

**Рынок базовых активов**

**Движение американских казначейских облигаций сохраняется в рамках тренда, сформированного в 2003-2004 гг, ...**

Важнейшим событием, определявшим поведение долговых рынков в марте-апреле 2005 года, стал очередной импульс роста доходностей американских казначейских облигаций (UST). Поводом для роста стали достаточно аккуратные комментарии представителей ФРС относительно обеспокоенности усилением инфляционного давления на экономику США. Причина же роста процентных ставок - сохранение вектора на ужесточение денежной политики. Некоторая резкость «импульса» роста ставок в США скорее связана с затянувшейся «паузой» начала года, нежели появлением на рынке принципиально новой информации. В настоящее время рынок находится в рамках существующего тренда, формирование которого происходило в 2003-2004 гг. (рис. 1).

В настоящее время участники рынка едины во мнении - ФРС продолжит планомерно повышать процентные ставки. Если рассматривать в качестве «консенсуса» рынка относительно темпов роста ставки в США котировки декабрьского евродолларового контракта (4,0% на 15.04.2005) - к концу года учетная ставка ожидается на уровне 3,75%, рост доходности 2-летних UST - до уровней 4,25-4,5%; 10-летних бумаг - до 5,0-5,25% (учитывая, что потенциал дальнейшего выравнивания кривой доходности не высок, рис. 2).

**... EUR/USD также не вышел за рамки долгосрочного тренда**

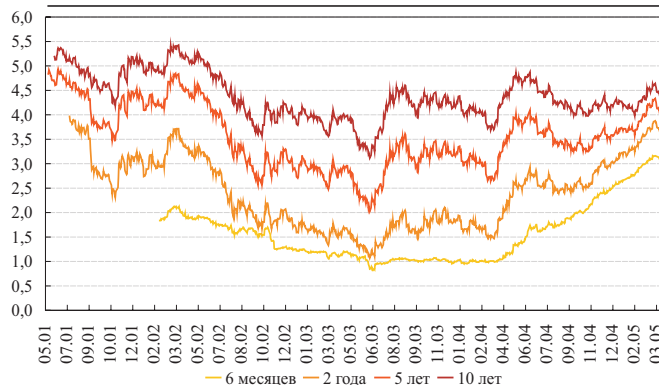
Рост ставок в США на фоне «сильных» макроэкономических данных (относительно стран еврозоны) привел к локальному усилению доллара на мировых рынках. При этом пока рано говорить о смене более долгосрочной тенденции к ослаблению американской валюты, т.к. формирующие ее факторы пока остаются без изменений: отсутствие признаков, обуславливающих сокращение двойного дефицита, сохранение тенденции к смещению международных резервов в направлении евро (рис. 3).

**Еврооблигации России**

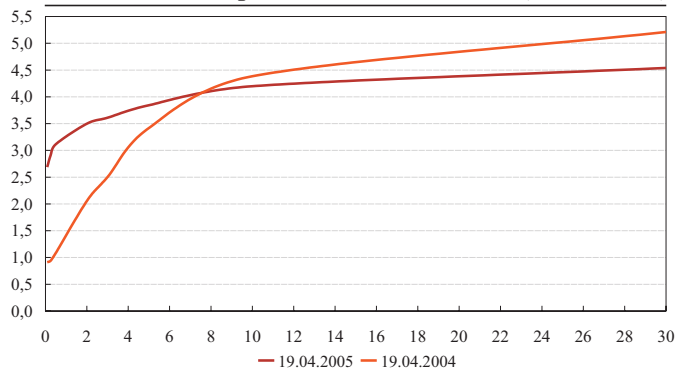
**Динамика спреда России сильнее рынка**

Весной прошлого года резкий рост доходностей UST спровоцировал отток капитала с развивающихся рынков. Падение «российской части» рынка оказалось даже более глубоким, чем падение прочих сегментов. Данный факт был связан в первую очередь с «делом ЮКОСа» и негативными ожиданиями, связанными с фактором усиления государственного давления на экономику. Впоследствии улучшение показателей кредитоспособности страны, присвоение России инвестиционного рейтинга агентством S&P и относительное спокойствие на российском информационном пространстве способствовали выправлению ситуации и формированию тенденции к опережающему росту цен на российские еврооблигации по отношению к рынку.

**Рис. 1 Динамика доходности UST (% годовых)**



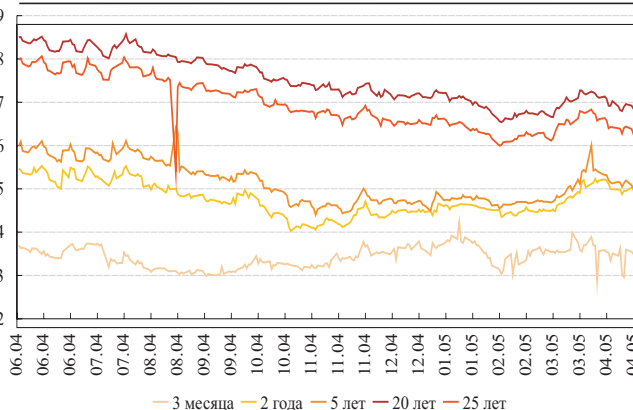
**Рис. 2 Кривые доходности UST (% годовых)**



**Рис. 3 Курс EUR/USD**



**Рис. 4 Еврооблигации РФ (% годовых)**



Весной 2005 года развивающиеся рынки также отреагировали на резкий рост ставок базовых активов расширением суверенных спрэдов. Несмотря на восстановление, имевшее место в конце марта - начале апреля, уровень спреда на большинстве рынков не вернулся к первоначальным значениям. Спрэд России также расширился (EMBIG Russia увеличился до 209 б.п. на 18.04.2005), при этом российские инструменты по-прежнему вели себя сильнее рынка.

Текущий уровень спрэдов ряда стран с развивающейся экономикой представлен в таблице 1.

Учитывая, что российские внешние облигации торгуются с дисконтом к облигациям стран с начальным инвестиционным «грейдом», они по-прежнему сохраняют определенный потенциал роста (по отношению к рынку).

Ключевыми факторами, способными оказать позитивное влияние на стоимость российских активов, являются:

- ✓ В долгосрочном периоде: улучшение инвестиционного климата в стране, снижение специфических страновых рисков, успешная реализация хотя бы части декларируемых реформ.
- ✓ В краткосрочном периоде: непрерывно улучшающиеся показатели кредитоспособности государства будут по-прежнему способствовать продвижению России по рейтинговой шкале ведущих международных агентств (при условии отсутствия в будущем новых форс-мажорных событий, подобных «делу ЮКОСа»). В частности, успешный характер переговоров России с Парижским клубом будет являться одним из важнейших факторов улучшения фундаментальных показателей государственных финансов в ближайшее время.

Таким образом, существуют основания для сохранения в ближайшей перспективе тенденции к сужению спреда внешних российских долговых обязательств.

## Внутренний рынок облигаций

### Повторится ли сценарий весна-лето 2004?

Апрельский рост доходностей UST заставил многих участников рынка проводить параллели с аналогичным периодом прошлого года, когда рост ставок в США спровоцировал отток капитала и резкий рост доходностей на развивающихся рынках, включая Россию.

В этой связи следует подчеркнуть, что, помимо ряда общих признаков, ситуация на рынке в 2004 и 2005 гг. имеет и ряд существенных отличий.

Во-первых, именно весной 2004 года на рынке впервые сформировалось четкое мнение об изменении вектора политики ФРС (первые результаты монетарного стимулирования экономики США были получены еще в 2003 году), что привело к формированию новой тенденции к росту доходностей UST (рис.1). Рост ставок в текущем году является лишь подтверждением существующего тренда. Хотя некоторая смена интонаций в комментариях представителей ФРС повлияла на текущие настроения на рынке, но по большому счету, не изменила взгляды большинства игроков относительно темпов роста процентных ставок в США в 2005 году. Таким образом, новая информация в значительной степени уже была заложена в текущую конъюнктуру рынков и вряд ли способна стать фактором дестабилизации международных рынков (в отличие от прошлогодней ситуации).

Табл. 1 EMBI Global

	Moody's/S&P рейтинг	Спрэд
Мексика	Baa1/BBB	188
Россия	Baa3/BBB-	207
Южная Африка	Baa1/BBB	125
Болгария	Ba1/BBB-	86
Тунис	Baa2/BBB	102

Рис. 5 Динамика цен на нефть (долл. за баррель)

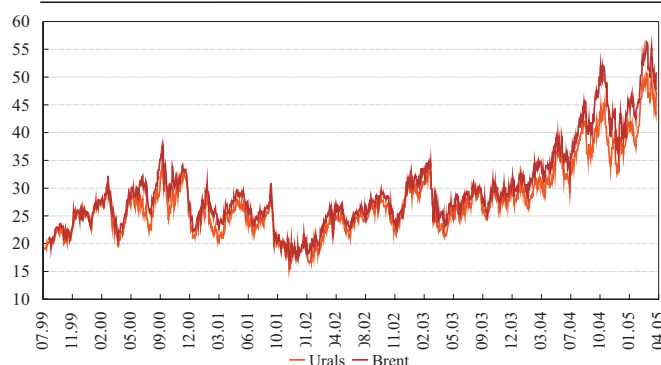


Рис. 6 Золотовалютные резервы (млрд. долл.)

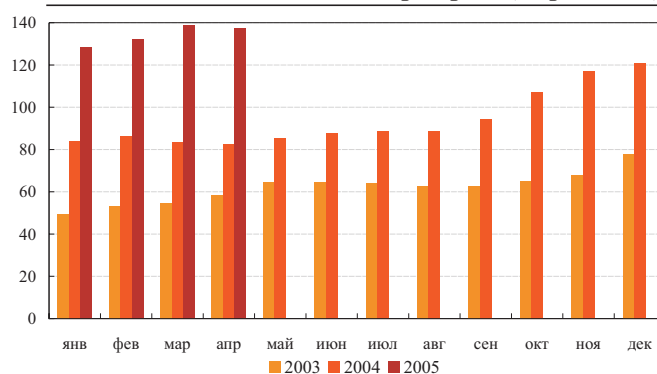
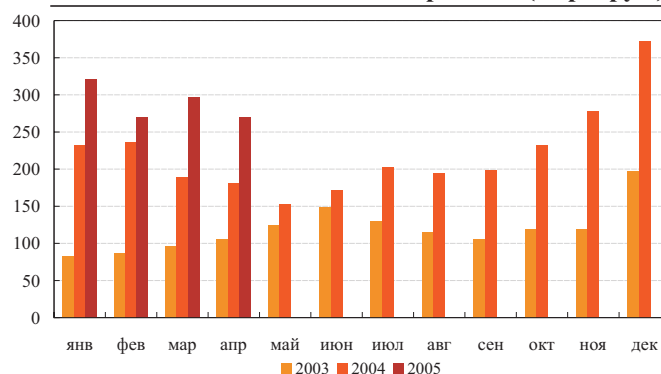


Рис. 7 Остатки на корсчетах (млрд. руб.)



Во-вторых, в 2004 году одним из важнейших факторов, дестабилизирующих ситуацию на российском рынке внутренних облигаций, стали проблемы ограниченной ликвидности банковской системы и последующий банковский кризис. В настоящее время ликвидность банковской системы существенно превосходит прошлогодние показатели и имеет все признаки избыточности. Динамика остатков на кор. счетах банков в ЦБР и денежной массы (агрегат M2) представлены на рис. 7 и рис. 8 соответственно.

В-третьих, весной прошлого года инвестиционный климат в стране был в значительной степени омрачен набирающим обороты делом ЮКОСа, что спровоцировало отток краткосрочного капитала из страны. Весной текущего года вектор иностранных портфельных инвестиций направлен в противоположную сторону. Присвоение инвестиционных «грейдов» всеми ведущими мировыми рейтинговыми агентствами в прошлом году привело к пересмотру лимитов на Россию в текущем году. Важнейшим фактором, способным повлиять на настроения инвесторов, также является известие о возможности досрочного погашения долгов Парижскому клубу до конца 2007 года. Радикальное сокращение государственного долга может обеспечить очередной пересмотр кредитного рейтинга страны уже в ближайшем будущем.

В-четвертых, есть признаки изменения вектора валютной политики ЦБР, по крайней мере, об этом свидетельствуют декларации монетарных властей. Если в прошлом году участники рынка активно обсуждали заявления ЦБР о нежелательности чрезмерного укрепления рубля, то сегодня на рынке активно обсуждается последнее заявление зампреда ЦБР г-на Улюкаева о готовности Банка России пойти на укрепление национальной валюты сверх запланированных на 2005 год 8% для удержания инфляции.

Таким образом, жесткие параллели между весной 2004 и 2005 гг. не вполне уместны, текущая ситуация допускает реализацию более взвешенных сценариев.

**Ключевую роль в формировании ставки на рынке будут играть ожидания усиления/ослабления национальной валюты**

Для того чтобы качественно оценить влияние отдельных факторов на формирование конъюнктуры рынка удобно представить изменение доходности рублевых инструментов в следующем виде:

$$\Delta r_{RUB} \approx \Delta r_{USD} + \Delta Sp + \frac{\Delta(f - s)}{s} \quad (1)$$

где  $r_{RUB}$  - ставка рублевого инструмента;

$r_{USA}$  - ставка базового актива (в данном случае ставка инструмента аналогичной дюрации, номинированного в долларах США);

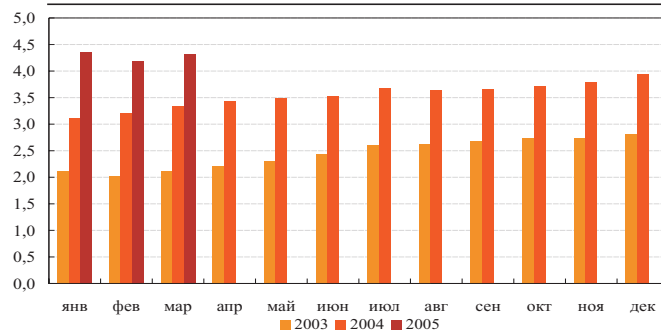
$f$  - форвардная ставка USD/RUB;

$s$  - спот-курс USD/RUB;

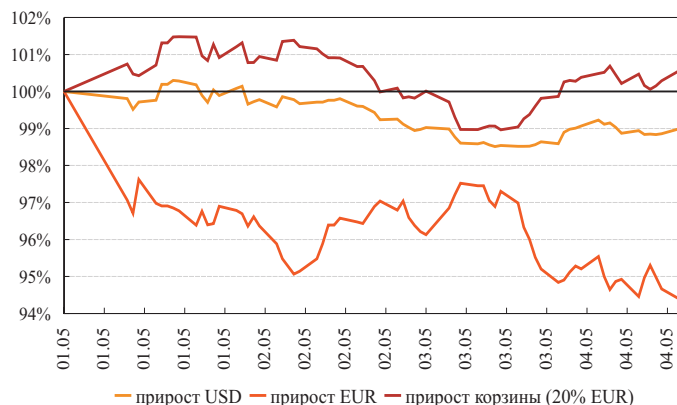
$Sp$  - спрэд.

\* - соотношение может быть получено дифференцированием уравнения паритета процентных ставок, принимая во внимание близость к единице всех входящих в него коэффициентов.

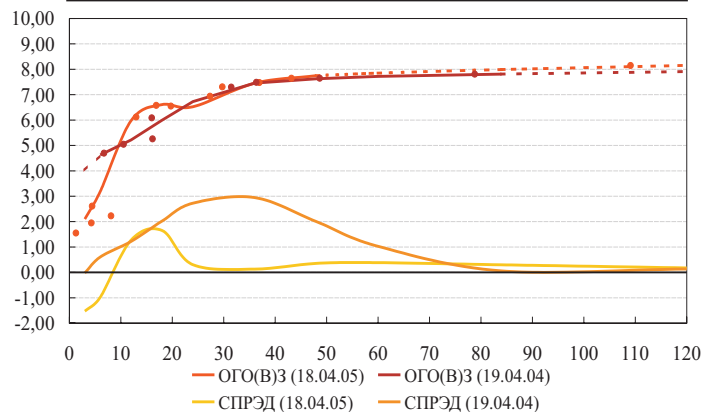
**Рис. 8 Денежная масса (агрегат M2, трлн. руб.)**



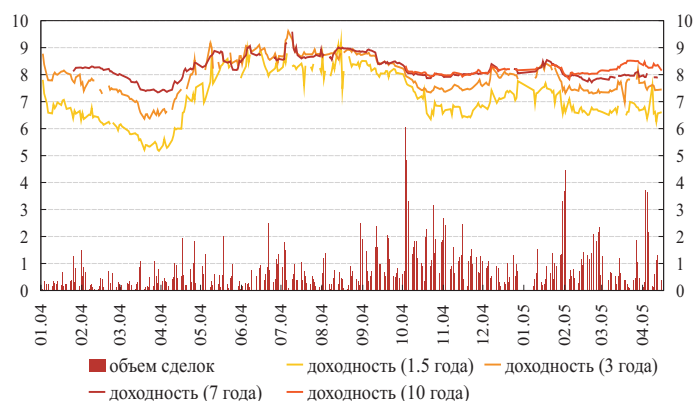
**Рис. 9 Прирост курсов USD, EUR и бивалютной корзины**



**Рис. 10 Кривые доходности ОГО(В)З и спрэд к ОФЗ-ГКО (% годовых)**



**Рис. 11 Динамика доходности и оборотов ОГО(В)З (% годовых, млрд. руб.)**



Таким образом, относительное изменение рублевой процентной ставки можно представить, как композицию следующих факторов:

- ✓ изменения ставок на рынке базового актива;
- ✓ изменений спреда;
- ✓ ожиданий ревальвации (девальвации) рубля;

Ожидаемый рост учетной ставки способен привести к росту доходностей UST (на 75 - 100 б.п. в зависимости от срочности).

Возможное сужение суверенного спреда России на фоне роста кредитоспособности государства, а также ожидаемого повышения кредитного рейтинга страны агентством Moody's до Ваа2, способно частично амортизировать фактор роста ставок на рынке базовых активов (при наиболее оптимистическом сценарии можно предположить сужение спреда 30 - летних облигаций России к 10 - летним UST до 150-160 б.п., т.е. на 50-60 б.п. с текущих 210 б.п.).

В условиях выполнения сделанных выше предположений и частичной взаимной компенсации вышеназванных факторов, ключевую роль в формировании ставки на рынке будут играть ожидания усиления/ослабления национальной валюты.

В настоящее время на рынке нет консенсуса во взглядах на будущее рубля, что подтверждает высокая волатильность как спот-курса доллара к рублю, так и ставок NDF (рублевые ставки, определяемые на основе форвардного курса рубля). Динамика ставок NDF в сопоставлении с динамикой ставок Libor приведена на рис. 12.

Роль политики Центрального Банка России в данном случае является определяющей. К сожалению, политика монетарной власти не вполне прозрачна для участников рынка, однако исходя из последних заявлений представителей ЦБР есть основания предполагать, что дуализм денежной политики может разрешиться в пользу более жесткого контроля за параметрами инфляции.

По данным Госкомстата, в первой декаде апреля инфляция составила 0,4% (в 2004 году - 0,3%), с начала 2005 года - 5,6% (в прошлом году - 4,0%). (Динамика уровней инфляции представлена на рис. 13) Таким образом, правительству не удастся сдерживать инфляцию не только в рамках планируемых на текущий год параметров, но и в рамках показателей, характерных для 2004 года (по итогам 2004 года уровень инфляции составил 11,7%). Инфляционное давление на экономику в 2005 году настолько серьезно, что не исключено, что Центральный банк будет вынужден ужесточить денежную политику, ослабив сдерживание рубля.

Сокращение рублевых интервенций и, как следствие, укрепление номинального курса рубля способно привести к снижению ставок NDF, формированию ожиданий среднесрочного укрепления рубля (в случае, если политика ЦБР будет умеренной и не приведет к очередному дефициту ликвидности банковской системы). По крайней мере, именно такая реакция на сокращение рублевых интервенций ЦБР была характерна для рынка в обозримом прошлом (рис. 14). Формирование ожиданий, связанных с ревальвацией рубля, повышает привлекательность рублевых инструментов для иностранных инвесторов, что (см. формулу 1) обеспечивает снижение доходностей рублевых инструментов.

В случае, если ЦБР не справится (как это произошло летом 2004 года) с задачей управления ликвидностью банковской системы, повышенный спрос на деньги, как минимум, не позволит ставкам снизиться.

Рис. 12 Ставки NDF и Libor (% годовых)

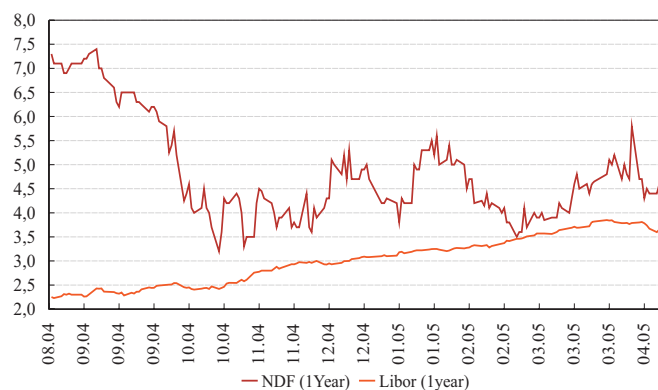


Рис. 13 Инфляция

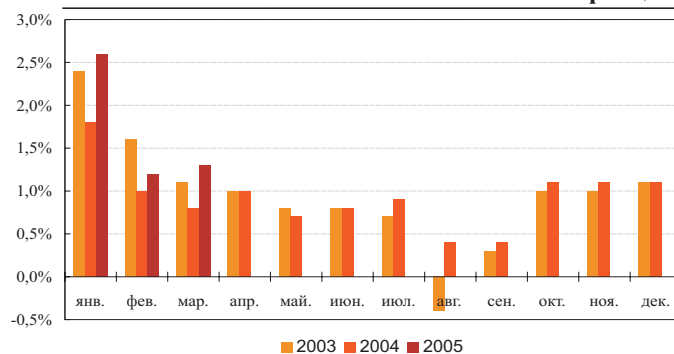


Рис. 14 USD/RUB Spot и Forward (1 год, руб./долл.)



**Возрастает доля нерезидентов на рынке внутренних облигаций первого эшелона**

Одной из важных характерных особенностей рынка в конце 2004 - начале 2005 гг. является рост интереса к внутреннему российскому рынку со стороны иностранных инвесторов. Динамика доли иностранных участников на рынке внутренних облигаций г. Москвы представлена на рис. 15.

С одной стороны, приток иностранного капитала способствует снижению процентных ставок. Доходности облигаций ведущих российских эмитентов в настоящий момент снизились до уровня экономически не приемлемого для многих российских банков с точки зрения стоимости их ресурсной базы.

С другой стороны, высокая степень мобильности иностранных портфельных инвестиций может стать дополнительным фактором дестабилизации рынка в случае развития ситуации по неблагоприятному сценарию (в период кризиса 2004 года доля нерезидентов на рынке облигаций г. Москвы снижалась с 30% до 19%).

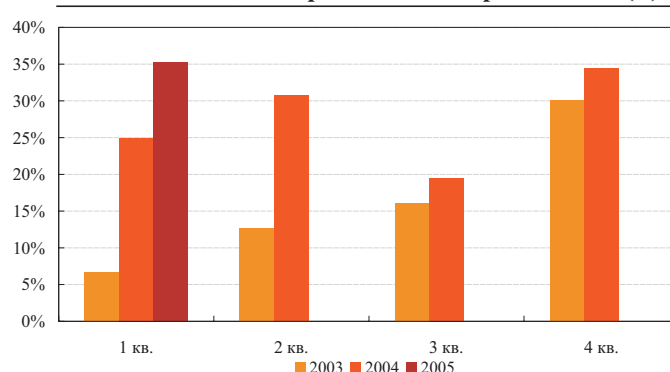
**Отрицательные реальные процентные ставки обусловили бум на рынке первичных размещений**

Важной особенностью российского рынка в 2005 году является также увеличение темпов роста его капитализации. Отрицательные реальные процентные ставки крайне привлекательны для экономических агентов-заемщиков, что обеспечивает рекордный объем планируемых на 2005 год первичных размещений.

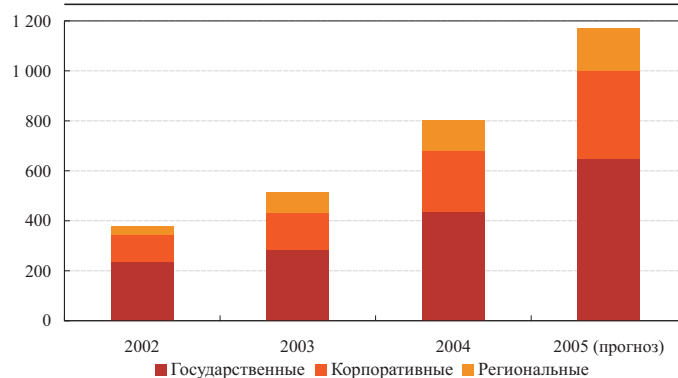
В настоящее время известно о планах привлечения на внутреннем рынке до конца года значительных объемов финансирования такими эмитентами как: ВТБ (до 40 млрд. руб.), Г. РЖД (до 40 млрд.руб.), Москва (до 30 млрд. руб.), Газпром (до 15 млрд.руб.), ТуранАлем Банк (до 10 млрд.руб.), ФСК ЕЭС (до 10 млрд.руб.).

Значительный объем ожидаемых в конце года эмиссий может стать дополнительным фактором неустойчивости конъюнктуры

**Рис. 15 Динамика доли нерезидентов на рынке ОГО(В)З**



**Рис. 16 Динамика емкости рынка (млн. руб.)**



**Табл. 2 Активность первичного рынка (млн. руб.)**

	1 кв 2005 года	1 кв 2004 года	Изменение
ГКО-ОФЗ	48 541	39 185	+9 355
Муниципальные	9 228	10 160	-931
в т.ч. Москва	6 378	8 800	-2 421
Корпоративные	23 690	36 850	-13 159
Всего	81 461	86 195	-4 734

**Табл. 3 Активность вторичного рынка (млн. руб.)**

	1 кв 2005 года	1 кв 2004 года	Изменение
ГКО-ОФЗ	64 302	94 955	-27 652
Муниципальные	112 868	83 200	+29 668
в т.ч. Москва	58 888	65 941	-7 053
Корпоративные	182 836	92 174	+90 661
Всего	360 008	267 330	+92 677

Владимир Михайлов  
vgm@moscowdebt.ru

Алексей Бабенко  
alexis@moscowdebt.ru

**Операции на рынке облигаций****8 (095) 795-0611**

Руководитель	Коваленко Андрей Владимирович	Kovalenko@moscowdebt.ru
Организация выпусков	Неваленный Владимир Александрович	Nevalenny@moscowdebt.ru
Взаимодействие с рынком	Александров Евгений Игоревич	Evg@moscowdebt.ru

**Аналитическая служба****8 (095) 795-0613**

Руководитель	Бабенко Евгений Николаевич	Enb@moscowdebt.ru
Финансовые рынки	Михайлов Владимир Геннадиевич	Vgm@moscowdebt.ru
Бюджет и долг	Янсон Юлия Борисовна	Ianson@moscowdebt.ru
Инвестиции	Карavaев Геннадий Иванович	Karavaev@moscowdebt.ru

Данный аналитический продукт подготовлен исключительно с целью предоставления информационных услуг и не может быть расценен как предложение или официальная рекомендация к покупке или продаже ценных бумаг. СГУП Мосфинагентство не несет ответственности за действия третьих лиц, совершенные на основе мнения аналитиков, изложенных в данном документе.

Представленные в настоящем документе оценки отражают точку зрения задействованных в его создании аналитиков на дату выпуска и могут изменяться с течением времени в зависимости от обстоятельств. Мнение СГУП Мосфинагентство может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном документе.

Хотя мы принимаем все меры для максимальной достоверности исходной информации, использованной в настоящем документе, мы не можем гарантировать ее абсолютную достоверность.