

Владимир Михайлов, Евгений Бабенко (т. 795-0613)

Прогноз изменения процентных ставок на внутреннем рынке облигаций в 1-м полугодии 2006 г. и период до конца 2007 г.

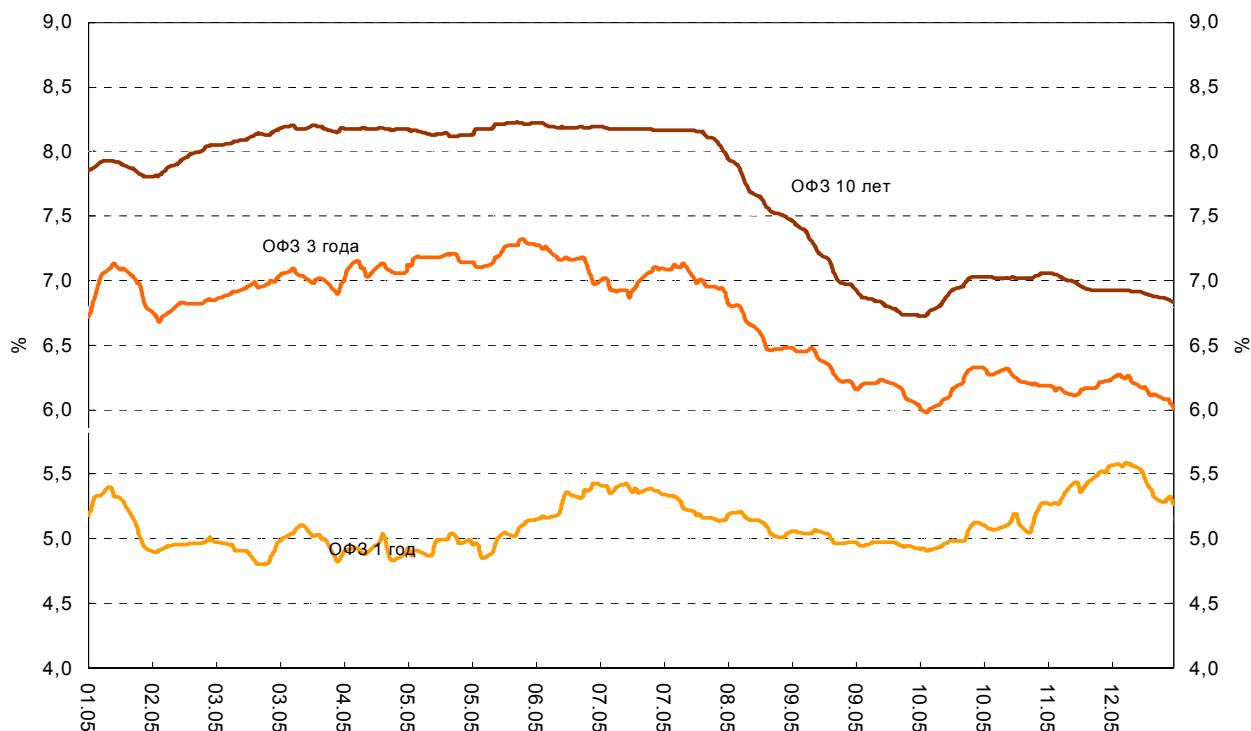
- 1) Мировая экономика по-прежнему находится в режиме монетарного стимулирования, что обеспечит ей высокие темпы роста в 1-й половине 2006 года.
Высокий уровень глобального спроса окажет поддержку сырьевым рынкам, а избыточная ликвидность мировой финансовой системы - финансовым рынкам.
Высокий уровень национальных сбережений и приток иностранных инвестиций будет способствовать **сохранению высокой конъюнктуры внутреннего долгового рынка РФ.**
Наша оценка наиболее вероятного диапазона доходности облигаций города Москвы на внутреннем рынке на период до 01.07.2006 г.:
 - ✓ со сроком до погашения 2 года (Москва 43) – от 5,6% до 6,3% годовых;
 - ✓ со сроком до погашения 10 лет (Москва 44) – от 6,4% до 7,2% годовых;
- 2) Текущее состояние рынка характеризуется **наличием рисков, способных реализоваться в 2007-2008 гг.**
Риски связаны с вынужденной сменой вектора монетарной политики большинством центральных банков наиболее значимых экономик в направлении денежного сжатия в условиях наличия ценовых диспропорций и признаков «перегретости» отдельных сегментов мировой экономики (многие локальные рынки недвижимости, акций и прочих активов).
В случае реализации одного из **неблагоприятных сценариев** (приводящих к массовому «бегству инвесторов из риска» и/или падению цен на минеральное сырье), следует ожидать подъема кривой доходности по всей ее длине. При этом уровень доходности длинных рублевых инструментов Москвы (срок погашения 10 лет) способен возрасти **до 10% годовых и выше.**
При этом существует вероятность развития **благоприятного сценария** (сохранение положительных темпов роста мировой экономики и высоких цен на нефть). По нашим оценкам, в рамках данного сценария потенциал дальнейшего снижения доходности длинных долговых инструментов Москвы (облигаций со сроком погашения 10 лет) **на горизонте 2 года ограничен уровнем ~6% годовых** в рублях.
- 3) По нашему мнению, текущая рыночная ситуация благоприятна для увеличения длины профиля долга (и, таким образом, дюрации портфелей заимствования) российскими эмитентами с высоким уровнем кредитного рейтинга.

Рынок внутреннего долга в 2005 году (сопоставление прогнозных и фактических данных)

В 2005 году мы позитивно оценивали ближайшие перспективы внутреннего долгового рынка и прогнозировали снижение доходности рублевых инструментов по всей длине кривой доходности (на горизонте до конца года).

Наши предположения относительно вектора движения рынка в 2005 году полностью оправдались.

Рисунок 1. Динамика индексов доходности ОФЗ (1 год, 3 года, 10 лет)



Источник: Мосфинагентство

Полученные количественные оценки также оказались близки к «факту», хотя следует отметить, что настрой покупателей бумаг в целом оказался несколько агрессивней наших предположений.

Ниже приведено сопоставление количественных оценок потенциала роста рынка в 2005 году с фактическими данными.

Таблица 1. Минимальная доходность во второй половине 2005 года.

Инструмент	Оценка	Факт ¹
МГор27	> 5,10	4,90
МГор39	> 6,70	6,76

Таблица 2. Доходность на конец 2005 года

Инструмент	Оценка	Факт ¹
МГор27	> 5,30	5,81
МГор39	> 7,10	6,78

Следует отметить, что выход рынка за установленные экспертно пределы в короткой части кривой доходности носил кратковременный (доходность находилась ниже 5,1%)

¹ - в целях исключения из рассмотрения сделок, имеющих нерыночный характер, использовалось трехдневное взвешенное по объему скользящее среднее значение.

лишь в течение трех торговых дней) и спекулятивный характер. При этом уровень доходности к концу года, как нами и ожидалось, скорректировался в сторону повышения, превысив «предельные» 5,3%.

В длинной части кривой доходности в течение года выхода за прогнозируемый предельный уровень не произошло, однако также не произошло и ожидаемой к концу года коррекции в сторону снижения цен, в результате чего доходность МГор-39 на конец года оказалась на 32 б.п. ниже ожидаемого на конец года уровня. Последний факт, по нашему мнению, интересен с точки зрения трактовки текущих рыночных тенденций и будет рассмотрен ниже.

При прогнозировании мы раскладывали доходность оцениваемого инструмента на следующие составляющие:

- доходность безрискового (базового) актива,
- размер суверенного спреда (еврооблигаций к базовому активу),
- ожидаемые темпы изменения курса рубля (оцениваемые на коротком участке кривой доходности как разница ставок NDF и Libor),
- спред рассматриваемого инструмента внутреннего рынка (к еврооблигации), а также прочие факторы рынка (имеющие случайный и краткосрочный характер).

Структура доходности 10-летних ОФЗ и ОГО(В)З города Москвы по состоянию на конец августа и конец декабря 2005 года представлена ниже в таблице.

Таблица 3. Сопоставление прогнозной оценки динамики рыночной доходности ОГО(В)З со сроком погашения около 10 лет (Мгор-39) с фактическими данными.

	Август 2005	Δ Прогноз	Δ Факт	Декабрь 2005
1. Доходность базового актива (US Treasuries)	4,20%	+50 б.п.	+20 б.п.	4,40%
2. Спред (суверенные еврооблигации к UST аналогичного срока до погашения)	130 б.п.	-20 б.п.	-15 б.п.	115 б.п.
3. Валютный риск ¹	200 б.п.	-80 б.п.	-80 б.п.	120 б.п.
Доходность суверенной рублевой облигации (ОФЗ-26198)	7,50%	- 50 б.п.	-75 б.п.	6,75%
5. Спред Москвы (спред ОГОВЗ к ОФЗ)	20 б.п.	-10 б.п.	-20 б.п.	0 б.п.
Доходность ОГО(В)З (МГор-39)	7,70%	- 60 б.п.	-95 б.п.	6,75%

Как видно из таблицы, основными составляющими отклонения прогнозных показателей от фактических стали:

- высокая устойчивость базового актива (UST) к повышению ставки монетарными властями США, в результате чего кривая доходности UST на участке от 2 до 10 лет приняла практически плоский вид;
- более сильное, чем ожидалось, поведение облигаций Москвы на внутреннем рынке (по отношению к суверенным облигациям), обусловленное успехами города в области исполнения доходной части бюджета, а также эффектом от проведения эмитентом выкупа облигаций (что скорее носит психологический характер, т.к. выкупались инструменты в короткой и средней части кривой), в результате чего к концу года спред Москвы к суверенным облигациям находился вблизи нулевой отметки.

В остальном, т.е. в части количественной оценки изменения суверенного спреда и переоценки валютного риска, наша оценка оказалась достаточно точной.

¹ - определяется ожиданиями изменения курса рубля относительно доллара (стоимостью валютного хеджирования), а также премией за операционные риски, связанные с инвестициями на локальном рынке и прочими факторами, имеющими случайный и краткосрочный характер.

Спрэд Федерации во второй половине 2005 года оставался в рамках существующей тенденции к сужению и, с учетом некоторой коррекции в декабре, закончил год на уровне 115 б.п. к UST (нами ожидалось сужение до 110 б.п., что с учетом существующей изменчивости рынка находится в пределах погрешности оценки).

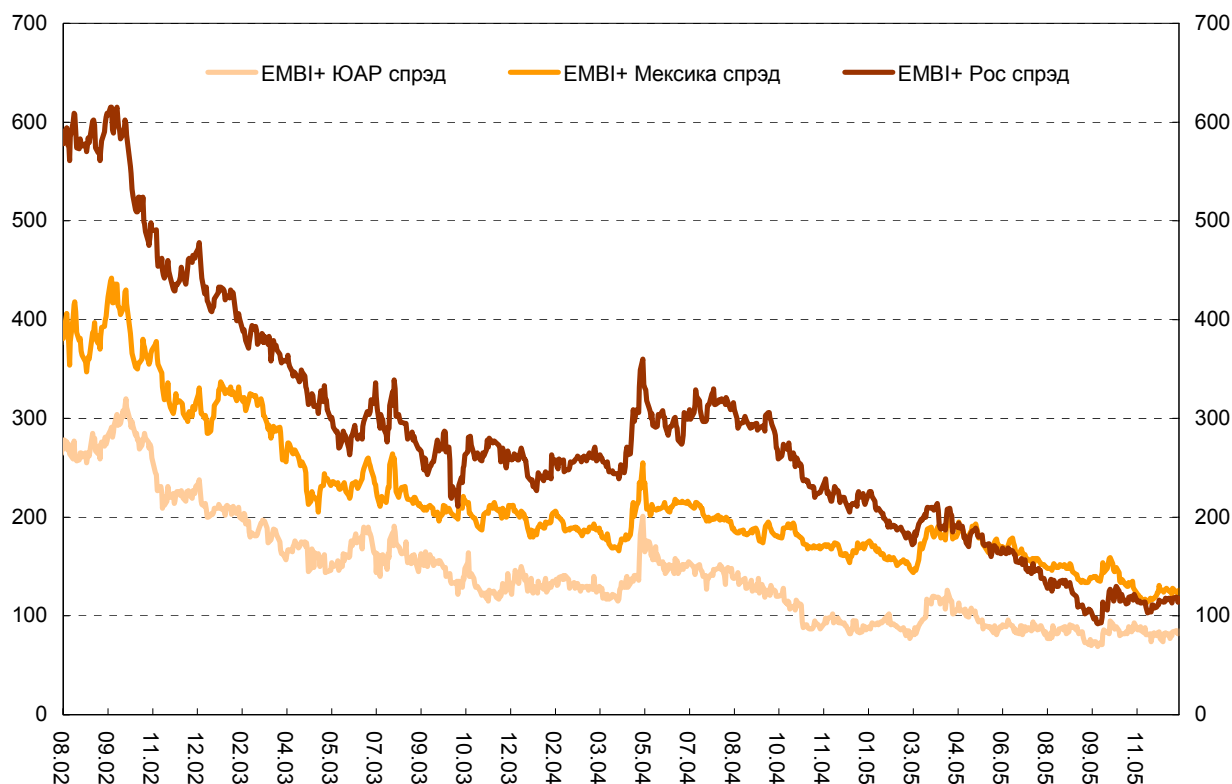
Снижение валютных рисков (рост инвестиционной привлекательности рубля), как и ожидалось, стало основным фактором роста стоимости номинированных в рублях инструментов рынка, что обусловило снижение доходности длинных бумаг на 80 б.п.

Долговые рынки по состоянию на начало 2006 года

Большинство развивающихся рынков, включая российский, в течение последних нескольких лет испытывало значительный приток средств как иностранных, так и внутренних инвесторов. В настоящее время можно выделить ряд ключевых признаков, характеризующих их состояние.

- Стоимость многих локальных валют существенно возросла в течение последних 2-3 лет (по отношению к доллару США).
- Индексы рынков внутренних облигаций и акций близки к глобальным максимумам.
- Суверенные спрэды сузились до глобальных минимумов.
- Цены на недвижимость близки к исторически максимальным значениям.

Рисунок 2. Динамика спрэдов России, ЮАР и Мексики



Источник: Reuters

Таким образом, налицо признаки высокой степени «разогретости» конъюнктуры развивающихся рынков.

Рост мировой экономической конъюнктуры начинался в 2001 году в результате резкого ослабления денежной политики монетарными властями США, предпринятой с целью смягчения последствий коллапса на фондовом рынке (индекс NASDAQ в 2000-2002 году испытал почти 4-кратное падение).

Снижение ставок и последующее ослабление доллара оказало стимулирующий эффект на американскую экономику и одновременно нанесло удар по ее основным конкурентам (в первую очередь странам еврозоны) в результате смещения торгового баланса в пользу США. Обострение конкурентной борьбы на рынках товаров и услуг обусловило глобальную конкуренцию процентных ставок и валют. В борьбу были втянуты центральные банки многих ведущих развитых и развивающихся экономик, пытаясь максимально ослабить денежную политику путем снижения ставок и/или интервенций на локальных валютных рынках, одновременно нагнетая ликвидность мировой финансовой системы.

Известно, что проведение политики монетарного стимулирования экономики, как правило, имеет негативные побочные эффекты, среди которых следует выделить:

- 1) ускорение темпов инфляции (потребительских цен)
- 2) риски спекулятивного, экономически необоснованного роста цен на активы (недвижимость, акции и т.д.).

Что касается п. 1).

Традиционно именно темпы инфляции являются ключевым целевым параметром для монетарных властей. Однако в мировой экономике сложились условия, обусловившие низкую чувствительность инфляции к денежному предложению. Можно выделить, как минимум, две ключевые причины этого феномена.

- Первая из причин – появление нового качества в процессе глобализации экономики. Существенный рост масштабов мировой торговли и массовый перенос производств в регионы с низкой стоимостью трудовых ресурсов и благоприятным налоговым климатом (в первую очередь это Китай, Индия, страны Юго-Восточной Азии) оказали существенный сдерживающий эффект на рост цен.
- Вторая причина – новое качество в развитии информационных технологий. Развитие ИТ оказало серьезное влияние на себестоимость продукции (товаров и услуг) в ряде отраслей экономики. Масштаб влияния некоторых из них на уровень потребительских цен стал весьма чувствителен. В частности, удалось значительно снизить себестоимость «релейловых» услуг в результате эффекта масштаба и экспансии крупных сетевых компаний на данном рынке. Развитие информационных технологий значительно сократило транзакционные издержки в различных секторах экономики, способствовало развитию аутсорсинга, финансовых и инвестиционных технологий и, в конечном счете, росту эффективности глобальной экономики.

Сглаживание инфляционных рисков позволило центральным банкам проводить максимально мягкую монетарную политику в течение продолжительного периода времени.

Что касается п.2).

Рост денежного предложения оказал закономерное стимулирующее воздействие на цены активов, включая недвижимость и акционерный капитал.

Рост стоимости активов в условиях низких процентных ставок стимулировал спрос домохозяйств в результате бума на рынке потребительского и ипотечного кредитования, а также инвестиционную активность корпораций, имеющих возможность пользоваться дешевым кредитом, обеспечивая его заметно подорожавшей собственностью.

Именно результатом роста глобального спроса и возросшей спекулятивной активности стал бум на рынках сырьевых товаров (добывающие отрасли капиталоемки и не в состоянии быстро реагировать ростом предложения на изменение конъюнктуры).

Избыточная ликвидность, накапливающаяся у финансовых посредников, продолжала поступать на финансовые рынки. В поисках доходности инвесторы стали активной размещать средства на локальных рынках, тем самым способствуя усилению национальных валют, росту стоимости активов на развивающихся рынках, сужению спредов долговых обязательств.

Тенденция к снижению доходностей на долговых рынках носит глобальный характер и обусловлена не только растущим кредитным качеством заемщиков (хотя данное явление также имеет место в условиях избыточного денежного предложения), но и, в значительной мере, эффектом «чрезмерной склонности к риску» (*excessive risk-taking*).

Таким образом, продолжительный период мягкой монетарной политики привел к формированию «финансовых пузырей» в отдельных сегментах мировой экономики.

Рисунок 3. Динамика индексов MSCI России и развивающихся рынков в целом.



Источник: Reuters

Выход экономики США на траекторию роста, сопровождаемый беспрецедентным ростом цен на сырьевые товары (оба обстоятельства – следствия стимулирующей монетарной политики), даже, несмотря на наличие сдерживающих факторов, привел к нарастанию инфляционных рисков. Ситуация на рынках недвижимости и прочих активов также вызывала нарастающее беспокойство властей (нельзя сказать, что в период низких ставок данная проблема полностью вышла из поля зрения ФРС, однако проблема восстановления экономической активности имела более высокий приоритет).

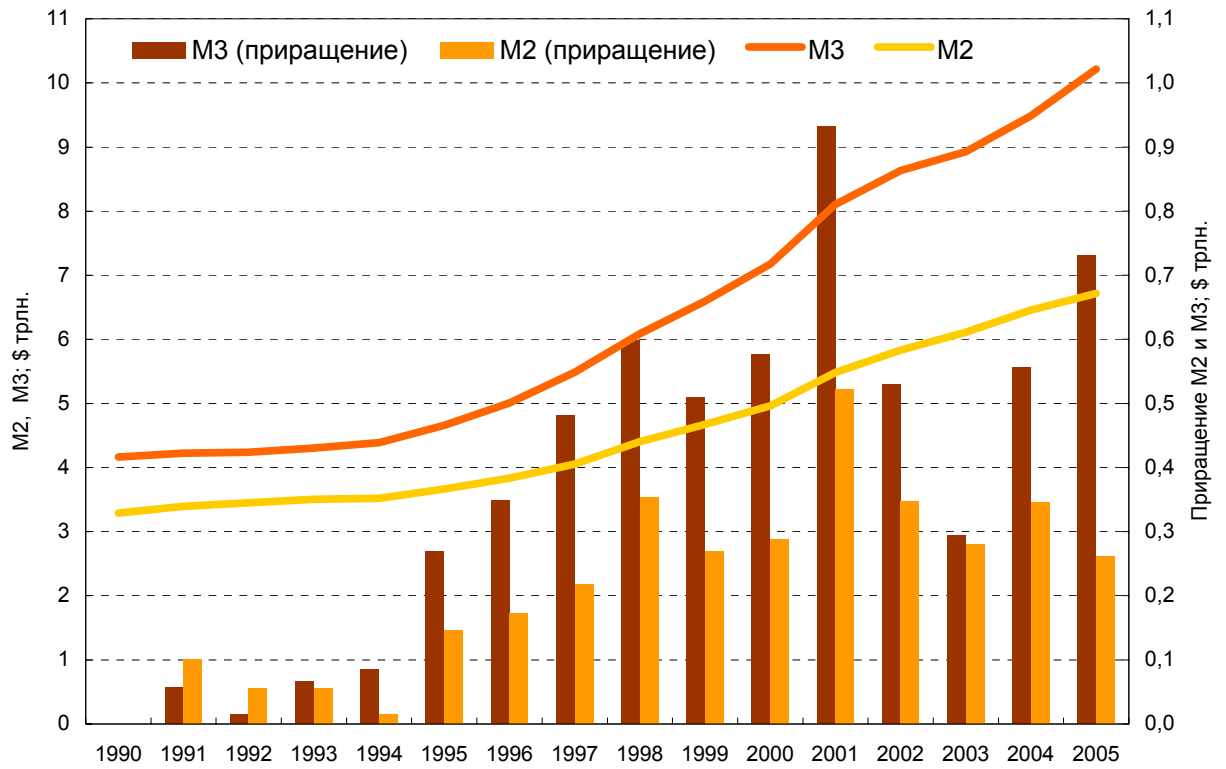
Начиная с весны 2004 года, ФРС приступил к циклу повышения ставки рефинансирования. Учитывая риски, присущие текущему состоянию глобальных финансов, повышение ставки идет минимальными темпами, при этом ФРС уделяет особое внимание «прозрачности» своих будущих намерений.

К концу 2005 года уровень процентных ставок в США вышел в так называемую «нейтральную» зону. Это означает, что, несмотря на рост ставки на 350 б.п. в течение двух лет, американская финансовая система так и не перешла в режим денежного сжатия (в терминах широких денежных агрегатов, см. рис. 4).

Значительная часть мировой экономики, включая страны еврозоны, по-прежнему находится в состоянии монетарного стимулирования.

Таким образом, уровень денежной ликвидности в мировой экономике не только по-прежнему велик, но и продолжает нарастать, что продолжает оказывать серьезную поддержку как рынкам базовых активов, так и локальным рынкам.

Рисунок 4. Динамика денежных агрегатов М2 и М3 в США, а также их прироста



Источник: Reuters

Оценка перспектив российского рынка внутреннего долга в первом полугодии 2006 года.

В настоящее время существуют основания ожидать сохранения, как минимум, в первом полугодии 2006 года высокой конъюнктуры рынка внутреннего долга.

Основные факторы ценообразования на рынке рублевых облигаций можно укрупненно охарактеризовать следующим образом.

- Как минимум, в первой половине 2006 года на мировых рынках будет сохраняться высокий уровень денежного предложения, стимулирующий глобальный спрос и рост мировой экономики. Так, по оценкам ряда экспертов (включая МВФ и Всемирный банк), темпы роста мировой экономики в 2006 году будут выше показателей 2005 года.
- Высокий уровень глобального спроса будет оказывать поддержку ценам на нефть на мировых рынках.
- Сохранение высоких цен на энергоносители, в свою очередь, будет позитивно отражаться на уровне валютных поступлений в страну, что, с одной стороны, будет оказывать поддержку рублю и, с другой, позитивно отражаться на уровне государственных и частных сбережений.
- Высокий уровень национальных сбережений будет поддерживать приток ликвидности на рынок рублевого долга со стороны внутренних инвесторов.
- Высокий уровень ликвидности на мировых рынках обеспечит сохранение притока иностранных портфельных инвестиций на российский рынок.
- Сдерживающий эффект на цены облигаций будут оказывать растущие ставки на рынках базовых активов. Однако, несмотря на то, что к началу 2006 года общий вектор на ужесточение монетарных режимов обозначился достаточно четко, центральные банки ведущих мировых экономик будут сохранять максимальную осмотрительность при проведении курса на денежное сжатие. Кроме того, следует учитывать, что монетарные меры оказывают влияние на процессы в реальной экономике с определенным временным лагом (от полугода и выше). Таким образом, влияние наблюдающихся в настоящее время процессов ограничения ликвидности в мировой экономике на состояние долговых рынков сегодня не является определяющим, но со временем будет возрастать.

Ниже в таблице приведены наши оценки изменения доходности инструментов рынка в соответствии с определенными выше ключевыми факторами. Данные представлены в виде диапазона возможных значений, ограниченных рамками умеренно-консервативного и умеренно-оптимистического сценариев.

Таблица 4. Оценка диапазона доходности облигаций со сроком до погашения 2 года на внутреннем рынке в 1 полугодии 2006 г.

Срок до погашения – 2 года	Декабрь 2005	Δ Мин.	Δ Макс.	Июнь 2006
1. Доходность базового актива (US Treasuries)	4,35%	+25 б.п.	+50 б.п.	4,60-4,85%
2. Спрэд (суверенные еврооблигации к UST аналогичного срока до погашения)	65 б.п.	-15 б.п.	0 б.п.	50-65 б.п.
3. Валютный риск + прочие факторы	80 б.п.	-30 б.п.	-10 б.п.	50-70 б.п.
Доходность ОФЗ	5,80%	- 20 б.п.	+40 б.п.	5,60-6,20%
4. Спрэд Москвы (спрэд ОГОВЗ к ОФЗ)	0 б.п.	0 б.п.	+10 б.п.	0-10 б.п.
Доходность ОГО(В)З	5,80%	-20 б.п.	+50 б.п.	5,60-6,30%

Таблица 5. Оценка диапазона доходности облигаций со сроком до погашения 10 лет на внутреннем рынке в 1 полугодии 2006 г.

Срок до погашения – 10 лет	Декабрь 2005	Δ Мин.	Δ Макс.	Июнь 2006
1. Доходность базового актива (US Treasuries)	4,40%	+20 б.п.	+40 б.п.	4,60-4,80%
2. Спрэд (суверенные еврооблигации к UST аналогичного срока до погашения)	115 б.п.	-25 б.п.	-5 б.п.	90-110 б.п.
3. Валютный риск + прочие факторы	120 б.п.	-30 б.п.	-10 б.п.	90-110 б.п.
Доходность ОФЗ	6,75%	- 35 б.п.	+25 б.п.	6,40-7,00%
4. Спрэд Москвы (спрэд ОГОВЗ к ОФЗ)	0 б.п.	0 б.п.	+20 б.п.	0-20 б.п.
Доходность ОГО(В)З	6,75%	- 35 б.п.	+45 б.п.	6,40-7,20%

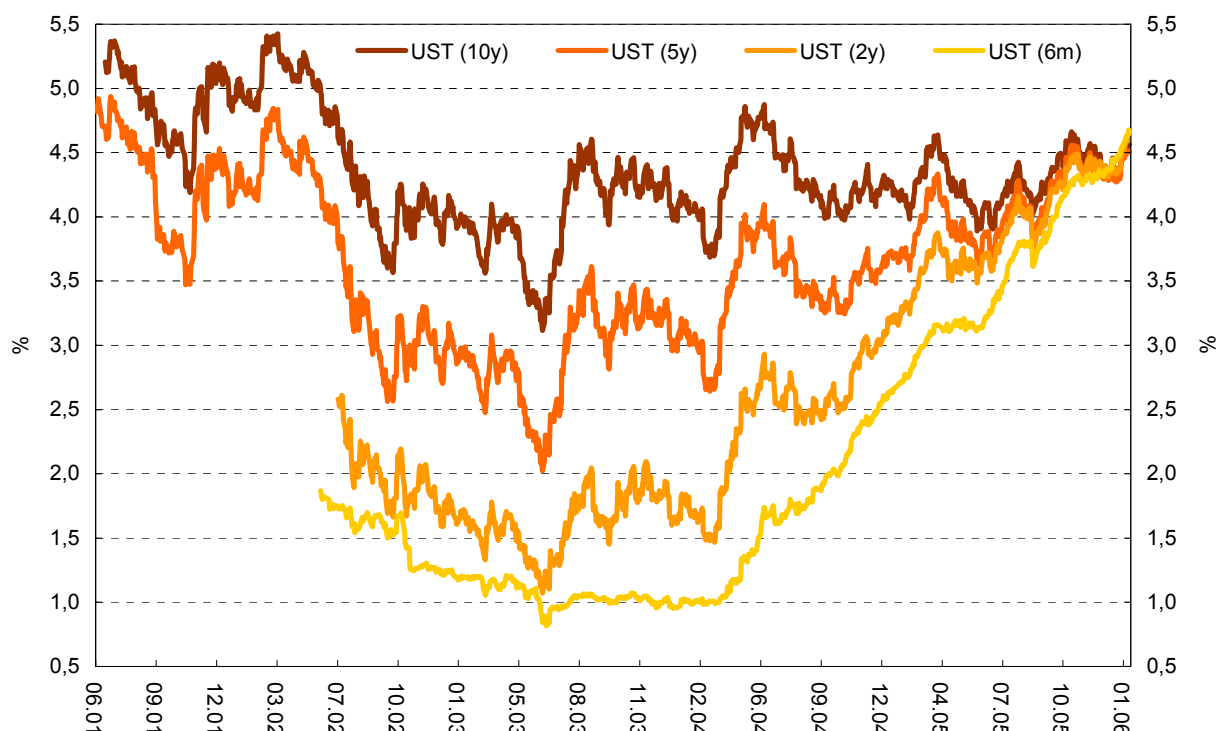
Ниже приведены комментарии к оценкам, содержащимся в таблицах.

1. Доходность базового актива.

В качестве базового актива в данном случае рассматривается доходность казначейских облигаций США.

Как мы уже писали, несмотря на рост ставки и уровня доходности коротких инструментов в течение прошлого года, доходность бумаг с высокой дюрацией изменилась незначительно.

Рисунок 5. Динамика американских казначейских облигаций (UST).



Источник: Reuters

В качестве основных причин устойчивости уровня доходности длинных инструментов можно выделить следующие обстоятельства.

- На рынке по-прежнему распространены сомнения относительно устойчивости экономического роста в США, существуют ожидания возврата ФРС к стимулирующей политике.

- Сохранение низких долгосрочных инфляционных ожиданий, чему способствует максимально взвешенная и прогнозируемая политика ФРС.
- Обсуждаемая в США пенсионная реформа оказывает поддержку рынку на «длинном участке» кривой доходности.
- Сохраняется высокий уровень спроса на американские облигации со стороны иностранных инвесторов на фоне по-прежнему высокого уровня ликвидности мировой финансовой системы и высокого уровня сбережений в глобальной экономике.

С учетом ожиданий дальнейшего повышения учетной ставки в США (до 4,75% и, возможно, выше) рост кривой доходности UST в короткой части без сомнения продолжится.

Дальнейший рост доходности коротких инструментов рынка станет основанием для усиления «медвежьего» давления на длинном участке кривой. Низкие, а тем более отрицательные значения «премии за ликвидность» («term spread») обеспечивают перетекание капитала из облигаций в инструменты денежного рынка. В конце 2005 года указанная тенденция уже была отмечена на рынке США в действиях инвесторов-резидентов.

Кроме того, ужесточение монетарной политики, начавшееся в США в 2004 году и, в настоящее время, охватившее многие локальные рынки, начинает оказывать влияние на состояние мировых финансов. Ценовая коррекция на рынках недвижимости Америки и Европы, начавшаяся в последние месяцы прошлого года, по всей видимости, является одним из следствий указанного процесса. Плавное изъятие избыточной ликвидности из мировой финансовой системы и связанное с этим восстановление более взвешенного отношения к риску со стороны инвесторов также является одним из факторов, формирующих «медвежье» давление в длинной части кривой доходности.

Таким образом, мы считаем, что вектор, описывающий динамику длинных UST на горизонте полгода, будет также преимущественно ориентирован в сторону роста доходности.

Тем не менее, кривая доходности UST способна в ближайшее время принять инверсный вид и сохранять его в течение определенного периода времени.

Наша оценка изменения доходности 2-летних UST по результатам 1-го полугодия 2006 года лежит в диапазоне +25 б.п.- +50 б.п.; 10-ти летних UST – в диапазоне +20б.п.- +40 б.п.

2. Суверенный спрэд

По итогам 2005 года фундаментальные показатели России как заемщика существенно улучшились. К концу года уровень государственного долга РФ снизился до 16% ВВП, уровень золотовалютных резервов двукратно превысил размер внешнего долга (182 млрд. долл.), уровень профицита бюджета составил 7,5% ВВП, а накопления стабилизационного фонда достигли 40% государственного долга (1,2 трлн. руб.).

Как следствие, в 2005 году кредитный рейтинг России был поднят всеми тремя ведущими рейтинговыми агентствами, при этом агентством S&P – дважды в течение года. Спрэд EMBI+ Russia сузился почти вдвое, с 215 б.п. до 115 б.п.

Нет сомнений в том, что в ближайшей перспективе, на фоне сохранения неплохих темпов роста мировой экономики и, как следствие, сохранения высоких мировых цен на энергоносители макроэкономические показатели России сохраняют позитивную динамику. Согласно оценкам МЭРТ рост экономики в 2006 году (ВВП) ожидается на уровне 5,8%. Профицит бюджета запланирован на уровне 3,2% ВВП. ЦБ РФ ожидает прирост золотовалютных резервов на \$82.5 млрд. (Urals - \$50/барр.), т.е. до \$265 млрд.

Несмотря на растущую макроэкономическую стабильность, такие негативные факторы долгосрочной кредитоспособности, как отсутствие структурных реформ и высокий уровень коррупции, по всей вероятности, сохраняют свою актуальность в 2006 году и будут оказывать сдерживающий эффект на дальнейший рост кредитных рейтингов. Мы ожидаем в 2006 году рост суверенного кредитного рейтинга на одну ступень от двух агентств из «большой тройки» (по шкале Moody's и Fitch).

Сдерживающий эффект на динамику сужения спреда России способна также оказать общая ситуация на развивающихся рынках. Существуют риски того, что аппетит инвесторов на рискованные активы начнет насыщаться, как реакция на ужесточение денежной политики центральными банками ведущих мировых экономик. Указанная тенденция может проявиться особенно отчетливо в случае сохранения общей тенденции к росту доходности UST в первом полугодии 2006 года.

Тем не менее, мы считаем, что факторы, работающие в направлении сужения суверенного спреда, будут преобладать, как минимум, в первой половине года. Наша оценка возможного сужения суверенного спреда для 2-летних облигаций лежит в диапазоне 0-15 б.п., 10-летних облигаций – в диапазоне 5-25 б.п.

3. Валютный риск (курс рубль/доллар)

Мы ожидаем, что в 2006 году позиции доллара на международном рынке будут слабеть. Цикл повышения ставок в США близится к завершению. Одновременно формируется цикл повышения ставок в Европе, Японии, странах Юго-Восточной Азии.

Вновь выходит на передний план проблема двойного дефицита американской экономики (в конце января прогноз дефицита бюджета США на 2006 финансовый год увеличен до \$423 млрд. с \$341 млрд.; при этом согласно уточненным данным дефицит торгового баланса в 2005 году вырос до рекордных \$726 млрд. с \$618 млрд. в 2004 году).

Учитывая вышесказанное, а также отмеченную в п.2 динамику макроэкономических показателей России, рубль имеет основания для укрепления к доллару в течение года.

Актуальности указанным ожиданиям добавляют, в том числе, намерения ЦБ РФ уже в 2007 году перейти к свободному плавающему курсу рубля и кредитно-денежной политике, основанной на модели инфляционного «таргетирования».

Возрастающее инфляционное давление на фоне резкого роста бюджетных расходов стало главной заботой Центрального Банка в начале текущего года. Ревальвация рубля – простой и эффективный способ сдерживания инфляции. Снижение активности Центрального Банка на валютном рынке позволило рублю по результатам января 2006 года укрепиться на 2,3% по отношению к доллару и на 0,4% по отношению к евро.

Динамика валютных курсов формирует соответствующие ожидания участников долгового рынка.

Выше мы подчеркивали, что именно позитивная оценка перспектив рубля является основным фактором «ралли» на рынке внутреннего долга во второй половине 2005 – начале 2006 гг.

Однако, даже учитывая все приведенные выше факторы роста, не следует переоценивать возможности рубля. Так, по всей видимости, в текущем году ЦБ не удастся обойтись без регулярных массированных интервенций на валютном рынке, сдерживающих укрепление российской национальной валюты.

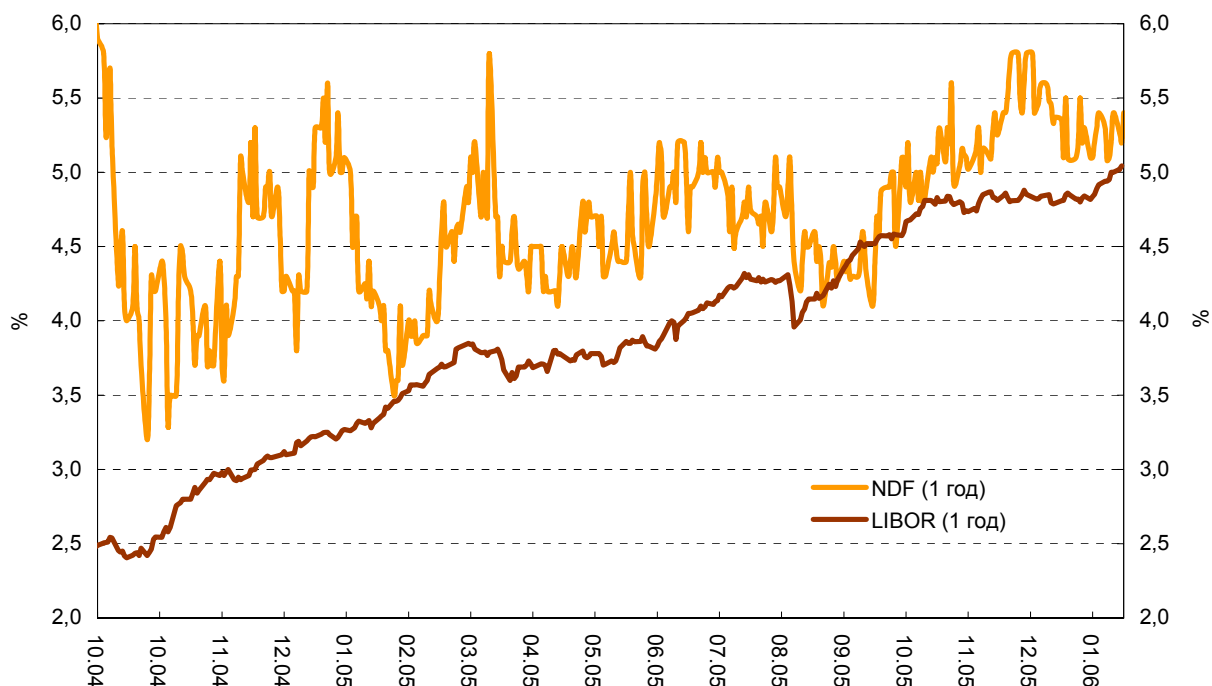
Дело в том, что контроль за темпами инфляции является не единственным целевым параметром для монетарных властей. В 2006 году Центральный банк планирует удержать рост реального эффективного курса рубля в пределах 8%. Номинальное укрепление рубля по отношению к мировым валютам, одновременно с ростом потребительских цен (по предварительным оценкам на 2,4% в январе) привели к тому, что уже по истечении первого месяца «годовой план» по укреплению рубля исполнен приблизительно на треть.

Судя по всему, в течение года Центральный Банк будет вынужден вернуться к более агрессивному сдерживанию роста рубля, стерилизуя избыточную денежную массу за счет более активного применения процентных инструментов регулирования ликвидности (аукционы обратного РЕПО, депозитные аукционы, ОБР и т.п.).

Таким образом, сформировавшиеся на рынке во второй половине 2005 – начале 2006 гг. ожидания относительно темпов укрепления рубля (в краткосрочной перспективе), по всей видимости, если и будут корректироваться в ближайшем будущем, то, скорее всего, в сторону более умеренных оценок.

На рис. 6 представлена динамика ставок NDF и Libor сроком на 1 год. Видно, что на рассматриваемом временном отрезке Libor выступал в качестве поддержки кривой NDF. Смещение NDF ниже Libor было краткосрочным и незначительным.

Рисунок 6. Динамика ставок NDF и Libor (1 год).

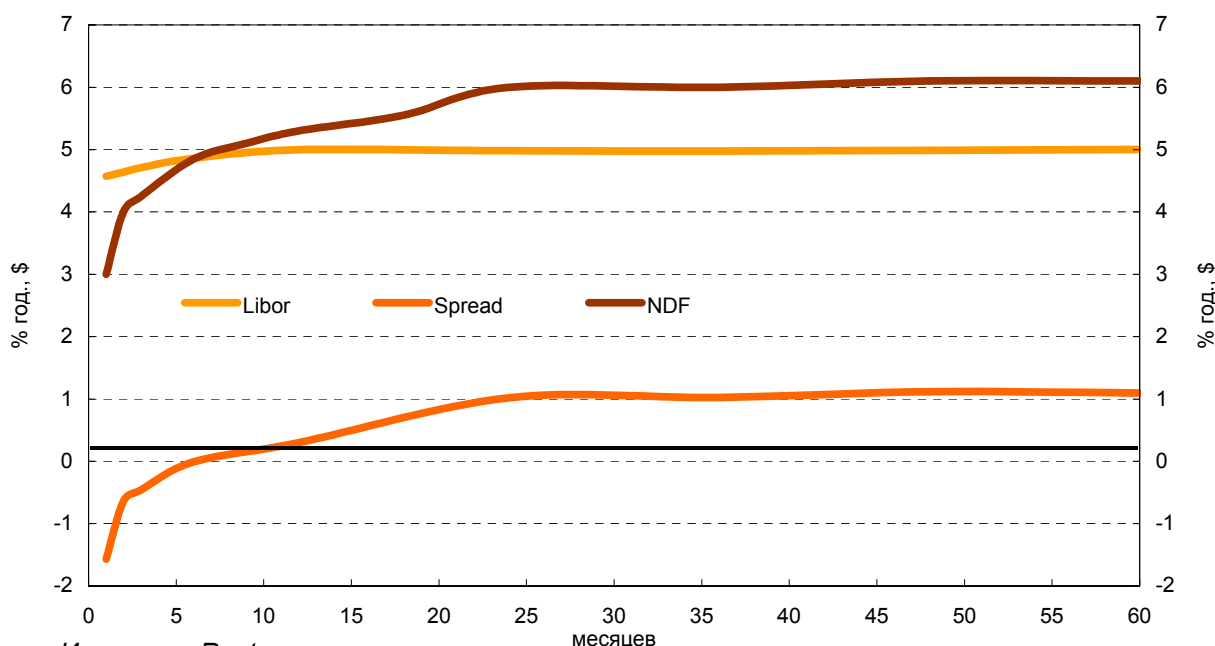


Источник: Reuters

На доходность долгосрочных долговых инструментов оказывают влияние долгосрочные ожидания движения валютных курсов. С этой точки зрения российскому рублю по-прежнему тяжело конкурировать с американской валютой, а значит, долгосрочные рублевые ставки по-прежнему будут торговать с премией к долларovým ставкам.

На горизонте более года форвардный рынок рубля становится менее ликвидным. Тем не менее, ниже, на основании индикативных котировок мы построили кривые доходности ставок NDF и LIBOR, демонстрирующие временную структуру рыночных ожиданий динамики рубля к доллару.

Рисунок 7. Кривые доходности, построенные по индикативным ставкам NDF и LIBOR.



Источник: Reuters

Из приведенных на рисунке данных следует, что позиции рубля слабеют по мере увеличения срока форварда. Так, на рис. 7 видно, что ставка NDF на сроке до 6 месяцев ниже ставки LIBOR. При взгляде на 1,5-летнюю перспективу рынок дает NDF премию к LIBOR в размере около 50 б.п., а на сроке более 2 лет – 100 б.п. и выше.

Мы полагаем, что гипотетическая кривая «премии NDF к LIBOR» должна сохранять положительный наклон по всей своей длине. Мы не ожидаем в краткосрочной перспективе как существенного смещения данной кривой вниз, так и ее инверсии на длинном участке (long end). Последнее означает, что **оценка долгосрочных перспектив рубля находится в достаточно агрессивной зоне и в ближайшей перспективе не следует ожидать ее существенного улучшения.**

Таким образом, мы полагаем, что динамики смещения ожиданий на рынке RUB/USD в сторону рубля потеряет набранный во второй половине 2005 года темп. Наша оценка изменения фактора валютного риска для 2-х и 10-ти летних ОФЗ в первой половине 2006 года лежит в диапазоне от -30 б.п. до -10 б.п.

4. Спрэд облигаций Москвы к ОФЗ

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.

Кроме того, более низкая вовлеченность крупных аффилированных с государством инвесторов (в частности, государственному пенсионному фонду пока не разрешено размещать свои активы на рынке субфедеральных облигаций) зачастую делает облигации города Москвы более «рыночным» инструментом по сравнению с ОФЗ. Последнее 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.

В конце 2005 года спрэд облигаций Москвы к ОФЗ находился в отрицательной области практически по всей длине кривой доходности. Высокая рыночная стоимость ОГО(В)З в конце 2005 года частично объясняется успехами города в области исполнения доходной части бюджета, а также эффектом от проведения эмитентом выкупа облигаций (что, скорее, носит психологический характер, т.к. выкупались инструменты в короткой и средней части кривой).

По нашему мнению, указанная ситуация (спрэд к ОФЗ, близкий к нулю) не является устойчивой в среднесрочной перспективе.

На рынке еврооблигаций спрэд Москвы к Федерации торгуется на уровне 25-35 б.п. Еврооблигации Москвы не имеют тех преимуществ ликвидности над суверенными евробондами, которые свойственны инструментам Москвы на внутреннем рынке. Тем не менее мы считаем, что активная политика Минфина как эмитента будет способствовать постепенному «вытеснению» Москвы с позиций неформального «benchmark» и будущая динамика инструментов Москвы должна быть направлена в сторону расширения спреда к облигациям Федерации. Оценка вероятного расширения спреда облигаций Москвы к ОФЗ в 1-м полугодии 2006 г. составляет до +10 б.п. для 2-х летних и до +20 б.п. для 10-ти летних бумаг.

5. Результаты оценки

Из приведенных выше таблиц (табл. №4 и №5) видно, что в первой половине 2006 года позитивные сигналы для внутреннего рынка будут исходить со стороны вероятного улучшения взглядов его участников на суверенный риск и перспективы рубля (хотя указанные факторы в значительной степени уже содержатся в текущих ценах и их влияние на рынок будет менее заметным, чем во втором полугодии 2005 г.).

Позитивное воздействие вышеуказанных факторов будет компенсироваться ростом доходности базовых активов.

Таким образом, **мы придерживаемся нейтрального взгляда на конъюнктуру внутреннего рынка в первой половине года**, при этом, отмечая, что текущие котировки длинных инструментов находятся ближе к верхней границе, а коротких инструментов – ближе к нижней границе предполагаемого ценового коридора. Одновременно мы ожидаем сохранения умеренной тенденции к уплощению кривых доходности ОФЗ и облигаций города Москвы (что также видно при сопоставлении данных в таблицах №4 и №5).

Оценка перспектив рынка внутреннего долга в период до конца 2007 года

Существуют две ключевые причины, определяющие высокую зависимость внутреннего финансового рынка от состояния мировой экономики и глобальных тенденций на финансовых рынках.

- 1) Несмотря на позитивную динамику последних лет, **российская экономика по-прежнему характеризуется структурной слабостью**. Деловая активность в значительной степени концентрируется в отраслях, связанных с добычей и экспортом минерального сырья. Доля нефтегазовой отрасли формирует около четверти размеров ВВП и более половины доходов консолидированного бюджета РФ. Экспорт нефти и газа приносит более 60% валютных поступлений страны. Концентрация экономики делает ее в высокой степени зависимой от мировых цен на энергоносители, а, следовательно, от фаз мирового экономического цикла. Это означает что, **ожидаемый многими экономистами в среднесрочной перспективе спад темпов роста мировой экономики и последующее падение мировых цен на нефть** (вследствие смещения баланса спроса и предложения на энергоносители в сторону последнего) **может болезненно отразиться на состоянии экономики страны**.
- 2) Современный российский финансовый рынок – часть глобальной финансовой системы. Сформировавшаяся инфраструктура рынка позволяет капиталу с минимальными издержками преодолевать национальную границу. Доля иностранных участников на внутреннем рынке России весьма существенна (в частности, около трети держателей облигаций г. Москвы - иностранные инвесторы) и продолжает увеличиваться. Российские инвесторы (участники внутреннего рынка), в свою очередь, проявляют возрастающую активность в работе на международных рынках. Любая возможность получения «дополнительного дохода» на локальном рынке приводит к притоку капитала на него, снижение доходности ниже обоснованного рыночного уровня – к оттоку капитала. **Ситуация на внутреннем финансовом рынке России жестко привязана к конъюнктуре внешних рынков** и на среднесрочном горизонте будет в значительной мере подчинена глобальным тенденциям.

Тенденции на мировых рынках.

Как уже указывалось, в настоящее время мировая экономика характеризуется относительно динамичным ростом. Высокий уровень глобального спроса, обеспечивающего экономический рост, в значительной мере обусловлен длительным периодом мягкой монетарной политики, проводимой центральными банками ведущих мировых экономик.

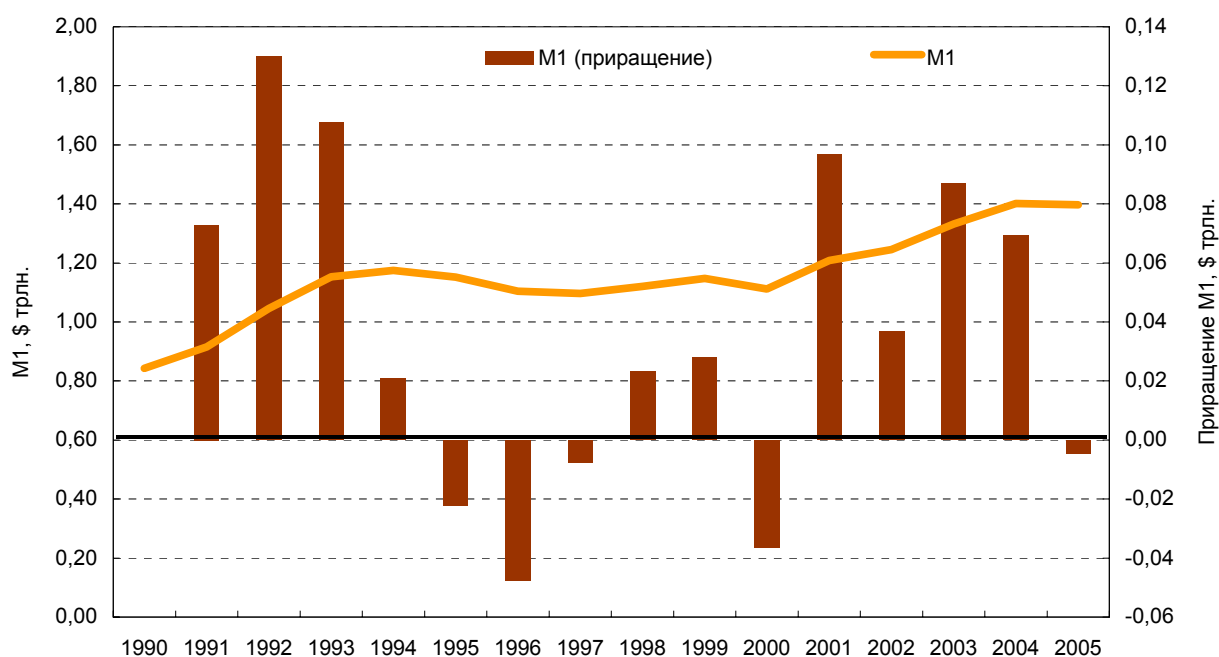
Побочным эффектом длительного периода стимулирующей монетарной политики стали нарастание инфляционных рисков, а также формирование «финансовых пузырей» в отдельных сегментах мировой экономики.

К началу 2006 года достаточно ясно обозначился вектор на ужесточение монетарных режимов большинством центральных банков ведущих экономик. В 2006 году к ФРС США, еще весной 2004 года вошедшей в цикл повышения процентных ставок, с большой степенью вероятности, присоединятся центральные банки Единой Европы, Японии, ряда стран Юго-Восточной Азии и Африки.

Указанные выше монетарные меры проводятся взвешенно и постепенно, помимо этого, они оказывают влияние на экономическую активность с определенным временным лагом (порядка полугода), таким образом, их влияние на экономическую конъюнктуру пока не является определяющим. Однако эффект от монетарного воздействия способен накапливаться и со временем привести к качественному изменению состояния мировой экономики и финансовых рынков.

Следует также отметить, что в конце 2005 года наблюдались, пожалуй, первые видимые результаты ужесточения денежной политики в США (на рис. 8 видно, что несмотря на высокое абсолютное значение агрегата М1 в 2005 году его прирост стал отрицательным).

Рисунок 8. Динамика денежного агрегата М1 и его прироста.



Источник: Reuters

Начиная с ноября 2005 года, рынок недвижимости США перешел в состояние ценовой коррекции, которая наблюдается и в настоящее время.

В начале текущего года отмечено снижение темпов роста валютных резервов развивающихся стран. По данным HBOS темпы роста резервов 25 крупнейших стран с развивающейся экономикой в январе составили 16% в годовом исчислении по сравнению с 25% годом ранее.

Существуют различные возможные сценарии развития ситуации на рынке. Однако каким бы ни был каждый из возможных сценариев, он, так или иначе, должен предлагать (содержать в себе) способ устранения ценовых диспропорций, сложившихся на мировых рынках.

Для целей получения практических выводов относительно направлений среднесрочной политики эмитента/инвестора на рынке достаточно оценить границы, в пределах которых с наибольшей вероятностью будет развиваться ситуация.

Благоприятный сценарий

Сценарий рассматривает ситуацию, при которой ставки в США в период 2006-2007 гг. остаются на уровне, характерном для 1-й половины 2006 года, либо незначительно снижаются (т.е. сохраняются в диапазоне 4,0-5,0%), ведущие центральные банки в этот период придерживаются политики «мягкого» монетарного сжатия, одновременно экономическим властям США и Европы удается избежать серьезного спада на рынке недвижимости.

Такой сценарий, например, возможен в случае появления признаков снижения темпов роста экономики США в конце 2006–2007 гг. при умеренных темпах инфляции.

Здесь следует подчеркнуть, что, **учитывая серьезные проблемы с избыточной активностью на рынке коммерческого кредита и наличия «финансового пузыря» на рынке недвижимости, мы исключаем возможность возвращения монетарной политики в режим агрессивного стимулирования (т.е. снижения ставки до уровня 2002-2003 гг.) на горизонте 1-2 года.**

- По всей видимости, сценарий будет связан с дальнейшим ослаблением американской валюты на фоне отрицательной динамики долларовых ставок и проблемы двойного дефицита.
- Ослабление доллара позитивно отразится на показателях торгового баланса США, что, в свою очередь, начнет оказывать сдерживающий эффект на экономику стран - торговых партнеров.
- Поскольку сценарий связан со снижением темпов роста и спроса со стороны США и сдерживанием экономической активности в странах - торговых партнерах (включая Китай) цены на мировых рынках энергоносителей должны скорректироваться в сторону снижения.
- Ликвидность мировой финансовой системы способна оставаться на уровне, достаточном для обеспечения притока инвестиций на развивающиеся рынки, а уровень спроса - достаточным для поддержания положительных темпов роста мировой экономики, а также поддержания цен на сырьевые товары выше среднеисторических.

Сценарий может рассматриваться как наиболее благоприятный для развивающихся рынков в целом и российского долгового рынка в частности. Ключевой риск в данном случае - «перегрев конъюнктуры» в тех или иных сегментах рынка, с риском последующей трансформации в более жесткий и даже «кризисный» сценарии.

Оценка доходности, характерной для внутреннего долгового рынка в перспективе 1-2 года в рамках сценария близка к оценке, полученной для 1 половины 2006 года.

- 1) Доходность базового актива в рамках сценария должна быть близка текущим значениям (не ниже 4,0% для 10-летних UST).
- 2) Снижение «аппетита к риску» на фоне умеренного спада темпов роста мировой экономики приведет к ограничению активности инвесторов на развивающихся рынках и завершению тенденции к сужению суверенных спрэдов. Коррекция цен на сырьевых рынках и низкая вероятность проведения радикальных структурных реформ в предвыборный период не будет способствовать росту кредитных рейтингов страны (спрэд России-30 к 10-летним UST не менее 100 б.п.).
- 3) Снижение (умеренное) мировых цен на нефть не будет способствовать росту инвестиционной привлекательности рубля (премия за валютный риск на горизонте 10 лет – не менее 100 б.п.).

Последние два фактора (2. и 3.) могут в определенной степени дополнять друг друга при рассмотрении тех или иных вариаций, рассмотренных в рамках сценария параметров. Например, в случае, если по тем или иным причинам (обострение ситуации вокруг Ирана, сокращение поставок нефти Венесуэлой на рынок США и т.п.), цены на нефть будут расти на фоне снижения темпов роста мировой экономики, инвестиционная привлекательность рубля способна возрасти, но одновременно высока вероятность усиления эффекта «бегства из риска» и общего расширения спрэдов развивающихся рынков.

Неблагоприятные сценарии

«История не знает благоприятных последствий длительных периодов низких премий за риск».

А. Гринспен

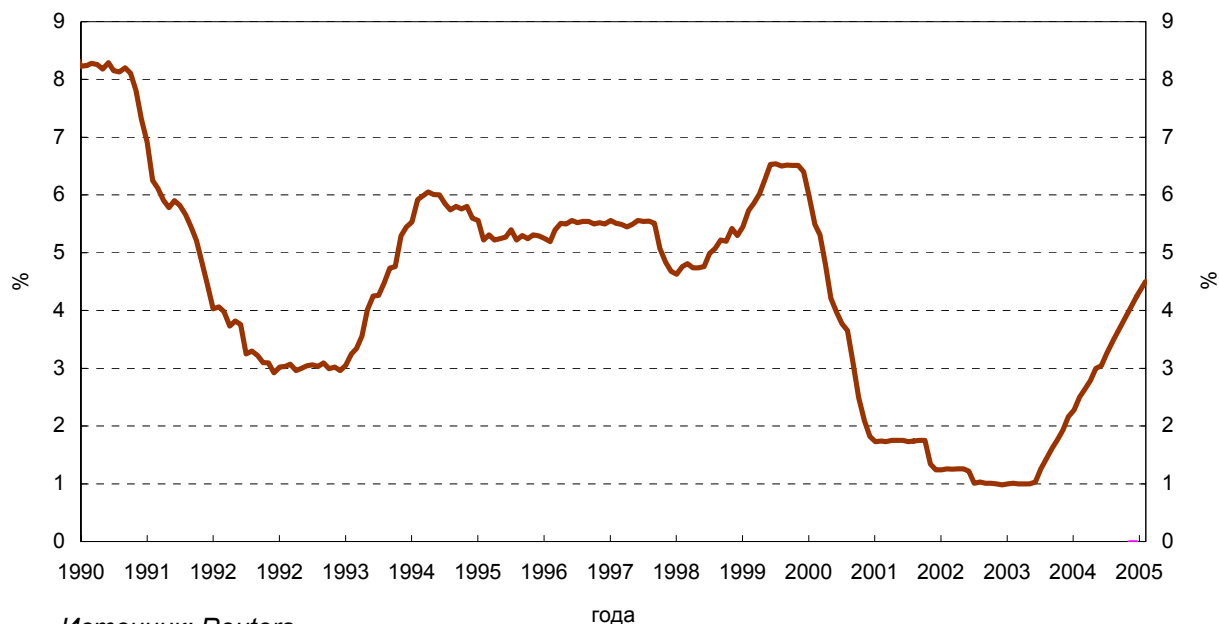
Сценарии предполагают заметный рост доходности облигаций российского внутреннего рынка, но связаны с различным поведением базового актива.

Сценарий 1. (Рост доходности базовых активов)

Рассматривает ситуацию, при которой вследствие раскручивания инфляционной спирали или сохранения бума на рынке недвижимости повышение ставки в США будет продолжено (по-видимому, это может случиться не ранее 2007 года) до уровня,

характерного для периода 1995-2001 гг. (т.е. до начала монетарного стимулирования экономики в 2001 г.), – около 6% и выше.

Рисунок 9. История ставки Fed Funds.



Источник: Reuters

- Рост ставки в США приведет к росту инвестиционной привлекательности американских облигаций и стимулирует отток капитала с развивающихся рынков.
- Отток капитала приведет к ослаблению национальных валют и расширению суверенных спрэдов.
- Ослабление национальных валют стимулирует инфляционные процессы в развивающихся странах, что заставит национальные центральные банки принимать меры к ужесточению монетарной политики, в том числе посредством увеличения процентных ставок.
- Рост ставок негативно отразится на внутреннем спросе и экономической активности на развивающихся рынках.
- Спад активности и сокращение спроса в масштабе мировой экономики негативно отразится на конъюнктуре сырьевых рынков.
- Спад экономической активности ухудшит состояние государственных финансов (бюджетов), отразится на кредитоспособности корпоративных заемщиков, особенно имеющих высокую кредитную зависимость и относительно невысокую норму отдачи на капитал, окажет негативное влияние на инвестиционную привлекательность развивающихся рынков в целом.

Данный сценарий предполагает рост доходности базового актива на 1,5-2% относительно текущего уровня.

При этом, даже если данный сценарий не приведет к кризисному развитию событий, можно ожидать расширения суверенного спрэда России на 50 б.п. и более.

Рост премии за валютный риск в данной ситуации на 50 б.п. и выше (на горизонте инвестиций 10 лет) также выглядит вполне обоснованным.

Сценарий 2. («Бегство из риска» и/или спад мировой экономики и цен на минеральное сырье)

Сценарий рассматривает ситуацию, при которой доходности российских облигаций могут существенно возрасти даже в случае, если ставка ФРС останется на уровне характерном для 1-й половины 2006 года, либо незначительно снизится. Здесь также следует отметить, что мы считаем маловероятным возвращение монетарной политики США в режим агрессивного стимулирования (т.е. снижения ставки до уровня 2002-2003 гг.) на

горизонте 1-2 года, учитывая серьезные проблемы с избыточной активностью на кредитном рынке и «перегретости» рынков недвижимости.

Вариант 1) Вследствие проблем на развивающихся рынках (они могут быть связаны с резкой ценовой коррекцией на рынках недвижимости, долговому кризису, возросшим геополитическим рискам и т.д.) происходит «бегство капитала из риска». В результате спрос на американские казначейские облигации растет и доллар укрепляется относительно мировых валют. Однако, несмотря на укрепление базового актива, резко растут доходности еврооблигаций развивающихся рынков (включая российский) и премии за валютный риск (включая риск инвестиций в рубль). В результате доходность рублевых долговых инструментов способна существенно возрасти.

Вариант 2) В результате экономических проблем в США и/или Европе (обеспечивающих значительную часть конечного спроса в мировой экономике) либо развития проблем роста в Китае, Индии, странах Юго-Восточной Азии мировая экономика переходит в состояние стагнации. Данный сценарий с большой степенью вероятности приведет к серьезному спаду цен на нефть, который будет дополнен эффектом бегства «горячих денег» с российского рынка.

Все рассмотренные выше сценарии предполагают существенный рост доходности на внутреннем рынке России (на 250 б.п. и выше). При развитии одного из неблагоприятных сценариев доходности коротких и средних ОФЗ способны выйти на уровень 7-9%, длинных ОФЗ (от 10 лет) - на уровень 10% и выше.

Заключение

В настоящее время существует мнение, озвученное представителями монетарной власти России, о нежелательности увеличения эмитентами сроков заимствований в условиях наличия тенденции к снижению темпов инфляции в стране. В качестве примера приводится ситуация, имевшая место в США в начале 80-х годов, когда размещение длинных UST привело к повышенной нагрузке на бюджет в последующие годы.

На основании проведенного анализа можно сделать несколько иной вывод: текущая рыночная ситуация благоприятна для увеличения длины профиля долга (и, таким образом, дюрации долговых портфелей) российскими эмитентами с высоким уровнем кредитного рейтинга. В поддержку данной позиции можно привести следующие аргументы.

- 1) Увеличение длины профиля долга позволяет эмитенту **снизить пиковую долговую нагрузку на бюджет** и, соответственно, риски рефинансирования имеющейся задолженности. Следует учитывать, что возможный в среднесрочной перспективе переход мировой экономики в фазу спада экономической активности может негативно повлиять на конъюнктуру мировых цен на сырье и финансовые показатели российских эмитентов, что способно существенно повлиять на условия будущих заимствований.

«Стоимость» удлинения профиля долга в условиях «квази плоских» кривых доходностей не является высокой – так, спред между Москва-44 (9,3 года) и Москва-43 (2,3 года) в настоящее время составляет 75 б.п.

Именно **необходимость поддержания профиля долговой нагрузки на приемлемом уровне заставляло ФРС США размещать длинные инструменты даже в эпоху исторически высоких ставок (ставка рефинансирования в США в начале 80-х поднималась выше 18% годовых)**. Сегодня уровень ставок существенно ниже среднеисторических значений.

- 2) Мы не отрицаем того, что уровень темпов инфляции в среднесрочной перспективе связан с уровнем ставок в экономике. Но следует принять во внимание следующие обстоятельства.

Во-первых, в России реальные процентные ставки для первоклассных заемщиков находятся в аномально низкой (существенно отрицательной) зоне. Завершение экономических реформ и стабилизация экономической ситуации в стране способны привести не только к снижению темпов инфляции, но и росту реальных процентных ставок. При низких темпах инфляции они, по всей видимости, вернутся в положительную область. Более того, **сохранение реальных процентных ставок в отрицательной области в условиях растущей рыночной экономики в среднесрочной перспективе просто несовместимо с задачей снижения темпов инфляции**.

Во-вторых, ряд проблем препятствует снижению в среднесрочной перспективе темпов инфляции до уровня, характерного для развитых экономик.

- Структурные проблемы российской экономики, такие как: высокий (и продолжающий расти) уровень ее монополизации, высокий уровень коррупции, неэффективность и непрозрачность управления растущей государственной собственностью и прочие структурные проблемы.
- Значительный приток ликвидности в страну в результате сохранения благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры. Здесь следует также отметить, что ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры способно привести к ухудшению кредитного качества российских заемщиков, и, несмотря на сокращение инфляционного давления, привести к росту доходности облигаций.
- Высокие социальные обязательства власти в рамках принятой модели «управляемой демократии». Данная проблема особенно актуальна с приближением сроков очередных президентских выборов.

Таким образом, власти будут и в дальнейшем испытывать объективные сложности с выходом на плановые показатели инфляции. Так, сегодня МЭРТ ставит целью

снижение темпов роста потребительских цен до уровня 7-8,5% в 2007 году, что приблизительно соответствует целевым параметрам инфляции, задаваемым два года назад в качестве целевых на 2005 год.

- 3) Мы не видим сценария, приводящего к существенному снижению рыночной доходности рублевых заимствований в условиях перехода большинства центральных банков – регуляторов ликвидности мировой финансовой системы к политике, направленной на денежное сжатие (одним из механизмов которого является повышение ставок), при сохранении жесткого контроля со стороны ЦБ РФ за ростом эффективного курса рубля.

Существуют внутренние проблемы российского рынка, заключающиеся в высоком уровне государственных сбережений по отношению к емкости внутреннего долгового рынка. То есть такие инвесторы, как Пенсионный фонд РФ и «квазигосударственные» банки способны со временем вытеснить частные инвестиции (имеющие по определению «рыночный» характер) с российского долгового рынка, снизив доходность по рублевым инструментам ниже рыночно-обоснованного уровня.

Однако сценарий полного вытеснения частных инвестиций фактически будет предполагать справедливость следующих утверждений:

- наличие неэффективности распоряжения пенсионными накоплениями граждан и активами «квазигосударственных» банков (поскольку инвестиции в рублевые бумаги осуществляются при наличии на рынке более приемлемых с точки зрения параметров риск-доходность альтернативных объектов инвестиций).
- замещение механизма рыночных заимствований механизмом государственного распределения финансовых ресурсов. Последнее теоретически возможно, но, на наш взгляд, вопрос об «эффективности» директивной экономики уже имеет политическое решение.

Мы полагаем, что экономическим властям удастся избежать развития ситуации на внутреннем рынке в рамках данного сценария.

- 4) В среднесрочной перспективе **существуют риски роста уровня доходности внутреннего рынка, связанные с изменением состояния мировой экономики и вызванные**

- развитием тенденции к росту доходности базовых активов;
- массовым «бегством инвесторов из риска» вследствие роста геополитических рисков или долгового кризиса;
- падением цен на минеральное сырье вследствие перехода мировой экономики в состояние стагнации.

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.