

МИНФИН ОБЕЩАЕТ ОБОЙТИСЬ ВНУТРЕННИМИ ЗАИМСТВОВАНИЯМИ

Государственные финансы

Готовится новая стратегия. В последнее время все чаще стали публиковаться интервью чиновников из Минфина на тему внутреннего долга РФ. Это связано с тем, что в настоящий момент в недрах министерства зреет новая стратегия развития рынка государственного долга на 2011–2013 гг., которая должна быть обнародована этой осенью. Ничего революционного от этого документа ожидать не стоит, однако некоторые интересные детали становятся известны уже сейчас.

Что стало известно. Имея прогноз устойчивого (хотя и постепенно снижающегося) дефицита бюджета в 2010–2013 гг., министерство осознало важность наличия хорошо функционирующего рынка внутренних заимствований. Первоначальный бюджетный план на 2010 г. предусматривал привлечение ресурсов в размере 568 млрд руб. на внутреннем рынке, 17,8 млрд долл. – на внешнем и полное расходование Резервного фонда, объем которого на начало года составлял 1,83 трлн руб. Теперь же, судя по последним высказываниям представителей Минфина и сообщениям СМИ, планы несколько скорректированы.

- После размещения 5 млрд долл. новых евробондов, состоявшегося в конце апреля, Минфин попросил Госдуму поправить закон, и в результате разрешенный объем заимствований на внутреннем рынке в этом году был увеличен до 934 млрд руб., то есть приблизительно на неразмещенный объем внешних обязательств (12,8 млрд долл.), выраженный в рублях.
- Замминистра финансов Дмитрий Панкин сообщил в прошлую пятницу, что до конца года Россия не будет размещать новых внешних займов в иностранной валюте. Изучается возможность выпуска евробондов, номинированных в рублях.
- Дюрация размещаемых ОФЗ будет в этом году ограничена приблизительно четырьмя годами, и при этом Минфин сосредоточится на создании вдоль кривой «эталонных» выпусков объемом в обращении 100–150 млрд руб. для повышения ликвидности вторичной торговли этими бумагами.
- Список аукционов с параметрами размещаемых бумаг будет публиковаться Минфином на один квартал вперед.
- По словам Дмитрия Панкина, дальнейшее расходование Резервного фонда, который на конец июня составлял 1,23 трлн долл., в 2010 г. не планируется.

Дело не в рынке, а в дефиците. С нашей точки зрения, главной целью экономической политики в России должна быть финансовая стабильность. Кризис 2008 г. со всей очевидностью продемонстрировал сильную зависимость практически всех сторон экономической жизни РФ от цен на нефть, которые в условиях глобальной неопределенности весьма волатильны и плохо поддаются долгосрочному прогнозированию. В таких условиях бюджет должен быть готовым рассчитывать только на свои доходы, поскольку для России доступ к рынкам капитала зачастую является иллюзией. В хорошие времена, когда средства, по сути, не нужны, инвесторы готовы предоставлять деньги очень дешево, однако в моменты потрясений, когда потребность в финансировании возрастает, держатели обычно заняты только продажей российского риска. Сказанное относится как ко внешнему рынку, так и ко внутреннему, но ко внешнему, конечно, в большей степени. Тем временем в 2008 г. дефицит государственного бюджета без учета нефтяных доходов составил 6,5% ВВП, в 2009 –

Объем предложения ОФЗ возрастает

План аукционов Минфина на III кв. 2010 г.

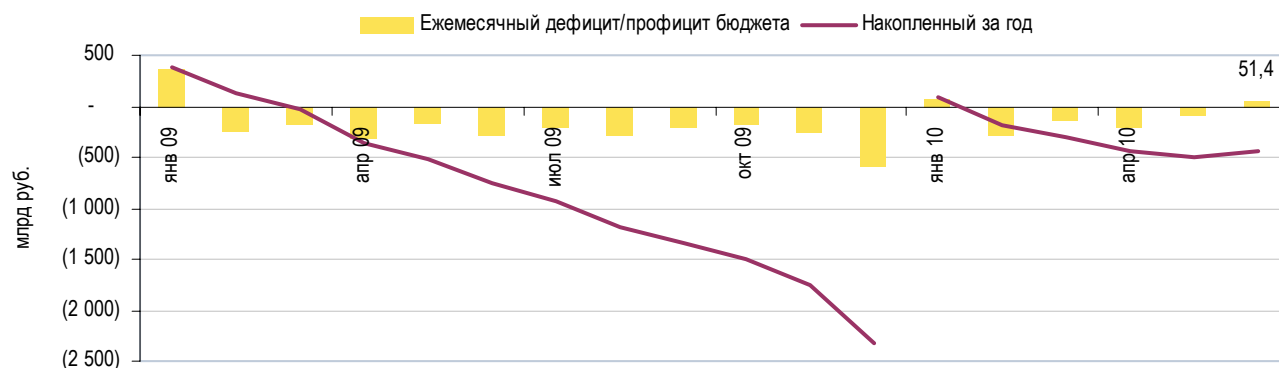
Дата	Выпуск	Год погашения	Объем, млрд руб.
07.07.2010	ОФЗ 25074	2011	20
	ОФЗ 25071	2014	20
14.07.2010	ОФЗ 25074	2011	10
	ОФЗ 25072	2013	15
	ОФЗ 25073	2012	20
21.07.2010	ОФЗ 25075	2015	30
	ОФЗ 25072	2013	15
28.07.2010	ОФЗ 25074	2011	10
	ОФЗ 25075	2015	30
	ОФЗ 25073	2012	25
04.08.2010	ОФЗ 25072	2013	20
	ОФЗ 26203	2016	25
11.08.2010	ОФЗ 25075	2015	20
	ОФЗ 25074	2011	5
18.08.2010	ОФЗ 25071	2014	20
	ОФЗ 25073	2012	20
25.08.2010	ОФЗ 26203	2016	15
01.09.2010	ОФЗ 25075	2015	35
	ОФЗ 25073	2012	40
08.09.2010	ОФЗ 26203	2016	40
	ОФЗ 25072	2013	25
15.09.2010	ОФЗ 25075	2015	35
	ОФЗ 25074	2011	5
22.09.2010	ОФЗ 26203	2016	40
	ОФЗ 25072	2013	30

Источники: Минфин

13,5%, а в 2010 г. ожидается на уровне 13,7% ВВП. В «хорошие» годы (2005–2007) нефтегазовый дефицит приблизительно равнялся нулю. Мы уже неоднократно писали, что нам кажется весьма неосмотрительной практика, при которой бюджет на 2011 г. рассчитывается исходя из цены нефти на уровне 75 долл./барр., и при этом все равно сводится с ожидаемым дефицитом 3,6% ВВП. На фоне этого главного риска вопрос о том, какой рынок Минфин будет развивать, является вторичным.

Июнь сведен с неплохим профицитом

Дефицит бюджета РФ в 2009-2010 гг.



Источники: Минфин, Bloomberg

С другой стороны, не все так плохо. Рост экономики и относительно высокие цены на нефть в 2010 г. должны помочь Минфину значительно сократить фактический дефицит бюджета. На прошлой неделе глава финансового ведомства Алексей Кудрин сообщил, что на конец июня дефицит бюджета составил приблизительно 2,3% ВВП, а это пока заметно меньше планируемых по итогам года 5,4%. Более того, в абсолютном выражении накопленный дефицит бюджета составил 439 млрд руб. по сравнению с 491 млрд руб. месяцем ранее, то есть в июне бюджет был сведен с профицитом 52 млрд руб. — в первый раз с января 2010 г. Напомним, что согласно нашему макроэкономическому прогнозу на текущий год, который в июне подвергся некоторой ревизии, итоговое значение дефицита бюджета в 2010 г. будет приблизительно равно нулю. Июньские данные оказались столь положительными, потому что в этом месяце ЦБ перечислил в доходы бюджета часть прибыли, заработанной в 2009 г., однако в целом динамика бюджетных показателей в первом полугодии свидетельствует скорее в пользу точности нашего прогноза, чем официальных ожиданий Минфина.

Официальный взгляд УРАЛСИБа на 2010 г.

Макроэкономические индикаторы: факт и прогноз

	2009	Прогнозы на 2010 г.			
		УРАЛСИБ новый	УРАЛСИБ прежний*	Консенсус**	Официальный
Изменение ВВП за год, %	(7,9)	5,5	5,5	5,1	
Пром. производство, изм. за год, %	(10,8)	8,1	8,2	5,9	2,5
Инв-ции в осн. капитал, изм. за год, %	(17,0)	3,6	6,1	6,1	2,9
Оборот розн. торговли, изм. за год, %	(5,5)	4,6	5,3	4,2	4,4
Реальные расходы, изм. за год, %	2,3	4,1	3,4	4,4	3,4
Уровень безработицы, % (конец периода)	8,4	8,2	8,3		8,6
Инфляция потреб. цен за год, %	8,8	7,5	9,0	6,9	7,0
Экспорт, млрд долл.	303,7	409,7	370,8	384,8	375,0
Импорт, млрд долл.	191,8	255,1	232,6	236,4	237,0
Счет текущих операций, млрд долл.	49,0	88,5	79,1	78,0	31,0
Дефицит фед. бюджета, % ВВП	(5,9)	0,8	1,0	(3,5)	(5,4)
Курс руб./долл. (на конец периода)	30,2	28,2	28,1	27,8	28,1
Средняя цена Urals, долл./барр.	61,3	79,2	71,5	74,1	76,0

* Ноябрь 2009 г.

** Апрель-май 2010 г.

Источники: Росстат, ЦБ, Минфин, DevCenter, Consensus Economics, оценка УРАЛСИБа

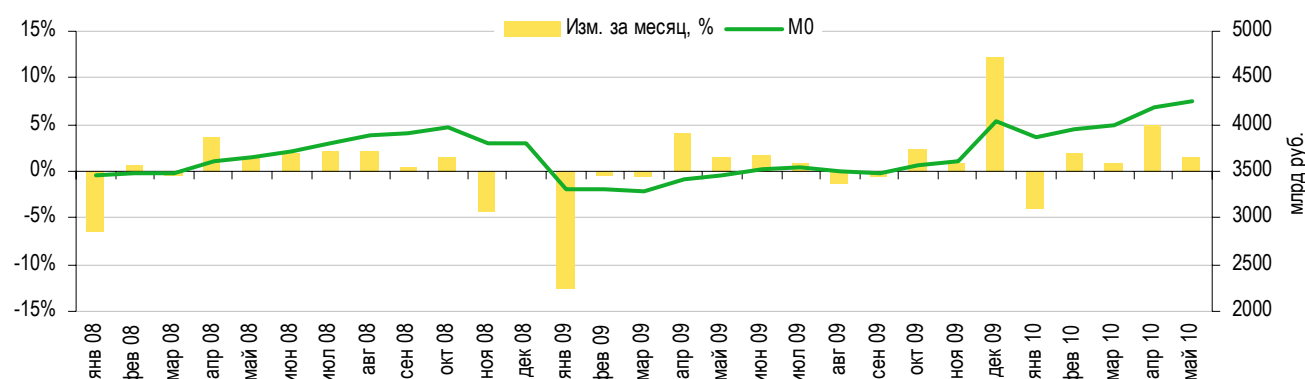
Что это означает для рынка. Поскольку мы ожидаем, что дефицит бюджета в 2010 г. будет либо нулевым, либо окажется гораздо меньше официального прогноза, слова Дмитрий Панкина о том, что Резервный фонд более не будет расходоваться мы воспринимаем, как твердый факт, а планы Минфина по размещению в 2010 г. 934 млрд руб. новых ОФЗ — как следствие оставшегося неизменным официального прогноза дефицита в объеме 5,4% ВВП. На самом деле, как это

уже не раз бывало, реально размещенный объем облигаций окажется заметно меньшим, как, собственно, и сам дефицит. На текущий момент Минфин успел разместить на рынке лишь порядка 130 млрд руб., и было бы неплохо для торговой ликвидности, если бы общий объем привлечения в этом году достиг хотя бы 500 млрд руб., однако и это не гарантировано.

Влияние на денежно-кредитную политику. Важно отметить, что переход от использования Резервного фонда к большому объему заимствований на внутреннем рынке влияет на предложение денег. Расходование средств из Резервного фонда, который инвестирован в иностранные активы, означает создание соответствующего количества рублей, которые поступают в экономику, увеличивая агрегат М0. Таким образом, прекращение использования резервных средств до конца нынешнего года является ограничительной мерой денежной политики. Кстати, не исключено, что Минфин предпринял этот шаг по согласованию с ЦБ, поскольку он вполне вписывается в просматривающуюся в последнее время политику регулятора по мягкому сворачиванию антикризисных мер при сохранении низких процентных ставок.

Возможно замедление роста денежного предложения

Денежная база РФ

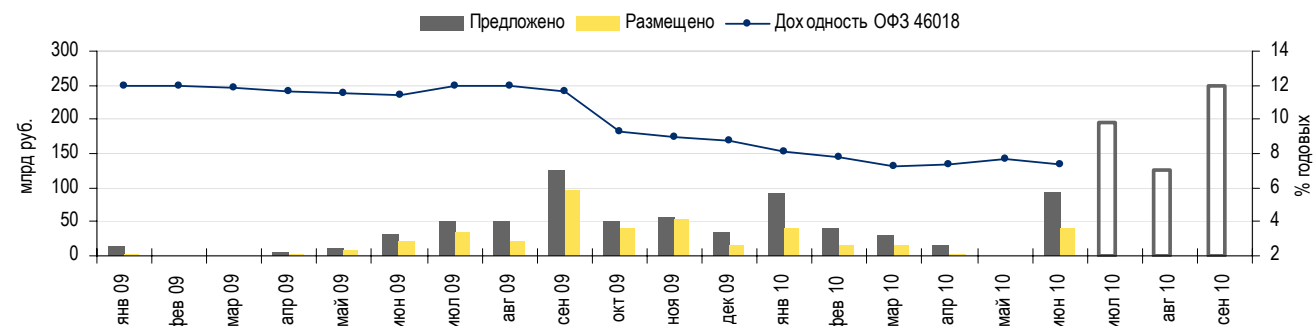


Источники: Bloomberg

Стоит ли опасаться роста предложения ОФЗ? Хотя с формальной точки зрения обещание увеличить объем новых размещений ОФЗ вызывает опасения, что результатом этого может стать давление на долгосрочные ставки в сторону их роста, нам не кажется, что новая политика Минфина приведет к падению цен. Во-первых, как мы уже говорили, фактический объем предложения с большой вероятностью окажется значительно меньшим. Во-вторых, история показывает, что с помощью первичного предложения ставки очень трудно сдвинуть вверх: спрос либо есть, либо его нет. Если спрос есть, размещать можно много, и бумаги после размещения растут в цене. Если спроса нет, разместить невозможно ничего, и первичное предложение уходит, не найдя покупателей. Очень редки случаи (если они вообще были), когда эмитенту удалось добиться значительного роста спроса, предложив рынку неожиданно большую премию в доходности. Наоборот, такие размещения чаще всего вызывают справедливые подозрения инвесторов.

Прямой связи между предложением и динамикой доходности нет

Предложенные и фактически размещенные объемы ОФЗ



Источники: Минфин, ММВБ

Ближайшие планы Минфина. В соответствии с ранее сделанными заявлениями Минфин опубликовал на этой неделе свой план аукционов ОФЗ на III квартал (приведен на первой странице, приводим его здесь еще раз).

В III квартале будет предложено 570 млрд руб. новых ОФЗ

План аукционов Минфина

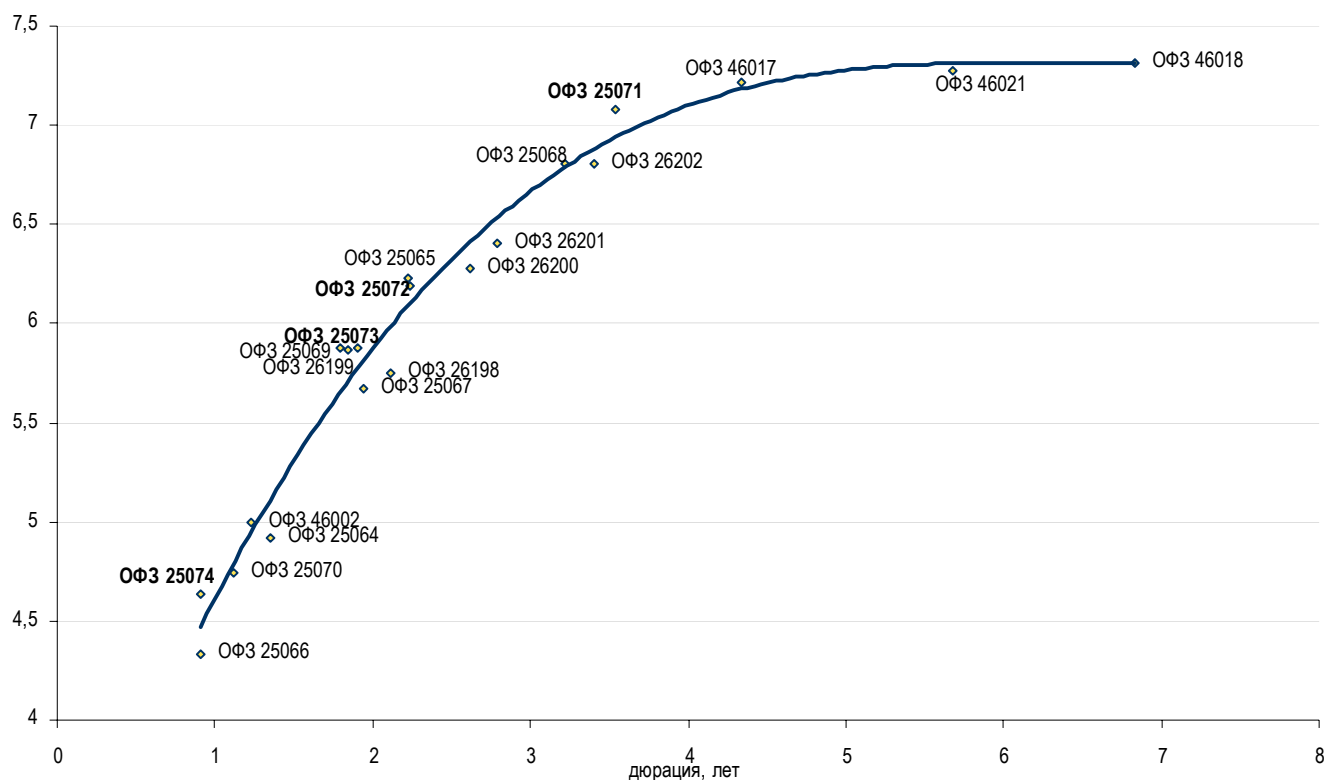
Дата	Выпуск	Год погашения	Объем, млрд руб.
07.07.2010	ОФЗ 25074	2 011	20
	ОФЗ 25071	2 014	20
14.07.2010	ОФЗ 25074	2 011	10
	ОФЗ 25072	2 013	15
	ОФЗ 25073	2 012	20
21.07.2010	ОФЗ 25075	2 015	30
	ОФЗ 25072	2 013	15
28.07.2010	ОФЗ 25074	2 011	10
	ОФЗ 25075	2 015	30
	ОФЗ 25073	2 012	25
04.08.2010	ОФЗ 25072	2 013	20
	ОФЗ 26203	2 016	25
11.08.2010	ОФЗ 25075	2 015	20
	ОФЗ 25074	2 011	5
18.08.2010	ОФЗ 25071	2 014	20
	ОФЗ 25073	2 012	20
25.08.2010	ОФЗ 26203	2 016	15
01.09.2010	ОФЗ 25075	2 015	35
	ОФЗ 25073	2 012	40
08.09.2010	ОФЗ 26203	2 016	40
	ОФЗ 25072	2 013	25
15.09.2010	ОФЗ 25075	2 015	35
	ОФЗ 25074	2 011	5
22.09.2010	ОФЗ 26203	2 016	40
	ОФЗ 25072	2 013	30

Источники: Минфин

Как видно из таблицы, в III квартале первичное предложение будет присутствовать в следующих сериях ОФЗ: 25071, 25072, 25073, 25074, 25075 и 26203. Уже обращающиеся выпуски из числа названных выделены на нашем графике.

На рынке будут формироваться «эталонные» выпуски

Кривая ОФЗ

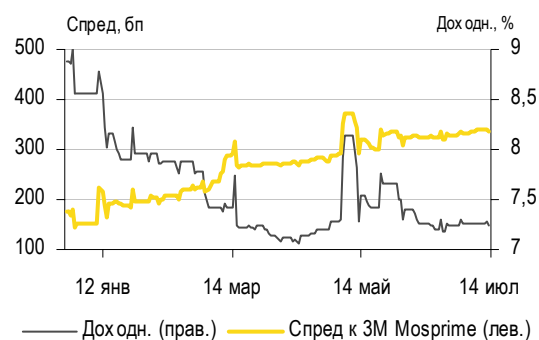


Источники: ММВБ

Наш взгляд на кривую. С нашей точки зрения, уровень доходности в гораздо большей степени определяется сейчас политикой ЦБ, которая привела к фиксации коротких ставок на очень низком уровне (порядка 2,5–3%). Вследствие этого кривая ОФЗ имеет сейчас очень крутой наклон, и спред между ее длинным концом и, например, трехмесячной ставкой Mosprime составляет почти 350 б.п. в сравнении с менее чем 200 б.п. в конце 2009 г. Примечательно также, что приблизительно на уровне дюрации четыре года на кривой доходности ОФЗ существует перегиб (см. график сверху), после которого наклон кривой уменьшается. Как мы уже отметили, Дмитрий Панкин обещал, что новые размещения ОФЗ будут проходить в этом году именно в короткой части кривой, поэтому такие длинные бумаги, как ОФЗ 46020, 46018, 46021, 46017 должны постепенно потерять торговую ликвидность. С другой стороны, выпуски, находящиеся на отмеченном нами перегибе (ОФЗ 25071, 25068, 26202) и дающие доходность выше 6,75%, представляют собой разумный компромисс между рыночным риском, доходностью и ликвидностью. Что касается нашего общего взгляда на кривую, то мы уже неоднократно писали, что рассматриваем уровень 6,5% (докризисный минимум) как среднесрочную цель по доходности в выпуске ОФЗ 46018. В этой точке бумага будет предлагать все еще очень неплохую премию в размере 150 б.п. к ставке РЕПО ЦБ.

Премия ОФЗ к ставкам денежного рынка увеличивается

Доходность ОФЗ 46018 и наклон кривой



Источники: Bloomberg

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggia@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артеми Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

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

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрэг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он 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 2010