

С НОВЫМ ДОЛГОМ!

Программа Минфина на 1 кв. 2012 г.

В 1 кв. 2012 г. инвесторам будут предложены ОФЗ на общую сумму 285 млрд руб. Минфин 30 декабря опубликовал на своем сайте предварительный график аукционов ОФЗ на 1 кв. 2012 г.: в январе-марте текущего года финансовое ведомство намерено предложить инвесторам госбумаги на общую сумму 285 млрд руб., что немного уступает величине суммарного предложения ОФЗ в 1 кв. 2011 г. (300 млрд руб.). Как видно из таблицы справа, в январе объем новых размещений составит всего 40 млрд руб., а пик предложения 1 кв. придется на март. В целом как объем предложения, так и его распределение по месяцам мало отличаются от параметров соответствующего периода прошлого года.

Профицит бюджета 2011 г. составил 0,8% ВВП. Накануне «Ведомости» со ссылкой на источники в Минфине сообщили, что бюджетный профицит РФ составил по итогам прошлого года 414 млрд руб., или приблизительно 0,8% ВВП. Чуть раньше представители министерства заявили, что часть профицита 2011 г. будет использована в 2012 г. для покрытия растущих бюджетных расходов. В настоящий момент на депозитах в банках размещено 533 млрд руб. свободных средств Минфина – до 1 февраля они должны пополнить резервный фонд, объем которого по итогам прошлого года составил 811 млрд руб., незначительно изменившись в течение декабря. Учитывая средства, привлеченные Минфином в прошлом году на долгом рынке, резервный фонд должен быть пополнен как минимум на 1 трлн руб., то есть в феврале он должен вырасти до 1,8 трлн руб. Объем средств фонда национального благосостояния останется на текущем уровне 2,8 трлн руб., таким образом, по итогам очень удачного с фискальной точки зрения 2011 г. у правительства РФ окажется более 4,5 трлн руб. резервных активов, которые в случае ухудшения рыночной конъюнктуры можно будет направить на финансирование дефицита бюджета, прогнозирующегося на уровне 1,5% ВВП при средней цене на нефть марки Urals 100 долл./барр.

Зависимость государства от долгового рынка возрастает. В 2011 г. министерство разместило 756 млрд руб. долга в виде рыночных ОФЗ, два транша рублевого евробонда Россия'18 на общую сумму 90 млрд руб., 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 г. было израсходовано 301 млрд руб., таким образом, объем чистого привлечения прошлого года можно оценить в 1 086 млрд руб. Учитывая, что дефицит бюджета 2012 г. сейчас оценивается в 800 млрд руб., тогда как на рефинансирование долга потребуется направить еще 401 млрд руб., в текущем году Минфину будет необходимо разместить нового долга на 1,2 трлн руб. при условии, что министерство не прибегнет к использованию излишков 2011 г. Однако если бюджет прошлого года систематически исполнялся с профицитом, в 2012 г. при базовом сценарии развития событий Минфин будет более зависим от рынка госбумаг. Наш прогноз цены на нефть в 2012 г. практически совпадает с официальным, поэтому ожидания умеренного бюджетного дефицита на уровне 1,5% ВВП сейчас являются скорее консенсусом, чем консервативным прогнозом осторожного министерства, как это бывало ранее.

В 1 кв. 2012 г. Минфин предложит новые ОФЗ на 285 млрд руб.

Предварительный график аукционов ОФЗ

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

Источники: Минфин РФ

Индикаторы долгового рынка

Прогноз УРАЛСИБа

	2010	2011	2012П
USD			
Доходность US10Y, %	2,9	1,9	3,5
Доходность России'30, %	4,7	4,6	4,75
Спред России'30, бп	180	270	125
RUB			
Ставка рефинансирования	7,75	8,00	7,5
Овернайт, %	3,25	5,00	4,25-4,5
Доходн. 5-летних ОФЗ, %	7,20	8,08	7,25
Полный рыночный доход (RUB)			
Сегмент ОФЗ, %	10,4	5,6	10,0
Корпоративные облигации, %	14,9	7,3	12,0

Источники: оценки УРАЛСИБа, Bloomberg

Экономические индикаторы

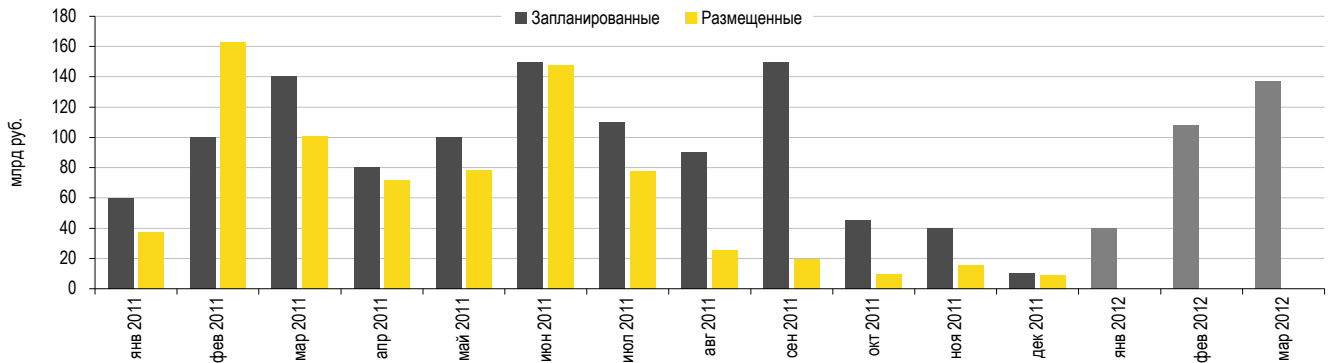
Прогноз УРАЛСИБа

	2011 (П или факт.)	2012П
ВВП, % год к году	4,3	2,8
Промпроизводство, % год к году	4,9	2,5
Инвест. в осн. капитал, % год к году	5,6	8,2
Оборот розн. торговли, % год к году	6,2	5,1
Реальн. располага. доходы, % год к году	0,6	4,7
ИПЦ, % год к году	6,1	7,2
Экспорт, млрд долл.	513	522
Импорт, млрд долл.	312	343
Счет текущих операций, млрд руб.	104	77
Профицит федерального бюджета, % ВВП	0,8	(1,6)
Средний обменный курс, руб./долл.	29,4	29,8
Средняя цена нефти Urals, долл./барр.	109,6	98,5

Источники: оценка УРАЛСИБа, Росстат

План на 1 кв. 2012 г. не сильно отличается от объема размещений в 1 кв. 2011 г.

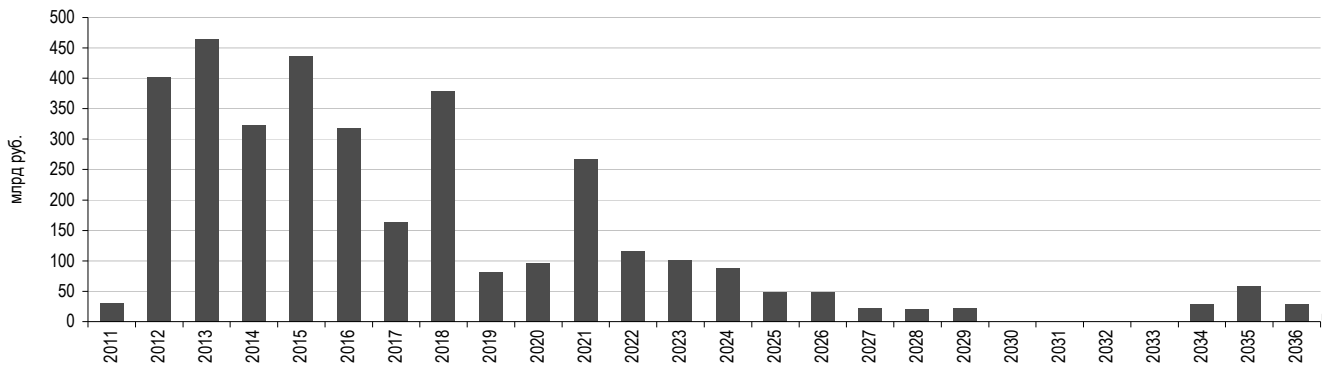
Объемы запланированных и размещенных Минфином ОФЗ



Источники: Минфин РФ

В 2012 г. России предстоит погасить 401 млрд руб.

Временная структура внутреннего долга России на 1 ноября 2011 г.

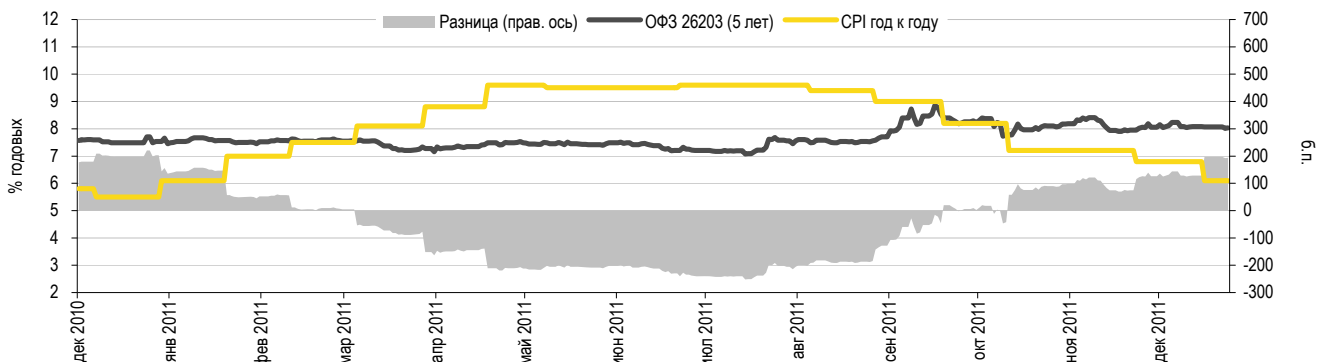


Источники: Минфин РФ

Новый выпуск для иностранных инвесторов. В декабре Минфин назначил организаторов размещения долларовых суверенных евробондов, которое также должно состояться в 1 кв. Судя по всему, речь идет о длинном выпуске (10–30 лет) объемом от 3 до 5 млрд долл., размещение может быть разделено на несколько траншей. Расширившийся в период осенней распродажи спред вдоль суверенной кривой РФ до сих пор остается очень широким, поэтому Минфин, вероятно, будет ждать дальнейшего улучшения конъюнктуры внешнего рынка, катализатором которого может стать достижение прогресса на активно идущих сейчас переговорах по обмену греческого долга. Последние должны завершиться до двадцатых чисел марта, когда Греции предстоит погасить обязательства на сумму порядка 16 млрд евро. Таким образом, размещение новых евробондов РФ выглядит наиболее вероятным во второй половине февраля – начале марта.

Реальные ставки вновь положительные

Доходность ОФЗ и инфляция

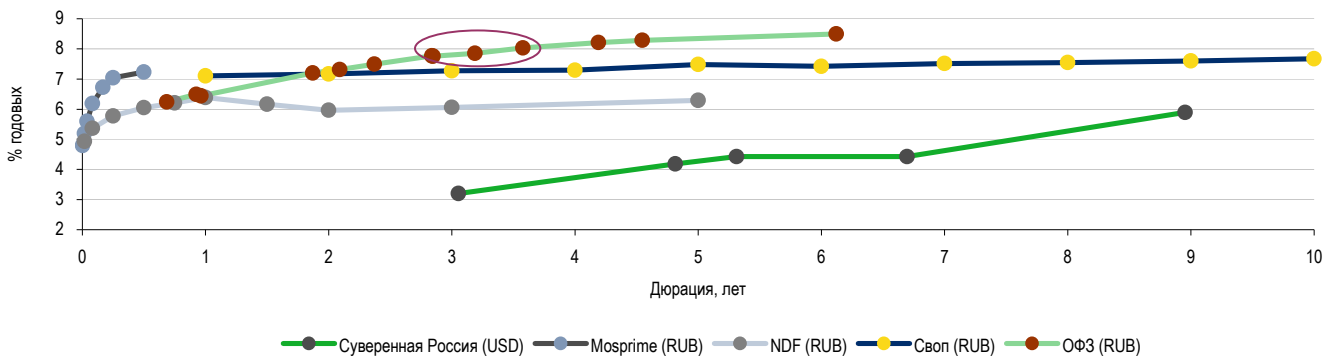


Источники: Bloomberg

Внутренний 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, благодаря существенному замедлению инфляции, которая по итогам 2011 г. составила всего 6,1%, реальные ставки на длинном конце кривой ОФЗ вновь вышли на положительные значения, причем достаточно высокие (как показано на графике выше). Таким образом, столкнувшись с необходимостью размещать все больше бумаг, в первой половине текущего года Минфин будет занят поиском компромисса с инвесторами, которых можно будет привлечь разве что хорошей доходностью на длинном конце кривой. Как видно на следующем графике, 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, 3-месячной ставкой Mosprime составляет менее 150 б.п., и поэтому дюрация сейчас не вознаграждается доходностью в достаточной степени.

Привлекательная доходность начинается с 8% годовых

Основные кривые процентных ставок РФ



Источники: Bloomberg, ММВБ

Таким образом, инвестор оказывается перед дилеммой на кривой ОФЗ: короткие ставки слишком низкие, но наклон кривой также 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. Трехлетняя дюрация – это бумаги вроде ОФЗ 25079, 25075, 25077 и 26203, которые мы и рекомендуем к покупке в первую очередь. Кстати, ОФЗ 25079 станет первым выпуском, который Минфин предложит на аукционе в 2012 г., размещение пройдет в следующую среду, 18 января.

Мы положительно оцениваем долгосрочные перспективы рублевых облигаций. На горизонте инвестирования порядка 12 месяцев и более покупка длинных рублевых бумаг выглядит оправданной, поскольку инфляция в России, как мы полагаем, останется в рамках пологого нисходящего тренда, что позволит ЦБ адекватно понижать ставку рефинансирования, которая в конце текущего года, по нашей оценке, составит 7,5%, то есть на 50 б.п. ниже текущего значения. Во 2 п/г мы также ожидаем постепенного улучшения конъюнктуры внешних рынков в связи с ослаблением опасений по поводу европейского долгового кризиса, что приведет к снижению российской премии за риск. В этих условиях мы прогнозируем снижение доходности пятилетних ОФЗ до 7,25% к концу 2012 г., что обеспечит полный доход в госсекторе не менее 10% по сравнению с 5,6% в 2011 г. Однако этот сценарий станет реальностью лишь в случае нормализации ситуации на денежном рынке, причем именно снижение коротких ставок (и соответствующий рост наклона кривой ОФЗ) просигнализирует инвесторам о необходимости увеличить дюрацию портфеля. Подробнее с нашим взглядом на облигационный рынок можно ознакомиться в нашей стратегии, опубликованной 29 ноября.

Публикации по теме:

Ноябрь 29, 2011

Стратегия – Мы снова на рынке покупателя. Наш взгляд на 2012 г.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/111129_FI_Strategy_Outlook_2012.pdf?docid=11992&lang=ru

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkaa@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsv@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Банки

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

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevsv@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovsv@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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 2011