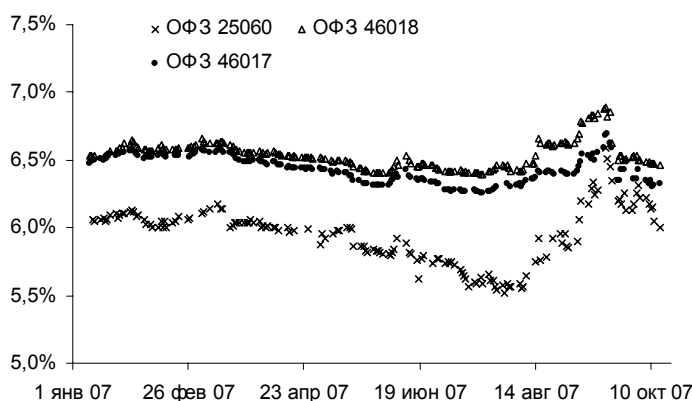


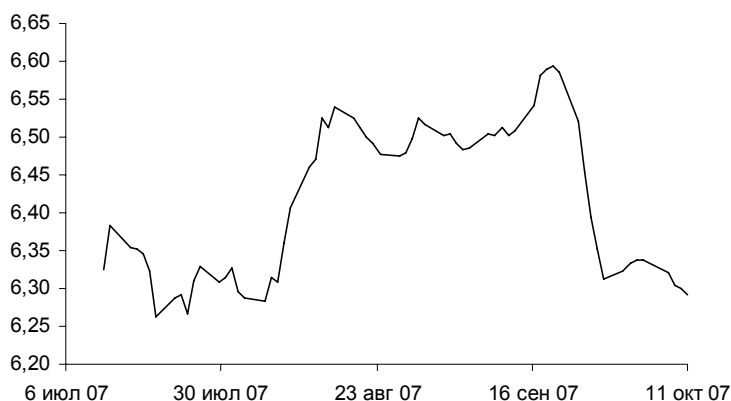
**Рынок рублевых облигаций**
КОММЕНТАРИИ ПО РЫНКУ**Кривая сглаживается – не слишком ли сильно?**

Вдобавок к потрясениям на мировых кредитных рынках на российском рынке в течение последних двух месяцев наблюдалось радикальное изменение конфигурации кривой ОФЗ. ОФЗ с более длительными сроками обращения остались практически на уровнях начала августа, но в более «коротких» выпусках вовсю шли продажи (рис. 1). Это резко контрастирует с «типичной» реакцией рынка на неблагоприятную динамику: в этом случае инвесторы обычно спешат укрыться в «тихой гавани» краткосрочного долга.

Понятно, что наиболее важный вопрос заключается в том, как извлечь из этой ситуации доход. Инвесторам, ожидающим расширения спреда между «короткими» и «длинными» ОФЗ, лучше всего просто продавать долгосрочные ОФЗ и покупать краткосрочные инструменты в объеме, взвешенном по дюрации, чтобы устранить риски общего движения ставок вверх или вниз и нивелировать спред между инструментами с различными сроками обращения. Кроме того, открытие коротких позиций на фьючерсные контракты, возможно, позволит зафиксировать более низкую стоимость фондирования.

Рис. 1. Непропорциональное повышение доходности краткосрочных ОФЗ

Наблюдавшееся в середине августа повышение доходности краткосрочных облигаций во многих отношениях вполне закономерно. Дефицит ликвидности и резкое повышение стоимости фондирования должны были неизбежно сказаться на доходности «коротких» инструментов. На западных рынках краткосрочные ставки также подскочили, однако ожидания поддержки со стороны центральных банков способствовали снижению ставок по двухгодичным обязательствам. В результате на протяжении года наклон кривых доходностей долговых обязательств США увеличился, в то время как кривые российских облигаций стали более пологими. Хотя кризис ликвидности на российском рынке неизбежно повлияет на стоимость фондирования, столь резкое изменение ставок может произойти только в том случае, если эта ситуация будет сохраняться в течение длительного времени.

Рис. 2. Доходность пятилетних облигаций через два года (пятидневное скользящее среднее)



При более внимательном изучении динамики кривой можно обнаружить любопытные вещи. Форвардные ставки, о размере которых можно судить по бескупонной кривой доходности, позволяют прийти к выводу относительно ожиданий рынка на будущее. Так, изучив кривые двухгодичных и семилетних ОФЗ, мы можем составить представление об ожиданиях рынка относительно доходности пятилетних ОФЗ через два года (разумеется, на практике для этого нужно посмотреть не на две точки кривой, а на большее их число). На рис. 2 представлены ожидаемые рынком величины доходности пятилетних облигаций через два года. Как ни странно, в настоящий момент их доходность ниже, чем в начале августа. Рынок не только не обращает внимания на потрясения минувших двух месяцев, но, по существу, дает понять, что в данный момент оснований для покупки бумаг больше, чем прежде.

Рис. 2. Доходность пятилетних облигаций через два года (пятидневное скользящее среднее)



Однако в реакции кривой есть элемент неопределенности. Повышение доходности краткосрочных инструментов свидетельствует о том, что рынок ожидает сохранения проблемы ликвидности. В то же время представляется очевидным, что изменение стоимости фондирования на длительный срок окажет влияние на экономику в целом. Судя по тому, о чем пишут газеты на протяжении последних нескольких дней, российская экономика испытывает зависимость от краткосрочного долга. Тем не менее форвардные ставки, рассчитанные на основе бескупонной кривой доходности, свидетельствуют о том, что ожидания рынка на долгосрочную перспективу не изменились.

Разумеется, на угол наклона кривой могут влиять и другие факторы. В последние несколько дней самой животрепещущей темой стала инфляция. Если рынок ожидает, что инфляция сохранится на текущих уровнях или превысит их, угол наклона кривой должен увеличиться еще больше. На протяжении последних нескольких лет снижению ставок способствовал также приток иностранного капитала, равно как и повышение мировых цен на нефть, приведшее к накоплению свободных средств, которые можно направить на инвестиции. С другой стороны, поскольку низкие ставки обычно ассоциируются с ухудшением экономической ситуации, сглаживание кривой может отражать ожидания, что ЦБ вскоре будет вынужден притормозить экономический рост.

Понятно, что наиболее важный вопрос заключается в том, как извлечь из этой ситуации доход. Инвесторам, ожидающим расширения спреда между «короткими» и «длинными» ОФЗ, лучше всего просто продавать долгосрочные ОФЗ и покупать краткосрочные инструменты в объеме, взвешенном по дюрации. Если речь, например, идет об ОФЗ 46018 и ОФЗ 25060, то, учитывая разницу в дюрации, взамен одной единицы ОФЗ 46018 следует купить 5,5 единиц ОФЗ 25060. Это позволит устранить риски общего движения ставок вверх или вниз и нивелировать спред между инструментами с различными сроками обращения. Инвесторы, имеющие возможность проводить операции на фьючерсном рынке, могут прибегнуть к ним вместо операций на спот-рынке. Открытие коротких позиций на фьючерсные контракты, возможно, позволит зафиксировать более низкую стоимость фондирования.

Инвесторам, которые действуют на спот-рынке и не могут открывать коротких позиций по облигациям, также необходимо учесть последствия возможного увеличения угла наклона кривой. Владельцы государственных облигаций с большей дюрацией могут увеличить общую доходность операций, обменяв эти инструменты на более краткосрочные. Хотя доходность «длинных» ОФЗ все еще превышает ставки по «коротким», возврат кривой к летним уровням может быстро нивелировать эту разницу.

Дэниэл Клейман, klejmandm@uralsib.ru



Бизнес-направление по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель направления
Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока

Эдуард Колузанов, koluzanovea@uralsib.ru

Управление продаж

Сергей Шемардов, начальник управления, she_sa@uralsib.ru
Елена Довгань, вице-президент, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, вице-президент, kar_am@uralsib.ru
Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, kuznetsovde@uralsib.ru
Дмитрий Попов, клиентский менеджер, popovdv@uralsib.ru

Редактирование / перевод

Евгений Гринкруг, редактор/переводчик, grinkruges@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru
Дэниэл Клейман, трейдер, klejmandm@uralsib.ru
Константин Макаров, репо-трейдер, makarovkv@uralsib.ru

Аналитика

Кити Панцхава, CFA, pantskhavaks@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, аналитик, mur_nv@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Руководитель бизнес-блока

Дмитрий Шкловский, shklovskyda@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovane@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Ольга Степаненко, вед. специалист, stepanenkaa@uralsib.ru
Анна Комомва, гл. специалист, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore_vv@uralsib.ru

Ольга Краснопорова, аналитик, krasnoperovaoy@uralsib.ru
Дмитрий Запорожский, аналитик, zaporozhskiydi@uralsib.ru

Аналитическое управление по операциям с акциями

Руководители управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Ким Искян, iskyanks@uralsib.ru

Стратегия

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Евгения Дышлюк, dyshlyukem@uralsib.ru
Павел Попиков, popikovpn@uralsib.ru

Телекоммуникации / Медиа / Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Потребительский сектор / Розничная торговля / Транспорт

Андрей Никитин, nikitinai@uralsib.ru
Мария Старцева, startsevamv@uralsib.ru

Металлургия / Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Кирилл Чуйко, chu_ks@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Недвижимость

Ким Искян, iskyanks@uralsib.ru
Анатолий Высоцкий, vysotskiyav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения.

© УРАЛСИБ 2007