

Владимир Михайлов (т. 795-0613)

Ожидаемые доходности на рынке облигаций города Москвы в 2008-2009 гг.

Основные выводы

- Юго-осетинский конфликт ускорил продолжающийся с начала года процесс рыночной переоценки номинированных в рублях облигаций.
- Ближайшие перспективы рынка (ближайшие месяцы) будут в существенной мере связаны с темпами нормализации политической ситуации вокруг конфликта. В случае позитивного развития событий следует ожидать возвращения части выведенных активов и консолидации рынка на уровнях доходности, близких к достигнутым к началу осени с.г. (в этом случае кривая доходности Москвы к концу текущего года расположится в окрестности 9-10% годовых). Основным фактором привлекательности российских облигаций, способствующий восстановлению спроса на облигации - сохраняющиеся ожидания относительно укрепления рубля в перспективе 1-2 лет (по отношению к бивалютной корзине).
- В период до конца 2009 года существуют серьезные экономические основания для возобновления роста доходностей на рынке, связанные со следующими факторами:
 - Сохранение высоких темпов инфляции в стране (выше 10% в год)
 - Намерения Банка России по переходу к инфляционному таргетированию посредством управления процентной ставкой.
 - Высокая вероятность снижения уровня реальных частных и государственных сбережений на фоне снижения цен на нефть и замедления экономики.
 - Сохранение высокого спроса на ресурсы со стороны корпораций всилу низких реальных процентных ставок и значительного объема рефинансирования.
- В 2009 году существует высокая вероятность роста доходностей на величину порядка 100-200 б.п., т.е. до уровня 10%-12% годовых для облигаций Москвы со сроками погашения от 3 до 10 лет.
- До конца 2009 года динамика рынка будет в существенной мере зависеть от развития тенденций в мировой экономике и на глобальных финансовых рынках. При возникновении системных проблем на финансовых рынках (риски которых существуют) нельзя исключить проблем в области ликвидности рынка и роста доходностей выше уровня 12% годовых.
- При оптимистическом развитии событий, включающим в себя восстановление темпов роста мировой экономики, притока средств на развивающиеся рынки и возобновление роста цен на сырьевые товары (по всей видимости, указанный сценарий способен реализоваться не ранее второй половины 2009 года) процентные ставки по облигациям Москвы способны вернуться в диапазон 8-10% годовых. В настоящий момент вероятность реализации данного сценария представляется невысокой.

03.09.2008

Оценка обоснованной рыночной доходности облигаций Москвы как сегмента международного долгового рынка.

Ниже приведена оценка обоснованной рыночной доходности облигаций Москвы с использованием принципа паритета процентных ставок на различных сегментах международного финансового рынка и информации о доходности альтернативных объектов инвестиций. А именно, при проведении оценки обоснованная рыночная доходность облигаций Москвы принималась равной сумме следующих инструментов международного рынка - USD/RUB CCS (эквивалент Libor в фиксированной рублевой ставке, известной также как ставка NDF) и CDS (стоимость кредитного риска эмитента).

Ниже в таблице 1 приведен расчет указанной «требуемой» международными инвесторами доходности облигаций Москвы¹.

Таблица 1

На 01.09.2008	1 год	4 года	10 лет
USD/RUB CCS (ставка NDF)	7,6%	8,8%	11,0%
CDS (на кредитный риск Москвы)	1,2%	2,0%	2,6%
«Требуемая» иностранными инвесторами доходность облигаций Москвы	8,8%	10,8%	13,6%

В таблице 2 представлена текущая доходность облигаций Москвы на вторичном рынке.

Таблица 2

На 01.09.2008	1 год	4 года	10 лет
Доходность облигаций Москвы на внутреннем рынке	8,0%	9,0%	10,6%
Спрэд между международным и внутренним рынком	0,8%	1,8%	3,0%

Из таблиц видно, что доходность облигаций на внутреннем рынке ниже доходности «синтетического» инструмента, доступного для участников международного межбанковского рынка. Причинами, определяющими «разрыв» в доходности вложений в рублях на внутреннем и внешнем рынке, являются, во-первых, наличие крупных системообразующих игроков, инвестирующих преимущественно в рублевые активы внутри страны (государственный Пенсионный фонд, госкорпорации, госбанки), и, во-вторых, наличие возможности для участников внутреннего долгового рынка, располагающих облигациями из ломбардного списка Банка России, получать гарантированное рефинансирование в Банке России по ставке прямого РЕПО (7,0% на один день).

Таким образом, покупка облигаций российских эмитентов на внутреннем рынке в настоящее время не является привлекательной для консервативных международных игроков, особенно, если это инвестиции в долгосрочные инструменты. Вложения в номинированные в рублях активы в настоящее время интересны, главным образом, «хедж-фондам» и торговым подразделениям зарубежных банков, осуществляющим краткосрочные спекулятивные операции в расчете на движение валютного курса.

Мы не исключаем возможности снижения полученной оценки обоснованной доходности на горизонте 1-2 года в связи с падением цен на нефть, ожидаемым

¹ Фактически, крупнейшие иностранные банки имеют возможность вкладывать средства в синтетические финансовые инструменты с кредитным риском на уровне города Москвы под указанную выше доходность в рублях. Указанная доходность достигается, например, набором следующих стандартных инструментов: размещение USD на межбанковском рынке под ставку Libor + покупка рублей по форвардному курсу на требуемый срок (NDF) + продажа страховки кредитного риска города Москвы (CDS).

замедлением российской экономики и снижением инфляционных ожиданий в среднесрочной перспективе. В первую очередь указанные факторы могут оказать влияние на средне- и долгосрочные ставки. В то же время, в настоящее время спрэд между фактической и синтетической облигациями на сроке 10 лет составляет существенную величину - около 300 б.п. Это означает, что, по-видимому, в ближайшей перспективе внутренний рынок будет по-прежнему испытывать давление в направлении дальнейшего повышения ставок со стороны глобального рынка.

Ключевые факторы, влияющие на динамику ставок

Конфликт на Кавказе и политические риски

В августе на финансовых рынках наблюдалась новая волна продаж российских активов международными инвесторами.

Чувствительность рынка к росту политических рисков, связанных с серией корпоративных конфликтов (ТНК-ВР и «дело Мечела») и военными действиями на Кавказе, оказалась особенно высока на фоне спада на товарных рынках и появления новых признаков нестабильности мировой экономики.

В результате в августе с.г. стоимость хеджирования риска инвестиций в рубли на сроке 5 лет возросла почти на 100 б.п. (разность между ставками NDF и USD IR Swaps), стоимость кредитного риска России на сроке 5 лет (CDS Russia) – более чем на 30 б.п. Чистый отток капитала из России в этот период по оценкам Банка России составил около 5 млрд. долл., по оценке инвестиционных банков существенно выше (сокращение валютных резервов в августе составило 16 млрд. долл.).

В ближайшие месяцы ситуация вокруг конфликта на Кавказе будет оставаться важнейшим фактором рынка. В случае развития событий в позитивном ключе можно ожидать возвращения части выведенных средств на российский рынок и восстановления индексов российских облигаций относительно позиций прочих развивающихся рынков.

Важнейшим позитивным фактором, способствующим восстановлению спроса на рублевые активы, будут сохраняющиеся ожидания относительно укрепления рубля в краткосрочной перспективе (относительно «бивалютной» корзины, при одновременном укреплении доллара относительно евро). Можно выделить три основных мотива наличия таких ожиданий.

Во-первых, в августе с.г. в период активного вывода активов с российского рынка рубль ослабел относительно корзины приблизительно на 3%. Смена знака в движении капитала способна развернуть текущую тенденцию на валютном рынке, обеспечив определенное движение рубля, «компенсирующее» предыдущее падение.

Во-вторых, поддержку рублю в перспективе ближайших 1-2 лет будет оказывать сохраняющийся существенно-положительный торговый баланс страны.

В-третьих, укрепление рубля остается одним из наиболее эффективных инструментов сдерживания инфляции, имеющегося в руках банка России.

До конца 2009 года аналитиками большинства международных инвестиционных банков прогнозируется укрепление рубля к «бивалютной» корзине на 2-6% относительно текущего уровня (30,2).

Состояние мировой экономики

Спад в США продолжает распространяться на мировую экономику. Снижение экономической активности сейчас наблюдается в Европе, ряде стран Азии и Латинской Америки. Важным при этом является то, что власти крайне ограничены в инструментах воздействия на слабеющую экономику - традиционные меры монетарного

стимулирования жестко ограничены инфляционным давлением. Это означает, что нижняя точка экономического цикла находится где-то впереди. По некоторым оценкам, при умеренно-оптимистическом сценарии развития событий пик спада придется на 2009 год. Однако данный сценарий пренебрегает вероятностью каких-либо системных потрясений в укладе мировой экономики и ее финансовой системе.

Между тем, пока рано говорить о стабилизации ситуации в мировых финансах: напряженная ситуация с ликвидностью сохраняется как на развитых, так и на развивающихся рынках; сохранение широких спредов на денежном рынке говорит о существовании проблемы доверия в банковской системе; на кредитном рынке сохраняется глобальная тенденция к увеличению «риск-премий»; продолжает расти число банкротств банков в США, а переход ипотечных агентств США под контроль государства является мерой чрезвычайной, но не гарантирующей завершения системных проблем на ипотечном рынке, учитывая, что число дефолтов по ипотечным кредитам уже достигло тридцатилетнего максимума, а рынок недвижимости сохраняет понижательный тренд.

В конце августа американские инвесторы отреагировали на качественное ухудшение инвестиционного климата в мировой экономике массовой репатриацией средств. Вывод активов с Европейских и развивающихся рынков (в долларовую зону) привел к падению не только фондовых индексов (относительно американских), но и локальных валют (по отношению к доллару США), усугубив проблемы с ликвидностью на локальных рынках. Учитывая, что зарубежные активы американских инвесторов в настоящее время оцениваются в размере порядка 7 трлн. долл. (2/3 из которых акции), риски возникновения новых импульсов «бегства в качество» остаются весьма высокими.

Мировые цены на нефть

Распространение экономического спада в мире привели к пересмотру прогнозов относительно темпов роста спроса на сырую нефть ведущими международными отраслевыми институтами. Так, International Energy Agency (IEA), US Department of Energy's Energy Information Administration (EIA) и эксперты ОПЕК в августе понизили прогноз по темпам прироста потребления сырой нефти в 2009 году до 1,0%² (с 1,9% в декабре 2007 года и 1,6% в мае 2008 года).

Важное значение на динамику нефтяных цен может оказать также отмечающийся рост числа проектов по освоению альтернативных источников энергии, использование которых стало рентабельным при текущей ценовой конъюнктуре.

Следует также отметить сохранение среднесрочной тенденции к повышению экономической эффективности ведущих мировых экономик, также обусловленной высокими ценами на энергоносители.

В настоящее время практически все рыночные эксперты прогнозируют продолжение спада цен на сырую нефть в ближайшие годы темпами в диапазоне 5-20% в год (до 70-90 долл. за баррель в среднесрочной перспективе).

Смена тренда на международных сырьевых рынках может оказать существенное влияние на темпы роста государственных и частных сбережений в российской экономике - важнейшем факторе спроса на финансовые инструменты внутреннего рынка.

Инфляция

Существуют основания ожидать сохранения высоких темпов инфляции, как минимум, в перспективе ближайших 2 лет (на уровне 11-14%). Дело в том, что рост инфляции в России обусловлен не только повышением цен на сырьевые товары на глобальных рынках. По оценке экспертов Capital Economics, влияние цен на энергоносители и продовольствие обуславливает менее 50% прироста потребительских

² Усреднено по трем источникам.

цен в России. Это подтверждают цифры по «корневой инфляции» (без учета продуктов питания и энергоносителей), темпы которой увеличились за последний год на 3 п.п., приблизившись к 6%.

Среди важнейших причин сохранения высоких темпов инфляции следует выделить:

- высокую монополизацию значительного числа рынков товаров и услуг (включая рынок энергоносителей);
- агрессивная тарифная политика естественных монополий;
- жесткий рынок труда (низкая безработица, высокие темпы роста зарплат);
- низкий процент свободных производственных мощностей (около 20%) в купе с относительно невысокой долей инвестиций в ВВП (не многим более 20%).

Также способствовать ускорению темпов инфляции способны монетарные факторы, в случае если Банк России, озабоченный поддержанием ликвидности банковской системы, не преуспееет в стерилизации поступающих в экономику нефтедолларов (согласно прогнозам в ближайшие годы торговый баланс страны будет оставаться положительным)

Денежная политика Банка России

В 2008-2009 гг. существуют основания ожидать дальнейшего повышения процентных ставок Банком России (ключевой из которых в настоящее время является ставка однодневного РЕПО Банка России).

- 28 ноября 2007 года Банк России сообщил о введении дополнительных фиксированных ставок РЕПО. Таким образом, в настоящее время существует две ставки однодневного РЕПО банка России – определяемая на аукционе (минимальная процентная ставка, начиная с 14 июля 2008 года, составляет 7,0% годовых) и фиксированная (9,0%). Введение «новой» ставки вызывало вопросы, особенно если учесть, что данный механизм рефинансирования до сих пор почти не применяется на практике. Банк России обосновал введение новой ставки стремлением ограничить верхний уровень ставок денежного рынка, предоставляя возможность рефинансирования по гарантированной ставке участникам рынка, которые не смогли принять участие в утреннем аукционе РЕПО. В то же время, существуют альтернативные предположения. Так, Банк России неоднократно высказывал пожелания на законодательном уровне зафиксировать однодневную ставку РЕПО в качестве ключевой ставки денежного рынка. Именно фиксированная, а не определяемая на аукционе ставка лучше подходит для данных целей. Нельзя исключить, что именно фиксированной ставке со временем будет отведена ключевая роль. Исходя из данной логики, существуют основания ожидать постепенного сближения аукционной и фиксированной ставки.
- Более важным обстоятельством является намерение банка России в течение ближайших лет перейти к политике инфляционного таргетирования посредством управления процентной ставкой (в настоящее время ключевым инструментом регулятора является управление валютным курсом рубля). Известно, что при проведении процентной политики данного рода в условиях стабильного экономического роста и стремления регулятора снизить темпы инфляции ключевая краткосрочная ставка не должна быть ниже темпов инфляции (правило Тэйлора). При этом в России в настоящее время при ставке РЕПО на уровне 7%, темпы инфляции год к году составляют около 15% (что соответствует реальной ставке на уровне -8%). Учитывая, что в ближайшие два-три года темпы инфляции будут оставаться высокими (по всей видимости выше 10%), логично предположить, что в

течение «переходного периода» Банк России должен будет существенно повысить ключевую ставку.

- Кроме того, поддержание ключевой ставки на текущем уровне, в условиях мировой рыночной конъюнктуры (см. таблицу 2), есть ни что иное, как прямое субсидирование заемщиков ЦБ (посредством фондирования на льготной основе). Приобретение облигаций из ломбардного списка с последующим рефинансированием в ЦБ под более низкую ставку является распространенной инвестиционной стратегией среди участников долгового рынка. Неоднократные заявления представителей Банка России о том, что обеспечение ликвидностью, а не фондирование банковской системы является задачей регулятора, свидетельствуют о высокой вероятности конкретных шагов в решении указанной проблемы.
- Вектор процентной политики на повышение ключевой ставки также подтверждают систематические заявления представителей Банка России об «окончании эпохи дешевых денег». Факт повышения ключевой ставки на 100 б.п. в течение с.г. в условиях тяжелой ситуации с банковской ликвидностью также может рассматриваться как сигнал регулятора, указывающий направление вектора среднесрочной процентной политики.

Таким образом, мы считаем наиболее вероятным продолжение цикла повышения ключевой ставки в ближайшем будущем. Темпы повышения ставки, по-видимому, будут в существенной мере зависеть от внешних факторов - развития экономического кризиса в США, ситуации с денежной ликвидностью в мире и в банковской системе страны. **В случае, если ситуация на денежном рынке будет оставаться стабильной в 2009 году, регулятор способен продолжить цикл повышения ставки, как минимум, темпом характерным для текущего года (на 100 б.п.).**

Баланс спроса и предложения на долговом рынке в период до конца 2009 года

Ниже представлен взгляд на динамику основных статей предложения и спроса на внутренние облигации в период до конца 2009 года.

Со стороны спроса:

- Текущие доходности внутреннего рынка - малопривлекательны для **иностранных инвесторов**.
- Влияние средств **государственных институтов развития** на долговой рынок останется ограниченным.
Во-первых, приток средств в фонды может снизиться на фоне коррекции мировых цен на нефть и, соответственно, снижения темпов роста бюджетных доходов. Во-вторых, управление временно свободными денежными средствами указанных фондов предполагает краткосрочный горизонт инвестиций, это означает, что данные средства будут оказывать поддержку, в первую очередь, инструментам денежного рынка. В третьих, приток средств на финансовый рынок со стороны фондов в ближайшем будущем будет компенсироваться оттоком средств, обусловленных началом их целевого использования.
- Снижение темпов роста прибыли предприятий (как следствие спада на сырьевых рынках) и снижение темпов роста реальных доходов населения (в условиях высокой инфляции) приведет к **снижению темпов роста частных сбережений** в экономике и, следовательно, снижению притока новых средств на финансовые рынки через фонды коллективных инвестиций и банки.

- Темпы роста активов банковской системы, а это в настоящее время основной источник ресурсов, поступающих на долговой рынок, замедлятся (с $\approx 40\%$ в 2007 году до $\approx 20\%$ в 2008-2009 гг.). Помимо сокращения общего объема «новых» ресурсов, предлагаемых экономике со стороны банковской системы с высокой вероятностью **снизится доля ценных бумаг в активах банков** (за счет кредитов).

Со стороны предложения:

- В 2009 году Минфин РФ планирует занять на внутреннем рынке 405 млрд. руб. в форме ОФЗ (еще 124 млрд. руб. в форме ГСО), что на 45% выше фактического объема привлеченного в 2007 году.
- Потенциальный интерес корпоративных заемщиков к выпуску облигаций сохранится на высоком уровне. Исходя из значительных потребностей бизнеса в рефинансировании задолженности и развитии, а также учитывая отрицательные реальные процентные ставки, сложившиеся на рынке (текущий показатель инфляции потребительских цен год к году – 15%, промышленных цен – более 30%), темп роста рыночных заимствований корпораций способен сохраниться на уровне характерном для второй половины 2007-первой половины 2008 гг. – порядка 3% в месяц.

Таким образом, **динамика основных составляющих спроса и предложения облигаций будет работать в направлении дальнейшего роста доходностей** на долговом рынке в период до конца 2009 года. Давление на ставки со стороны рыночных факторов будет наиболее выражено в долгосрочных облигациях, наименее тесно привязанных к ставке РЕПО Банка России в силу повышенных ценовых рисков данных инструментов.

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.