврооблигациям в среднем являлись на 75–100 б.п. ниже, чем по выпуску ОФЗ с сопоставимой дюрацией (62 б.п. по состоянию на 4 августа).

Выпуск России-18 был откровенно ориентирован на иностранных инвесторов и, помимо пополнения запасов наличности, преследовал ряд других целей. В частности, Минфин сделал еще один шаг к тому, чтобы лучше балансировать между внутренним и внешним рынками, привлекая средства для финансирования дефицита бюджета РФ, особенно учитывая некоторое охлаждение спроса на ОФЗ со стороны нерезидентов.

В выигрыше оказываются и зарубежные инвесторы (организационно-юридические риски, сопоставимые с привычными им еврооблигациями, высокие объемы выпусков), и заемщики (доходности несколько ниже, чем по традиционным рублевым облигациям; расширение базы инвесторов; отсутствие валютных рисков). Рублевые евробонды соответствуют заявленным властями планам по ограничению валютных рисков государственных компаний и банков, чтобы избежать повторения ситуации 2008–2009 гг., когда проблема рефинансирования валютных обязательств отдельных компаний стала головной болью Минфина и правительства.

Поскольку риски в случае рублевых еврооблигаций ниже, чем по ОФЗ, этот инструмент принятия российского риска очень хорошо подходит для нерезидентов, основным ограничителем является малый объем рынка и отсутствие полноценной кривой. Но эта проблема решаема в среднесрочной перспективе. На наш взгляд, рублевые еврооблигации будут модными инструментами в 2011–2012 гг. и позволят зарубежным фондам размещать средства более удобным образом, а государству — снизить стоимость издержек без принятия на себя валютных рисков. Пока рублевые еврооблигации опробовали «РусГидро» и РСХБ, скорее всего, на этот рынок выйдут и другие госкорпорации. Можно ожидать, что в ближайший год сегмент еврооблигаций в рублях пополнится 5–7 новыми квазигосударственными именами. Отсутствие премии или минимальные премии к рублевым бондам определенно будут заслуживать пристального торгового внимания со стороны участников рынка.

ОФЗ

Даже в условиях дефицита бюджета ниже запланированного Минфин продолжает политику активных заимствований и обеспечивает до половины объема первичного предложения на внутреннем рынке. Доля госдолга на рынке медленно возрастает: на 1 июля она составила 39.2% против 37.4% в 2010 и 33% в 2009 году. Ожидается, что к концу года объем рынка гособлигаций достигнет 2.5 трлн руб. Ликвидность сегмента ОФЗ остается высокой уже больше года, а доходности пяти-семилетних ОФЗ колеблются в районе 7.5%, не сильно сдвинувшись по сравнению с началом года. Несмотря на стабильность доходностей и увеличение числа долгосрочных держателей, рынок остается достаточно живым. Средний bid-ask в сегменте ОФЗ составляет сейчас около 25 б.п., торговый спред также упал, а это по меркам последних лет очень немного, что показывает возросшую ликвидность и конкуренцию на рынке.

Наклон кривой ОФЗ остается существенным и (если исключить кризисный период) на уровне 2005 года, что выгодно банкам, позволяет им зарабатывать на разнице ставок. Реальные ставки стали умеренно отрицательными в начале 2011 года и сейчас составляют порядка минус 200 б.п. для пятилетней бумаги — что вполне соответствует докризисным значениям. Если говорить о первичном предложении, то с этой стороны стоит ждать ухудшения ситуации: потребности в размещении нового долга у Минфина будут сокращаться, а это сделает правительство гораздо менее заинтересованным в том, чтобы предлагать рынку премию. Включение ОФЗ в систему расчетов в Clearstream, которое займет несколько месяцев, также будет способствовать повышению привлекательности госбумаг для нерезидентов и воспрепятствует росту доходностей даже на фоне ужесточения кредитно-денежной политики и повышения ставки рефинансирования. Ставки ОФЗ, скорее всего, окажутся по итогам текущего года неизменными: доходности пятилетних госбумаг будут находиться на уровне 7.25–7.5%. Поэтому мы продолжаем рекомендовать к покупке бумаги, находящиеся близко к началу активного скатывания с кривой, то есть с дюрацией три — пять лет.

Сегодняшнее и докризисное состояние рынка существенно отличает свойство, о котором мы уже говорили выше: наклон кривой, очень сильный сейчас и почти отсутствовавший в 2007 году. В таблице 1 приводится рассчитанный «УРАЛСИБ Кэпитал» полный доход, который принесли три основных сегмента рынка рублевых облигаций с 2007 года до середины 2011 года. Эффективность вложения средств в рынок убывает по мере удаления от кризиса. Если в 2010 году сегмент ОФЗ принес инвесторам 10.4%, то на сегодня доход 2011 года в годовом выражении составляет 6,7%, а по итогам года будет на уровне 8–8.5 %. Ралли в конце первого квартала до минимума сократило корпоративные спреды, в результате чего покупка длинных ОФЗ стала перспективнее, чем игра во многих корпоративных, в том числе квазисуверенных, бумагах первого эшелона.

Субфедеральные облигации являются некоторым исключением — при сильно сузившихся по сравнению с докризисными периодом спредах риски стали практически идентичны страновым. Москва и Московская область не проводят новых первичных размещений, новых выпусков недостаточно для поддержания объемов рынка, при этом кредитное качество и обеспеченность бюджетов устойчиво растет. В 2012 году ожидается больше выпусков облигаций регионами для замещения бюджетных кредитов, полученных в 2008–2009 гг. под бдительным контролем Минфина. При этом риски субфедов находятся достаточно близко к суверенным и позволяют рассматривать крупные и ликвидные выпуски отдельных регионов как еще один инструмент получения суверенного риска, хоть и не в чистом виде.

Мы считаем наиболее интересным сегментом рынка среднесрочные ОФЗ. Высокая текущая доходность, существующий потенциал для сужения спредов по отношению к рублевым евробондам, отсутствие рисков избыточного предложения, достаточно высокая ликвидность делают этот сектор привлекательным. Рублевые евробонды могут оказаться достаточно интересными для инвесторов, заинтересованных в снижении правовых рисков, а традиционные евробонды оказались слишком зависимы от глобальных процессов.