



**Ренессанс Капитал**

---



---

**РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ**

---

# **Кривая доходности ОФЗ – инвестиция года?**

---

Алексей Моисеев, тел.: 258 7946  
[Amoiseev@rencap.com](mailto:Amoiseev@rencap.com)

---



## ДОЛГОВОЙ РЫНОК Кривая доходности ОФЗ – инвестиция года?

Дата публикации

22 марта 2006 г.

Алексей Моисеев  
amoiseev@rencap.com  
Эдуард Джабаров  
Валентина Крылова

258 7946

- С первого января 2007 г. рубль станет полностью конвертируемой валютой.
- Полная конвертируемость рубля станет результатом отмены всех ограничений на валютные операции.
- Больше всего от этого выиграют облигации федерального займа (ОФЗ).
- В настоящее время ОФЗ недооценены с точки зрения относительной стоимости к рублевым облигациям с квазисуверенным кредитным качеством, поскольку существующие регулятивные положения носят дискриминационный характер в отношении государственных облигаций.
- Потенциальный дополнительный доход от отмены текущего регулирования тем больше, чем короче инвестиционный горизонт и выше доходность долговых инструментов. Однако на практике, как правило, потенциальный доход полностью не реализуется из-за неэффективности рынка.
- Мы отдаем предпочтение долгосрочным ОФЗ с более высокой доходностью, которые сильнее отреагируют на отмену валютного контроля. Мы также полагаем, что ликвидные выпуски покажут лучшую динамику. Таким образом, мы рекомендуем выпуски ОФЗ 26198, ОФЗ 46017, ОФЗ 46018 и ОФЗ 46020.
- С тем, чтобы упростить инвесторам оценку потенциального дополнительного дохода от облигаций за различные периоды времени, мы разработали специальный калькулятор, который доступен в Интернете по следующей ссылке: [http://research.rencap.com/eng/debt\\_market\\_interactive.asp](http://research.rencap.com/eng/debt_market_interactive.asp).

Таблица 1. Ключевые индикаторы

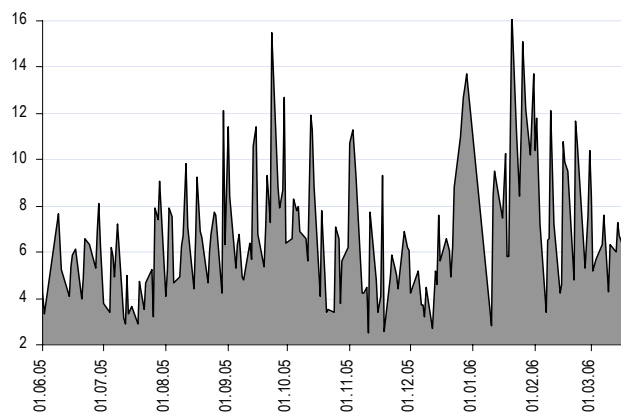
Ключевые показатели ликвидности в финансовой системе РФ	Текущее значение	Изменение %, 1 месяц	Изменение %, 6 месяцев	Изменение %, 12 месяцев
Остатки средств КО на корсчетах в ЦБ РФ, млрд руб.	341.00	10%	15%	24%
Остатки средств КО на депозитных счетах в ЦБ РФ, млрд руб.	161.30	58%	44%	-39%
Сальдо операций ЦБ РФ с банковским сектором, млрд руб.	55.30	55%	25%	4%
Золотовалютные резервы РФ, USD млрд	201.70	4%	33%	46%
Ставки по кредиту overnight, % годовых	2.50	-1.5	0.85	2.00
Официальный курс USD/RUB	27.66	-2%	-3%	0%
Официальный курс EUR/RUB	33.68	0%	-3%	-8%
NDF – RUB/USD, % ставка (180 дней)	5.19	-0.1	1.2	1.0

Рисунок 1. Индекс корпоративных и муниципальных рублевых облигаций Ренессанс Капитала



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Оборот торгов (с учетом сделок в РПС) рублевыми долговыми инструментами на ММВБ, млрд руб.



Источник: Bloomberg

ПРИМЕЧАНИЕ: Все показатели доходности ОФЗ и облигаций Москвы в настоящем отчете приведены по состоянию на третье марта 2006 г.

<b>На смену валютным ограничениям – новые возможности..</b>	<b>3</b>
<b>Действующее законодательство .....</b>	<b>3</b>
<b>В чем причина различий? .....</b>	<b>3</b>
<b>Окончательная отмена валютных ограничений?.....</b>	<b>4</b>
<b>Оценка дохода: откуда и сколько? .....</b>	<b>4</b>
<b>Пояснения к расчетам.....</b>	<b>4</b>
<b>Цена регулирования .....</b>	<b>6</b>
<b>ОФЗ и другие облигации – относительная доходность.....</b>	<b>9</b>
<b>В идеале.....</b>	<b>9</b>
<b>...в действительности.....</b>	<b>11</b>
<b>Рынок .....</b>	<b>13</b>
<b>Рекомендации .....</b>	<b>15</b>
<b>Раскрытие информации .....</b>	<b>16</b>

## На смену валютным ограничениям – новые возможности

### Действующее законодательство

Основным нормативным документом, устанавливающим правовые основы и принципы валютного контроля в России, является Закон «О валютном регулировании и валютном контроле». По Закону, инвестиции нерезидентов в рублевые ценные бумаги должны осуществляться с использованием специального счета, при этом списание и (или) зачисление средств на такой счет осуществляется в порядке, предусматривающем выполнение определенных требований о резервировании. Согласно установленным требованиям, определенный процент средств, зачисляемых на счет или списываемых со счета нерезидента, резервируется на рублевом беспроцентном счету на указанный срок. Для инвестируемых средств сумма резервирования не превышает 20% суммы денежных средств в эквиваленте на срок не более года. В случае списания средств со счета нерезидента сумма резервирования может составлять 100% от суммы денежных средств, списываемых со счета, на срок не более 60 календарных дней до дня осуществления валютной операции. Банк России по согласованию с правительством устанавливает ставки и сроки резервирования и обеспечивает выполнение вышеуказанных требований. При инвестировании в различные ценные бумаги инвестор обязан использовать отдельные виды специальных счетов. В частности, отдельные специальные счета должны использоваться при инвестировании в акции и инвестиционные паи, являющиеся внутренними ценными бумагами; корпоративные и муниципальные облигации; государственные облигации. В данном отчете мы проводим сравнение требований, применимых к двум видам облигаций, в отношении которых регуляторная дискриминация наиболее заметна – это облигации ОФЗ и все остальные рублевые облигации. В этом случае государственное регулирование оказывает асимметричное воздействие на рынок. Действительно, для ценных бумаг ОФЗ требование о резервировании установлено в размере 15% на срок 365 дней, в то время как для других облигаций (корпоративных, муниципальных и региональных) ставка резервирования составляет всего 2%.

### В чем причина различий?

По нашему мнению, никаких практических оснований для такого расхождения в требованиях к операциям с различными рублевыми облигациями нет. В 1998 г. правительство России объявило дефолт по внутреннему долгу в виде государственных казначейских обязательств, обусловленный безответственной налогово-бюджетной политикой в сочетании с огромным дефицитом бюджета и недальновидной практикой финансирования. Однако фактической причиной дефолта стал, как это обычно бывает, резкий отток иностранных «горячих» денег вследствие ослабления доверия инвесторов. Дефолт 1998 г. стал крайне травмирующим событием для большинства высокопоставленных финансовых чиновников России того времени. Почти никому из них не удалось снова занять столь же высокое положение в российских политических и/или бюрократических кругах. Казалось бы, те, кто пришел им на смену, должны были усвоить урок.

Однако выводы, сделанные новыми финансовыми чиновниками, были верны лишь отчасти – а именно, в отношении необходимости контролировать дефицит бюджета, что можно было наблюдать на протяжении последних семи лет. К сожалению, стремление российских властей освободить внутренний рынок от «горячих» денег нашло поддержку в одном из направлений международной экономической мысли. Вкратце, эта теория предполагает, что интенсивный приток «горячих» денег не добавляет гибкости финансовым рынкам, а напротив, дестабилизирует местные рынки и в результате приводит к увеличению стоимости финансирования для реального сектора. Такую волатильность ограничивает так называемый налог Тобина (по имени американского экономиста, лауреата Нобелевской премии Джеймса Тобина), который взимается с международных валютных операций. Он должен быть структурирован таким образом, чтобы быть чрезвычайно дорогим для краткосрочных спекулятивных финансовых потоков и незначительным для долгосрочных транзакций. Эту теорию полностью поддерживают международные иностранные организации, такие как МВФ, который давно с подозрением относится к спекуляциям международными «горячими» деньгами.

Дискриминация в отношении государственных облигаций также вполне понятна, если принять во внимание психологические и исторические факторы. Больше всего от оттока «горячих» денег в 1998 г. пострадал рынок государственных облигаций. Кроме того, вследствие осуществления осторожной бюджетной политики после кризиса потребность в деньгах была небольшой, и возведение защитных ограничений вокруг рынка ОФЗ не привело к сколько-нибудь существенным издержкам федерального бюджета. С другой стороны, корпоративные, региональные и муниципальные российские облигации очень чувствительны к стоимости финансирования, и для них фактическое устранение иностранных инвесторов может оказаться очень болезненным (этим обусловлена намного более низкая ставка налога Тобина).

Тем не менее, уменьшение разрыва между внутренней и внешней процентными ставками привело к формированию текущей ситуации, в которой требование о временном удержании даже 2% суммы является весьма существенным и становится проблемой для инвесторов и заемщиков.

## Окончательная отмена валютных ограничений?

Одной из важнейших реформ 2006 г. является окончательная либерализация движения капитала. Согласно существующему законодательству, с первого января 2007 г. должны быть сняты все оставшиеся барьеры и обеспечена полная конвертируемость рубля, а, по словам ряда высокопоставленных лиц, это может произойти еще раньше. Однако другие высокопоставленные чиновники высказывали предложения о том, что некоторые ограничения следует сохранить на более длительное время. С нашей точки зрения, полная конвертируемость российского рубля будет обеспечена первого января 2007 г. Наша логика проста: любой другой вариант потребует принятия дополнительных законодательных актов, поскольку отмена валютных ограничений в этот день предусмотрена Законом «О валютном регулировании и валютном контроле». Мы полагаем, что власти пойдут по пути наименьшего сопротивления, т. е. не станут ничего предпринимать и оставят в действии уже существующее законодательство.

В конечном итоге, важно устранить дискриминацию в отношении ОФЗ по сравнению с другими рублевыми облигациями. Все, что для этого необходимо – установить ставки резервирования на нулевом уровне. Такое решение позволит Банку России задействовать регулятивные механизмы в случае ухудшения ситуации с платежным балансом, при этом де-факто ограничения будут сняты. В любом случае, устранение асимметричного регулирования позволит устранить искажение в ценообразовании на рынке рублевых облигаций.

## Оценка дохода: откуда и сколько?

### Пояснения к расчетам

Чтобы оценить выгоду, которую получают инвесторы в результате либерализации рынка, нам необходимо рассчитать потери иностранных инвесторов, связанные с действующими ограничениями (при инвестициях в ОФЗ замораживается 15% вложенных средств, при инвестициях в другие рублевые облигации – 2%, в обоих случаях на период 365 дней).

В данном отчете мы оцениваем доход, который получают иностранные инвесторы при существующих ограничениях, используя выпуски ОФЗ (для облигаций Москвы расчет будет таким же, за исключением ставки резервирования). Мы рассчитываем фактический доход иностранных инвесторов в зависимости от длительности инвестиционного периода – до или свыше 365 дней, в течение которых определенная доля средств остается замороженной.

В инвестиционном периоде, длительность которого не превышает 365 дней, доход приносят лишь 85% вложенных средств, в то время как остальные 15% остаются недоступными в течение всего года. Таким образом, общая сумма средств на конец такого инвестиционного периода будет равна 85% первоначальной суммы инвестиций плюс накопленный доход и текущая стоимость замороженных 15%. С учетом первоначальной и окончательной сумм инвестиций рассчитать доход за период и выполнить пересчет на год достаточно легко (см. табл. 2).

Очевидно, что чем выше доходность к погашению, тем больше потери (или, точнее говоря, нереализованная прибыль на замороженные средства). Кроме того, чем короче инвестиционный период, тем больше потери по нереализованной прибыли. Например, на рынке ОФЗ доход от 85% инвестированных средств покрывает потери (т. е. нереализованную прибыль), связанные с замораживанием средств (15%), если инвестиционный период превышает 55 дней.

Таблица 2. Доходность ОФЗ для нерезидентов при существующих ограничениях и дополнительный доход после либерализации

ОФЗ	Дата погашения	Дюрация, лет	Доходность к погашению	Факт. доходность – 90 дней	Доп. доход, б. п.	Факт. доходность – 180 дней	Доп. доход, б. п.	Факт. доходность – 365 дней	Доп. доход, б. п.	Факт. доходность – 750 дней	Доп. доход, б. п.
27024	19.04.2006	0.1	1.18%	0.46%	71.6	0.82%	35.9	1.00%	17.7	1.09%	8.6
45002	02.08.2006	0.4	4.53%	1.80%	272.9	3.16%	137.3	3.85%	68.0	4.20%	33.1
45001	23.05.2006	0.4	4.41%	1.75%	265.7	3.07%	133.7	3.75%	66.2	4.09%	32.2
27025	21.05.2007	1.2	5.67%	2.26%	340.7	3.95%	171.7	4.82%	85.1	5.26%	41.5
46001	22.10.2007	1.6	6.30%	2.52%	378.1	4.39%	190.7	5.36%	94.5	5.84%	46.1
25058	12.03.2008	2.0	6.19%	2.47%	371.6	4.32%	187.4	5.26%	92.8	5.74%	45.3
27026	14.11.2008	2.7	5.90%	2.36%	354.4	4.11%	178.7	5.01%	88.5	5.47%	43.2
46003	09.05.2009	3.3	6.39%	2.56%	383.4	4.46%	193.5	5.43%	95.9	5.92%	46.8
25057	26.07.2009	3.4	6.38%	2.55%	382.8	4.45%	193.2	5.42%	95.7	5.91%	46.7
46002	17.08.2010	4.7	6.48%	2.59%	388.7	4.52%	196.2	5.51%	97.2	6.01%	47.4
46017	02.01.2013	7.0	6.78%	2.71%	406.9	4.72%	205.9	5.75%	102.6	6.27%	50.5
46014	06.10.2011	5.9	6.77%	2.72%	405.5	4.73%	204.2	5.76%	100.7	6.28%	48.6
46018	01.09.2014	8.7	6.80%	2.72%	407.7	4.74%	205.8	5.78%	102.0	6.30%	49.8

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Следует отметить, что если длительность инвестиционного периода превышает один год, через 365 дней 15% (2% для корпоративных и муниципальных облигаций) суммы размораживаются и начинают также приносить доход. Таким образом, к концу первого года сумма денежных средств инвестора будет состоять из 15% исходной суммы, которые были заморожены, и 85% исходной суммы с накопленным доходом. Имея данные о доходности ОФЗ, сумме имеющихся средств и длительности инвестиционного периода, мы можем легко рассчитать общий доход и годовой доход на вложенный капитал. С увеличением инвестиционного периода доход иностранных инвесторов приближается к фактической доходности к погашению ОФЗ. Например, потери иностранного инвестора, связанные с рыночными ограничениями, за инвестиционный период длительностью 750 дней не превышают 50 б. п. от доходности, в то время как при спекулятивных операциях (с инвестиционным периодом 90-180 дней) они возрастают до 180-400 б. п.

Таблица 3. Доходность облигаций Москвы для нерезидентов при существующих ограничениях и дополнительный доход после либерализации

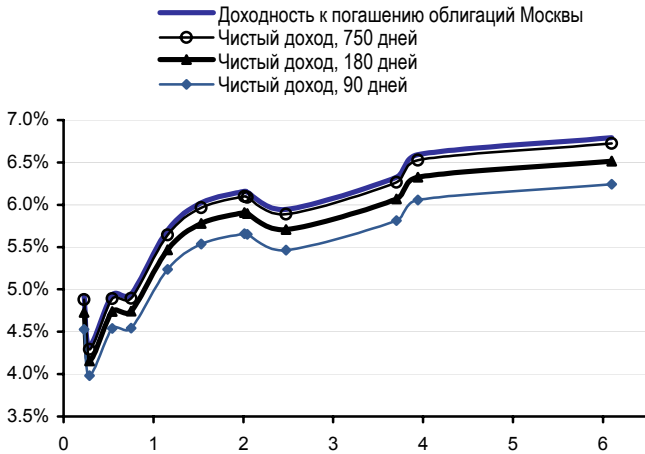
Выпуск	Дата погашения	Дюрация, лет	Доходность к погашению	Факт. доходность – 90 дней	Доп. доход, б. п.	Факт. доходность – 180 дней	Доп. доход, б. п.	Факт. доходность – 365 дней	Доп. доход, б. п.	Факт. доходность – 750 дней	Доп. доход, б. п.
MOSZ 32	25.05.2006	0.2	4.93%	4.53%	39.9	4.73%	20.0	4.83%	9.9	4.88%	4.8
MOSZ 35	18.06.2006	0.3	4.33%	3.98%	35.1	4.16%	17.6	4.25%	8.7	4.29%	4.2
MOSZ 37	23.09.2006	0.5	4.94%	4.54%	40.0	4.74%	20.0	4.84%	9.9	4.89%	4.8
MOSZ 27	20.12.2006	0.7	4.94%	4.54%	40.0	4.74%	20.0	4.84%	9.9	4.90%	4.8
MOSZ 31	20.05.2007	1.2	5.70%	5.24%	46.1	5.47%	23.1	5.58%	11.4	5.64%	5.5
MOSZ 40	26.10.2007	1.5	6.02%	5.53%	48.8	5.78%	24.4	5.90%	12.0	5.96%	5.9
MOSZ 43	17.05.2008	2.0	6.16%	5.66%	49.9	5.91%	25.0	6.03%	12.3	6.10%	6.0
MOSZ 29	05.06.2008	2.0	6.15%	5.65%	49.8	5.90%	24.9	6.02%	12.3	6.09%	6.0
MOSZ 36	16.12.2008	2.5	5.95%	5.47%	48.2	5.71%	24.1	5.83%	11.9	5.89%	5.8
MOSZ 41	30.07.2010	3.7	6.32%	5.81%	51.2	6.07%	25.6	6.20%	12.6	6.26%	6.2
MOSZ 38	26.12.2010	3.9	6.59%	6.06%	53.4	6.32%	26.7	6.46%	13.2	6.53%	6.4
MOSZ 39	21.07.2014	6.1	6.79%	6.24%	55.0	6.52%	27.5	6.66%	13.6	6.72%	6.6

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Чем меньше доля замороженных средств при инвестировании в корпоративные и муниципальные облигации (2% вместо 15% для ОФЗ), тем дешевле обходятся инвесторам существующие ограничения. В частности, чтобы получить прибыль от вложения в корпоративные и муниципальные долговые обязательства, минимальная длительность инвестиционного периода составляет восемь дней (при инвестициях в ОФЗ – 55 дней). Нереализованная прибыль при

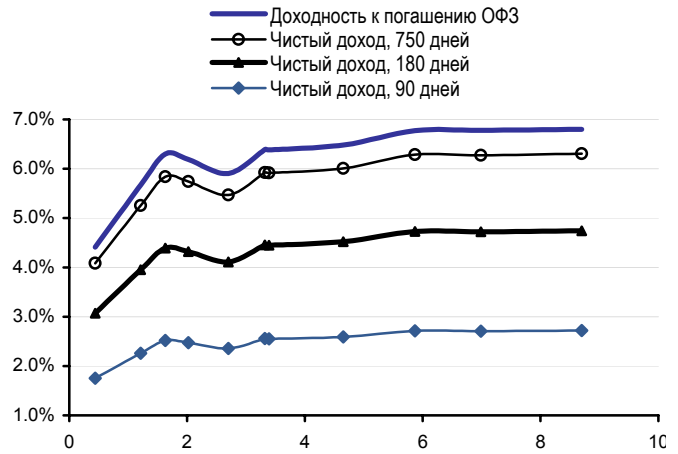
спекулятивных операциях (с инвестиционным периодом 90-180 дней) не превышает 55 б. п., а для долгосрочных инвесторов, остающихся на рынке около двух лет, нереализованная прибыль составляет всего 4-7 б. п.

Рисунок 3. Влияние ограничений на доходность облигаций Москвы



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 4. Влияние ограничений на доходность ОФЗ

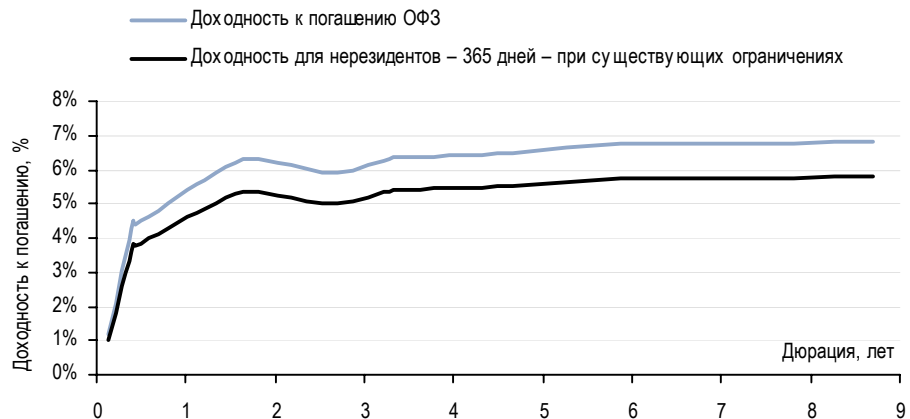


Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

### Цена регулирования

Как отмечалось в предыдущем разделе, наш подход позволяет оценить, во что обходятся иностранным инвесторам существующие регулятивные положения. Другими словами – оценить потенциальный дополнительный доход, который могли бы получить инвесторы, если бы ограничения были отменены с сегодняшнего дня. Теоретически издержки растут вместе с доходом (повышается стоимость альтернативных инвестиций) и снижаются с увеличением инвестиционного периода. В действительности это дает именно тот эффект, на который рассчитывал Джеймс Тобин: доходность краткосрочных потоков снижается в большей степени, чем долгосрочных. Кроме того, цена регулирования для ОФЗ гораздо выше, чем для других видов облигаций (например, облигаций Москвы). На рис. 5-8 и в табл. 3-6 представлена цена регулирования в базисных пунктах.

Рисунок 5. Инвестиции в ОФЗ на срок 365 дней



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

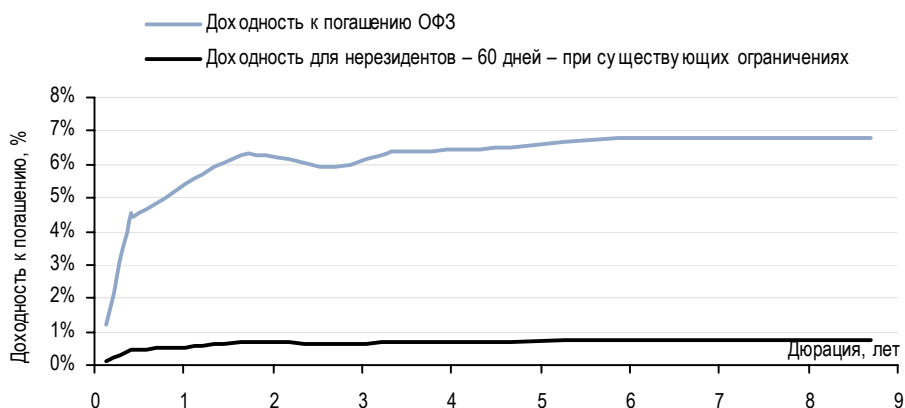
Таблица 4. Инвестиции в ОФЗ на срок 365 дней

Выпуск	Дата погашения	Дюрация, лет	Доходность к погашению	Доходность для нерезидентов при существующих ограничениях	Доп. доход после либерализации, б. п.
27024	19.04.2006	0.1	1.18%	1.00%	18
45002	08.02.2006	0.4	4.53%	3.85%	68
45001	15.11.2006	0.4	4.41%	3.75%	66
27025	21.05.2007	1.2	5.67%	4.82%	85
46001	22.10.2007	1.6	6.30%	5.36%	95
25058	03.12.2008	2	6.19%	5.26%	93
27026	14.11.2008	2.7	5.90%	5.01%	89
46003	05.09.2009	3.3	6.39%	5.43%	96
25057	26.07.2009	3.4	6.38%	5.42%	96
46002	17.08.2010	4.7	6.48%	5.51%	97
46014	10.06.2011	5.9	6.77%	5.75%	102
46017	01.02.2013	7	6.78%	5.76%	102
46018	09.01.2014	8.7	6.80%	5.78%	102

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Как видно из табл. 4, даже при периоде инвестирования в один год цена регулирования (или возможность получения дополнительного дохода), которую обеспечивает отмена валютных ограничений, намного превышает 100 б. п. для большинства выпусков ОФЗ.

Рисунок 6. Инвестиции в ОФЗ на срок 60 дней



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 5. Инвестиции в ОФЗ на срок 60 дней

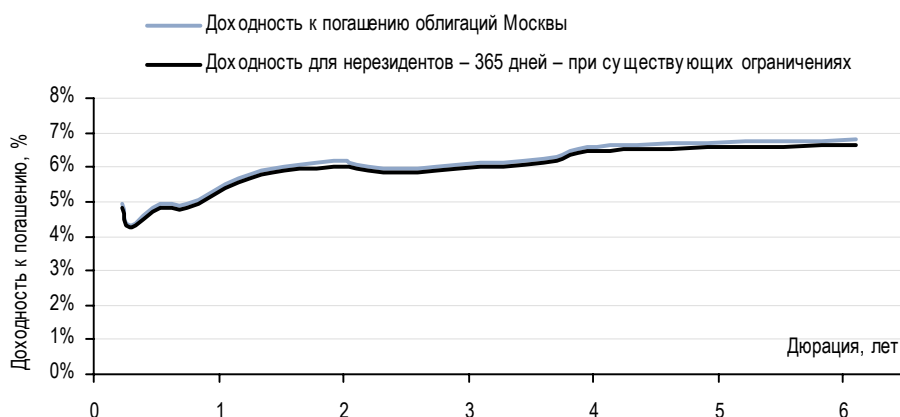
Выпуск	Дата погашения	Дюрация, лет	Доходность к погашению	Доходность для нерезидентов при существующих ограничениях	Доп. доход после либерализации, б. п.
27024	19.04.2006	0.1	1.18%	0.11%	107
45002	08.02.2006	0.4	4.53%	0.46%	407
45001	15.11.2006	0.4	4.41%	0.45%	396
27025	21.05.2007	1.2	5.67%	0.60%	507
46001	22.10.2007	1.6	6.30%	0.68%	562
25058	03.12.2008	2	6.19%	0.67%	552
27026	14.11.2008	2.7	5.90%	0.63%	527
46003	05.09.2009	3.3	6.39%	0.69%	570
25057	26.07.2009	3.4	6.38%	0.69%	569
46002	17.08.2010	4.7	6.48%	0.70%	578
46014	10.06.2011	5.9	6.77%	0.74%	603
46017	01.02.2013	7	6.78%	0.74%	604
46018	09.01.2014	8.7	6.80%	0.74%	606

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Как видно из рис. 6 и табл. 5, в случае инвестирования в облигации ОФЗ на более короткий период стоимость регулирования увеличивается настолько, что если иностранный инвестор будет выполнять все установленные требования и вложит средства на сравнительно небольшой период времени, доход на такое вложение приближается к нулю.

На рис. 7 и в табл. 6 на примере облигаций Москвы (для которых требование о резервировании составляет лишь 2%) показано воздействие регулирования на другие облигации.

Рисунок 7. Инвестиции в облигации Москвы на срок 365 дней



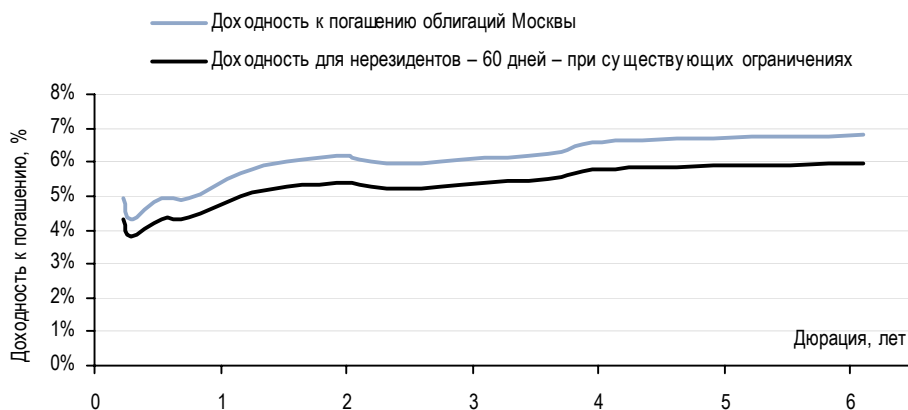
Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 6. Инвестиции в облигации Москвы на срок 365 дней

Выпуск	Дата погашения	Дюрация, лет	Доходность к погашению	Доходность для нерезидентов при существующих ограничениях	Доп. доход после либерализации, б. п.
MOSZ 32	25.05.2006	0.2	4.93%	4.83%	10
MOSZ 35	18.06.2006	0.3	4.33%	4.25%	9
MOSZ 37	23.09.2006	0.5	4.94%	4.84%	10
MOSZ 27	20.12.2006	0.7	4.94%	4.84%	10
MOSZ 31	20.05.2007	1.2	5.70%	5.58%	11
MOSZ 40	26.10.2007	1.5	6.02%	5.90%	12
MOSZ 43	17.05.2008	2.0	6.16%	6.03%	12
MOSZ 29	05.06.2008	2.0	6.15%	6.02%	12
MOSZ 36	16.12.2008	2.5	5.95%	5.83%	12
MOSZ 41	30.07.2010	3.7	6.32%	6.20%	13
MOSZ 38	26.12.2010	3.9	6.59%	6.46%	13
MOSZ 39	21.07.2014	6.1	6.79%	6.66%	14

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 8. Инвестиции в облигации Москвы на срок 60 дней



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 7. Инвестиции в облигации Москвы на срок 60 дней

Выпуск	Дата погашения	Дюрация, лет	Доходность к погашению	Доходность для нерезидентов при существующих ограничениях	Доп. доход после либерализации, б. п.
MOSZ 32	25.05.2006	0.2	4.93%	4.33%	60
MOSZ 35	18.06.2006	0.3	4.33%	3.81%	53
MOSZ 37	23.09.2006	0.5	4.94%	4.34%	60
MOSZ 27	20.12.2006	0.7	4.94%	4.34%	60
MOSZ 31	20.05.2007	1.2	5.70%	5.01%	69
MOSZ 40	26.10.2007	1.5	6.02%	5.29%	73
MOSZ 43	17.05.2008	2.0	6.16%	5.41%	75
MOSZ 29	05.06.2008	2.0	6.15%	5.40%	75
MOSZ 36	16.12.2008	2.5	5.95%	5.23%	72
MOSZ 41	30.07.2010	3.7	6.32%	5.56%	77
MOSZ 38	26.12.2010	3.9	6.59%	5.79%	80
MOSZ 39	21.07.2014	6.1	6.79%	5.97%	82

Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

Как видно из представленных выше примеров (рис. 7-8 и табл. 6-7), при долгосрочном инвестировании цена регулирования незначительна. Однако при краткосрочном вложении она становится заметной, хотя и не столь запретительной, как в случае с ОФЗ. Этот простой вывод приводит нас к не менее простой идее относительной стоимости: на фоне ожидаемой отмены валютного регулирования инвестиции в ОФЗ обеспечивают потенциальную выгоду по отношению к другим рублевым облигациям.

## ОФЗ и другие облигации – относительная доходность

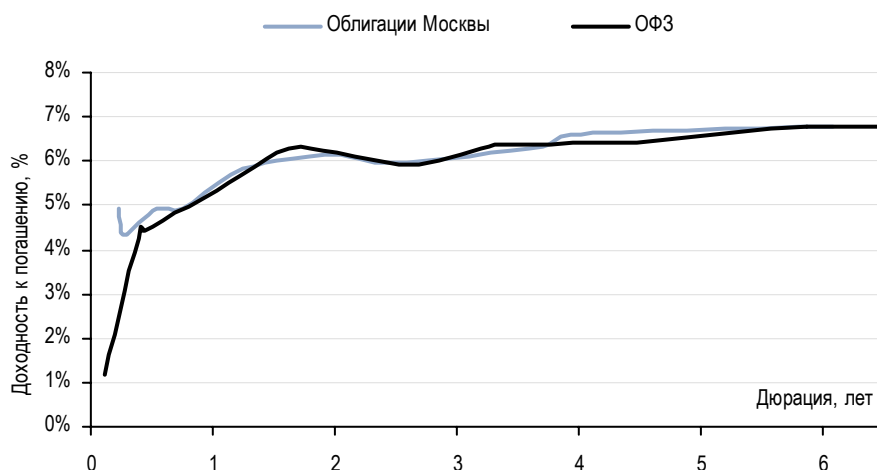
### В идеале....

Можно предположить, что если регуляторные ограничения для одного актива более существенны, чем для другого, то после отмены ограничений показатели первого будут лучше. В настоящее время разница регуляторного бремени для ОФЗ и для других облигаций составляет 13% (15% против 2%). После отмены валютных ограничений эта разница будет равна нулю.

Чтобы проиллюстрировать эту мысль, мы сравниваем ОФЗ с облигациями Москвы. По нашему мнению, это наиболее подходящая пара активов для подобного сравнения, поскольку облигации Москвы имеют такой же кредитный рейтинг, хорошо развитую кривую доходности и сравнительно высокую ликвидность, как и ОФЗ. Эти характеристики позволяют сравнивать воздействие существующих ограничений на рынок при прочих равных условиях.

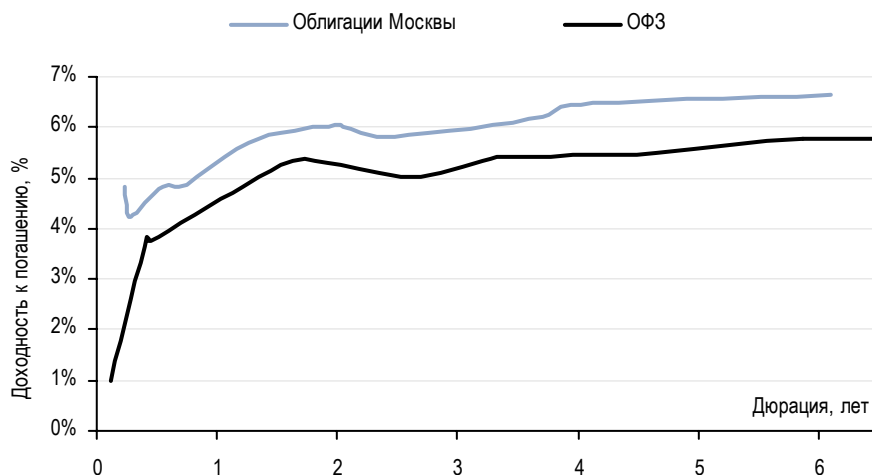
Начнем с определения максимально возможного дополнительного дохода. Предположим, что дополнительный доход в результате отмены ограничений в полной мере отражается на кривой доходности. Другими словами, мы предполагаем, что все инвесторы в оба класса активов являются нерезидентами и все они выполняют установленные требования (т. е. «серые» схемы не используются). Далее предположим, что ценообразование для обеих кривых является полностью эффективным. В этой идеальной ситуации *чистый* доход после отмены валютных ограничений для иностранных инвесторов не изменится. В то же время кривые доходности отражают *валовой* доход. Следовательно, чтобы *чистый* доход оставался неизменным, показатель *валового* дохода должен быть скорректирован так, чтобы стать равным показателю *чистого* дохода. На рис. 9-10 и в табл. 8-9 показано, какую форму приняли бы кривые доходности двух рассматриваемых эмитентов в идеальной ситуации, если бы валютное регулирование было отменено с сегодняшнего дня. Здесь мы также используем два инвестиционных периода: 60 и 365 дней.

Рисунок 9. Фактические кривые доходности – ОФЗ и облигации Москвы



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 10. Кривые доходности ОФЗ и облигаций Москвы без валютного регулирования – инвестиционный период 365 дней



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 8. Кривые доходности ОФЗ и облигаций Москвы без валютного регулирования – инвестиционный период 365 дней

Выпуск	Дата погашения	Дюрация, лет	Доходность к погашению облигаций Москвы	Спрэд к доходности ОФЗ	Фактическая доходность для нерезидентов при существующих ограничениях	Спрэд к фактической доходности ОФЗ
MOSZ 32	25.05.2006	0.2	4.93%	250	4.83%	277
MOSZ 35	18.06.2006	0.3	4.33%	121	4.25%	159
MOSZ 37	23.09.2006	0.5	4.94%	36	4.84%	95
MOSZ 27	20.12.2006	0.7	4.94%	3	4.84%	67
MOSZ 31	20.05.2007	1.2	5.70%	12	5.58%	84
MOSZ 40	26.10.2007	1.5	6.02%	-13	5.90%	67
MOSZ 43	17.05.2008	2.0	6.16%	-4	6.03%	77
MOSZ 29	05.06.2008	2.0	6.15%	-3	6.02%	77
MOSZ 36	16.12.2008	2.5	5.95%	-5	5.83%	73
MOSZ 41	30.07.2010	3.7	6.32%	-8	6.20%	75
MOSZ 38	26.12.2010	3.9	6.59%	17	6.46%	100
MOSZ 39	21.07.2014	6.1	6.79%	2	6.66%	90

Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 9. Кривые доходности ОФЗ и облигаций Москвы без валютного регулирования – инвестиционный период 60 дней

Выпуск	Дата погашения	Дюрация, лет	Доходность к погашению облигаций Москвы	Спрэд к доходности ОФЗ	Фактическая доходность для нерезидентов при существующих ограничениях	Спрэд к фактической доходности ОФЗ
MOSZ 32	25.05.2006	0.2	4.93%	250	4.33%	409
MOSZ 35	18.06.2006	0.3	4.33%	121	3.81%	349
MOSZ 37	23.09.2006	0.5	4.94%	36	4.34%	387
MOSZ 27	20.12.2006	0.7	4.94%	3	4.34%	383
MOSZ 31	20.05.2007	1.2	5.70%	12	5.01%	442
MOSZ 40	26.10.2007	1.5	6.02%	-13	5.29%	463
MOSZ 43	17.05.2008	2.0	6.16%	-4	5.41%	474
MOSZ 29	05.06.2008	2.0	6.15%	-3	5.40%	474
MOSZ 36	16.12.2008	2.5	5.95%	-5	5.23%	458
MOSZ 41	30.07.2010	3.7	6.32%	-8	5.56%	486
MOSZ 38	26.12.2010	3.9	6.59%	17	5.79%	510
MOSZ 39	21.07.2014	6.1	6.79%	2	5.97%	523

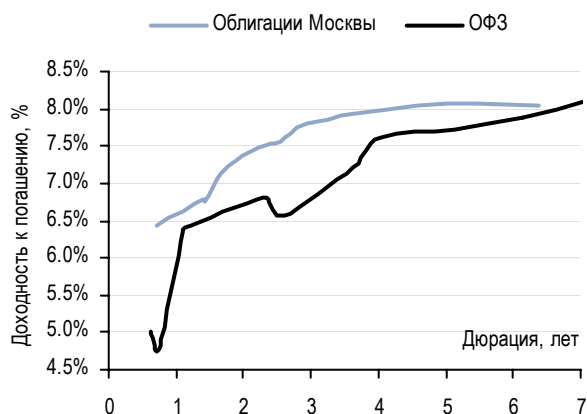
Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Как видно из *рис. 9-10* и *табл. 8-9*, в настоящее время спрэд между кривыми облигаций Москвы и ОФЗ фактически нулевой, однако после отмены валютного контроля спрэд должен сразу увеличиться (по крайней мере, в идеальной ситуации это было бы именно так). Тем не менее, в реальности все значительно сложнее, поскольку не соблюдается ни одно из наших условий (что все инвесторы в оба класса активов являются нерезидентами, «серые» схемы не используются и ценообразование для обеих кривых является полностью эффективным).

### ...в действительности

Исторический опыт дает определенное представление о том, как снятие ограничений может отразиться на кривой доходности. В декабре 2004 г. Банк России снизил требования о резервировании с 20% до 15% для ОФЗ и с 3% до 2% для других облигаций. В идеальной ситуации изменения в условиях регулирования привели бы непосредственно к изменению относительной доходности. Чтобы проверить это предположение, мы провели исследование, аналогичное представленному выше. На *рис. 11-13* и в *табл. 10-11* мы приводим фактические кривые доходности ОФЗ и облигаций Москвы **до** (*рис. 11* и *табл. 9*) и **после** изменения норм резервирования (*рис. 12* и *табл. 10*) и строим **идеальную кривую доходности после снижения ставок резервирования** (*рис. 13*).

Рисунок 11. Рыночные доходности ОФЗ и облигаций Москвы по состоянию на третье декабря 2004 г.



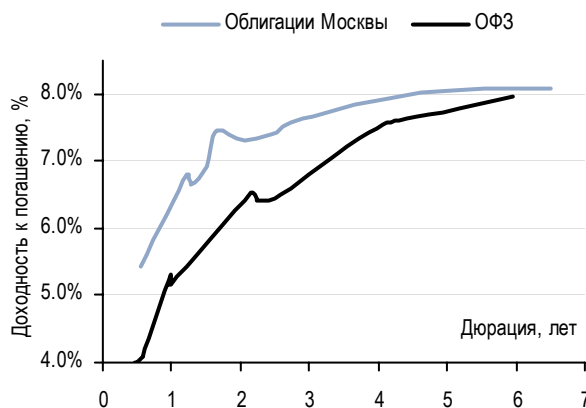
Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 10. ОФЗ и облигации Москвы по состоянию на третье декабря 2004 г.

Выпуск	Дата погашения	Дюрация, лет	Доходность к погашению облигаций Москвы	Спрэд к доходности ОФЗ	Фактическая доходность для нерезидентов – 365 дней (замораживается 3%)	Спрэд к фактической доходности ОФЗ
MOSZ 24	02.09.2005	0.70	6.44%	160	6.25%	237
MOSZ 32	25.05.2006	1.39	6.79%	30	6.59%	139
MOSZ 35	18.06.2006	1.42	6.76%	25	6.55%	135
MOSZ 37	23.09.2006	1.65	7.13%	55	6.92%	165
MOSZ 27	20.12.2006	1.77	7.25%	62	7.03%	173
MOSZ 31	20.05.2007	2.21	7.47%	69	7.25%	182
MOSZ 40	26.10.2007	2.54	7.55%	92	7.33%	202
MOSZ 29	05.06.2008	2.93	7.80%	102	7.57%	215
MOSZ 38	26.12.2010	4.58	8.05%	38	7.81%	167
MOSZ 39	21.07.2014	6.38	8.05%	11	7.80%	145

Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 12. Рыночные доходности ОФЗ и облигаций Москвы по состоянию на второе февраля 2005 г.



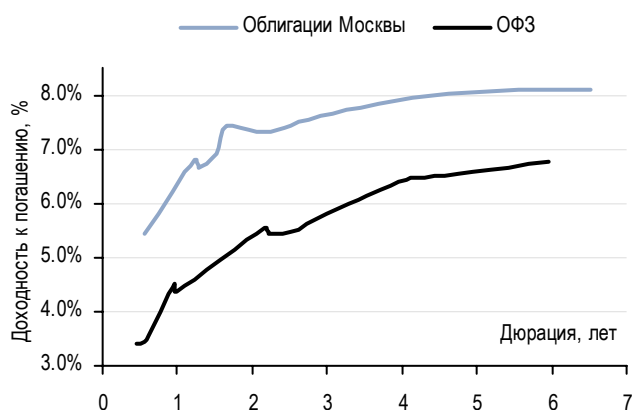
Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 11. ОФЗ и облигации Москвы по состоянию на второе февраля 2005 г.

Выпуск	Дата погашения	Дюрация, лет	Доходность к погашению облигаций Москвы	Спрэд к доходности ОФЗ	Фактическая доходность для нерезидентов – 365 дней (замораживается 2%)	Спрэд к фактической доходности ОФЗ
MOSZ 24	02.09.2005	0.55	5.42%	135	5.31%	185
MOSZ 32	25.05.2006	1.22	6.80%	136	6.66%	204
MOSZ 35	18.06.2006	1.29	6.66%	114	6.53%	184
MOSZ 37	23.09.2006	1.52	6.93%	114	6.79%	187
MOSZ 27	20.12.2006	1.66	7.45%	149	7.30%	224
MOSZ 31	20.05.2007	2.05	7.32%	90	7.17%	172
MOSZ 40	26.10.2007	2.43	7.39%	95	7.24%	177
MOSZ 29	05.06.2008	2.90	7.62%	87	7.47%	173
MOSZ 38	26.12.2010	4.62	8.01%	34	7.85%	133
MOSZ 39	21.07.2014	6.51	8.08%	-6	7.92%	100

Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 13. ОФЗ и облигации Москвы по состоянию на второе февраля 2005 г. (в идеале)



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Табл. 10 и рис. 12 ясно показывают, что теоретический уровень относительной доходности достигнут не был. Из табл. 9-10 видно, что разница между фактическими спредами и спредами к чистой доходности изменилась, однако из этого не следует, что такое смещение имело место по всей кривой доходности.

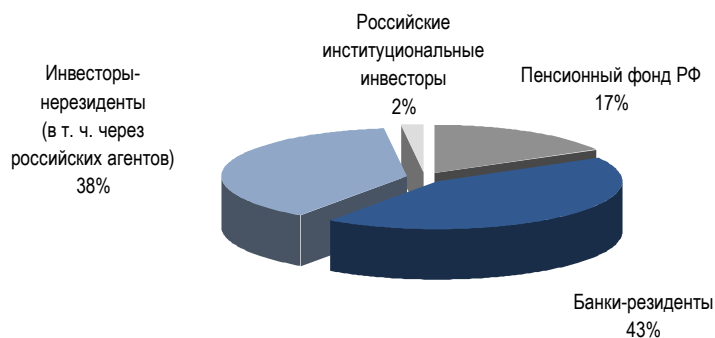
На основании этого исследования можно с уверенностью сделать один вывод – относительное смягчение регулирования в пользу ОФЗ не привело к активным продажам облигаций Москвы.

По нашему мнению, этот вывод согласуется с существующей рыночной ситуацией, в которой наши идеальные предположения не имеют силы. Не все инвесторы в эти классы активов являются нерезидентами, и не все иностранные инвесторы выполняют требования, установленные законодательством. Кроме того, ценообразование по обеим кривым не является полностью эффективным.

## Рынок

На рис. 14 представлена структура держателей ОФЗ в настоящее время. В основном это российские банки, инвестирование в ОФЗ для которых решает сразу несколько текущих задач. Ключевым игроком в данном сегменте продолжает оставаться Сбербанк. Помимо сугубо инвестиционной составляющей, при покупке ОФЗ банкам не требуется отвлекать денежные ресурсы для создания обязательных резервов, что в случае с корпоративными и муниципальными облигациями является обязательным условием. Кроме того, банки используют ОФЗ в качестве эквивалента денежным средствам при ежемесячном расчете размера обязательных резервов в Банке России.

Рисунок 14. Структура держателей облигаций ОФЗ (по состоянию на первое декабря 2005 г.)



Источники: ЦБР, Внешэкономбанк, оценка Ренессанс Капитала

Руководствуясь имеющимися в нашем распоряжении информационными ресурсами и используя метод исключения, мы пришли к выводу, что значительная доля государственных ценных бумаг (около 38%) аккумулирована иностранными банками. Последние в свою очередь осуществляют свои торговые операции либо напрямую (согласно действующим регулятивным нормам) либо через агентов-резидентов, представляющих экономические интересы нерезидентов на рынке ОФЗ. Как показывает практика и подтверждают результаты наших расчетов, прямое инвестирование в ОФЗ (с учетом обязательного резервирования средств) для нерезидентов экономически целесообразно только в периоды колебания валютного курса рубля к доллару, когда они преследуют исключительно спекулятивные цели.

Интересы иностранных инвесторов на рынке ОФЗ сосредоточены в долгосрочном участке кривой доходности. Высокая дюрация выпусков предопределяет их высокую ценовую волатильность, что в свою очередь повышает спекулятивную привлекательность для нерезидентов. Доказательством растущего интереса западных инвесторов к долгосрочным облигациям федерального займа стал аукцион по размещению тридцатилетнего выпуска ОФЗ 46020 (состоялся в феврале текущего года). Объем заявок со стороны нерезидентов превысил 40% от общего спроса.

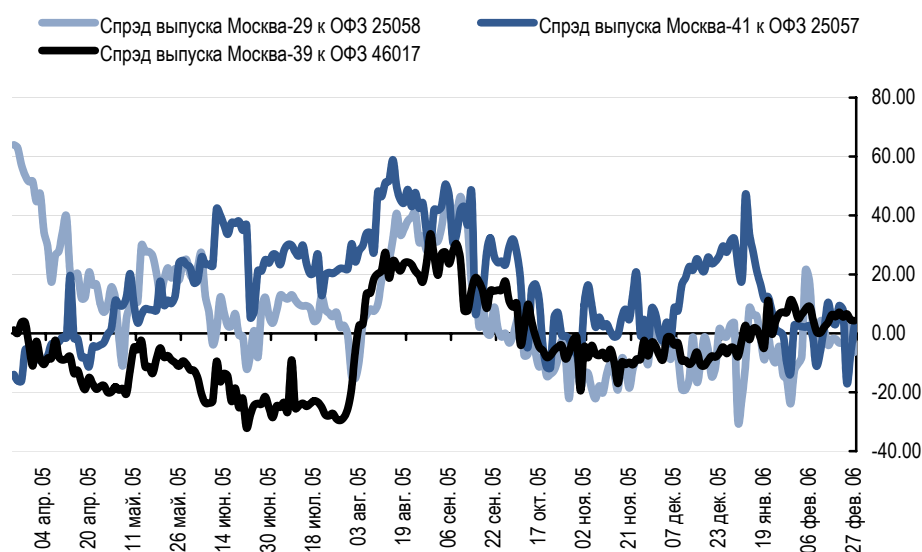
Что касается российских участников рынка ОФЗ, главенствующую роль (помимо Сбербанка) на этой арене занимает Пенсионный фонд РФ. Пенсионный фонд инвестирует свободные денежные средства, находящиеся в его распоряжении в течение календарного года, а также средства под управлением ГУК (Внешэкономбанк). Агрессивная политика Внешэкономбанка (как государственной управляющей компании фонда) на рынке первичных размещений ОФЗ объясняется тем, что число финансовых инструментов, в которые могут быть инвестированы средства Пенсионного фонда, весьма ограничено. Российские банки второго (тем более, третьего) круга зачастую просто не могут составить конкуренцию заявкам Внешэкономбанка на первичных аукционах ОФЗ, несмотря на сохраняющуюся потребность в государственных бумагах.

Долгожданный выпуск ГСО (Государственные Сберегательные Облигации) на 65 млрд руб. в 2006 г., по нашему мнению, вряд ли может существенно изменить ситуацию на рынке внутренних долговых обязательств. В течение последних двух лет рынок регулярно получает от Минфина информацию о выпуске ГСО в самое ближайшее время, однако по сей день эти сообщения остаются лишь обещаниями. В любом случае, ГСО не станут полноценным рыночным инструментом на рынке рублевых облигаций. Однако гипотетически они могут повлиять на ценообразование в сегменте ОФЗ за счет снижения доли Пенсионного фонда. Присутствие на рынке двух игроков (Сбербанка и Пенсионного фонда) во многом способствует неэффективному ценообразованию на рынке ОФЗ и вместе с тем оказывает неочевидную помощь Минфину в реализации его долговой политики.

Рынок облигаций Москвы выглядит иначе. Отсутствие нормативных барьеров для иностранных инвесторов, высокий объем торгуемых на вторичном рынке бумаг, «лестничная» структура дюрации облигаций Москвы и высокая рыночная ликвидность предопределили высокий спрос на займы столицы со стороны иностранных инвесторов в рублевые активы. По нашему мнению, доля нерезидентов в секторе столичных облигаций в настоящее время составляет не менее 50%, а в периоды стремительного укрепления рубля к американской валюте эта доля достигает 60-70%. В этой связи московские облигации в большей степени зависят от колебаний курса RUB/USD и, следовательно, более волатильны по сравнению с ОФЗ.

В течение прошлого года спреда между сопоставимыми по дюрации облигациями Москвы и ОФЗ плавно сужались, а в периоды ралли на рынке – стремились к отрицательным значениям (см. *рис. 15*).

Рисунок 15. Спрэды между ключевыми облигациями, б. п.



Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

Кроме вопросов регулятивных ограничений, связанных с обязательным резервированием, мы видим еще ряд факторов, способствовавших фактическому дублированию двух кривых доходности в течение 2005 г. С одной стороны, регулярные аукционы Минфина по доразмещению среднесрочных и долгосрочных ОФЗ на вторичном рынке в известной степени удовлетворяли рыночный спрос со стороны российских банков на длинные бумаги. С другой стороны, ограниченное число московских инструментов и несоизмеримо меньший объем ценных бумаг с длинной дюрацией создали очевидный дефицит в длинном участке кривой на фоне растущего спроса со стороны нерезидентов в периоды укрепления рубля к доллару.

После того как облигации Москвы и ряда корпоративных заемщиков с квазисуверенным кредитным качеством (РЖД, Газпром, ФСК и др.) лишатся своего привилегированного положения, ситуация на рынке изменится кардинально.

## Рекомендации

С одной стороны, в настоящий момент существует четкая регулятивная дискриминация, которая будет устранена, что создаст возможность увеличения инвестиционного дохода. С другой стороны, вследствие недостаточно эффективного ценообразования потенциал повышения доходности может не реализоваться в полной мере. Тем не менее, мы сделали несколько выводов, которые инвесторы могут использовать в качестве ориентиров:

- После отмены валютного регулирования, при прочих равных условиях, мы не ожидаем активной продажи других видов ценных бумаг.
- Поскольку либерализация рынка капитала в январе 2007 г. будет намного масштабнее, чем в декабре 2004 г., мы ожидаем существенную коррекцию доходностей облигаций ОФЗ. Следовательно, мы предпочитаем долгосрочные инструменты с более высокой доходностью, которые должны сильнее отреагировать на эту либерализацию. Лучшую динамику, с нашей точки зрения, будут демонстрировать наиболее ликвидные активы, поэтому мы рекомендуем выпуски ОФЗ 26198, ОФЗ 46017, ОФЗ 46018 и ОФЗ 46020.
- Чтобы упростить инвесторам оценку потенциального дополнительного дохода от облигаций за различные периоды времени, мы разработали специальный калькулятор, который доступен в Интернете по следующей ссылке: [http://research.rencap.com/eng/debt\\_market\\_interactive.asp](http://research.rencap.com/eng/debt_market_interactive.asp).

## Раскрытие информации

### Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

# Ренессанс Капитал

103009, Москва, Вознесенский переулок, 22

Тел.: 258 7777; факс: 258 7778

www.rencap.ru

## РЕНЕССАНС КАПИТАЛ УПРАВЛЕНИЕ ПО РАБОТЕ С ДОЛГОВЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ

Заместитель председателя правления ИГ Ренессанс Капитал

Нил Харви

тел. 204 4483, nharvey@rencap.com

**Руководители управления по работе с долговыми обязательствами**

**Начальник отдела анализа долговых обязательств**

Брайан Лазелл  
204 4484  
blazell@rencap.com

Алексей Моисеев  
258 7946  
amoisseev@rencap.com

### Аналитика

Алексей Моисеев	amoisseev@rencap.com	258 7946
Павел Мамай	pmamai@rencap.com	258 7708
Владимир Пантюшин	vpanyushin@rencap.com	258 7930
Эдуард Джабаров	ejabarov@rencap.com	258 7907
Петр Гришин	pgrishin@rencap.com	258 7789
Валентина Крылова	vkrylova@rencap.com	258 7968
Наргиз Садыхова	nsadykhova@rencap.com	258 4356
Олеся Черданцева	ocherdantseva@rencap.com	783 5693

### Клиентские операции

Киран Доннелли	kdonnelly@rencap.com	204 4457
Александр Чекин	atchekine@rencap.com	204 4475
Михаил Зарецкий	mzaretsky@rencap.com	258 7943
Петр Кривдин	pkrivdin@rencap.com	258 7769
Денис Арцинович	dartsinovich@rencap.com	258 7985
Илья Ремизов	iremizov@rencap.com	258 4376

### Торговые операции

Антон Завьялов	azavialov@rencap.com	258 7975
Дмитрий Якушин	dyakushin@rencap.com	204 4466
Сергей Петров	spetrov@rencap.com	258 7982
Александр Семенников	asemennikov@rencap.com	258 7765
Дмитрий Кузнецов	dkuznetsov@rencap.com	783 5655

### Синдикация

Артур Плауде	aplaude@rencap.com	725 5218
--------------	--------------------	----------

### Структурные продукты

Алистер Куксон	acookson@rencap.com	783 5658
Павел Васильев	pvasilyev@rencap.com	258 7752

### Редакционно-издательский отдел

Екатерина Малахова	emalakhova@rencap.com	258 7764
Оксана Бутурлина	obuturlina@rencap.com	725 5221
Мария Дунаева	mdunaeva@rencap.com	258 7762
Станислав Захаров	szakharov@rencap.com	258 7926

### Администраторы

Юлия Попова	jpopova@rencap.com	725 5216
Елена Мишина	emishina@rencap.com	258 7974

Котировки и результаты аналитических исследований компании Ренессанс Капитал можно найти на странице **RENA** в **Bloomberg** или получить, позвонив нам.

© 2006 Ренессанс Капитал. Все права защищены законодательством.

Данный отчет имеет только информационное значение и не является предложением проводить операции на рынке ценных бумаг. Этот материал не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг. Отчет основан на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в отчете, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в нем. Мы не берем на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в отчете или исправлять возможные неточности. Ренессанс Капитал и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них.

Этот материал выпущен группой компаний Ренессанс Капитал. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.