

Специальный комментарий

Долговая политика РФ 2012-2014: ОФЗ все более востребованы

В четверг, 11 августа 2011 г., российское правительство одобрило «Основные направления государственной долговой политики РФ на 2012-2014 гг.». Со слов замминистра финансов Сергея Сторчака, документ еще может быть подвергнут корректировке в конце этого года после принятия Госдумой бюджета РФ на 2012-2014 гг. Мы допускаем, что с течением времени многие предпосылки, заложенные в документе (темпы экономического роста, инфляция, нефтяные котировки, курс рубля) скорее ухудшатся, нежели улучшатся, оттого потребность в заимствованиях только возрастет. Однако план Минфина мы рассматриваем все же как своеобразный предельный порог заимствований, который даже при реализации негативного сценария едва ли претерпит кардинальные изменения.

Согласно документу, в 2012-2014 гг. Минфин планирует покрывать 90% дефицита бюджета за счет внутренних заимствований. Дефицит федерального бюджета в 2012, 2013 и 2014 гг. ожидается в размере RUB1.57/1.74/1.65 трлн. соответственно. Предполагается, что для финансирования столь существенного дефицита ведомству понадобится почти по RUB2.0 трлн. госзаимствований (с учетом погашений) ежегодно: RUB2.18 трлн. в 2012 г., RUB2.28 трлн. в 2013 г. и RUB2.47 трлн. в 2014 г. В случае реализации плана объем рынка ОФЗ уже в 2012 г. может удвоиться до RUB4.7 трлн. (против RUB2.7 трлн. сейчас). Если точнее, предстоящие в 2012-2014 гг. заимствования предполагают расширение рынка практически по 80/50/35% в год.

ТАБЛИЦА 1. ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЕФИЦИТА БЮДЖЕТА, RUB млрд.

	2012	2013	2014
Госзаимствования	1 592	1 602	1 626
привлечение	2 182	2 284	2 474
погашение	-589	-682	-848
Внутренние заимствования	1 459	1 466	1 486
привлечение	1 977	2 082	2 274
погашение	-519	-617	-787
Внешние заимствования	133	136	140
привлечение	204	201	201
погашение	-70	-65	-60
Приватизация	276	309	300

Источник: Минфин, НБ «Траст»

Главным катализатором роста потребности в заимствованиях стало предвыборное смягчение бюджетной политики. Так, согласно внесенным в закон о бюджете корректировкам, в 2012-2014 гг. расходы вырастут на 10.7/10.1/6.4% и составят RUB12.2/13.4/14.3 трлн. соответственно. В сравнении с первоначальной редакцией документа (до пересмотра летом 2011 г.) статья расходов федерального бюджета была увеличена на RUB1.4 трлн. в 2012 г. и на RUB1.6 трлн. в 2013 г. При этом пересмотр цены на нефть в сторону повышения до USD93/95 за барр. против USD78/79 за барр. в более ранней версии дал бюджету в 2012-2013 гг. дополнительные RUB1.7/1.5 трлн., то есть почти столько же, насколько были увеличены расходы. Таким образом, практически все сверхплановые доходы тут же транслировались в новые расходы, а не пошли на сокращение дефицита, что только усилило роль долговых инструментов в финансировании бюджета.

Мария Помельникова

+7 495 789-35-94

maria.pomelnikova@trust.ru

Леонид Игнатъев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Согласно документу о долговой политике, в 2012 г. планируется привлечь на внутреннем рынке на 15.9% больше, чем в 2011 г. – RUB1.98 трлн. (с учетом погашений); в 2013 г. на 5.3% больше, чем в 2012 г. – RUB2.08 трлн.; в 2014 г. на 9.2% больше, чем в 2013 г. – RUB2.3 трлн. Получается, что планы госзаимствований на ближайшие годы гораздо больше, чем в 2011 г., а конъюнктура, учитывая прогнозируемое снижение цен на нефть и волатильность на глобальных рынках, значительно хуже. Как следствие, перед Минфином на локальном публичном долговом рынке в 2012 г. будет стоять более трудная задача, чем в этом году. Аппетиты ведомства будут в большей степени определяться потребностями бюджета, нежели вопросами оптимизации стоимости заимствований. То есть такой свободы и гибкости маневра, как в 2011 г., у регулятора уже не будет.

При нынешней ситуации с ликвидностью и наших ожиданиях, по крайней мере, на ближайший год нам видится, что кратный рост сегмента локального госдолга невозможен без появления новых качественных групп инвесторов и наличия стимулов для вложений. Однако при нынешней доле нерезидентов на рынке ОФЗ (в пределах 3-7%) сделать их основной целевой группой покупателей в горизонте 1-2 года нам видится чрезмерно амбициозной задачей. Простого бумажного решения привлечь иностранцев на рынок недостаточно: важные требования ими предъявляются и к инфраструктуре, да и страновые риски заботят эту категорию больше, чем местных игроков. Есть и еще один важный момент, находящийся не во власти Минфина – непосредственно рынок и рыночные ожидания. Ожидания по росту ставок и возникновение нестабильности на рынке ограничат спрос на длинные бумаги со стороны нерезидентов.

В то же время, помимо госзаимствований у Минфина есть «подстраховка» в виде альтернативных источников финансирования дефицита. К ним мы относим остатки на бюджетных счетах, поступления от размещенных на депозитах банков средств, инвестиционные доходы от вложения фондов и т.д. Исключением, пожалуй, может стать приватизация, успешное проведение которой в случае развития негативного сценария ставится под сомнение. Включение альтернативных источников в расчет существенно снижает оценку фактической потребности Минфина в займах на внутреннем рынке. Мы подсчитали, что при USD93/95 за барр. в 2012 г. ведомству необходимо будет занять только RUB1.3 трлн. (60% от годового плана, с учетом погашений), а в 2013 г. – RUB1.5 трлн. (66% плана). Если цена на нефть окажется на USD10 выше, то есть около USD100 за барр., занять придется и того меньше – RUB0.9 трлн. в 2012 г. (с учетом погашений) и RUB1.2 трлн. в 2013 г.

ТАБЛИЦА 2. ПРОГНОЗНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ ФАКТИЧЕСКОЙ ПОТРЕБНОСТИ МИНФИНА В ЗАИМСТВОВАНИЯХ НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ (С УЧЕТОМ ПОГАШЕНИЙ), 2012-2013

	USD/барр.	2012			2013		
		RUB трлн.	% от годового о плана	% от ВВП	RUB трлн.	% от годового о плана	% от ВВП
Оптимистичный сценарий	100/100	0.9	41%	1.6%	1.2	53%	1.9%
Сценарий, заложенный в законе о бюджете	93/95	1.3	60%	2.3%	1.5	66%	2.4%
Негативный сценарий	80/80	2.1	96%	3.7%	2.4	105%	3.8%

Источник: Минфин, НБ «Траст»

Траст исходит из консервативных прогнозов на нефть в 2011 г., и высокая вероятность продолжения QE3 в США дает нам основания видеть нефть не ниже текущих уровней в 2012 г. (в 2011 г. ожидаем USD108 за барр.). Ожидания пусть умеренного, но все-таки роста важных экономик мира заставляют нас делать допущения, что в 2013-2014 гг. нефть Brent будет находиться в районе USD100 за баррель при преобладании коридора USD95/110. Таким образом, наиболее вероятно, что фактическая потребность Минфина в заимствованиях на рынке ОФЗ будет колебаться в пределах 40-66% от заявленного годового плана (см. таблицу 2). Реализация такого сценария умеренно негативна для долгового рынка и создаст давление на котировки средне- и долгосрочных бумаг, ведь согласно основному документу именно на них Минфин делает ставку.

Любопытно, что 2012-2013 гг. для ОФЗ могут повторить сценарий текущего года. Так, в 2011 г. даже с учетом увеличения объема заимствований на внутреннем рынке примерно на RUB700 млрд., на данный момент посредством выпуска госбумаг ведомство привлекло лишь RUB782.3 млрд. (включая RUB90 млрд. рублевых евробондов), то есть около 46% годового плана. Для выполнения намеченных на 2011 г. ориентиров до конца года Минфину, по нашим оценкам, нужно будет привлечь лишь RUB350 млрд. (с учетом погашений). Таким образом, общий фактический объем выпущенных госбумаг в 2011 г., вероятнее всего, составит лишь 60% от заявленного плана в RUB1.7 трлн.

Значительные осложнения для долгового рынка предвещает падение нефтяных котировок на USD10 ниже прогнозируемых Минфином на 2012-2013 гг. USD93/95 за барр. Такой негативный сценарий оборачивается дефицитом бюджета почти в 4% ВВП, который грозит реализацией долговых планов Минфина в полностью заявленном объеме (RUB2.1 трлн. в 2012 г., RUB2.4 трлн. в 2013 г., по нашим оценкам). Однако сокращение цен на нефть повлечет за собой общее ухудшение экономической ситуации, при этом сопряженные с этим снижение склонности к риску и сокращение рублевой ликвидности ограничат потенциал внутреннего рынка, делая займы более RUB2 трлн. практически нереализуемыми. Придется тратить резервный фонд или плавно девальвировать рубль, что чревато значительными осложнениями долговых проблем в отдаленной перспективе. Как для сегмента ОФЗ в частности, так и для локального долгового рынка в целом последствия могут оказаться более негативными, чем при сценарии «93/95».

Реализация сценария «нефть 80/80 или ниже», безусловно, будет негативной для рынков долгового капитала. Появление в лице Минфина эмитента с гигантскими объемами предложения грозит серьезно изменить ценообразование на рынке ОФЗ, если исходить из ожиданий сокращения ликвидности, роста ставок, сохранения волатильности на рынках «выше среднего», а также осложнить жизнь корпоративных эмитентов, особенно blue chips, которые традиционно торгуются с узкими спредами к ОФЗ.

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Мария Помельникова

+7 495 789-35-94

maria.pomelnikova@trust.ru

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru

Кредитный анализ

Сергей Гончаров

+7 495 786-35-31

sergey.goncharov@trust.ru

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования различных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.