

Владимир Михайлов (495) 795-0613

Возможные сценарии изменения доходности на рынке облигаций города Москвы в период до конца 2008 года

Основные выводы

- Мы позитивно оцениваем ближайшие перспективы рынка облигаций (как минимум, в период до конца первого полугодия 2007 года), учитывая высокую вероятность сохранения благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры и наличия внутренних факторов спроса на рублевые активы.
- В период 2 полугодие 2007 - 2008 гг. динамика рынка будет в существенной мере зависеть от развития тенденций в мировой экономике и на глобальных финансовых рынках.
- Мы считаем наиболее вероятным (условно, с вероятностью 80%) сохранение доходности облигаций, формирующих длинный участок кривой доходности Москвы, в диапазоне 6,1%-6,9% до конца 2007 года и 6,2%-7,2% до конца 2008 года.
- Текущее состояние долгового рынка характеризуется наличием рисков, способных реализоваться в конце 2007 – 2008 гг. В случае реализации неблагоприятного сценария (условно, его вероятность определена на уровне 20%) возросшие на глобальном рынке «риск-премии» будут способствовать расширению кредитных спредов и стоимости хеджирования рублевого риска. В этом случае доходность инструментов, формирующих длинный участок кривой доходности Москвы, может существенно возрасти. Ожидаемая доходность 44 выпуска города Москвы на конец 2007 года в этом случае составит - 6,9%-7,4% годовых, на конец 2008 года - 7,2%-8,2% годовых.
- По нашему мнению, текущая рыночная ситуация благоприятна для удлинения профиля долга (и, таким образом, дюрации долговых портфелей) российскими эмитентами с высоким уровнем кредитного рейтинга.

Состояние внутреннего финансового рынка в существенной мере зависит от состояния мировой экономики и глобальных тенденций на финансовых рынках. Можно выделить следующие ключевые причины, определяющие эту зависимость:

- 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 краткосрочной перспективе спад темпов роста мировой экономики и связанное с этим снижение мировых цен на нефть** (вследствие смещения баланса спроса и предложения на энергоносители в сторону последнего) **может существенно повлиять на состоянии экономики страны и конъюнктуру финансовых рынков.**
- 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 20% держателей облигаций г. Москвы - иностранные инвесторы и банки с иностранным участием) 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.

Последние годы мировая экономика характеризуется динамичным ростом. Высокий уровень глобального спроса, обеспечивающего экономический рост, в значительной мере обусловлен длительным периодом мягкой монетарной политики, проводимой центральными банками ведущих мировых экономик.

В условиях беспрецедентно высокого уровня денежного предложения в мировой финансовой системе **большинство развивающихся рынков, включая российский, в течение последних нескольких лет испытывали значительный приток средств** как иностранных, так и внутренних инвесторов. Ниже приведены ряд признаков рынка, ставших следствием длительного периода монетарного стимулирования.

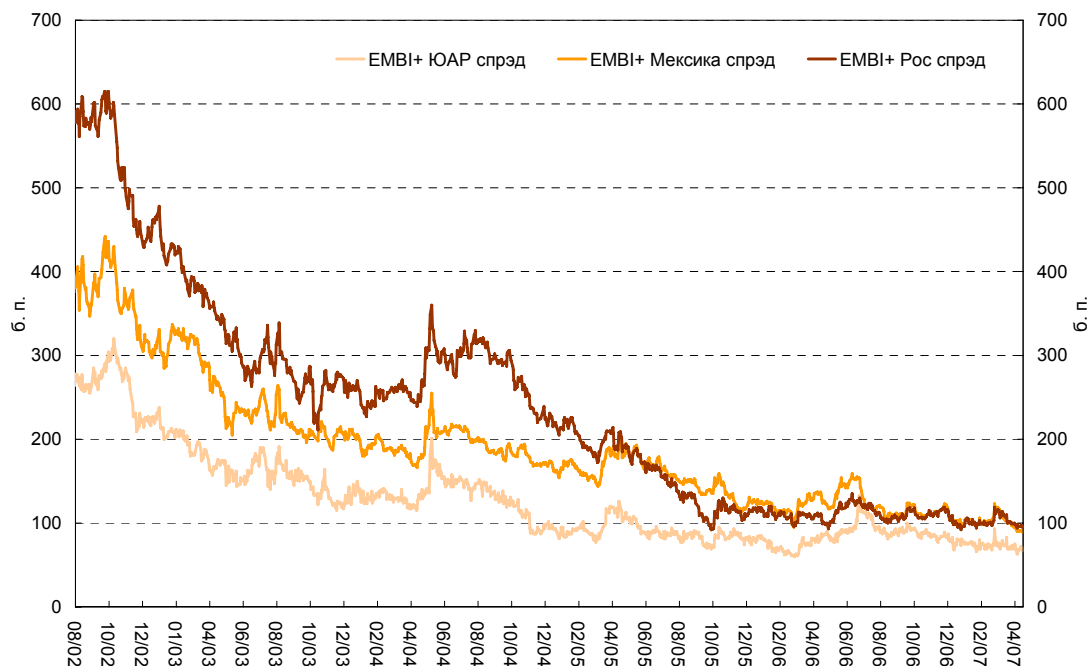
- Стоимость многих локальных валют существенно возросла в течение последних 4-5 лет (по отношению к доллару США).
- Индексы рынков внутренних облигаций и акций близки к глобальным максимумам (рис.1).
- Суверенные спрэды сузились до глобальных минимумов (рис. 2).
- Цены на недвижимость близки к исторически максимальным значениям.
- Продолжается бум на рынках сырьевых товаров (добывающие отрасли капиталоемки и не в состоянии быстро реагировать ростом предложения на изменение конъюнктуры).

Рисунок 1. Динамика индексов MSCI России и развивающихся рынков в целом



Источник: Reuters

Рисунок 2. Динамика спрэдов России, ЮАР и Мексики



Источник: Reuters

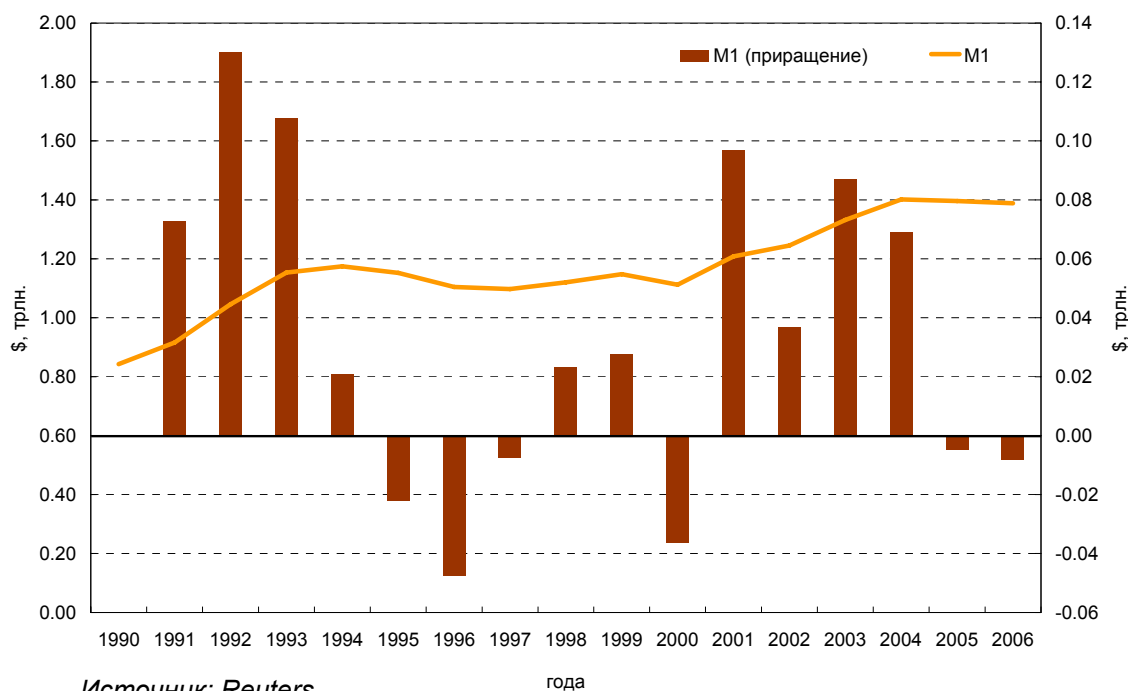
Негативным следствием длительного периода монетарного стимулирования мировой экономики стало нарастание инфляционных рисков и **формирование зон «перегретости» в отдельных сегментах мировой экономики.**

Нарастающие риски заставили монетарные власти ведущих экономических держав менять направление денежной политики. В 2004 году цикл повышения процентных ставок стартовал в США. В последующие годы к нему присоединились практически все влиятельные центральные банки мира – Единой Европы, Японии, Китая, стран Юго-Восточной Азии и пр.

Предпринятые меры по нормализации денежной ликвидности проводились взвешенно и постепенно, их влияние на экономическую конъюнктуру до настоящего времени качественно не повлияло на динамику мировой экономики. Однако **эффект от монетарного воздействия накапливается и со временем способен привести к качественному изменению состояния мировой экономики и финансовых рынков.**

Результат смены денежной политики в США демонстрирует рисунок 1, где видно, что несмотря на рекордно высокий абсолютный уровень агрегата M1, в 2005 и 2006 гг. его прирост был отрицательным.

Рисунок 3. Динамика денежного агрегата M1 в США и его прироста.



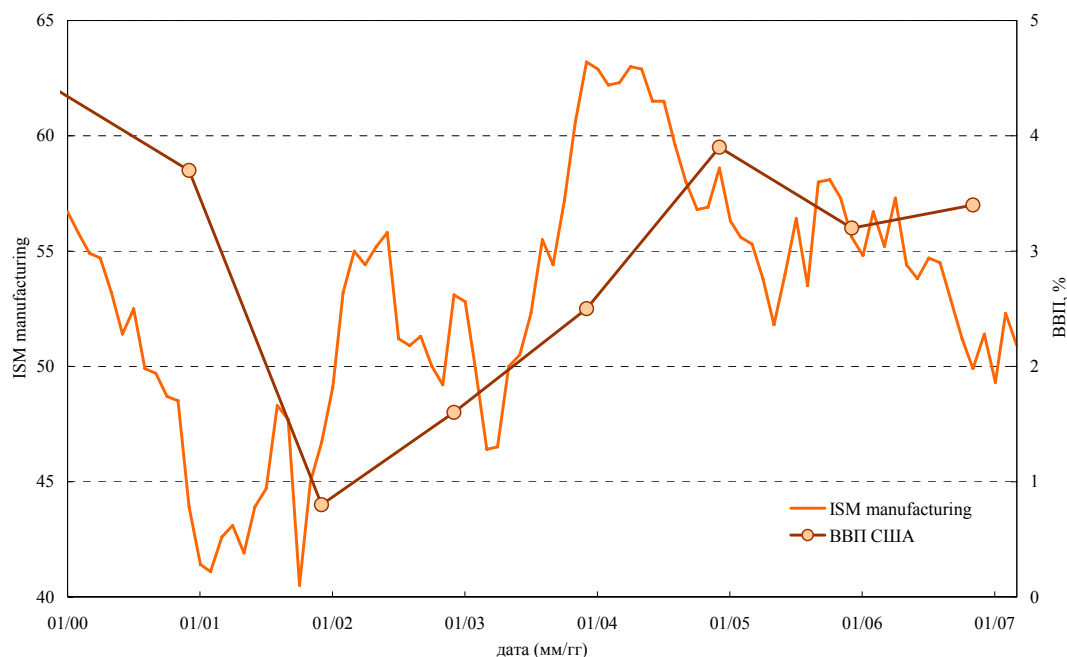
Источник: Reuters

Как следствие в прошлом году появились первые признаки влияния новых монетарных условий в США на индикаторы, характеризующие состояние реальной экономики - очевидные признаки спада появились в секторах непосредственно связанных с кредитным рынком (недвижимость и промышленное производство). Спад в строительной отрасли и машиностроении способен осложнить ситуацию на рынке труда и потребительском рынке и повлечь за собой снижение темпов роста в прочих отраслях экономики.

Принципиально важным является то, что складывающаяся ситуация угрожает традиционно высокой склонности американцев к потреблению. Рост процентных ставок повысил нагрузку по взятым ипотечным кредитам, а спад в ценах на недвижимость снизил стоимость располагаемых населением активов. И то и другое способно оказывать угнетающее воздействие на объемы потребления, а это именно тот фактор, который в течение длительного времени являлся движущей силой мировой экономики.

Одним из важных признаков, свидетельствующих о приближении спада в американской экономике, является последовательное снижение в 2006 году ключевых опережающих индикаторов (показателей, изменение которых с высокой вероятностью свидетельствует о смене экономического цикла). Ниже приведена динамика индекса деловой активности в производственной сфере (индекс ISM-Manufacturing), имеющего опережающий характер по отношению к динамике ВВП.

Рисунок 4. Темпы роста ВВП и Индекс ISM-Manufacturing в США

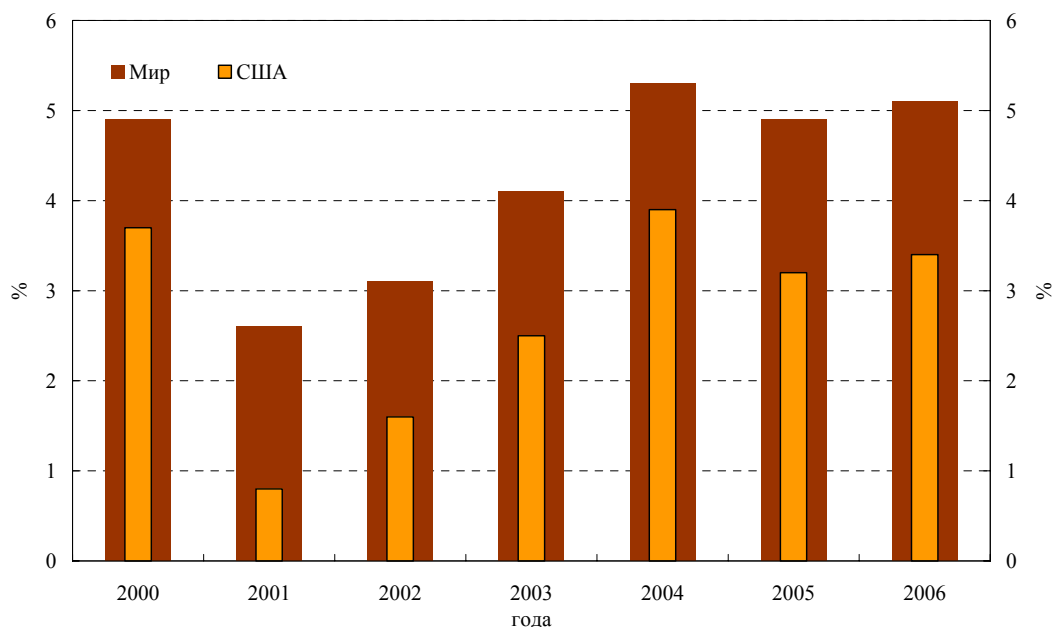


Источник: Reuters

США – крупнейшая экономика мира. ВВП США составляет приблизительно $\frac{1}{4}$ часть от совокупного мирового валового продукта. США формируют около трети потребления в глобальной экономике. При этом прирост потребления в абсолютном выражении за последние два почти вдвое превысил аналогичный показатель Японии и стран Евросоюза вместе взятых. При этом на США приходится около 30% совокупного экспорта Японии – второй экономики в мире и около 40% объема экспорта Китая (с учетом реэкспорта через Гонконг) – второго после США потребителя энергии в мире, страны обеспечивающей 49% мирового прироста энергопотребления. Как ведущий потребитель, **Америка во многом определяет текущие тенденции в мировой экономике и на глобальных рынках.**

На рисунке 2 сопоставлены темпы роста экономики США и мировой экономики, начиная с 2000 года.

Рисунок 5. Темпы роста мировой экономики и ВВП США.



Источник: IMF

На рисунке видна тесная связь тенденций в мировой и американской экономике. В частности видно, что 2001 год - период спада в США адекватным образом отразился на темпах роста валового продукта в мире. **Риск экономического спада в США - важнейший фактор риска для глобальной экономики и мировых финансовых рынков.**

Существуют различные сценарии развития ситуации на рынке облигаций России, каждый из которых в существенной мере зависит от сценария развития мировой экономики.

Для целей получения практических выводов относительно направлений среднесрочной политики эмитента достаточно оценить границы, в пределах которых с наибольшей вероятностью будет развиваться ситуация на долговом рынке. Ниже представлены три различных сценария, условно обозначающих вышеуказанные границы: «оптимистический», «консервативный» и «умеренно-пессимистический».

В настоящее время большая часть прогнозов как представителей регулирующих органов (центральные банки и международные финансовые организациями), так и участников финансового рынка сосредоточена в диапазоне между сценариями, условно обозначенными как «оптимистический» и «консервативный». Вероятность развития ситуации в обозначенном коридоре является преобладающей и может быть экспертно определена на уровне 80%.

В то же время, нельзя исключить возможность развития более «жесткого» сценария. Массовое «бегство из риска», наблюдавшееся на долговых и фондовых рынках в конце февраля - начале марта является косвенным признаком высокой степени настороженности инвесторов в условиях нарастания рисков экономического спада в мире. Вероятность развития ситуации в коридоре, ограниченном рамками «консервативного» и «умеренно-пессимистического» сценария экспертно определена на уровне 20%.

Оптимистический сценарий

Ниже приведен перечень условий необходимых для реализации указанного сценария.

- Спад на рынках недвижимости и в производственном секторе США окажется краткосрочным и не получит существенного распространения на смежные сегменты американской экономики. Возможное снижение ставки ФРС на 25 б.п. в 2007 году будет сопровождаться ростом рыночной доходности облигаций казначейства США (см. таблицы) на фоне восстановления экономических показателей.
- Мировая экономика, включая развивающиеся рынки, продемонстрирует высокую степень устойчивости по отношению к временному спаду экономической активности в США во второй половине 2007 года.
- Сохранение денежного предложения в мировой финансовой системе сохраниться на высоком уровне (несмотря на падение темпов прироста денежных агрегатов) и будет по-прежнему стимулирующе влиять на глобальный спрос.
- Высокий уровень глобального спроса будет оказывать поддержку ценам на нефть на мировых рынках (Urals выше 60 долл. за баррель). При этом геополитическая ситуация в нефтедобывающих регионах останется стабильной (резкий рост цен на нефть способен угнетающе подействовать на темпы роста мировой экономики и спровоцировать развитие одного из депрессивных сценариев).
- 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 обусловит снижение валютного спреда – см. таблицу 1) и, с другой, позитивно отразится 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 и снижение рисков глобального экономического спада обеспечит сохранение притока иностранных портфельных инвестиций на российский рынок.
- Сохранение двойного профицита российской экономики (как по бюджету расширенного правительства, так и по платежному балансу), а также завершение очередного выборного цикла окажут позитивное воздействие на кредитное качество России и российских эмитентов в 2008 году (что обусловит снижение суверенного кредитного спреда – см. таблицу 1).
- Сдерживающий эффект на цены облигаций будут оказывать растущие доходности на рынках базовых активов (см. таблицу 1).

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» сценарий.

Ниже в таблицах приведены оценки изменения доходности инструментов рынка в соответствии с их ключевыми факторами.

Таблица 1. Оценка доходности облигаций на конец 2007 и 2008 гг. в рамках оптимистического сценария.

	2 года		9 лет	
	2007	2008	2007	2008
1. Доходность базового актива (US Treasuries)	4.70%	4.70%	4.80%	5.00%
2. Суверенный спред (суверенные еврооблигации к UST аналогичной дюрации)	0.50%	0.40%	0.60%	0.45%
3. Валютный спред (спред рублевой облигации к аналогичной облигации, номинированной в USD)	0.30%	0.30%	0.60%	0.60%
4. Спред Москвы (спред облигаций Москвы к ОФЗ)	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
Доходность облигаций Москвы	5.60%	5.50%	6.10%	6.15%

Консервативный сценарий

- Сценарий рассматривает ситуацию «мягкой посадки» американской экономики при которой ФРС будет вынуждена перейти к стимулирующей политике путем умеренного снижения ставки fed funds на 50-75 б.п. в течение 2007-2008 гг. Спад в умеренной степени затронет мировую экономику и финансовые рынки. Вторая половина 2008 года станет периодом восстановления экономики США, в результате ставки на длинном участке кривой доходности к концу 2008 года будут иметь тенденцию к росту.
- В силу снижения темпов роста мировой экономики цены на мировых рынках энергоносителей должны продолжить корректироваться в сторону снижения (Urals 50-55 долл. за баррель).
- Умеренное снижение мировых цен на нефть не будет способствовать росту инвестиционной привлекательности рубля (премии за валютный риск увеличатся, см. таблицу 2).
- Снижение «аппетита к риску» на фоне умеренного спада темпов роста мировой экономики приведет к ограничению активности инвесторов на развивающихся рынках и умеренному расширению суверенных спредов (премии за суверенный кредитный риск возрастут, см. таблицу 2).
- К концу 2008 года обозначится тенденция к восстановлению интереса инвесторов к высокодоходным активам, что приведет к определенному снижению «риск-премий», однако рост доходности базовых активов будет оказывать сдерживающее влияние на долговые рынки.

Экономические параметры, характеризующие данный сценарий, в наибольшей степени соответствуют экономическим параметрам, заложенным МЭРТ РФ в прогноз социально-экономического развития России на период до 2010 года.

Таблица 2. Оценка доходности облигаций на конец 2007 и 2008 гг. в рамках консервативного сценария.

	2 года		9 лет	
	2007	2008	2007	2008
1. Доходность базового актива (US Treasuries)	4.00%	4.35%	4.40%	4.60%
2. Суверенный спрэд (суверенные еврооблигации к UST аналогичной дюрации)	1.15%	1.10%	1.25%	1.25%
3. Валютный спрэд (спрэд рублевой облигации к аналогичной облигации, номинированной в USD)	0.95%	0.90%	1.10%	1.25%
4. Спрэд Москвы (спрэд облигаций Москвы к ОФЗ)	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
Доходность облигаций Москвы	6.25%	6.50%	6.90%	7.25%

Умеренно-пессимистический сценарий

(Спад мировой экономики и/или «бегство из риска» по иным причинам)

- Сценарий рассматривает ситуацию «жесткой посадки» американской экономики, при которой ФРС будет вынуждена перейти к агрессивной стимулирующей политике во второй половине 2007 – 2008 гг. Спад существенным образом отразится на экономической активности в мире, показателях волатильности на финансовых рынках и требуемых инвесторами «риск-премиях».
- В результате экономических проблем в США темпы роста мировой экономики резко замедлятся.
- Спад активности и темпов роста спроса в масштабе мировой экономики негативно отразится на конъюнктуре сырьевых рынков. Сценарий с большой степенью вероятности приведет к более серьезному спаду цен на нефть (Urals ниже 50 долл. за баррель), который будет дополнен эффектом бегства «горячих денег» с российского рынка.
- Отток капитала приведет к ослаблению национальных валют (к доллару США) и расширению суверенных спрэдов.
- Ослабление национальных валют способно подстегнуть инфляционные процессы в развивающихся странах, что заставит национальные центральные банки принимать меры к ужесточению денежной политики, в том числе посредством увеличения процентных ставок.
- Рост ставок окажет дополнительное негативное воздействие на внутренний спрос и экономическую активность на развивающихся рынках.
- 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.
- Высокие показатели финансовой устойчивости позволят России успешно противостоять кризисным явлениям на развивающихся рынках (российский рынок должен вести себя лучше усредненных показателей EM рынка), тем не менее, глобальные тенденции приведут к спаду цен на российские финансовые активы.

Таблица 3. Оценка доходности облигаций на конец 2007 и 2008 гг. в рамках умеренно-пессимистического сценария.

	2 года		9 лет	
	2007	2008	2007	2008
1. Доходность базового актива (US Treasuries)	3.20%	4.00%	3.90%	4.20%
2. Суверенный спрэд (суверенные еврооблигации к UST аналогичной дюрации)	1.55%	1.70%	1.80%	2.00%
3. Валютный спрэд (спрэд рублевой облигации к аналогичной облигации, номинированной в USD)	1.25%	1.10%	1.55%	1.80%
4. Спрэд Москвы (спрэд облигаций Москвы к ОФЗ)	0.20%	0.25%	0.20%	0.25%
Доходность облигаций Москвы	6.20%	7.05%	7.45%	8.25%

Заключение

- 1) Мы оцениваем вероятность существенного снижения рыночной доходности рублевых заимствований до конца 2008 года (в условиях тенденции к ужесточению монетарных условий в мире, а также жесткого контроля со стороны ЦБ РФ за состоянием денежной ликвидности и изменением эффективного курса рубля) как незначительную. **Потенциал дальнейшего снижения доходности облигаций Москвы в рамках оптимистического сценария составляет не более 0,3-0,5 процентных пункта.**
- 2) На горизонте ближайших двух лет **существуют риски существенного роста уровня доходности облигаций Москвы на внутреннем рынке (на 1-2 процентных пункта), обусловленные:**
 - риском замедления экономики США и/или развития кризисных явлений в различных сегментах глобального рынка, «перегретых» в результате длительного монетарного стимулирования;
 - риском снижения мировых цен на сырьевые товары вследствие спада экономической активности в мире;
 - риском «бегства инвесторов из риска» вследствие спада в мировой экономике и/или роста геополитических рисков.

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.