

Реинкарнация ГКО

Выводы

Минфин собирается предложить рынку новую версию ГКО – «бескупонные ОФЗ» со сроком обращения до 1 года и доходом в форме дисконта. Условия эмиссии новых бумаг были зарегистрированы Минюстом 20 января. Необходимость нового инструмента связана с неравномерностью поступления доходов в федеральный бюджет и их зависимостью от конъюнктуры сырьевых рынков.

Мы считаем, что эти бумаги не станут полным аналогом ГКО (вместе с негативными последствиями, к которым привело наращивание их объемов), поскольку основной целью их выпуска станет покрытие кассовых разрывов бюджета, а не финансирование его дефицита.

Бескупонные ОФЗ могут быть также использованы Банком России для денежно-кредитного регулирования, что повлечет отказ от эмиссии ОБР. Новые бумаги имеют шанс стать ликвидными (особенно при поддержке ЦБ), будут интересны банкам и помогут сформировать короткую часть кривой госдолга.

Минфин намерен расширить свой инструментарий, предложив инвесторам новый вид облигаций – «бескупонные ОФЗ». Приказ Минфина "Об утверждении условий эмиссии и обращения бескупонных облигаций федерального займа" был зарегистрирован Минюстом 20 января 2011 г. В соответствии с документом, Минфин может выпускать краткосрочные облигации сроком обращения 1-12 мес. Облигации будут дисконтными – доход по ним формируется из разницы между ценой размещения и ценой погашения.

Новое – это хорошо забытое старое. По сути, новые бескупонные ОФЗ являются аналогом небезызвестных ГКО (государственных краткосрочных облигаций), являвшихся основным инструментом Минфина по финансированию бюджетного дефицита до 1998 г. Однако с момента кризиса, когда государство заморозило выплаты по ГКО на достаточно продолжительный период, их выпуск прекратился. Впоследствии, когда доверие к рынку было восстановлено, Минфин переквалифицировался на заимствования в форме ОФЗ, преимущественными особенностями которых, с точки зрения бюджета, являются более длинные сроки обращения (до 30 лет).

Новая пирамида? Разница в деталях. В момент кризиса госзаимствования с помощью ГКО называли «пирамидой» и сравнивали с «пирамидой МММ» – «де-факто» оба эмитента оказались в состоянии дефолта и не расплатились по долгам. Однако сейчас экономическая ситуация в стране заметно отличается от конца прошлого века. Основным отличием «бескупонных ОФЗ» от ГКО является цель выпуска этих инструментов.

Зачем Минфину короткие деньги? При становлении рынка госдолга ГКО являлись основным источником финансирования бюджетного дефицита, поскольку инвесторы не готовы были покупать бумаги со сроком обращения более 3-6 мес. Столь короткая дюрация долга приводила к его экспоненциальному наращиванию и постоянному росту стоимости его обслуживания, что, в совокупности с другими факторами, и привело к дефолту.

Инвестиционный анализ

Сейчас дефицит бюджета (возникший впервые за 10-летие в результате кризиса 2008 г) во-первых, является вполне умеренным и продолжает планомерно сокращаться (3,6% ВВП ожидается в 2011 г). Во-вторых, Минфин справляется с его финансированием как за счет длинных заимствований (в форме ОФЗ или еврооблигаций), так и за счет накопленных средств Резервного фонда и ФНБ. Так, на 2011 г запланировано размещение рублевых гособлигаций на 1,7 трлн руб по сравнению с 1 трлн руб в 2010 г. Вместе с тем, поступление доходов и покрытие расходов бюджета внутри года носит неравномерный характер. В частности, основная «расходная» часть традиционно приходится на 4 квартал. Кроме того, с точки зрения доходов, Россия по-прежнему является сырьевой страной, и поступления в бюджет во многом зависят от конъюнктуры внешних товарных рынков (прежде всего, нефтяного). В результате, Минфин периодически нуждается в краткосрочных средствах для покрытия кассовых разрывов. Между тем, имея инструмент «хранения» лишних средств (в форме регулярных депозитных аукционов, проводимых Минфином), у него в настоящий момент нет инструмента для восполнения потребности в коротких средствах. Таким образом, новые бумаги восполняют этот пробел, позволив Минфину более оперативно управлять своими денежными потоками.

«Вместо» ОБР или «Вместе» с ОБР. Поскольку после кризиса 1998 г Банк России лишился ГКО как инструмента для проведения денежно-кредитной политики и регулирования уровня ликвидности в банковской системе, на смену пришли ОБР – краткосрочные дисконтные облигации, выполняющие ту же функцию, на эмитентом которых является ЦБ, а не Минфин. Хотя цели и задачи при выпуске однотипных инструментов у двух монетарных органов власти различные (покрытие кассовых разрывов для Минфина и регулирование ликвидности для ЦБ), мы считаем, что «бескупонные ОФЗ» могут постепенно вытеснить ОБР, – за счет более высоких ставок и более высокой ликвидности инструмента. В этом случае ЦБ предпочтет воспользоваться новым инструментом Минфина, а его активное присутствие на рынке поддержит ликвидность этого сектора.

В свою очередь, банки получают новый, и как мы надеемся, более ликвидный чем ОБР, инструмент для регулирования своих денежных потоков. Это поможет сгладить традиционные для денежного рынка колебания. Сейчас в 1 квартале банки «задыхаются» от избытка свободной ликвидности, сформированного поступлениями на корсчета в конце года в рамках финансирования Минфином расходной части бюджета. Напротив, с сентября-октября на денежном рынке традиционно возникает «дефицит» средств. В свою очередь, сглаживание колебаний денежного рынка позволит снизить волатильность финансовых рынков, также страдающих «сезонностью».

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерены получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

Информация

<p>Альфа-Банк (Москва)</p> <p>Управление долговых ценных бумаг и деривативов</p> <p>Торговые операции</p>	<p>Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12</p> <p>Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896</p> <p>Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05</p> <p>Константин Зайцев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 08</p> <p>Михаил Грачев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 04</p> <p>Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02</p> <p>Игорь Панков, директор по продажам (7 495) 786-48 92</p> <p>Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03</p> <p>Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 (доб. 7050)</p> <p>Ольга Паркина, вице-президент по продажам (7 495) 785-74 09</p> <p>Егор Романченко, специалист по продажам (7 495) 786-48 97</p>
<p>Аналитическая поддержка</p>	<p>Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 974-25 15 (доб. 8523)</p> <p>Татьяна Цилюрик, аналитик по внешнедолговым рынкам (7 495) 974-25 15 (доб. 7669)</p> <p>Станислав Боженко, Ph.D. старший кредитный аналитик (7 495) 974-25 15 (доб. 7121)</p> <p>Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47</p>
<p>Долговой рынок капитала</p>	<p>Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала (7 495) 974-2515 доб. 6368/3437</p> <p>Александр Бойцов, Старший менеджер (7 495) 974-2515 (доб. 7120)</p> <p>Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671</p>

© Альфа-Банк, 2011 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.