**Максим КОРОВИН,**
старший стратег по рынку инструментов с фиксированной доходностью, «ВТБ Капитал»

# Рынок госдолга: пара джокеров

В последние несколько лет рынок локальных облигаций характеризовался стабильным притоком иностранных портфельных инвестиций. Но летом 2013 года положение резко изменилось, и негативные последствия не заставили себя долго ждать. Согласно многим исследованиям основными причинами, влияющими на чистый приток/отток частного капитала, являются разница в процентных ставках на развивающихся и развитых рынках, а также общий уровень глобального аппетита к риску. По данным МВФ, главным фактором, вызвавшим значительное снижение доходности по суверенным облигациям на национальных развивающихся рынках, был приток иностранного капитала.

## ВСПОМИНАЯ 2013-Й

В прошлом году совокупная доходность средневзвешенного портфеля 10-летних локальных облигаций развивающихся рынков составила минус 3%, а с учетом ослабления национальных валют — минус 8.6%, что примерно соответствует доходности еврооблигаций развивающихся стран за тот же период. Значительное влияние на рынок оказали ожидания в отношении дальнейшей монетарной политики ФРС и рост реальной доходности казначейских облигаций в США — после того, как в сентябре ФРС не стала объявлять о начале сокращения программы выкупа облигаций (чем немало удивила участников рынка), локальные долговые рынки развивающихся экономик ответили уверенным ралли (хотя достичь или даже приблизиться к домайским уровням по доходности им так и не удалось).

Российский рынок в 2013 году смотрелся лучше большинства развивающихся локальных рынков долга. Так, совокупная доходность 10-летних ОФЗ за прошлый год составила около 1% (без учета динамики курса рубля), при этом в 2013 году российский бондовый рынок характеризовался наименьшей волатильностью. Таким образом, с поправкой на риск, динамика доходности российских суверенных бумаг выглядит еще лучше. Также, благодаря улучшению баланса счета текущих операций стран Восточной Европы, неплохим спросом пользовались соответствующие суверенные долговые инструменты, при этом румынские облигации получили дополнительную поддержку еще и от включения их в индексы GBI.

Запуск расчетов по ОФЗ через системы Euroclear и Clearstream в феврале 2013 года вызвал заметный приток

иностранного капитала на российский локальный рынок. В результате доля иностранных инвесторов на рынке ОФЗ достигла 25% и оставалась на этом уровне, практически не меняясь, до конца года. С середины 2012 года по конец третьего квартала 2013 года инвестиции нерезидентов в российские локальные госбумаги выросли более чем вчетверо: с 203 млрд руб. до 869 млрд руб.

Волатильность российского долгового рынка помогли ограничить внутренние факторы: на определенном этапе локальные банки начали наращивать позиции по ОФЗ — после того, как госбумаги подешевели в результате обширной распродажи весной прошлого года. Кроме того, банки столкнулись с замедлением кредитной активности (это нашло отражение в снижении отношения выданных кредитов к депозитам), в связи с чем значительно увеличился спрос с их стороны на ликвидные активы, под залог которых легко привлечь финансирование.

Напомним, что начиная с августа 2012 года российские банки сокращали свои портфели ОФЗ на фоне притока на этот рынок иностранного капитала. Однако после весенней коррекции, вызванной опасениями по поводу сворачивания программы количественного смягчения ФРС США, привлекательность ОФЗ для банков возросла. Причина заключается в том, что игроки слабо ориентируются на понятие реальной процентной ставки: до краха Lehman Brothers реальная доходность государственных долговых обязательств устойчиво находилась в отрицательной зоне в течение многих лет, однако это не мешало банкам инвестировать в данные инструменты. Вместе с тем практика показывает, что для банков оказываются более значимыми такие факторы, как чистая процентная маржа, доходность по операциям carry trade, ликвидность и возможности для рефинансирования.

Таким образом, сокращение российскими банками позиций в ОФЗ в последние 12 месяцев было обусловлено чисто экономическими соображениями: из-за образовавшегося дополнительного спроса на ОФЗ со стороны международных инвесторов доходность опустилась до таких уровней, что для многих банков длинная позиция в ОФЗ с точки зрения процентной маржи стала убыточной, особенно на фоне расширения спреда ставок денежного рынка над ключевыми ставками ЦБ РФ. Отметим, что после недавней коррекции процентная маржа по ОФЗ вернулась к исторической норме. В частности, на данный момент спред между доходностью 10-летних ОФЗ и стоимостью операций РЕПО с ЦБ РФ (примерно 5.50%) сохраняется на уровне 200 б.п. Это нижняя граница «нормального» диапазона (рассчитывается как долгосрочное среднее значение плюс-минус одна сигма). Наконец, монетарная политика ЦБ РФ в 2013 году не изменилась, но ожидание ее смягчения оказывало поддержку ближнему концу суверенной кривой.

В дополнение ко всему, в прошлом году объем нового предложения на рынке ОФЗ носил ограниченный характер. В общей сложности за весь 2013 год выпуск локальных гособлигаций России составил 345 млрд руб. в чистом выражении. При этом Минфин продолжал политику удлинения средней дюрации локального долга: примерно 57% новых бумаг имели срок обращения более 6 лет.

## ОЖИДАЯ 2014-Й

В 2014 году инвесторы продолжат делать различие между более и менее фундаментально привлекательными рынками. В частности, валюты и облигации Бразилии, Индии, Индонезии, ЮАР и Турции в прошлом году показали далеко не лучшую динамику из-за большого дефицита счета текущих операций и бюджета, замедления темпов роста экономики и усиления инфляционного давления. В то же время рынки с более благоприятными фундаментальными показателями смотрелись лучше: наглядными примерами могут служить Польша, Венгрия, Россия, Мексика, Чили и Южная Корея. Также, по нашим оценкам, в 2013 году сильнее других пострадали рынки, на которых в предыдущие два года наблюдались самые высокие темпы прироста доли нерезидентов в структуре владения облигациями. Другими словами, в ходе распродажи сильнее всего упали некогда наиболее «горячие» рынки: Турция, ЮАР и Мексика. В прошлом году убыток по 10-летним турецким облигациям составил минус 7.8%, по облигациям Бразилии и Индонезии потери составили 22.6% и 15.7% соответственно. Корреляция между динамикой курсов валют развивающихся стран и фундаментальными экономическими показателями очевидна и в этих случаях.

ВАЖНЕЙШИМИ ФАКТОРАМИ ДЛЯ ВАЛЮТНЫХ И ОБЛИГАЦИОННЫХ РЫНКОВ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН В ТЕКУЩЕМ ГОДУ БУДУТ ВНЕШНЯЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ И ИЗМЕНЕНИЯ В ПОТОКАХ КАПИТАЛА

Таким образом, важнейшими факторами для валютных и облигационных рынков развивающихся стран в текущем году будут внешняя волатильность и изменения в потоках капитала. Заметим также, что в последнее время в экономике развивающихся стран доминировали портфельные инвестиции, что неудивительно, если принять во внимание значительные вливания ликвидности со стороны крупнейших мировых центробанков. Однако потоки портфельных инвестиций более волатильны, чем прямые иностранные инвестиции, и более чувствительны к изменениям аппетита к риску на глобальных рынках.

Несмотря на слабые перспективы роста экономики, ряд стран с целью привлечения иностранных инвесторов могут ужесточить монетарную политику (что уже можно наблюдать на примере Бразилии) и таким образом предложить инвесторам более высокую реальную доходность. Проще говоря, инвесторы могут потребовать дополнительную премию за риск владения облигациями тех стран, где макроэкономическая динамика стагнирует или ухудшается. Поэтому в целом локальный рынок долга в 2014 году будет оставаться под давлением.

Что касается ОФЗ, то у отечественного рынка имеется пара джокеров в виде поддерживающих внутренних факторов. Так, план заимствований Минфина на локальном рынке на этот год выглядит скромно. Ожидается, что в 2014 году объем чистого долга составит 485 млрд руб. (всего на 100 млрд руб. больше), а чистых внешних заимствований — 190 млрд руб. (уровень прошлого года).

Правительство планирует направить в Резервный фонд в следующем году 344 млрд руб., однако пополнение Резервного фонда будет происходить по остаточному принципу. Приоритетными для Минфина являются вопросы финансирования дефицита бюджета и стабильности локального рынка облигаций, поэтому направление средств в Резервный фонд зависит от того, какой объем денег останется после завершения финансового года.

Скромные потребности правительства в долговом финансировании на локальном рынке позволят Минфину выполнить свой план заимствований на 2014 год без особых проблем. Политика Минфина на первичном рынке будет определяться нижеследующими факторами.

Сбалансированный подход к дюрации. Минфин вновь сконцентрируется на удлинении дюрации, а не на объемах заимствований. Для того чтобы сберегать средства в Резервном фонде, нет смысла занимать на короткий срок. Поэтому первичное предложение будет равномерно распределено по кривой, причем средняя дюрация составит более пяти лет.

Сдерживание ралли на рынке ОФЗ. Несмотря на то что минимальные потребности бюджета невелики, Минфин будет использовать любую возможность для долгосрочных заимствований на рынке. При этом чистого объема долга на уровне 485 млрд руб. должно быть достаточно, чтобы ограничить рост котировок на рынке ОФЗ.

Что касается внешнего спроса, дальнейшее наращивание позиций иностранными инвесторами маловероятно, поскольку доля иностранных инвесторов на рынке ОФЗ уже достигла уровня, близкого к показателям других развивающихся стран. Начиная с марта 2014 года рынок ОФЗ будет включен в индексы Barclays Capital, и технически это может оказать ему поддержку, поскольку некоторые индексные фонды должны будут увеличить вложения в российские госбумаги. Кроме того, крупные институциональные инвесторы, активно выходившие на рынок ОФЗ в 2012–2013 годах, долю российских бумаг в своих портфелях, очевидно, уменьшать не будут.

Вместе с тем в условиях снижающегося спроса на корпоративные и розничные кредиты основным фактором поддержки рынка ОФЗ должен стать интерес со стороны российских банков. Кредитная активность замедляется на фоне более или менее стабильной динамики депозитов, тогда как суверенные бумаги предлагают неплохие возможности для инвестирования при общем тренде к снижению депозитных ставок. За период с мая прошлого года российские банки увеличили долю суверенных облигаций на 15% (250 млрд руб. в номинальных объемах) и повысили ее до 54% (против 50% в мае 2013 года). Если вдобавок ко всему перечисленному ЦБ РФ в текущем году понизит ключевые процентные ставки, то это еще больше подстегнет спрос со стороны российских банков.

С МАРТА 2014 ГОДА РЫНОК ОФЗ БУДЕТ ВКЛЮЧЕН В ИНДЕКСЫ BARCLAYS CAPITAL, И НЕКОТОРЫЕ ИНДЕКСНЫЕ ФОНДЫ ДОЛЖНЫ БУДУТ УВЕЛИЧИТЬ ВЛОЖЕНИЯ В РОССИЙСКИЕ ГОСБУМАГИ

Private Equity и Venture Capital в России и СНГ

PREQVECA
private equity venture capital

www.preqveca.ru

# Поднимись на вершину карьеры финансиста

на правах рекламы