

## СУВЕРЕННЫЙ ДОЛГ ВНОВЬ АКТУАЛЕН *ЛУЧШЕ РАЗМЕЩАТЬ БУМАГИ НЕ В РУБЛЯХ И НАДОЛГО*

В последнее время благодаря улучшению конъюнктуры на мировых долговых рынках все больше заемщиков предпринимают небезуспешные попытки привлечь средства на публичном рынке. Весьма активно привлекают заимствования на публичных долговых рынках государства, которым требуются средства для финансирования проводимых ими программ кредитного смягчения. С начала кризиса до настоящего времени Россия не прибегала к заимствованиям на рынке, используя для финансирования программ кредитного смягчения государственные резервы. Однако, столкнувшись с необходимостью покрытия бюджетного дефицита, Минфин планирует возобновить заимствования, чтобы снизить давление на госрезервы. На наш взгляд, наиболее приемлемым для РФ (с точки зрения объемов и процентной ставки) способом заимствования является размещение выпусков еврооблигаций сроком на 5–10 лет, которое возможно даже при снижении стоимости нефти до 50 долл./барр. Ажиотажный спрос на размещенные недавно еврооблигации Газпрома свидетельствует о большом интересе иностранных инвесторов к выпускам российских эмитентов высокого кредитного качества. Moody's подтвердило, что план размещения еврооблигаций России в размере 20 млрд долл. в следующем году не повлияет на ее кредитный рейтинг Baa1.

**Увеличение долговой нагрузки – обратная сторона кредитного смягчения для развитых стран.** Ответом на кредитный кризис стала политика кредитного смягчения, проводимая центральными банками как развитых, так и развивающихся стран. Источниками финансирования этих программ стал публичный долговой рынок. Лидером по объему новых займов, привлеченных с начала нынешнего года, является США, где выпущены долговые бумаги на сумму 2,4 трлн долл. Весьма активно привлекали заимствования страны Евросоюза (прежде всего Франция, Германия, Италия, Испания), занявшие с начала года около 1 трлн долл. В секторе развивающихся стран на первичном рынке отметили свое присутствие Турция (2,6 млрд долл.), Бразилия (1,8 млрд долл.), Мексика (1,5 млрд долл.).

**Россия обошла госрезервами.** Россия не прибегала к заимствованиям на рынке, направляя на финансирование программ кредитного смягчения государственные резервы. Изначально объем средств, выделенных в рамках программ господдержки, составлял около 4 трлн руб. (субординированные кредиты и ликвидность, предоставленная при помощи инструментов рефинансирования ЦБ РФ). К настоящему моменту банки сократили задолженность перед ЦБ с максимального уровня 3 трлн руб. (наблюдавшегося в конце января 2009 г.) до 1,4 трлн руб. Однако сворачиванию программ господдержки препятствует потребность банков в дополнительном капитале.

**Основная причина возвращения на долговой рынок – планируемый в 2010–12 г бюджетный дефицит.** Согласно последним расчетам Минфина, в 2010 г. дефицит бюджета составит 6,5% ВВП (2,7 трлн руб.), а с учетом квазифискальных расходов на докапитализацию банков через механизм ОФЗ и взнос в антикризисный фонд «Евразэс» – 7,5% (3,2 трлн руб.). Дефицит федерального бюджета в 2010 г. планируется финансировать за счет Резервного фонда, из которого будет выделено 1,67 трлн руб., Фонда национального благосостояния

### Преимущества выпуска еврооблигаций РФ по сравнению с выпусками ОФЗ

- ✦ Отсутствует давление на рублевые ставки;
- ✦ Стоимость привлечения заимствований в валюте ниже, чем в рублях, а валютные риски невысоки;
- ✦ Конъюнктура рынка позволяет привлечь сразу большие объемы заимствований;
- ✦ РФ – редкий гость на внешнем первичном рынке;
- ✦ Russia 30 (YTM7,45%) котируется с премией к суверенным долгам GEM аналогичного кредитного рейтинга;
- ✦ Снижается давление на валютные госрезервы.

### США и Европа лидируют по объему заимствований Размещение суверенного долга, номинированного в долл. или евро, с начала 2009 г.



Источники: Reuters

### Россия может достойно выйти на рынок

#### Недавние размещения суверенных выпусков

Эмитент	Кредитный рейтинг (S/F/M)	Дата выпуска	Объем, млрд	Вал.	Срок обрац., лет	Ставка купона, %
Венгрия	BBB-/BBB/Baa1	28 июл 09	1,00	EUR	5	6,750
Турция	BB-/BB-/Ba3	7 май 09	1,50	USD	11	7,500
Мексика	BVB+/BBB+/Baa1	17 фев 09	1,50	USD	5	5,875
Бразилия	BVB-/BBB-/Ba1	13 янв 09	1,78	USD	10	5,875
Ливия	B-/B-/B2	19 мар 09	1,50	USD	8	9,000
Индонезия	BB-/BB/Ba3	4 мар 09	1,00	USD	5	10,375
Перу	BVB-/BBB-/Ba1	30 мар 09	1,00	USD	10	7,125
Филиппины	BB-/BB/Ba3	14 янв 09	1,50	USD	10	8,375
ЮАР	BVB+/BBB+/A3	27 май 09	1,50	USD	10	6,875
Колумбия	BVB-/BB+/Ba1	13 янв 09	2,00	USD	10	7,375

Источники: Reuters

#### Федеральный бюджет, млрд руб.

	2006	2007	2008	2009П	2010П
Доходы	6 276	7 781	9 274	6 561	6 636
Расходы	4 281	5 987	7 567	9 771	9 823
Профицит/Дефицит	1 995	1 795	1 708	(3 210)	(3 187)

#### Средняя цена нефти марки Urals, долл./барр.

Urals	61,63	69,69	94,74	54,00	55,00
-------	-------	-------	-------	-------	-------

#### Прогноз курса рубля

долл./руб. (ср.зн.)	27,18	25,58	24,85	32,58	34,50
---------------------	-------	-------	-------	-------	-------

#### Структура доходов бюджета по валюте, %

Доля экспортной выручки	47	50	55
-------------------------	----	----	----

Источники: Минфин

**СУВЕРЕННЫЙ ДОЛГ ВНОВЬ АКТУАЛЕН**

(ФНБ) – 681,7 млрд руб., а также иных источников, включая выпуск долговых ценных бумаг – в общей сложности 830,3 млрд руб. В 2010 г. чистый объем средств, привлеченный путем размещения государственных ценных бумаг на внешнем и внутреннем рынках, составит 1,14 трлн руб. Объем Резервного фонда на начало 2010 г. составит 1,5 трлн руб., и в течение года фонд будет полностью исчерпан. Начиная с 2011 г. основным источником финансирования бюджетного дефицита станет выпуск долговых ценных бумаг. Исходя из утвержденного правительством РФ прогноза курса доллара на 2010–2012 гг. за счет выпуска евробондов в 2010 г. может быть привлечено 17,78 млрд долл., в 2011 г. – 20,66 млрд долл. и в 2012 г. – 20 млрд долл.

**Оптимальная дюрация для долговых ценных бумаг РФ должна составлять не менее четырех лет...** По весьма консервативному прогнозу Министерства финансов, согласно которому среднегодовые цены на нефть будут ежегодно повышаться на 1 долл./барр., начиная с 54 долл./барр. в 2009 г., бюджет в 2009–2013 гг. будет сводиться с дефицитом, однако к 2013 г. размер дефицита сократится до 1–2% от ВВП. Таким образом, для РФ предпочтителен выпуск долговых ценных бумаг со сроком до погашения более четырех лет.

**...при этом лучше привлекать заимствования в долларах или евро...** Поскольку РФ имеет экспортно ориентированную модель экономики, значительная часть доходов бюджета формируется за счет валютной выручки. Доля валютных доходов в бюджете увеличивалась с 40% в 2004 г. до 55% в 2008 г. Таким образом, привлечение Россией долга в иностранной валюте не приведет к значительному повышению валютных рисков – разумеется, при условии что цены на металлы и нефть не упадут слишком низко. На наш взгляд, мировой финансовый кризис уже оттолкнулся от «дна» и впереди нас ожидает рост инфляционных рисков, который будет оказывать поддержку ценам на сырьевые активы, прежде всего нефти. Маловероятно, чтобы цены на нефть стали вновь приближаться к отметке 40 долл./барр., а средняя цена нефти за 2009 г. и 2010 г. оказалась ниже консервативного прогноза Министерства финансов.

**...тогда как размещение ОФЗ усугубляет риск повышения процентных ставок по рублю.** Привлечение долга в виде ОФЗ сопряжено с меньшими валютными рисками, чем размещение бумаг в иностранной валюте. Тем не менее успех размещения выпусков ОФЗ сверх объемов, необходимых для рекапитализации банков (400–500 млрд руб.) и удовлетворения потребностей ГУК (200–300 млрд руб.) сильно зависит от ситуации на рынках сырья. Предложение большого объема новых ОФЗ с премией к обращающимся выпускам вызовет рост процентных ставок на публичном долговом рынке для всех категорий заемщиков и, как следствие, ужесточение условий кредитования, что неприемлемо с точки зрения политики кредитного смягчения, проводимой ЦБ РФ.

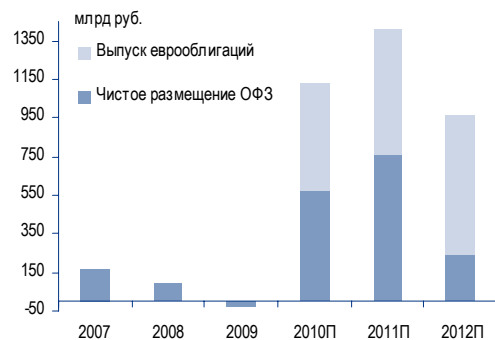
**Рынок демонстрирует высокий спрос на высококачественные долговые ценные бумаги.** Ажиотажный спрос на размещенные недавно еврооблигации Газпрома свидетельствует о большом интересе иностранных инвесторов к выпускам российских эмитентов высокого кредитного качества. Спрос, предьявляемый в настоящий момент на российские бумаги, обусловлен, помимо высокой склонности инвесторов к риску, премией (порядка 100 б.п.) к еврооблигациям эмитентов других развивающихся рынков сопоставимого кредитного качества. На наш взгляд, при нынешней конъюнктуре рынок еврооблигаций вполне может освоить суверенные бумаги в объеме 5–10 млрд долл. без каких-либо премий ко вторичному рынку. Однако лучше предлагать бумаги в столь большом объеме после того, как крупные корпорации первого эшелона удовлетворят свои потребности в публичных займах.

**От резервов к долгу**  
Источники покрытия бюджетного дефицита в 2009–2012 гг., млрд руб.

	2009П	2010П	2011П	2012П
Профицит/дефицит	(3 210)	(3 187)	(2 012)	(1 559)
Источники покрытия	3 434	3 187	1 282	1 559
Резервный фонд	3 028	1 675	6	-
ФНБ	-	682	7	712
Иные источники (вкл. долговые ценные бумаги)	405	830	1 269	847

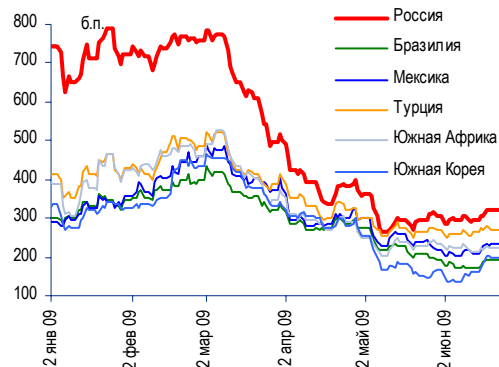
Источники: Минфин

**Россия возвращается на рынок**  
Структура публичного долга РФ



Источники: Reuters

**Россия торгуется с премией к GEM**  
Динамика CDS развивающихся рынков



Источники: Reuters

# Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

**Исполнительный директор, руководитель департамента**  
Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

## Бизнес-блок продаж и торговли

**Руководитель бизнес-блока**  
Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, директор, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, ст. вице-президент, dov\_en@uralsib.ru  
Екатерина Губина, ст. вице-президент, gubinaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, вице-президент, popovdv@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

## Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

### Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, вице-президент, samojlovaa@uralsib.ru  
Гюзель Тимошкина, начальник отдела, tim\_gg@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovane@uralsib.ru  
Галина Гудыма, гл. специалист, gud\_gi@uralsib.ru  
Анна Комова, гл. специалист, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore\_vv@uralsib.ru  
Ксения Харитоновна, аналитик, kharitonovko@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, аналитик, chekushinay@uralsib.ru

# Аналитическое управление

**Руководитель управления**  
Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Денис Порывай, poruyajdv@uralsib.ru  
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru  
Надежда Мырскова, myr\_nv@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Экономика

Владимир Тихомиров, tih\_vi@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

### Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru  
Михаил Занозин, zanozinmy@uralsib.ru

### Энергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru  
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/Машиностроение

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

### Автомобилестроение/Транспорт

Наталья Сорокина, sorokinani@uralsib.ru

### Недвижимость

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

### Потребительский сектор

Наталья Смирнова, smirnovana@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Андрей Богданович, bogdanovic@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru  
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

### Редактирование/полиграфия/перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Кэролайн Мессекар, messekar@uralsib.ru  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Юлия Прокопенко, pro\_ja@uralsib.ru, Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru,  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru, Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2009