

Минфин хочет сместить корпоративных эмитентов

Российский рынок облигаций
2 сентября 2009 г.

Выводы

В ближайшие недели Минфин резко нарастит предложение ОФЗ для финансирования дефицита бюджета. Ситуация благоприятная: спреды между корпоративными облигациями и ОФЗ с начала года значительно сузились. Очередное понижение ставки рефинансирования вкупе с увеличением денежного предложения через финансирование дефицита вызовут ценовой рост на рублевые активы в ближайшие 1-1,5 месяца.

Однако затем рост девальвационных ожиданий, ускорение инфляции приведут к снижению цен. Для Минфина это означает рост стоимости заимствования. Для инвесторов – обесценение портфелей и поиск рефинансирования. В этих условиях ОФЗ будут носить «защитный» характер.

Инвестиционный анализ

Минфин хочет повысить «конкурентоспособность» ОФЗ: С ростом дефицита бюджета это становится особенно важным, поскольку привлечение средств с внутреннего рынка госдолга – один из ключевых источников финансирования дефицита в текущем году. В соответствии с бюджетом объем размещения ОФЗ в 2009 г должен был составить 740 млрд руб, однако к настоящему времени привлечено порядка 90 млрд руб.

Спреды между корпоративным долгом и ОФЗ заметно сузились. Так, если в начале апреля, когда на корпоративном рынке начались первые рыночные размещения, спреды составляли более 500 б.п. (без учета дюрации), то сейчас этот уровень сократился до 150-200 б.п. при сближении дюрации выпусков.

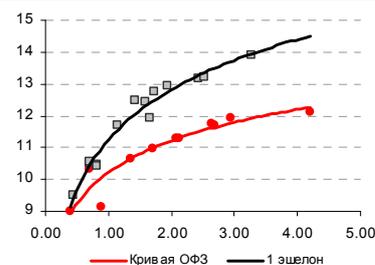
Мы ожидаем снижения ставки рефинансирования и роста денежного предложения в результате финансирования дефицита бюджета. Сочетание этих факторов вернет иссякнувший к концу лета спрос на рублевые активы.

В ближайшие недели мы ожидаем резкого роста объемов заимствований Минфина. В результате улучшения макроэкономической ситуации и снижения ставок во 2кв09 привлекательность ОФЗ возросла. Минфин воспользуется складывающейся благоприятной ситуацией, чтобы постараться привлечь с долгового рынка максимум средств до разворота тренда, который произойдет чуть позже.

В среднесрочной перспективе девальвация и инфляция развернут тренд. Навес рублевой ликвидности вкупе с ростом девальвационных ожиданий и ускорением инфляции не могут не подтолкнуть рост ставок вверх в среднесрочной перспективе.

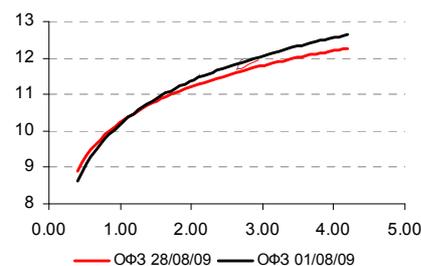
Даже при падении рынка ОФЗ будут выполнять «защитную» функцию. В отличие от корпоративных облигаций, включенных в Ломбардный список, ОФЗ позволяют держателям привлечь средства в ЦБ без дисконта. Кроме того, крупные объемы выпусков делают ОФЗ более ликвидным инструментом в период падения рынка.

Кривые доходности ОФЗ и корпоративных облигаций



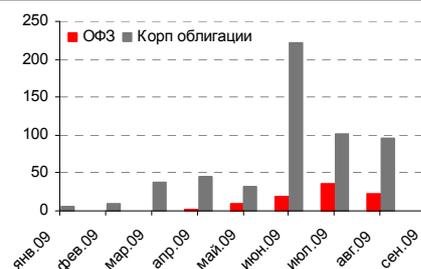
Источник: ЦБ, ММВБ Отдел исследований Альфа-Банка

Изменение ставок ОФЗ в августе



Источник: ЦБ, Отдел исследований Альфа-Банка

Объем размещений рублевого долга, млрд руб



Источник: ЦБ, CBonds, Отдел исследований Альфа-Банка

Показатели

	1П2009	2009 оценка	2010 прогноз	2011 прогноз
Дефицит бюджета, млрд руб	-754	-3 419	-3 187	-2 012
Расходы Резервного фонда	1 724*	2 900	1 675	5,6
Расход Фонда национального благосостояния	0	0	682	737
Чистое привлечение с внутреннего рынка	33	604	394	722
Чистое привлечение с внешнего рынка	0	-199	436	547

Источник: отчеты компании, Bloomberg, Отдел исследований Альфа-Банка

* За 8М09

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 намерен 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.

Минфин хочет сместить корпоративных эмитентов

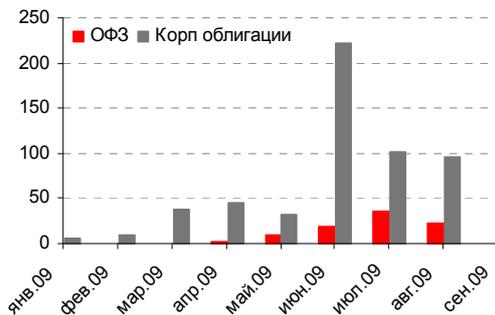
В середине августа Минфин озвучил необходимость приближения доходностей ОФЗ к корпоративному долгу, поскольку текущие уровни ставок «неконкурентоспособны». Это заявление не случайно прозвучало именно сейчас – когда по итогам 2кв09 мы видим рост бюджетного дефицита и, как следствие, рост потребности в его финансировании.

В текущих условиях Минфин крайне ограничен в источниках финансирования бюджетного дефицита, размер которого в текущем году оценивается в 3,4 трлн руб. Из Резервного фонда на эти нужды уже израсходовано более 1,5 трлн руб. Высокие цены на нефть не дают мощной подпитки федеральному бюджету, поскольку практически полностью во 2кв09 скомпенсированы резким сокращением платежей в бюджет за экспорт газа.

Ожидается, что Резервный фонд полностью будет израсходован к концу 2010 г. Чтобы сократить расходы Резервного фонда у Минфина два способа, и мы ожидаем, что он воспользуется обоими: привлечение средств с долговых рынков и девальвация рубля (поскольку Резервный фонд номинирован в валюте). Причем привлечение средств с рынка ОФЗ более эффективно провести перед девальвацией. В бюджет этого года заложено размещение ОФЗ на сумму порядка 740 млрд. Однако к настоящему моменту эта возможность остается нереализованной.

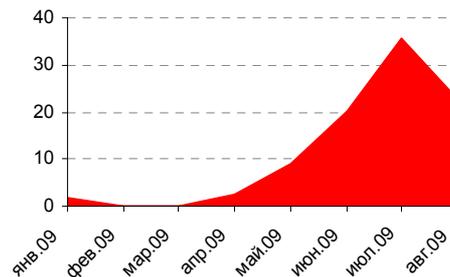
Минфин огорчен неконкурентоспособностью ОФЗ, нуждается в них для финансирования дефицита бюджета

Рис 1: Объем размещения рублевого долга, млрд руб



Источник: ЦБ, CBonds, Отдел исследований Альфа-Банка

Рис 2: Объем заимствований Минфина с рынка ОФЗ



Источник: ЦБ, Отдел исследований Альфа-Банка

Ситуация на внутреннем долговом рынке улучшается, начиная с апреля. Однако пока лишь корпоративный сектор воспользовался этой ситуацией. До последнего момента спреды между ставками в корпоративном секторе и на рынке госдолга оставались слишком широкими, чтобы ОФЗ могли заинтересовать инвесторов.

Так, первые рыночные размещения облигаций госкомпаний в этом году проходили на уровне 15-17% годовых. Более гибкие корпоративные эмитенты сориентировались в рыночной ситуации и предлагали инвесторам короткие выпуски. На этом фоне ОФЗ с доходностью в пределах 12,5% годовых и сроками обращения от 3 лет выглядели крайне непривлекательно. В результате к концу лета мы наблюдаем, что если компании с начала года привлекли с публичного долгового рынка уже 550 млрд руб, то успехи Минфина значительно скромнее – выручка по результатам аукционов составила менее 100 млрд руб и практически полностью была потрачена на погашения и купонные выплаты. (Непосредственно объем рынка увеличился за этот период всего на 50 млрд руб).

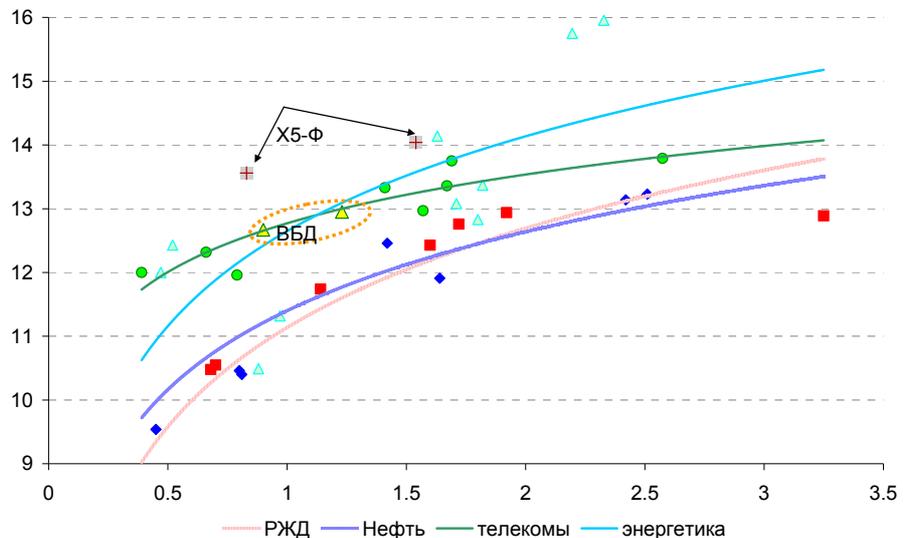
Однако к концу лета ситуация выглядит уже по-другому. И сейчас прозвучавшее заявление Минфина выглядит, скорее, констатацией

Компании уже привлекли 550 млрд руб, Минфин – в 10 раз меньше

Спреды корпоративных облигаций к ОФЗ сократились до 150-200 б.п. с 500 б.п. в начале апреля

факта. Ралли на рынке корпоративного долга способствовало резкому снижению доходностей «голубых фишек» - последние размещения проходили по доходности 12-14% годовых при одновременном удлинении дюрации выпусков. Этому способствовало общее улучшение макроэкономической ситуации в России во 2кв09, и, прежде всего – снижение инфляции, позволившее Банку России заметно понизить ставку рефинансирования. Одновременно происходивший на сырьевых биржах рост нефтяных котировок вкупе с укреплением рубля к бивалютной корзине резко повысили интерес к рублевым вложениям, который был поддержан увеличением свободной ликвидности в банковской системе.

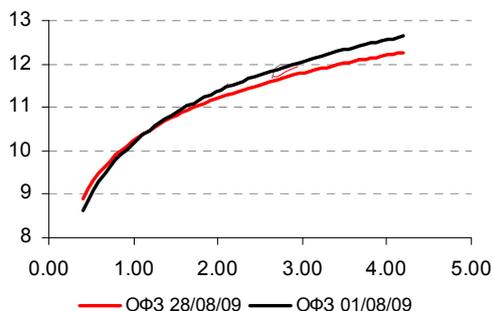
Рис 3: Уровень доходностей корпоративного рынка по секторам на конец августа



Источник: Отдел исследований Альфа-Банка.

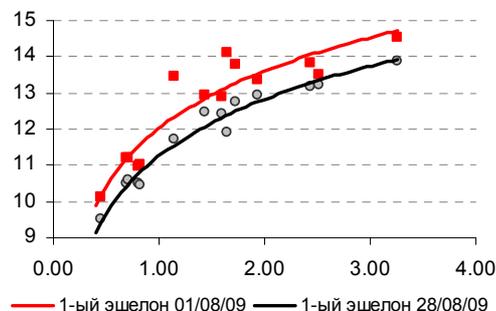
В результате к настоящему моменту спреды корпоративного долга к ОФЗ сократились в среднем до 150-200 б.п., хотя еще в конце июля они составляли 250-300 б.п.

Рис 4: Изменение ставок на рынке ОФЗ в августе



Источник: ЦБ, Отдел исследований Альфа-Банка

Рис 5: Изменение ставок по облигациям 1-го эшелона в августе



Источник: ММВБ, Отдел исследований Альфа-Банка

Сейчас наиболее благоприятная ситуация для пополнения бюджета через эмиссию ОФЗ

Мы ожидаем дальнейшего сужения спредов в ближайшие недели. В начале сентября ожидается очередное понижение ставки рефинансирования, поводом для которого станут очередные данные по

ЦБ снизит ставку рефинансирования на 50-75 б.п.

Минфин резко наращивает объемы выпуска ОФЗ:

55 млрд руб в 1-ю декаду месяца

При падении рынка ОФЗ выполняют «защитную» функцию: дисконт по ним в ЦБ равен нулю

инфляции за август. Причем, если в июле ЦБ понизил ставку всего на 25 б.п. (учитывая неожиданное ускорение инфляции в июле), то в августе есть все шансы ожидать снижения инфляции.

Предварительно об уровне инфляции в августе можно будет судить после публикации Росстатом еженедельных значений за последнюю неделю месяца. Данные за 3-ю неделю показали нулевой прирост цен. В случае, если такая ситуация сохранится, Банк России может уже на этой неделе снизить ставку на 50-75 б.п. Поскольку такое снижение ставки рефинансирования не заложено в цены, это вызовет пересмотр доходностей и сдвиг их кривых вниз, прежде всего в корпоративном секторе, являющимся более ликвидным.

Минфин воспользуется благоприятным моментом для привлечения максимально возможного объема средств. В частности, в первую декаду сентября Минфин проведет сразу 4 аукциона по размещению ОФЗ суммарным объемом 55 млрд руб. Вслед за корпоративным рынком мы можем увидеть в ближайшие недели ценовой рост в секторе ОФЗ на фоне возросшего спроса на гособлигации.

Помимо сужения спредов, второй немаловажной причиной заинтересованности банков в ОФЗ является возможность получения под них рефинансирование в ЦБ. С приближением осени нервы у всех напряжены. Основной вопрос – будет ли «вторая волна кризиса» и повторится ли прошлогодняя ситуация с фактически переставшим функционировать денежным рынком.

В условиях падающего рынка ОФЗ выполняют «защитную» функцию. Во-первых, преимуществом ОФЗ перед корпоративными облигациями, входящими в Ломбардный список, является отсутствие дисконта по этим бумагам. Во-вторых, торгуемые выпуски ОФЗ обычно имеют существенно более высокий объем эмиссии, что обеспечивает их относительную ликвидность даже в самые «острые» периоды.

Илл. 6: Примерные дисконты по РЕПО с ЦБ на срок до 6 дней

Вид бумаг	Размер дисконта, %
ОФЗ, ОБР	0
Облигации Москвы	2,5
Муниципальные, АИЖК, облигации 1-го эшелона	10
Банки 1-го эшелона	12,5
Бенчмарки телекомов, энергетики, ВБД-ПП, Х5Ф, ГСС, Иркут, Система, Сибур,	15
Банки 2-го эшелона	17,5
Банки 3-го эш, Иркутская, Тверская и Томская Обл, ОМЗ, телекомы 2 эш, ТМК, НКНХ	25
ЛК Уралсиб, МБРР, ЛСР, АВтоВАЗ, Мечел, ОГК-6, ЧТЗ, ОбъедКонд., ТГК-2, -4, -10, РВК,	50
АКБ Союз	100

Источники: ЦБР

Таким образом, в ближайшие 1-1,5 месяца мы ожидаем резкий рост предложения ОФЗ, что не помешает переоценке на этом рынке в пользу роста котировок. Вместе с тем к концу года мы не отказываемся от ожиданий девальвации и ускорения. В силу политических факторов ЦБ может воздержаться от повышения ставки рефинансирования, заморозив ее до конца года. Тем не менее, оба сегмента долгового рынка – и корпоративный и федеральный – ждет ценовая коррекция. Однако к началу этого периода иметь в портфеле ОФЗ, обладающие защитными свойствами, предпочтительнее.

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов Торговые операции	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896 Константин Зайцев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 доб. 7050 Татьяна Мерлич, старший менеджер по международным продажам (7 495) 786-48 97 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74 09
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 785-96 78 Михаил Авербах, аналитик по внешнедолговому рынку (7 495) 783-50 29 Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47 Екатерина Журавлева, кредитный аналитик (7 495) 974-2515 доб. 7121
Долговой рынок капитала	Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2009 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.