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

В 2012 ГОДУ МИНФИНУ ПРЕДСТОИТ РАЗМЕСТИТЬ ПО МЕНЬШЕЙ МЕРЕ ТАКОЙ ЖЕ ОБЪЕМ ДОЛГОВЫХ БУМАГ, КАК ГОДОМ РАНЕЕ, ПРИ ЭТОМ НЕТ ПОЛНОЙ УВЕРЕННОСТИ, ЧТО ПОСТРАДАВШИЙ ПРОШЛОЙ ОСЕНЬЮ РЫНОК ПОЗВОЛИТ ОСУЩЕСТВИТЬ ЗАДУМАННОЕ. С ДРУГОЙ СТОРОНЫ, ПЕРЕХОДЯЩИЕ В НОВЫЙ ГОД ИЗЛИШКИ СВОБОДНЫХ СРЕДСТВ ЗАМЕТНО ОБЛЕГЧАЮТ МИНИСТЕРСТВУ ЗАДАЧУ ФИНАНСИРОВАНИЯ РАСТУЩИХ РАСХОДОВ БЮДЖЕТА. БОЛЬШОЙ ОБЪЕМ НОВОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ — ОСНОВНОЙ ФАКТОР РИСКА ДЛЯ РЫНКА ОФЗ, ОДНАКО НИЗКАЯ ИНФЛЯЦИЯ И ОЖИДАЕМОЕ УЛУЧШЕНИЕ СИТУАЦИИ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ ОБЕЩАЮТ СУЩЕСТВЕННО ПОПРАВИТЬ КОНЪЮНКТУРУ В СЕГМЕНТЕ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА ПО СРАВНЕНИЮ СО ВТОРОЙ ПОЛОВИНОЙ 2011 ГОДА.

С новым долгом!

285 МЛРД РУБ. НОВЫХ ОФЗ В ПЕРВОМ КВАРТАЛЕ

30 декабря Минфин опубликовал на своем сайте предварительное расписание аукционов ОФЗ на первый квартал 2012 года. Общий объем предложения госбумаг составит 285 млрд руб., что чуть меньше предложения Минфина в первом квартале 2011 года, которое составило 300 млрд руб. На январь приходится размещение всего 40 млрд руб. новых бумаг, тогда как в марте нас ожидает пик предложения за первый квартал. В целом как объем предложения, так и его распределение по месяцам мало отличаются от параметров аналогичного периода прошлого года.

Таблица 1

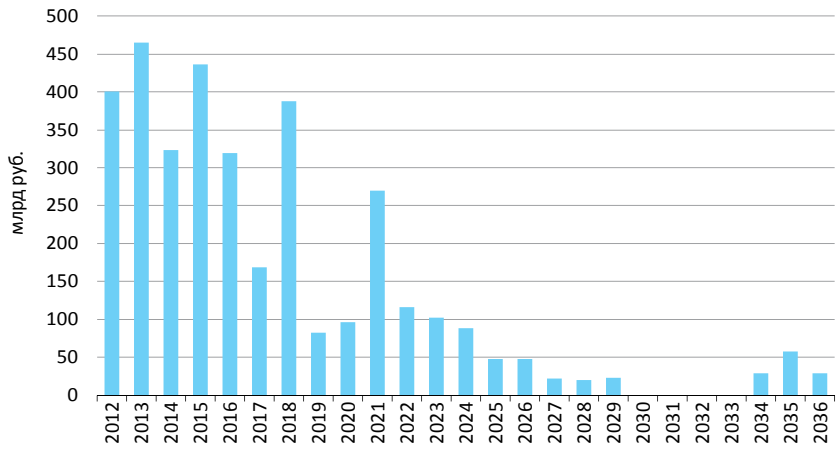
Расписание аукционов по размещению ОФЗ

Дата	Выпуск	Погашение	Объем, млрд руб.
18.01.12	ОФЗ-25079	03.06.15	20
25.01.12	ОФЗ-26206	14.06.17	20
Январь			**40**
01.02.12	ОФЗ-26205	14.04.21	35
08.02.12	ОФЗ-25079	03.06.15	15
08.02.12	ОФЗ-26204	15.03.18	3
15.02.12	ОФЗ-26206	14.06.17	20
22.02.12	ОФЗ-26205	14.04.21	35
Февраль			**108**
07.03.12	ОФЗ-25079	03.06.15	10
07.03.12	Новый	7 лет	35
14.03.12	ОФЗ-26206	14.06.17	18
21.03.12	ОФЗ-26205	14.04.21	35
28.03.12	ОФЗ-25079	03.06.15	3
28.03.12	Новый	7 лет	35
Март			**137**
1 квартал			**285**

Источник: Минфин

ПРОФИЦИТ БЮДЖЕТА 2011 ГОДА СОСТАВИЛ 0.8% ВВП

Согласно предварительным оценкам, превышение доходов федерального бюджета над расходами составило по итогам прошлого года 414 млрд руб., или приблизительно 0.8% ВВП. Чуть раньше представители Минфина заявляли о том, что часть профицита 2011 года будет использована в 2012 году для покрытия растущих бюджетных расходов. В настоящий момент на депозитах в банках размещены 302 млрд руб. свободных средств Минфина, часть из которых до 1 февраля должна пополнить Резервный фонд. Объем последнего по итогам прошлого года составил 811 млрд руб., незначительно изменившись в течение декабря. Учитывая средства, привлеченные Минфином в прошлом году на долговом рынке, Резервный фонд будет пополнен на 1.09 трлн руб., то есть его размер в феврале должен вырасти до 1.9 трлн руб. Фонд национального благосостояния останется при своих текущих 2.8 трлн руб., то есть по итогам очень удачного с фискальной точки зрения 2011 года у правительства РФ окажется 4.7 трлн руб. резервных активов, которые можно будет использовать в случае ухудшения рыночной конъюнктуры для финансирования дефицита бюджета, прогнозируемого на уровне 1.5% ВВП при средней цене на нефть марки Urals $100 за баррель. Помимо этого, после пополнения Резервного фонда (на 1 февраля 2012 года) на счетах Минфина должно остаться порядка 400 млрд руб. совершенно свободных средств (без учета неизвестного нам пока январского дефицита либо профицита). Министерство может либо просто



Источник: Минфин

Рисунок 1

Временная структура погашения внутреннего долга РФ на 1 декабря 2011 г.

истратить эти излишки, либо продолжить размещение на депозиты в банках. Есть также планы по созданию механизма биржевого РЕПО средств Минфина под залог ОФЗ, который может потребоваться для расширения круга банков, допущенных к бюджетным средствам.

ЗАВИСИМОСТЬ ГОСУДАРСТВА ОТ ДОЛГОВОГО РЫНКА ВОЗРАСТАЕТ

В 2011 году Минфин разместил 756 млрд руб. долга в виде рыночных ОФЗ, 90 млрд руб. в двух траншах рублевого евробонда Россия-18, около 246 млрд руб. новых ГСО, а также 295 млрд руб. за счет специального выпуска ОФЗ для санации Банка Москвы. На погашение обязательств в 2011 году потребовалось 301 млрд руб., поэтому чистое привлечение прошлого года можно оценить в 1086 млрд руб. Поскольку дефицит бюджета 2012 года оценивается сейчас в 800 млрд руб., а на рефинансирование долга потребуется 401 млрд руб., Минфину необходимо будет разместить в текущем году 1.2 трлн руб. нового долга, если министерство, конечно, не прибегнет к использованию излишков 2011 года. Однако если бюджет прошлого года систематически исполнялся с профицитом, в 2012 году при базовом сценарии развития событий Минфин будет более зависим от рынка госбумаг. Наш собственный прогноз цены на нефть практически точно совпадает в 2012 году с официальным, поэтому ожидания умеренного бюджетного дефицита на уровне 1.5% ВВП являются сейчас скорее консенсусом, чем консервативным прогнозом осторожного министерства, как это бывало ранее.

НОВЫЙ ВЫПУСК ДЛЯ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ

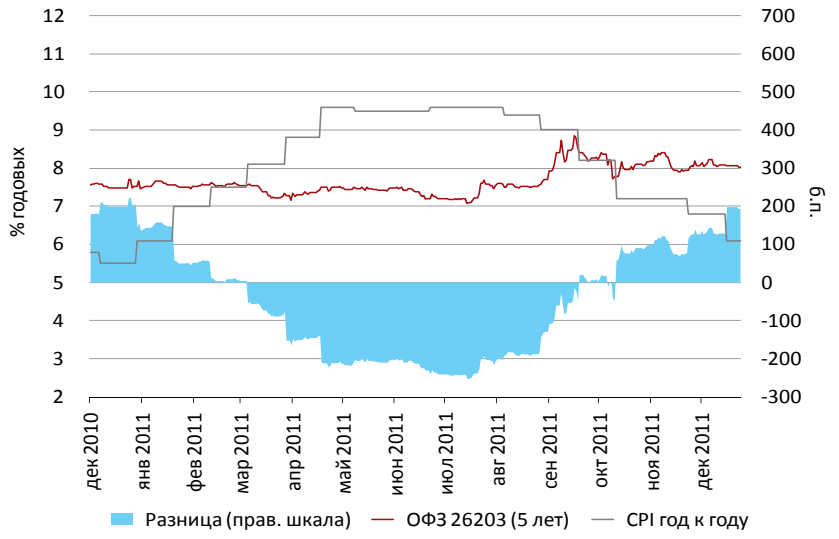
В декабре Минфин назначил организаторов размещения долларовых суверенных евробондов, которое также должно состояться в первом квартале текущего года. Судя по всему, речь идет о длинном выпуске (10–30 лет) размером $3–5 млрд, размещение возможно несколькими траншами. В настоящий момент спред вдоль суверенной кривой РФ все еще очень широк после осенней распродажи, поэтому, вероятно, Минфин будет ждать дальнейшего улучшения конъюнктуры внешнего рынка, которое может быть связано с прогрессом в активно идущих сейчас переговорах по обмену греческого долга. Последние обязаны завершиться до 20-х чисел марта, когда Греции будет необходимо погасить обязательства на сумму порядка 16 млрд евро. Таким образом, размещение нового евробонда РФ выглядит наиболее вероятным во второй половине февраля – начале марта.

БОЛЬШОЙ ОБЪЕМ ПРЕДЛОЖЕНИЯ БУДЕТ ВЛИЯТЬ НА ДОХОДНОСТЬ

Итак, дефицит бюджета в текущем году является базовым сценарием, а конъюнктура рынка пока далека от той, что наблюдалась в первой половине прошлого года. С другой стороны, существенное замедление инфляции, которая по итогам года составила всего 6.1%, делает реальные ставки на длинном конце кривой ОФЗ положительными, как показано на Рисунке 3. Таким образом, в первой половине текущего года Минфин, стоящий перед необходимостью размещения возрастающих объемов бумаг, будет занят поиском компромисса с инвесторами, которых можно будет привлечь только хорошей доходностью на длинном конце кривой. Как видно на Рисунке 3, короткий конец кривой ОФЗ расположен сейчас значительно ниже длинного конца кривой денежного рынка, что делает вложения в короткие негосударственные инструменты наиболее актуальной инвестиционной темой. Разница в доходности между длинным концом кривой ОФЗ (серия 26205) и, например, трехмесячной ставкой MOSPRIME составляет менее

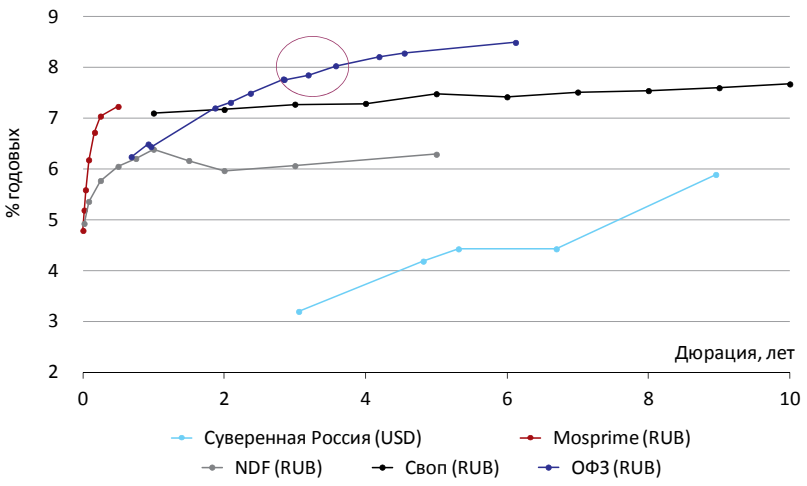
Рисунок 2

Доходность ОФЗ и темпы инфляции



Источник: Bloomberg

150 б.п., поэтому дюрация не вознаграждается сейчас доходностью в достаточной степени. Инвестор на кривой ОФЗ оказывается перед дилеммой: короткие ставки ниже ставок денежного рынка, но и наклон кривой не позволяет заметно увеличить доходность за счет большей дюрации. В такой ситуации компромиссной точкой представляется дюрация три года (доходность около 8%), поскольку начиная с этой отметки кривая ОФЗ предлагает ощутимую премию к кривой свопов, а с другой стороны, более длинные бумаги несут в сегодняшних условиях слишком большой рыночный риск. Дюрация порядка трех лет — это бумаги вроде ОФЗ-25079, 25075, 25077 и 26203, которые мы и рекомендуем к покупке в первую очередь.



Источник: Bloomberg, ММВБ

Рисунок 3

Основные кривые процентных ставок РФ

ДОЛГОСРОЧНЫЙ ПРОГНОЗ ПО РЫНКУ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЙ

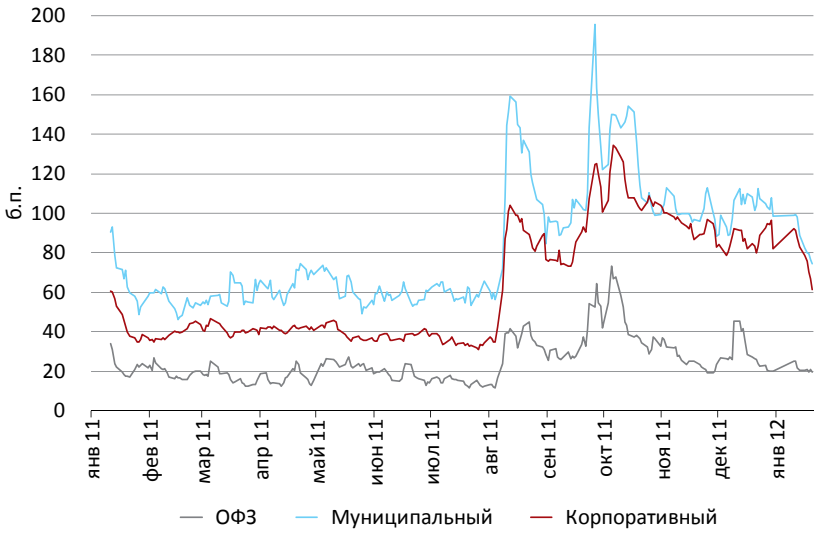
Если рассматривать горизонт инвестирования порядка 12 месяцев и более, покупка длинных рублевых бумаг выглядит обоснованной, поскольку российская инфляция останется, согласно нашим ожиданиям, в рамках пологого нисходящего тренда, что позволит ЦБ адекватно понижать ставку рефинансирования, которую в конце текущего года мы ожидаем на уровне 7.5%, то есть на 50 б.п. ниже сегодняшней отметки. Во второй половине года вероятно постепенное улучшение конъюнктуры внешних рынков, связанное с ослаблением опасений по поводу европейского долгового кризиса, что приведет к сокращению российской риск-премии. В этих условиях мы прогнозируем снижение доходности пятилетних ОФЗ до 7.25% к концу 2012 года, что обеспечит полный доход в госсекторе не менее 10% по сравнению с 5.6% в 2011 году. Однако реальностью этот сценарий станет только по мере нормализации ситуации на денежном рынке, причем именно снижение коротких ставок (и соответствующий рост наклона кривой ОФЗ) послужит инвесторам сигналом о необходимости увеличения дюрации портфеля.

ТОРГОВАЯ ЛИКВИДНОСТЬ В СЕГМЕНТЕ ОФЗ ПОЧТИ ВОССТАНОВИЛАСЬ

Рисунок 4 показывает рассчитываемый нами средний спред bid-ask в трех сегментах локального рынка облигаций. Как видно, этот показатель для рынка ОФЗ находится сейчас на уровне 20 б.п., что в общем-то соответствует ситуации в первой половине 2011 года, то есть до августовской распродажи. Напротив, корпоративный и муниципальный сегменты пока не восстановились до июльских уровней, хотя их средний торговый спред в январе активно сокращался. В итоге, как нам кажется, рынок рублевых облигаций вступает в новый год в относительно неплохой форме, а сегмент ОФЗ имеет шансы показать очень хорошую динамику на фоне рекордно низкой инфляции, если, конечно, сможет переварить большой объем предложения со стороны Минфина. Поскольку предложение новых бумаг сосредоточено в основном на длинном конце кривой, закономерно, что регуляторы рынка предпринимали в последнее время особенные усилия по привлечению в сегмент ОФЗ новой ликвидности от иностранных инвесторов, славящихся наличием длинных денег. К сожалению, в самых важных пунктах наблюдается отставание от графика. ММВБ сообщала ранее, что с начала 2012 года госбумагами можно будет торговать на внебиржевом рынке, однако это решение пока не реализовано. После него логичным шагом должен стать допуск ОФЗ к торговле через Euroclear, который нам обещали во второй половине года. Остается надеяться, что эти планы все же будут реализованы.

Рисунок 4

Средний спред bid-ask в трех рыночных сегментах



Источники: Уралсиб, ММВБ