

15 Мая

Состояние и тенденции

Для описания текущих тенденций на внутреннем долговом рынке удобно представить доходность его инструментов в виде комбинации следующих факторов:

- 1) динамика базовых активов;
- 2) динамика суверенного спреда;
- 3) динамика премии за валютный риск (спрэд между внутренними и внешними обязательствами);
- 4) динамика спреда рассматриваемого инструмента к суверенной облигации.

Динамика базовых активов

Сегодня локальные долговые рынки демонстрируют высокую чувствительность к ситуации на рынке базовых активов. В США продолжительный цикл повышения ставки подходит к завершению. Политика на ужесточение монетарных условий, по всей видимости, в самое ближайшее время должна трансформироваться в режим «точечной настройки». Однако на рынке нет единого мнения относительно срока и уровня ставки на котором ФРС возьмет паузу.

С одной стороны, в сопутствующем комментарии заседания FOMC от 10 мая будущее повышение ставки поставлено в четкую зависимость от будущих макроэкономических данных, которые пока не дают твердых оснований для ожидания смены вектора политики ФРС уже в июне. Экономика США набрала хороший темп, а состояние рынка труда и высокие цены на сырье несут в себе очевидные инфляционные риски.

В то же время, в реальном секторе экономики налицо появление первых видимых результатов денежного сжатия. Так, рынок недвижимости, как правило, первым реагирующий на процентную политику, демонстрирует явные признаки спада. Учитывая, что реакция экономики на изменение ставки происходит с временным лагом (1 год и более), сдерживающее воздействие может накапливаться и проявиться даже в случае завершения цикла на текущем уровне (5,0%). Учитывая, что одной из центральных задач ФРС является мягкая посадка цен на «перегретых» рынках активов и сырьевых товаров (это необходимое условие сохранения стабильных темпов экономического роста), действия ФРС должны быть предельно осторожными и это серьезный аргумент в пользу сторонников скорой паузы.

Учитывая высокую степень неопределенности будущих действий регулятора и высокую чувствительность к вновь поступающим статистическим данным, в период до очередного заседания FOMC рынок ожидает достаточно высокая волатильность. При этом, по нашему мнению, в течение лета ставка ФРС не выйдет за пределы 5,25%, т.е. «пауза» в повышении ставки состоится если не в июне, то на следующем заседании. Это означает, что уровень 5,25% можно рассматривать в качестве сильного уровня поддержки для длинных казначейских нот. Исторически кривая доходности UST в моменты завершения фаз роста ставки на участке до 10 лет имела «квазиплоский вид».

На рынках Европы ситуация выглядит более предсказуемо. Экономика Европы растет темпами выше экспертных ожиданий, при этом представители ЕЦБ не скрывают своей озабоченности инфляционным давлением. Таким образом, ставка рефинансирования в Европе будет повышена до 2,75% скорее

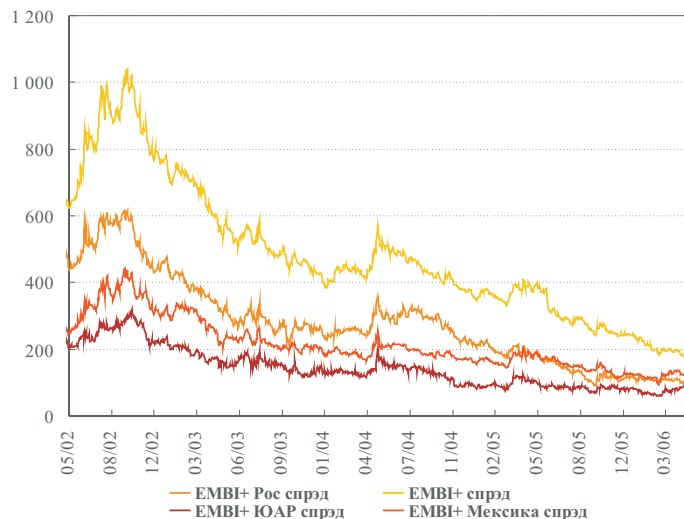
Рис. 1 Динамика доходности UST и Fed funds rate (% годовых)



Рис. 2 Динамика доходности Bund и Refinancing rate (% годовых)



Рис. 3 Динамика индексов EMBI Global



всего уже в июне и, по всей видимости, затем еще 1-2 раза до конца года. Ожидания роста ставки ЕЦБ уже в значительной степени содержатся в текущих котировках, это означает, что в Европе «медвежье» давление будет преобладать в короткой части кривых доходности.

Динамика суверенного спреда

Риск возможного расширения спредов высокодоходных облигаций, пожалуй, является основной причиной для беспокойства инвесторов, работающих на развивающихся рынках. Причина беспокойства понятна, если учесть, что в период низких ставок и притока ликвидности на мировые рынки сужение суверенных спредов носило радикальный характер (так, спред индекса EMBI в период с осени 2002 года сузился на 800 б.п., EMBI Russia - на 500 б.п., см. рисунок №3). Продолжающийся рост доходности базовых активов способен рано или поздно спровоцировать отток капитала с развивающихся рынков и смену долгосрочной тенденции к сужению спредов.

Ужесточение монетарных режимов наиболее влиятельными центральными банками безусловно способно оказать сдерживающий эффект на темпы роста мировой экономики и состояние развивающихся рынков в среднесрочной перспективе. Однако набравшие инерцию позитивные процессы в глобальной экономике по-прежнему работают на поддержание низких премий за кредитный риск и мы не ждем радикального изменения настроений на рынке в ближайшие месяцы, хотя не исключаем возможности негативной динамики индекса EMBI в мае-июне.

При этом облигации России имеют необходимый потенциал для того, чтобы противостоять негативным тенденциям и выглядеть лучше рынка.

С точки зрения фундаментального подхода к оценке российских бондов этот потенциал определяет позитивная динамика макроэкономических показателей страны и ее кредитоспособности. В частности, во второй половине 2006 года мы ожидаем дальнейшего повышения суверенного кредитного рейтинга на одну ступень, как минимум, от двух агентств из «большой тройки» (Moody's и Fitch).

С точки зрения технических методов оценки, динамика спреда России в этом году характеризуется устойчивым боковым трендом (рисунок №4). В настоящее время отсутствуют какие-либо технические признаки смены существующей тенденции.

Таким образом, есть все основания ожидать в ближайшем будущем, как минимум, сохранения суверенного спреда в коридоре 100-120 б.п.

Динамика премии за валютный риск

Исключительно благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура способствовала укреплению рубля к мировым валютам. Именно пересмотр взглядов участников рынка на перспективы рубля стал основным фактором «ралли» на рынке внутреннего долга во второй половине 2005 - начале 2006 гг.

Во втором полугодии 2005 года премия за валютный риск для длинных инструментов (спред ОФЗ46018 к Russia-30) сократилась на 170 б.п., в период с начала 2006 года еще на 70 б.п. и к середине мая вышла на исторически минимальный уровень - 50 б.п. (см. Рисунок №5)

По нашему мнению, размер премии для длинных инструментов находится в области аномально низких значений. В силу недостаточного развития рынка производных инструментов в стране и ограниченных возможностей перетекания капитала

Рис. 4 Динамика еврооблигаций РФ и UST (% годовых)

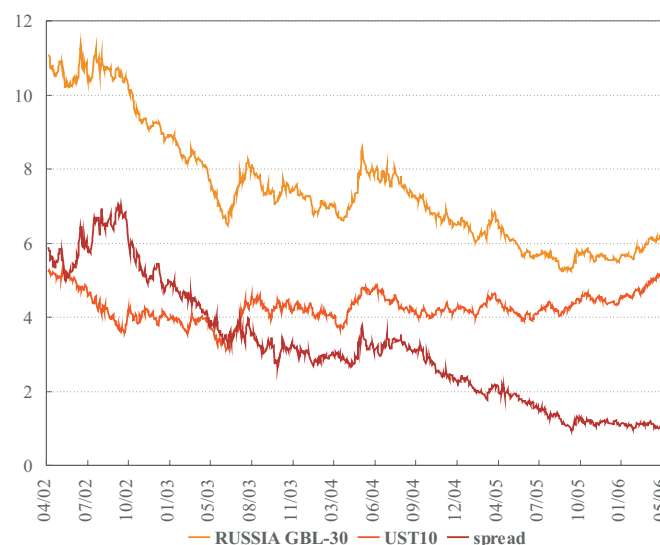


Рис. 5 Динамика еврооблигаций и внутренних облигаций РФ (% годовых)

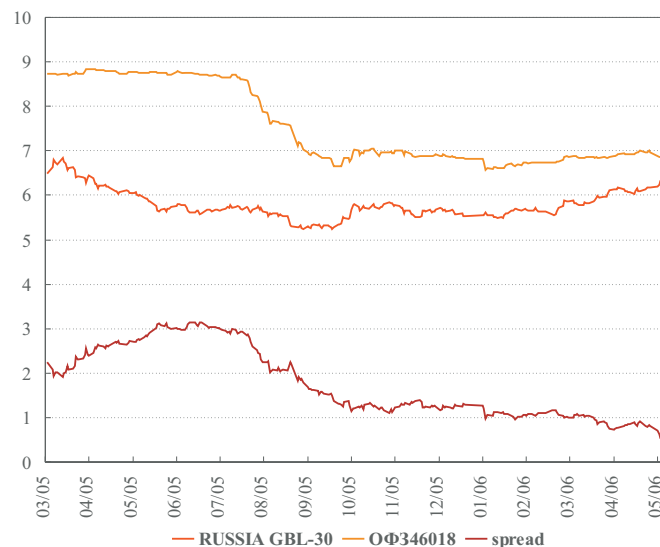
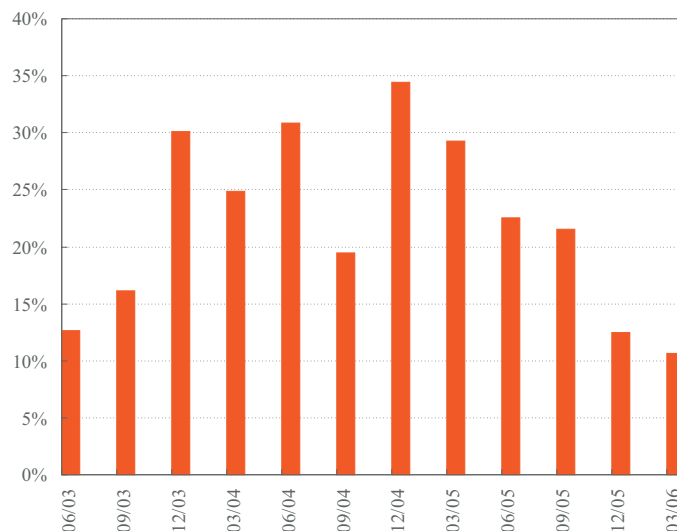


Рис. 6 Оценка динамики доли нерезидентов среди владельцев облигаций города Москвы



между отдельными секторами финансового рынка трансляция весеннего спада на внешних рынках на рынок рублевых облигаций требует определенного временного лага. Косвенным признаком «переоцененности» последнего может являться наблюдаемая нами тенденция к снижению доли нерезидентов среди держателей рублевых бумаг. Оценка динамики доли иностранных инвесторов на рынке ОГО(В)З города Москвы приведена на рисунке №6. При этом следует отметить, что доля бумаг срочностью более трех лет в портфелях нерезидентов в настоящее время составляет менее 20%.

Снижение валютных премий (на коротком временном горизонте - спрэд NDF к LIBOR, см. рисунок №7) характерно для периодов ослабления пары доллар/рубль, что ясно видно на рисунке №8. При этом, несмотря на то, что мы сохраняем позитивный среднесрочный взгляд на российскую валюту, ближайшие перспективы спот-курса рубля выглядят не столь однозначно.

Дело в том, что в первом квартале 2006 года, сконцентрировав усилия на борьбе с инфляцией, ЦБ позволил рублю существенно укрепиться в номинальном выражении (с начала года на 3,0% по отношению к бивалютной корзине ЦБ). В настоящее время ЦБ вновь оказался перед сложным выбором, диктуемым дуализмом целей кредитно-денежной политики. Приближение относительно спокойного, с точки зрения инфляционного давления, летнего периода (см. рисунок №9), способно сместить ближайшие ориентиры денежной политики в пользу более жесткого контроля за параметрами реального укрепления рубля.

На рисунке №10 видно, что, начиная с апреля, ЦБ удерживает стабильный курс рубля по отношению к бивалютной корзине, при этом, не отказываясь от масштабных интервенций на валютном рынке, о чем, в частности, свидетельствует динамика золотовалютных резервов (рисунок №11). Так, например, только в течение последней недели апреля резервы увеличились на 8,6 млрд. долл. По всей видимости, динамика пары доллар/рубль в ближайшем будущем будет полностью определяться движением пары евро/доллар. В свою очередь, наличие среднесрочной тенденции к укреплению евро не исключает возможности коррекции в краткосрочной перспективе.

Таким образом, в перспективе ближайших месяцев, по нашему мнению, дальнейшее снижение валютных премий выглядит маловероятно. При этом возможная стабилизация рубля к доллару на рынке спот способна, как это бывало и раньше, привести к определенному восстановлению премии за валютный риск (стоимости валютного хеджирования).

Динамика спрэда ОГО(В)З к суверенной облигации

Риск смены долгосрочной тенденции к сокращению риск-премий, наблюдающийся на мировых рынках последние четыре года, способен найти свое отражение и на внутреннем рынке России. Мы не ожидаем принципиального изменения кредитных премий в ближайшем будущем, но такой риск сохраняется в среднесрочной перспективе. Указанные риски способны коснуться и рынка московских облигаций.

В настоящее время облигации города Москвы являются одним из наиболее ликвидных инструментов внутреннего долгового рынка и, зачастую, выступают в качестве «benchmark» на этом рынке. Обороты по ОГО(В)З города Москвы на ММВБ нередко превосходят обороты по ОФЗ. Более низкая вовлеченность крупных аффилированных с государством инвесторов зачастую делает облигации города Москвы более «рыночным» инструментом по сравнению с ОФЗ. Последнее

Рис. 7 Ставки NDF и Libor (% годовых)

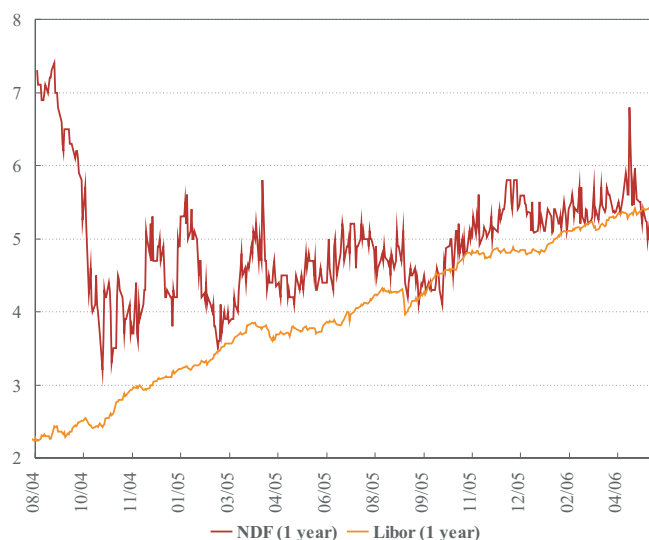
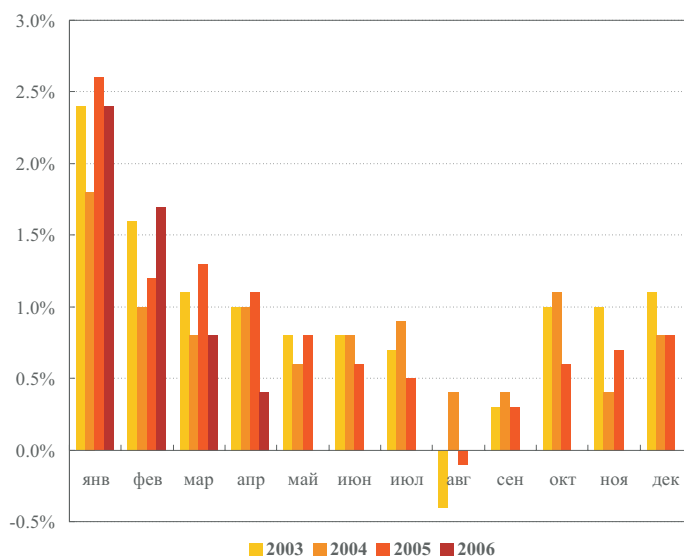


Рис. 8 USD/RUB Spot и Forward (1год, руб./долл.)



Рис. 9 Темпы инфляции (% в месяц)



обстоятельство, в частности, стало основанием для выпуска РТС фьючерса на корзину московских 3-летних бумаг в прошлом году и 10-летних облигаций в феврале этого года.

Вышеуказанные факторы обеспечивают облигациям Москвы высокую степень инвестиционной привлекательности и низкий уровень спреда по отношению к бумагам Федерации (рисунок №12). В конце 2005 года спред облигаций Москвы к ОФЗ находился в отрицательной области практически по всей длине кривой доходности.

Тем не менее, по нашему мнению, указанная ситуация (спред к ОФЗ, близкий к нулю) не является устойчивой в среднесрочной перспективе. На рынке еврооблигаций спред Москвы к Федерации торгуется на уровне 25-35 б.п. по той причине, что еврооблигации Москвы не имеют тех преимуществ ликвидности над суверенными евробондами, которые свойственны инструментам Москвы на внутреннем рынке. По всей видимости, активная политика Минфина как эмитента будет способствовать постепенному утверждению ОФЗ в качестве «benchmark» на рынке и, следовательно, спред инструментов Москвы к облигациям Федерации имеет определенный потенциал расширения (в настоящее время это 10-20 б.п.).

Выводы

В ближайшем будущем динамика внутреннего долгового рынка будет в значительной мере определяться ситуацией на рынке базовых активов.

При этом в мае укрепляющийся к американской валюте рубль и избыточная ликвидность банковской системы (следствие действий ЦБ на валютном рынке) будут оказывать дополнительную поддержку рынку.

По мере стабилизации ситуации на валютном рынке высока вероятность возобновления ценовой коррекции на рынке рублевых облигаций, поскольку трансляция весеннего спада на мировых рынках на состояние рынка внутреннего долга требует определенного временного лага.

Возобновление позитивной динамики возможно в третьем квартале 2006 года на фоне:

- роста инвестиционной привлекательности рублевых активов (поскольку высока вероятность возобновления роста рубля к бивалютной корзине ЦБ, как результат сезонных осенних антиинфляционных мер регулятора; кроме того, в третьем квартале можно ожидать первых результатов либерализации валютного законодательства),
- сужения суверенного спреда (ожидается досрочное погашение, как минимум, большей части долга перед Парижским клубом, также вероятен пересмотр кредитных рейтингов России международными агентствами Moody's и/или Fitch).

Динамика рынка в конце года будет в значительной степени зависеть от реакции глобальной экономики и финансовых рынков на процесс нормализации ликвидности в мировой финансовой системе.

Владимир Михайлов
vgm@moscowdebt.ru

Алексей Бабенко
Alexis@moscowdebt.ru

Рис. 10 Прирост курсов USD, EUR и бивалютной корзины ЦБ РФ

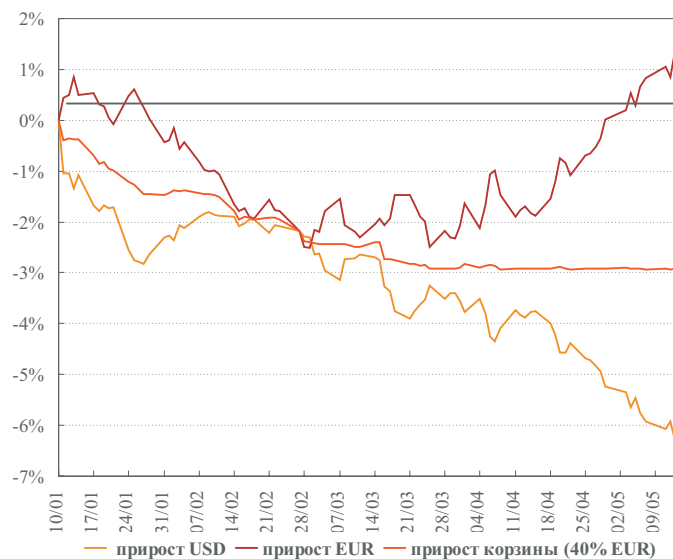


Рис. 11 Золотовалютные резервы (млрд. долл.)

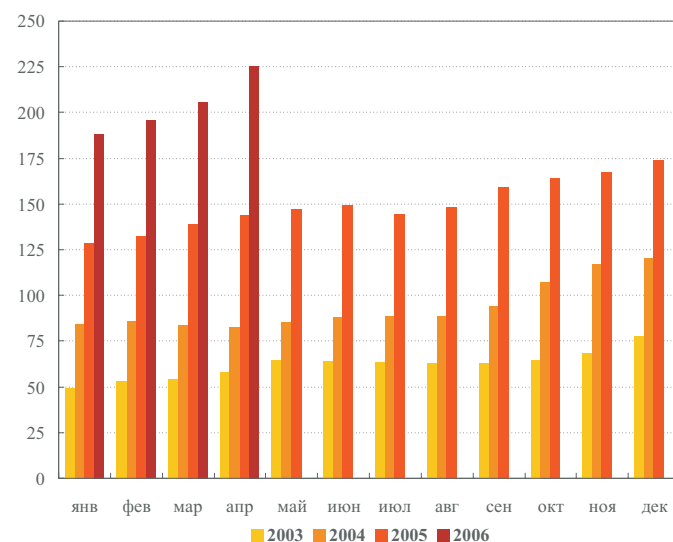
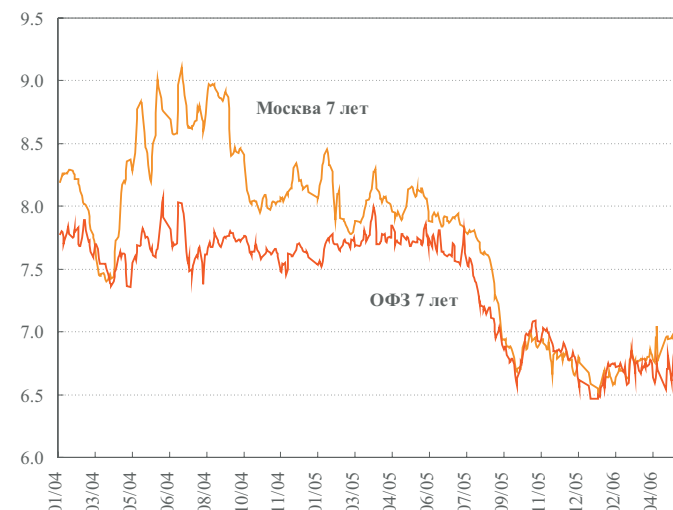


Рис. 12 Динамика доходности индексов ОФЗ и ОГО(В)З (% годовых)



Операции на рынке облигаций**8 (495) 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 (495) 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.