

US-Treasuries

В январе экономика США продолжала давать противоречивые сигналы. Вышедшая в январе статистика привела к снижению спреда между доходностями долгосрочных и краткосрочных us-treasuries, на фоне очередного повышения учетной ставки. Замедление темпов роста американской экономики, о котором сигнализируют индикаторы, заставило нас пересмотреть свои прогнозы по доходности us-treasuries на конец года. Мы снижаем целевой уровень доходности по UST-10 с 5,5% до 5,0% годовых, оставляя при этом неизменной цель по уровню учетной ставки ФРС США в 4,0%

Emerging markets

Снижение доходностей us-treasuries определяет позитивную динамику долгов развивающихся рынков, в т.ч. и России, ценные бумаги которой, благодаря целому ряду событий, оказались в центре внимания мирового инвестиционного сообщества.

Внешний долговой рынок

Долгожданное повышение рейтинга от S&P сократило потенциал роста российских еврооблигаций. Однако в случае стабильности us-treasuries у российских еврооблигаций еще есть шанс вырасти в цене. Мы ждем продолжения сужения спреда по российским еврооблигациям в этом году, но полагаем, что инвестиции в долгосрочные суверенные еврооблигации сопряжены с существенным риском роста процентных ставок. По нашим оценкам, дальнейшее сужение российских спредов не будет «отбивать» умеренный рост доходностей us-treasuries. Наши рекомендации – продажа длинных суверенных еврооблигаций, покупка корпоративных еврооблигаций с дюрацией 2,5-5,0 лет. Наиболее привлекательными объектами для инвестиций, на наш взгляд, являются бумаги Вымпелком-9, Вымпелком-11, Северсталь-09, Система-11, МТС-08, Евразхолдинг-09.

Внутренний долговой рынок

Внутренний долговой рынок в очередной раз подтвердил свою зависимость от внешних факторов. Повышение рейтингов России и Москвы до инвестиционного уровня резко увеличило спрос на корпоративные облигации первого эшелона и Москвы. Доходности облигаций за одну неделю снизились до 4-х месячных минимумов. Аукционы по размещению облигаций Москвы прошли на фоне небывалого спроса со стороны нерезидентов, которые скупили большую часть предложенных к размещению бумаг. На наш взгляд, шансы дальнейшего снижения доходностей невелики, но в то же время объективных причин, говорящих в пользу их резкого роста, пока нет. Мы предпочитаем формировать портфели со средней дюрацией (до 1,5-2,0 лет).

US-Treasuries

Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

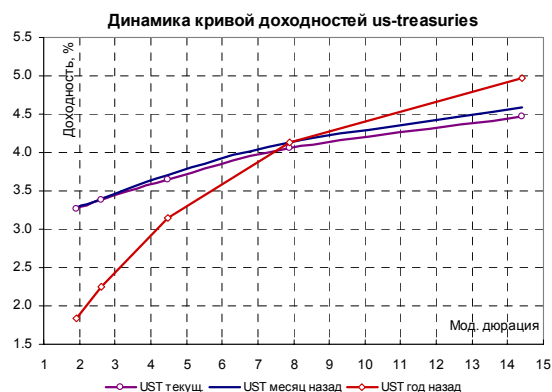
	На 31.12.2004	На 02.02.2005	Изм-е за месяц, б.п.	Наш прогноз на конец года
Fed Funds Rate	2.25	2.50	25	4.0
UST-02	3.07	3.28	21	4.2
UST-05	3.61	3.70	9	4.6
UST-10	4.22	4.13	-9	5.0
UST-30	4.83	4.59	-24	5.4

Источники: REUTERS, Банк Москвы

В январе экономика США продолжала давать противоречивые сигналы. Вышедшая в январе статистика привела к снижению спреда между доходностями долгосрочных и краткосрочных us-treasuries, на фоне очередного повышения учетной ставки. Доходности краткосрочных облигаций продолжали расти прежними темпами, а доходности долгосрочных стали снижаться. Так, за январь доходности 30-летних us-treasuries снизились на 24 пункта до 4,60% годовых, в то время как доходности 2-х летних облигаций выросли на 21 б.п. до 3,28% годовых. В результате, кривая доходности us-treasuries по итогам января стала более плоской, а снижение доходностей долгосрочных us-treasuries стало основой для роста рынков еврооблигаций emerging markets.



Источники: REUTERS



Источники: REUTERS

В начале февраля состоялось двухдневное заседание комиссии FOMC, итогом которого стало повышение уровня учетной ставки на 25 б.п. до 2,5% годовых. В своем комментарии Комиссия не изменила никаких формулировок, она, как и в декабре, оказалась удовлетворена темпами роста экономики США, несмотря на рост цен на энергоносители в 2004 году. По мнению FOMC «состояние рынка труда продолжает улучшаться, а риски ускорения инфляции и инфляционные ожидания остаются незначительными». Судя по комментарию, политика FED не изменится, и, следовательно, ставки будут повышаться во взвешенном режиме при условии, что уровень инфляции останется на относительно низком уровне. Реакция рынка на решение FOMC практически отсутствовала, поскольку решение FOMC полностью совпало с ожиданиями, а содержание пресс-релиза не преподнесло никаких сюрпризов.

Почему снижаются доходности долгосрочных us-treasuries, а краткосрочных растут?

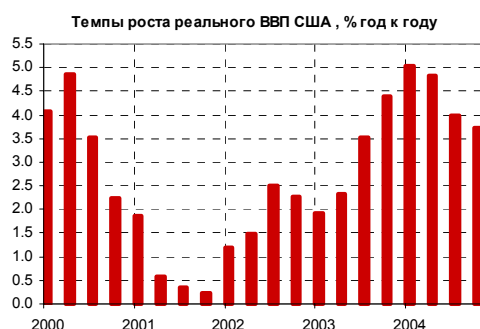
Мы объясняем снижение доходностей долгосрочных us-treasuries неопределенными сигналами, которые дает экономика США, хотя не исключаем, что существуют и другие фундаментальные факторы, способные повлиять на сужение спредов.

Замедление темпов роста или снижение ряда ключевых экономических индикаторов заставило нас пересмотреть свои прогнозы по доходности us-treasuries на конец года. Мы снижаем целевой уровень доходности по UST-10 с 5,5% до 5,0% годовых, оставляя при этом неизменной цель по уровню учетной ставки ФРС США в 4,0%

Различные макро индикаторы говорят о временном замедлении темпов роста экономики США. Так, темпы роста ВВП США (в процентах год к году) снизились с 5,0% по итогам первого квартала 2004 г. до 3,7% в четвертом (предварительная оценка ВВП за последний квартал появилась в конце января). Темпы роста индекса промышленного производства снизились с 5,37% в мае прошлого года до 4,35% по итогам декабря. Индекс деловой активности (US PMI) сигнализирует о снижении темпов роста. С мая 2000 г. он снизился до уровня 56,4. Состояние рынка труда тоже пока не приводит в восторг. Ежемесячное число новых рабочих мест, которые создает экономика, тоже пока не очень высоко. В 2004 году было всего 4 месяца, когда число новых рабочих мест достигало 300 тыс. В последние три месяца это значение находится на уровне 130-140 тыс.

На наш взгляд, такая ситуация, сложившаяся в последние месяцы, фундаментально приводит к росту стоимости долгосрочных us-treasuries, доходности которых более чувствительны к изменениям в экономике. Доходности краткосрочных облигаций больше привязаны к денежному рынку, а их динамика практически не отличается от динамики учетных ставок.

Экономические индикаторы США



Источники: FRED II Data



Источники: FRED II Data



Источники: FRED II Data

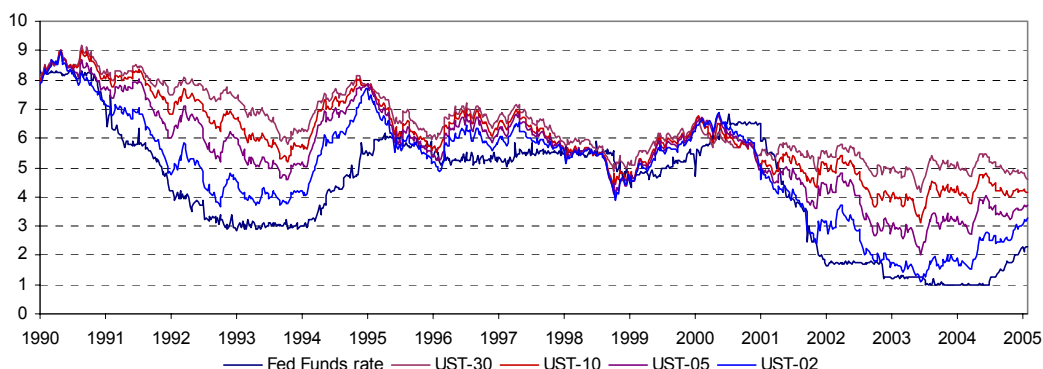


Источники: FRED II Data

Мы считаем, что наблюдаемое замедление экономики должно смениться на более позитивные тенденции. Негативная реакция экономики на внешние шоки – начало повышения учетных ставок и рост цен на энергоносители в прошлом году – вряд ли будет продолжаться долго. По нашим оценкам, экономика адаптируется к изменившимся факторам и начнет показывать более высокие темпы роста уже в середине этого года. В таком случае, рост доходностей us-treasuries неминуем. Это в свою очередь приведет к негативной реакции на всех emerging markets.

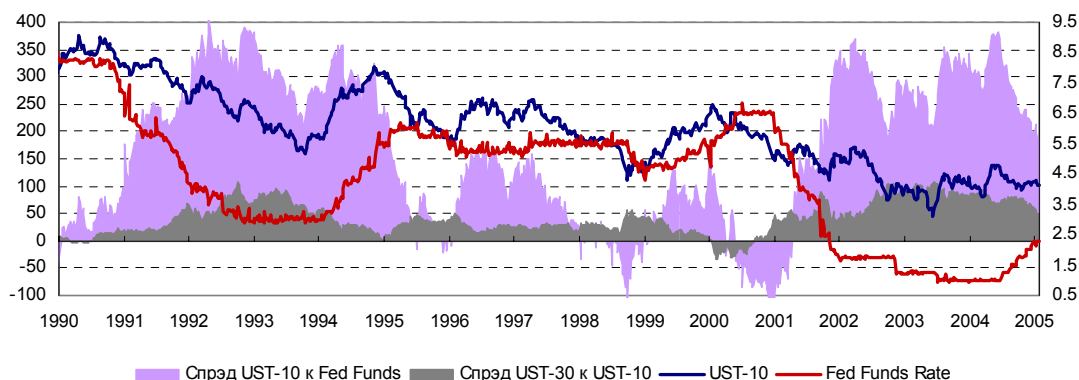
История повторяется

График долгосрочной динамики доходностей долгосрочных и краткосрочных us-treasuries позволяет провести аналогии с прошлого цикла снижения, роста учетных ставок с текущим.



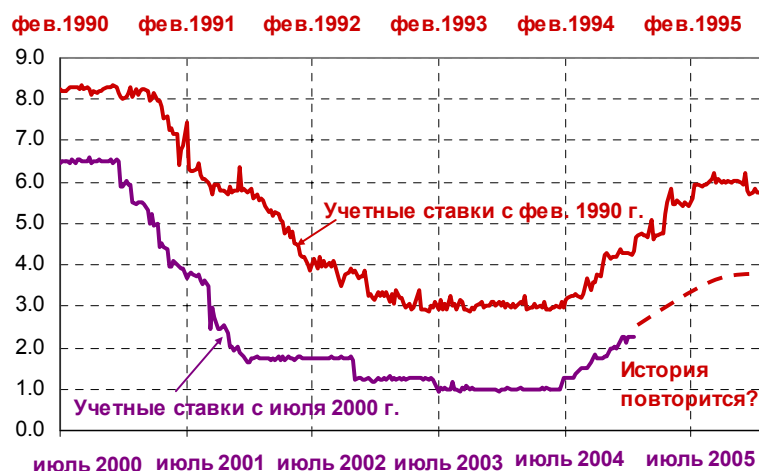
Источники: Bloomberg

Текущий цикл повышения учетной ставки Fed Funds второй по счету, начиная с 1990 года. На долгосрочном промежутке времени периоды роста, а затем стабильности учетных ставок, сопровождаются сужением спредов между краткосрочными и долгосрочными облигациями.



Источники: Bloomberg

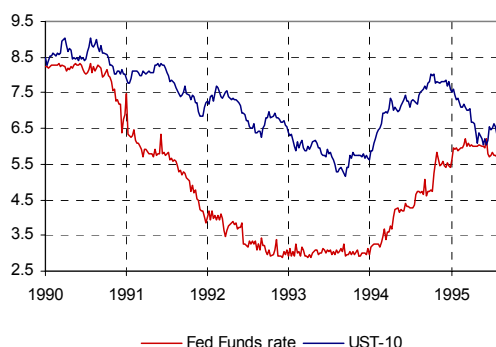
Текущий цикл повышения ставок очень похож на предыдущий, что позволяет провести сравнение динамики доходностей. Так, используя исторические аналогии можно предположить, что период повышения учетных ставок закончится в ближайшие полгода-год. Однако наличие определенных различий в динамике ставок сегодня и в прошлом, не позволяют делать однозначные выводы относительно будущего поведения доходностей.



Источники: Bloomberg, FRED II Data

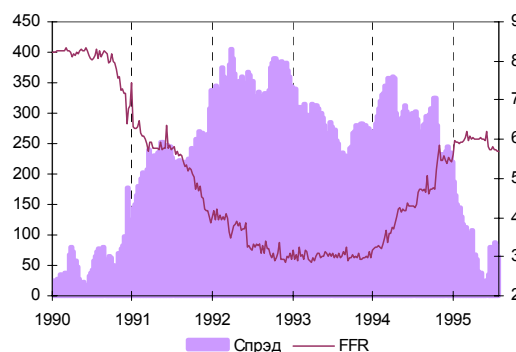
Циклы 1990-1995 гг. и 2000 -2005 гг.

Динамика учетной ставки ФРС и 10-летних us-treasuries

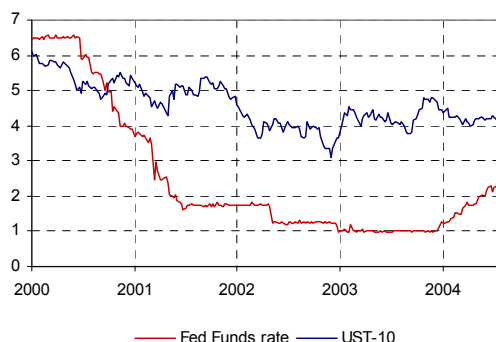


Источники: Bloomberg

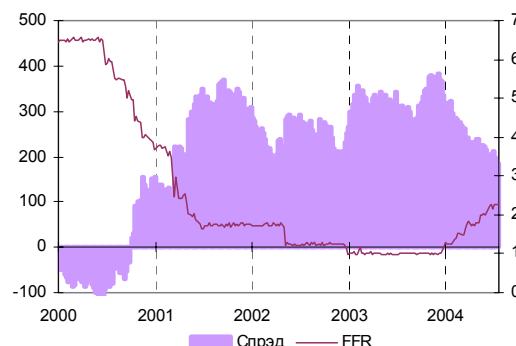
Динамика учетной ставки ФРС и спреда 10-летних us-treasuries и учетной ставкой



Источники: Bloomberg



Источники: Bloomberg



Источники: Bloomberg

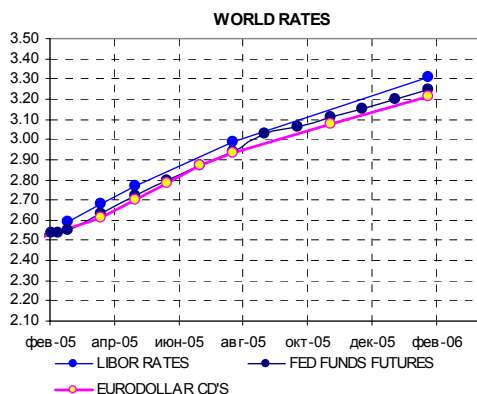
Сегодняшний цикл характеризуется более слабой реакцией доходностей долгосрочных us-treasuries на повышение учетных ставок. Доходности ust-10 стоят на месте. В прошлый раз доходности росли одновременно, а спрэды сузились после стабилизации уровня учетной ставки.

Спрэд между us-10 и ставкой FED Funds начал сужаться раньше в текущем цикле. В случае если рост учетных ставок продолжится, спрэд может вырасти с нынешних 150 до 300 б.п., что создает очень негативные предпосылки для долговых рынков.

Судя по всему, в ближайшие год-полтора завершится очередной 5-6 летний цикл снижения и роста учетной ставки. Где будут при этом новые уровни us-treasuries сейчас большой вопрос. В случае если экономика США будет продолжать подавать слабые сигналы, в т.ч. со стороны рынка труда, резкий рост долгосрочных доходностей us-treasuries в этом году может не состояться, однако базовым сценарием остается умеренный рост доходностей us-treasuries в 2004 году.

Рынок ждет роста краткосрочных ставок в 2005 году до уровня 3,5% годовых, но, принимая во внимание тот факт, что краткосрочные ставки очень чувствительны к различным изменениям макроэкономической конъюнктуры, мы оставляем наш прогноз по уровню учетной ставки FED Funds на конец года на уровне 4,0% годовых.

В тоже время мы снижаем прогноз по доходности 10-летних us-treasuries с 5,5% годовых на 50 б.п. до уровня 5,0% годовых.



Источники: REUTERS

Судя по котировкам краткосрочных инструментов, рынок в настоящее время торгует ставку FED Funds на уровне не выше 3,5% годовых. Но мы придерживаемся более жесткой оценки динамики краткосрочных ставок в этом году. Наши ожидания на конец года по ставке Fed Funds остаются на уровне 4,0% годовых.

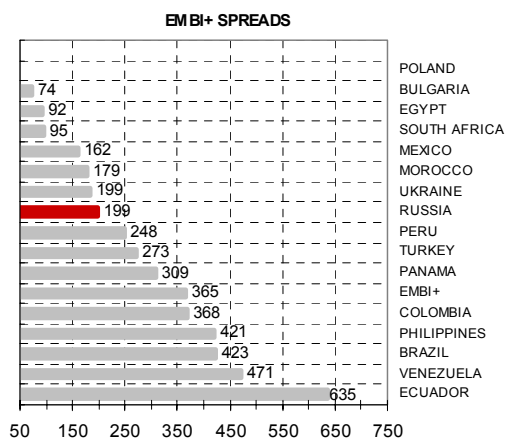
Emerging markets

Конъюнктура emerging markets в январе

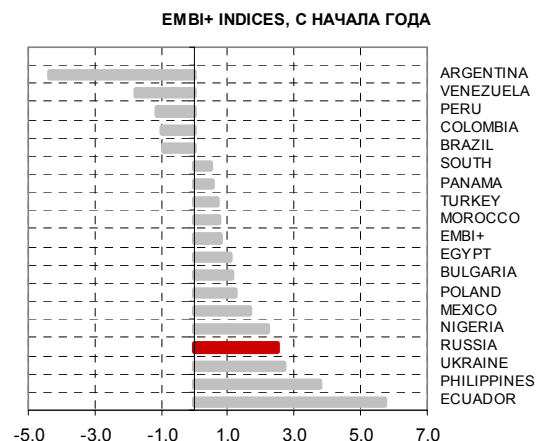
	Изм-е за мес.	На конец месяца
EMBI+	0.69%	331.81
EMBI+ Spread	9.0	367
EMBI+ Russia	1.92%	383.16
EMBI+ Russia Spread	-8.0	206

Источники: REUTERS

Стабильность долгосрочных доходностей us-treasuries предопределило положительную динамику рынка долгов emerging markets в январе. С начала года индекс EMBI+ вырос на 0,69%, а спрэд индекса вырос на 9 пунктов. Российский сегмент рынка продемонстрировал лучшую динамику, чем долги emerging markets в среднем. Индекс EMBI+ Russia вырос на 1,92%, а его спрэд сузился на 8 б.п.



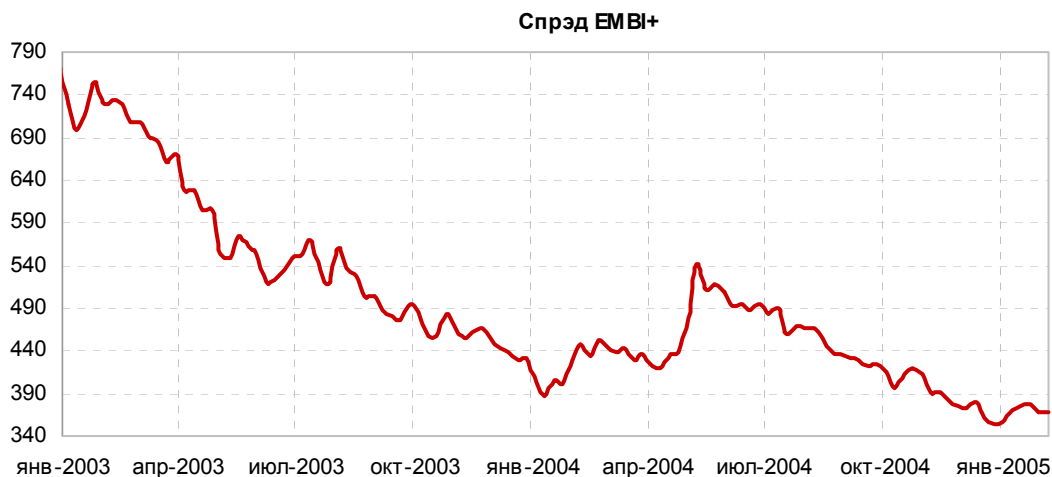
Источники: J.P. Morgan, REUTERS



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Прогнозы

Учитывая наши базовые ожидания – рост доходностей на рынке us-treasuries до конца года – рост рынка emerging markets не сможет продолжаться такими же темпами, какими они были в январе. Спрэд индекса EMBI+, достигнув исторического минимума в 346 б.п. в декабре прошлого года, в настоящее время продолжает оставаться низким и колеблется вокруг уровня в 365-370 б.п. Такое значение говорит о сильной чувствительности рынка emerging markets к динамике us-treasuries. В нашем случае рост доходностей долгосрочных облигаций Казначейства США негативным образом повлияет на стоимость еврооблигаций emerging markets и, вероятно, приведет к росту спрэдов.



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Российские еврооблигации

Конъюнктура российских еврооблигаций в январе

	Изм.-е за мес.	На конец месяца
Доходн. UST-10	-9	4.13
Стоимость России-30	2.19	104.875
Доходн. Россия 30 YTM	-25	6.23
Спрэд России 30 и UST-10	-16	215.6

Источники: REUTERS

Стоимость России-30 в начале февраля достигла новых исторических уровней – и начала торговаться выше 107,0 процентов от номинала. Такому росту российского рынка суверенных еврооблигаций способствовала целая серия позитивных событий в начале года.

- стабильность рынка *us-treasuries*,
- переговоры с Парижским Клубом Кредиторов о досрочном погашении российского долга, погашение долга МВФ (около \$3,3 млрд.),
- объявление *Lehman Brothers* о возможном включении российских еврооблигаций в расчет индекса облигаций *Lehman Brothers*, на которые ориентируются консервативные западные инвестфонды,
- и, наконец, повышение суверенного рейтинга России от *Standard and Poor's* до инвестиционного уровня – «BBB-». Россия стала эмитентом с инвестиционным кредитным рейтингом по версии всех трех мировых рейтинговых агентств - *S&P*, *Moody's* и *Fitch*.



Источники: REUTERS



Источники: REUTERS

Лучшую динамику в секторе российских еврооблигаций продемонстрировали облигации корпоративного сектора. Снятие претензий МНС к Вымпелкому стало поводом для покупок еврооблигаций эмитента. Судя по динамике спрэдов, спрос вырос и на другие еврооблигации эмитентов частного сектора.

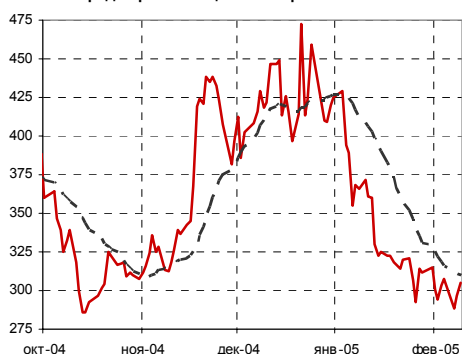
Еврооблигации - лидеры роста в январе

ЭМИТЕНТЫ	Изм.-е цены за месяц	YTM, %	Дюр. лет.	S&P	Moody's	Fitch
Россия 28	3.14	6.79	10.70	BBB-	Baa3	BBB-
Сибнефть 09	3.06	7.75	3.45	B+	Ba2 D	
Вымпелком 09	2.78	7.92	3.76	BB-	B1	
Россия 18	2.47	6.22	8.31	BBB-	Baa3	BBB-
НОМОС 07	2.27	8.43	1.88		B1	B
Россия 30	2.19	6.22	8.38	BBB-	Baa3	BBB-
Вимм-Билль-Данн	2.19	8.32	3.01	B+	B3	
МТС 08	2.10	6.74	2.75	BB- D	Ba3	
МТС 10	1.94	7.49	4.73	BB- D	Ba3	
Сибнефть 07	1.88	6.89	1.83	B+	Ba2 D	

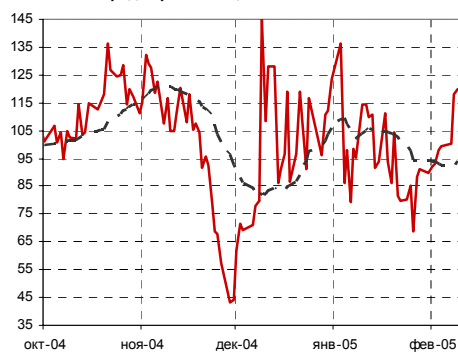
Источники: REUTERS, расчеты банка Москвы

Корпоративные риски. Анализ спредов показывает, что требуемая премия за риск к доходностям еврооблигаций компаний частного сектора снизилась в январе. Мы считаем, что сужение спредов в какой-то мере отражает снижение политических рисков, характерных для этих эмитентов. Норильский Никель и ТНК - бумаги, где спреды снизились в меньшей степени. Мы полагаем, что, если сложившаяся тенденция снижения спредов продолжится, еврооблигации этих компаний имеют наибольший потенциал роста.

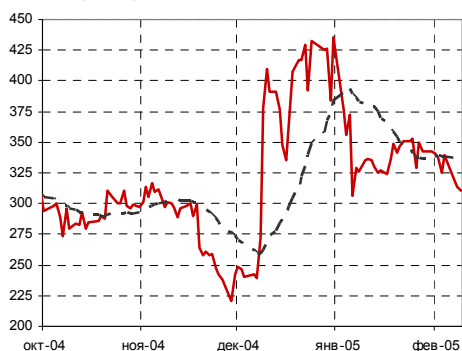
Спрэд еврооблигаций Сибнефти 09 к России 10



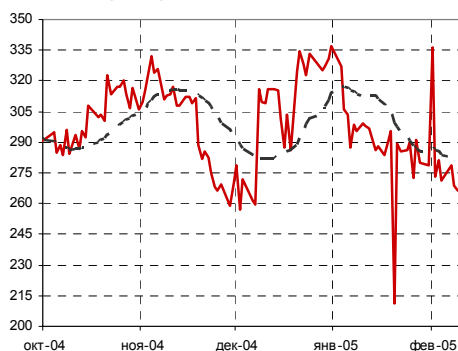
Спрэд еврооблигаций ТНК 07 к России 10



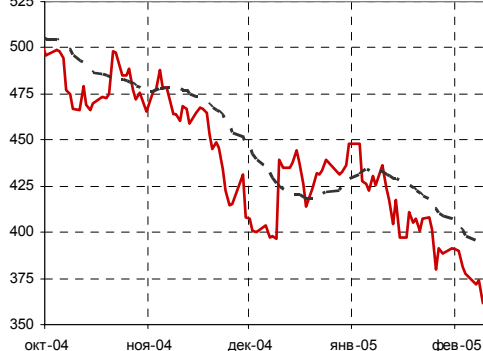
Спрэд еврооблигаций Вымпелком 11 к России 10



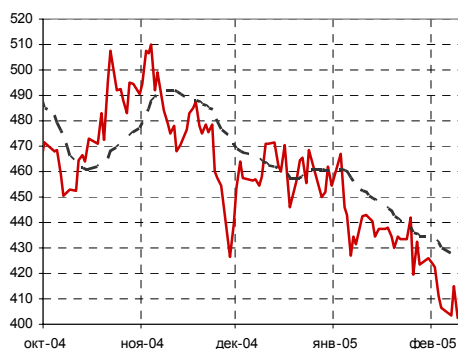
Спрэд еврооблигаций МТС 10 к России 10



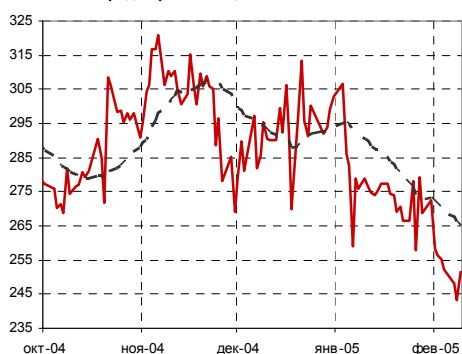
Спрэд еврооблигаций Евразхолдинг 09 к России 10



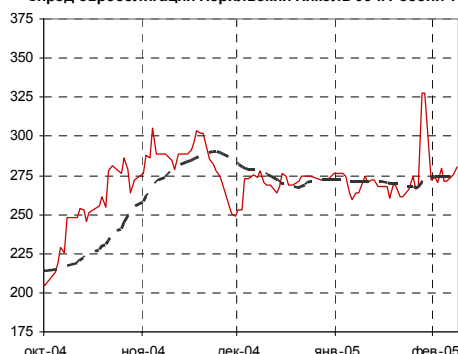
Спрэд еврооблигаций Северсталь 14 к России 10



Спрэд еврооблигаций ММК 08 к России 10



Спрэд еврооблигаций Норильский Никель 09 к России 10



Заимствования на внешних рынках. Одним из последствий сложившейся конъюнктуры рынка стало активное привлечение корпоративными эмитентами средств через выпуск еврооблигаций на внешних долговых рынках. По нашим оценкам, в январе они забрали с внешних рынков порядка \$1,8 млрд. при помощи выпуска еврооблигаций и синдицированных кредитов. С начала года по сегодняшний день можно насчитать уже свыше \$3,3 млрд.

Для сравнения: согласно нашим оценкам, среднемесячный объем заимствований в 2004 году составил порядка \$1,64 млрд., а в январе 2004 года эмитенты привлекли порядка \$1,2 млрд.

Такой солидный объем заимствований в начале года, является главным индикатором негативных ожиданий у эмитентов, которые опасались роста стоимости заимствования на внешних долговых рынках и старались быстрее выйти на рынок с новыми займами. Ухудшение конъюнктуры на внешних долговых рынках, в случае начала роста доходностей us-treasuries, вероятно, снизит активность российских эмитентов в этом году.



Заимствования на внешних долговых рынках в начале 2005 года

Эмитент	\$млн	Дата	срок, лет	Ставка купона, %	Программа займа
Москредитбанк	10	19.01.04	0.50	LIBOR+375 b.p.	credit
Алроса	200	20.01.05	10.00	8.875	144-A
ХКФ	150	21.01.05	3.00	9.125	eurobonds
МТС	400	21.01.05	7.00	8.000	144-A
Альфа-Банк	150	27.01.05	2.00	7.750	eurobonds
ВТБ	€ 130.00	27.01.05	1.00	EURIBOR+150 b.p.	SSD
ВТБ	750	31.01.05	10.00	6.315	sub. eurobonds
РОСБАНК	75	02.02.05	4.64	9.750	eurobonds
Сбербанк	850	04.02.05	10.00	6.230	sub. eurobonds
Еврохим (Холдинг)	150	04.02.05	2.00	LIBOR+350 b.p.	syndicated loan
Сбербанк	150	07.02.05	10.00	6.230	sub. eurobonds
Вымпелком	300	08.02.05	5.00	8.000	eurobonds

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Российские еврооблигации - прогноз

Российский рынок еврооблигаций в январе совершил неожиданный рывок. Такой позитивной динамики, учитывая возросшие политические риски в конце прошлого года, не ожидал увидеть никто. Кроме того, в стабильность рынка us-treasuries, на фоне повышения учетных ставок в США, также верилось с трудом. После повышения рейтинга России по версии S&P спреды российских еврооблигаций к us-treasuries достигли минимальных исторических уровней. На наш взгляд, их дальнейшее сужение возможно лишь за счет повышения рейтинга Moody's (прогноз изменения которого в настоящее время «позитивный»). Положительный эффект будет иметь место в случае удачного исхода переговоров России с Парижским Клубом насчет досрочного погашения долга.

Тем не менее, несмотря на вероятное продолжение сужения спредов, мы считаем, что дальнейший потенциал роста долгосрочных суверенных еврооблигаций практически отсутствует. Учитывая наступление всех потенциально позитивных событий перечисленных выше, мы предполагаем, что спред еврооблигаций «Россия-30» к десятилетним us-treasuries в текущем году может достигнуть уровня 180 б.п., но вряд ли сможет опуститься ниже. В настоящее время этот спред колеблется вокруг уровня в 195-210 б.п. и является, на наш взгляд, оптимальным. Стоимость России-30 можно определить исходя из различных предположений о доходности us-treasuries к концу года:

Стоимость России-30 в зависимости от сценария

	Баз. прогноз	Оптимист.	Пессимистичный	Текущее
Доходность UST-10	5.00	4.15	5.50	4.00
Доходность России-30	6.80	5.95	7.30	5.80
Спред России-30, б.п.	180	180	180	180
Стоимость России-30	100.41	107.78	96.08	109.08
Потенциал роста* цены, %	-4.25	2.77	-8.39	4.01

Источники: расчеты Банка Москвы

*Расчетная цена 107.00

Главный вывод из расчетов - **потенциал роста в длинных суверенных еврооблигациях практически отсутствует, а сужение спредов, которое вероятно произойдет, не отыграет вероятного неблагоприятного изменения конъюнктуры** (роста доходностей us-treasuries). Кроме того, если учитывать, что рост доходностей базовых активов обычно сопровождается ростом спредов emerging markets, ситуация станет еще хуже.

Согласно нашему базовому варианту – сужению спреда России-30 к UST-10 до 180 б.п. и росту доходности UST-10 к концу года до 5,0% годовых - потенциал снижения стоимости России-30 (от 107,0 процентов от номинала - цены на конец января) составляет около 4,3%.

В настоящее время мы не видим дальнейшего потенциала роста стоимости долгосрочных российских суверенных еврооблигаций, и считаем, что он остается только в случае сохранения стабильности рынка us-treasuries, что маловероятно. Более вероятный сценарий - это умеренный рост доходностей us-treasuries. В этом случае инвестирование в длинные российские суверенные еврооблигации сопряжено с высоким риском неблагоприятного изменения процентных ставок. Консервативным инвесторам мы рекомендуем формировать портфели с более низкой дюрацией в т.ч. за счет включения в портфель более рискованных корпоративных еврооблигаций. Для инвесторов, занимающих более рискованную позицию, мы рекомендуем дождаться повышения суверенного рейтинга России по версии Moody's и зафиксировать прибыль на длинных еврооблигациях при спреде России-30 к UST-10 на уровне 180 б.п.

Суверенный рейтинг S&P

Lehman Brothers. Рейтинга от S&P ждали очень долго, и, похоже, пауза, выдержанная агентством после первого присвоения России инвестиционного рейтинга от Moody's, слишком затянулась. Позитивный эффект на внешних долгах сгладил Lehman Brothers. Банк поменял методику расчета авторитетного индекса, на который ориентируются многие консервативные инвестиционные и пенсионные фонды. Согласно новой методике, для включения в индекс российских бумаг, которым уже присвоены два инвестрейтинга от Moody's и Fitch, инвестрейтинг S&P можно было не ждать.

Рейтинг S&P. С 31 января 2005 года кредитный рейтинг России соответствует инвестиционному уровню по версии трех мировых рейтинговых агентств. Через 15 месяцев после присвоения первого инвестрейтинга от Moody's финансовые показатели страны понравились S&P, которые, по мнению агентства, превзошли «возрастающие политические риски». По версии рейтингового агентства суверенный рейтинг России был повышен до инвестиционного уровня «BBB-». В результате чего спрэды российских еврооблигаций сместились на новые более низкие уровни.

В своем комментарии S&P отмечает, что, в то время как, финансовое состояние Российской Федерации продолжает улучшаться, основным тормозом дальнейшего повышения рейтингов остаются политические риски, которые, по мнению аналитиков агентства, в 2004 году только усилились. Также негативным моментом для России S&P видит замедление реформ, проводимых правительством.

Прогноз изменения рейтингов S&P – «стабильный», т.к. в настоящий момент политическая неопределенность страны в целом уравнивается высокими экономическими показателями.

Суверенные рейтинги России с 2000 года

Дата	Агентство	Рейтинг
31.01.05	Standard and Poor's	BBB-
13.ноя.04	Fitch Ratings	BBB-
27.янв.04	Standard and Poor's	BB+
08.окт.03	Moody's	Baa3
13.май.03	Fitch Ratings	BB+
17.дек.02	Moody's	Ba2
06.дек.02	Standard and Poor's	BB
26.июл.02	Standard and Poor's	BB-
02.май.02	Fitch Ratings	BB-
19.дек.01	Standard and Poor's	B+
29.ноя.01	Moody's	Ba3
05.сен.01	Moody's	B2
28.июн.01	Standard and Poor's	B
30.авг.00	Moody's	B3
27.июл.00	Standard and Poor's	B-

Источники: данные рейтинговых агентств

Таким образом, Россия теперь имеет инвестиционные рейтинги по версии трех крупнейших рейтинговых агентств (S&P «BBB-», Moody's «Baa3», Fitch «BBB-»), что фундаментально повышает интерес к российским долговым рынкам в долгосрочном периоде, но в то же время увеличивает чувствительность российских еврооблигаций к динамике рынка us-treasuries.

После появления исторического заявления S&P, реакция рынка не заставила себя ждать, котировки наиболее ликвидных еврооблигаций «Россия-30» достигли очередного исторического максимума – 105,5 процентов от номинала. Спрэд тридцатилетних евробондов к десятилетним us-treasuries сократился до 207 пунктов.

Подобная динамика оказалась достаточно скромной, что является результатом реакции рынка на позитивные новости от Lehman Brothers, включившего российские еврооблигации в расчет индексов.

После повышения рейтинга S&P, позитивных событий, которые смогут положительно повлиять на рынок российских еврооблигаций, осталось немного. Они окажут позитивное влияние на российские долговые рынки и приведут к сужению спрэдов. Однако мы полагаем, что потенциал дальнейшего сужения спрэдов суверенных российских еврооблигаций весьма невысок (по нашим оценкам – около 20 пунктов). Мы полагаем, при условии повышения суверенного рейтинга по версии Moody's' спрэд России-30 к UST-10 достигнет 180 б.п., но дальнейшее сужение пока не очевидно.

Спрэды оптимальны. Анализ потенциала сужения спрэда России традиционно проводится на основе аналогичных по дюрации выпусков суверенных облигаций стран, имеющих аналогичные или близкие по уровню кредитные рейтинги. Мы посмотрели еврооблигации Мексика-9 и ЮАР 09 – близкие по дюрации с Россией 10. Для России-30 мы взяли мексиканские еврооблигации с погашением в 2016 и 2022 году.

Еврооблигации России, Мексики и ЮАР

	S&P	Moody's	Fitch	YTM, % год.	мод. дюрация
Россия 10	BBB-	Baa3	BBB-	4.75	2.70
Мексика 09	BBB	Baa1	BBB-	4.44	3.25
ЮАР 09	BBB	Baa1	BBB	4.60	3.55
Мексика 16	BBB	Baa1	BBB-	5.56	7.22
Россия 30	BBB-	Baa3	BBB-	6.08	8.18
Мексика 22	BBB	Baa1	BBB-	6.12	9.92

Источники: REUTERS, данные рейтинговых агентств

Доходности российских еврооблигаций, судя по динамике спрэдов последних месяцев, снижались опережающими темпами по сравнению с аналогичными по дюрации еврооблигациями Мексики и ЮАР. Так, снижение доходности «России-30» с начала года составило порядка 50 пунктов. В тоже время спрэд к еврооблигациям Мексики, рейтинг которой по версии S&P также был повышен на одну ступень, сократился на 30 пунктов к «Мексике-16» и на 10 пунктов к «Мексике-22». В настоящее время его значение составляет соответственно около 50 и -10 базисных пунктов (более длинная по дюрации бумага «Мексика-22» торгуется с премией к «России-30»). Учитывая более высокий рейтинг Мексики (по версии S&P и Fitch – на одну ступень, а по версии Moody's – на две) мы считаем, что премия России в долгосрочных еврооблигациях к Мексике вполне справедлива в настоящее время. Дальнейшее ее сокращение будет зависеть уже от следующего повышения рейтинга России. Наиболее вероятное – повышение рейтинга по версии Moody's. Мы с большой вероятностью ждем, что оно состоится в первом квартале. Однако после наступления этого события, спрэд еврооблигаций России к Мексике должен сохраниться (на наш взгляд, на уровне 20-30 пунктов).

Еврооблигации Россия 30 и Мексика 16



Источники: REUTERS

Еврооблигации Россия 30 и Мексика 22



Источники: REUTERS

Аналогичные рассуждения можно провести, анализируя более короткие сегменты кривой доходности emerging markets. Более короткие по дюрации еврооблигации «Россия-10» торгуются с премией к еврооблигациям «ЮАР-09» и «Мексика-09». Премия за риск в настоящий момент составляет порядка 30 пунктов, и, при прочих равных, вряд ли существенно опустится в скором времени.



Дальнейшее снижение доходностей российских суверенных еврооблигаций возможно, лишь, при условии общего снижения доходностей на рынке us-treasuries и роста рынка долгов развивающихся стран. Положительное влияние на уровень российских спредов окажет повышение суверенного рейтинга РФ от агентства Moody's (мы ждем очередного повышения в первом квартале). Удачный итог переговоров российского Правительства о досрочном погашении долга перед Парижским Клубом является вторым по степени важности событием (возможно, что они закончатся уже в первом полугодии).

Прогнозы и рекомендации

Мы полагаем, что в феврале внешние долговые рынки останутся стабильными. А, следовательно, у рынка российских еврооблигаций еще есть шансы подрасти. Тем не менее, мы строим свою стратегию исходя из более фундаментальной тенденции — умеренного роста доходностей к концу 2005 года. В этом случае инвестиции в облигации с высокой (более 5,0 лет) дюрацией сопряжены с высоким риском роста процентных ставок. Мы считаем, что потенциал роста в длинных суверенных еврооблигациях исчерпан, а сужение спредов не будет компенсировать роста доходностей us-treasuries. Наиболее приемлемыми секторами рынка российских еврооблигаций в данном случае остаются еврооблигации «телекомов» и «металлургии» с дюрацией от 2,5 до 5,0 лет. Мы считаем, что в случае снижения политических рисков ценные бумаги этих компаний будут расти опережающими темпами по сравнению с другими секторами. Однако полностью исключать политические риски нельзя. Более консервативным инвесторам мы предлагаем рассмотреть еврооблигации «квазигосударственных» компаний с той же дюрацией, доходности которых, правда, не намного выше доходностей суверенных еврооблигаций. Однако эмитенты данных еврооблигаций практически лишены «олигархических» рисков.

Внутренний долговой рынок

Укрепление доллара к мировым валютам привело к охлаждению внутреннего долгового рынка в начале года, но, как оказалось впоследствии, совсем ненадолго. Так, рынок рублевых облигаций в течение всего месяца демонстрировал вполне заурядную динамику. Однако роста рынка последней недели месяца оказалось достаточно, чтобы показать хорошие результаты по итогам месяца. Так, несмотря на прогнозируемый рост доходностей и негативные ожидания в начале года, котировки рублевых облигаций выросли. Масса позитивных событий (см. выше), которые наступили в конце прошлого месяца, просто не смогла не развернуть тенденцию роста доходностей на внутреннем рынке вспять. Так, по итогам месяца ценовой индекс корпоративных облигаций ММВБ не изменился, а индекс полной доходности корпоративных облигаций ММВБ вырос по итогам января на 0,89%.

На протяжении всего января мы рекомендовали покупать облигации с невысокой дюрацией. Но после того, как S&P повысило суверенный рейтинг, отдали предпочтение длинным выпускам. По итогам января лидерами роста стали рублевые облигации эмитентов второго-третьего эшелонов с невысокой дюрацией.

Рублевые облигации - лидеры роста в январе

ЭМИТЕНТЫ	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Субфедеральные и муниципальные облигации				
Красноярск, 02	2.67	10.26	-	1.58
Уфа, 04	1.81	11.04	-	2.87
Хабаровский край, 02	1.60	10.63	-	1.52
Ярославская обл., 02	1.01	10.74	-	2.09
Чувашия, 02	0.99	12.25	-	1.99
Корпоративные облигации				
Русский Стандарт 02	4.23	10.81	-	1.27
Вимм-Билль-Данн	4.10	7.78	-	1.12
Мегафон	3.13	9.48	-	1.97
Свердловэнерго, 01	2.63	-	11.80	0.56
Разгуляй-Центр 01	2.32	-	16.59	0.33

Источники: ММВБ, REUTERS, расчеты банка Москвы

Заявление министра А. Кудрина об установлении приоритетной цели по инфляции (за счет возможного укрепления рубля), и повышение агентством S&P кредитных рейтингов России и Москвы до инвестиционного уровня, резко увеличило спрос нерезидентов на внутренние долговые инструменты. В результате, покупая рублевые долговые инструменты, иностранцы опустили доходности рублевых облигаций на минимальные за последние месяцы уровни. В настоящее время потенциал дальнейшего роста бумаг сильно снизился, и дальнейшее снижение доходностей вряд ли продолжится.

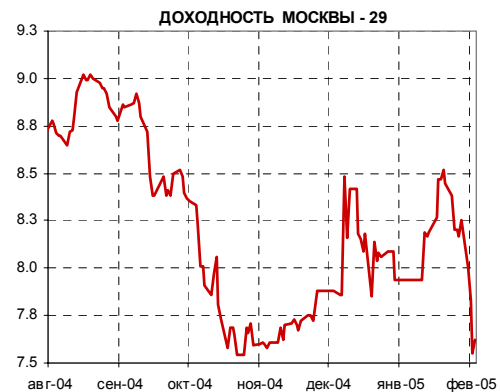
Рублевые облигации - лидеры роста недели с 31.01.05 по 06.02.2005

ЭМИТЕНТЫ	Изм.-е цены за первую неделю февраля	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Субфедеральные и муниципальные облигации				
Москва 29	2.13	7.58	-	2.88
Московская обл., 04	2.12	8.99	-	3.44
Московская обл., 03	1.95	7.93	-	2.18
Москва 39	1.93	8.05	-	6.49
Москва 38	1.89	8.02	-	4.61
Корпоративные облигации				
АИЖК, 02	1.83	8.99	-	4.01
Мегафон	1.62	9.48	-	1.96
Вымпелком 01	1.59	8.09	-	1.20
УРСИ 04	1.50	9.67	-	2.40
ГАЗПРОМ А5	1.46	7.76	-	2.41
Мегафон Финанс 01	1.18	9.23	-	1.25
ГАЗПРОМ А3	1.11	7.45	-	1.83

Источники: ММВБ, REUTERS, расчеты банка Москвы



Источники: REUTERS



Источники: REUTERS

Аукционы Москвы стоит отметить особо. Москва задолго назначила дату аукционов по размещению облигаций 41-й и 42-й серий на 2-е февраля. Кроме повышения 31-го января суверенного рейтинга, эмитенту повезло вдвойне - Standard and Poor's повысило кредитный рейтинг столицы до инвестиционного уровня «BBB-». В результате аукционы Москвы вызвали небывалый интерес у нерезидентов. Отношение спроса к предложению на аукционе по размещению 41-го выпуска столицы составило 5,1 раза! Это самый высокий показатель за всю историю современного российского внутреннего долгового рынка. Доходности, которые образовались по итогам аукциона, оказались намного ниже наших прогнозов.

Неудовлетворенный спрос, оставшийся после аукционов, привел к ралли на рынке облигаций Москвы, а затем перешел и в другие сектора негосударственного рынка рублевых облигаций. Первый эшелон и Москва в течение недели исчерпали весь потенциал роста. В результате в настоящий момент на рынке рублевых облигаций сложилась «патовая ситуация» - в наиболее ликвидных облигациях вновь образовались низкие уровни доходности на фоне ускорения инфляции в январе и неопределенности динамики курса рубля.

Результаты аукционов по размещению облигаций Москвы в 2004 и 2005 гг.

Инструмент	Дата аукциона	Объем предложения, млн. руб.	Дата погашения	Доходность к погашению, % год.	Цена % от номинала при размещении	Спрос, млн. руб.	Bid-to-cover ratio
Москва 38	28.01.04	5000	26.12.10	8.23	110.6	18395.0	3.7
Москва 34	18.02.04	4000	28.08.05	6.29	105.6	12324.0	3.1
Москва 32	16.06.04	3900	25.05.06	8.90	102.4	4114.0	1.1
Москва 35	02.09.04	3900	18.06.06	8.18	103.4	8934.4	2.3
Москва 40	02.09.04	4000	26.10.07	8.68	104.3	7786.4	1.9
Москва 37	06.10.04	3900	23.09.06	7.76	104.4	9368.8	2.4
Москва 39	06.10.04	5000	21.07.14	8.42	103.8	11684.7	2.3
Москва 41	02.02.05	5000	30.07.10	0.08	107.4	12000.0	2.4
Москва 41	02.02.05	3000	13.08.07	0.07	106.9	15410.0	5.1

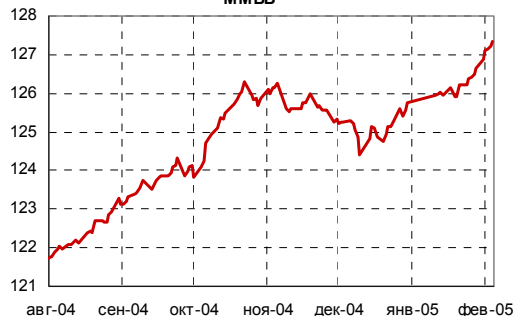
Источники: расчеты Банка Москвы

В такой ситуации Газпром, объявивший ранее дату начала размещения облигаций 4-й серии 8-м февраля, перенес дату аукциона на более поздний срок. Впрочем, эта заминка с размещением вряд ли связана с неудачной конъюнктурой для эмитента. По нашим оценкам объем зарегистрированных выпусков, готовых к размещению, составляет порядка 60 млрд., однако он не представляет серьезной угрозы для вторичного рынка рублевых облигаций.

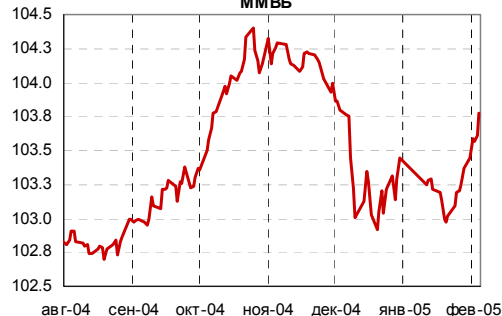
Внутренний долговой рынок в графиках

Динамика индексов корпоративных облигаций ММВБ

Индекс полной доходности корпоративных облигаций ММВБ

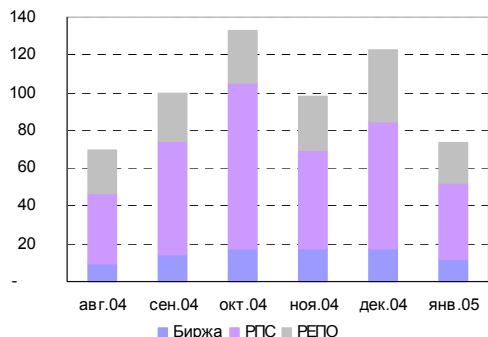


Ценовой индекс корпоративных облигаций ММВБ

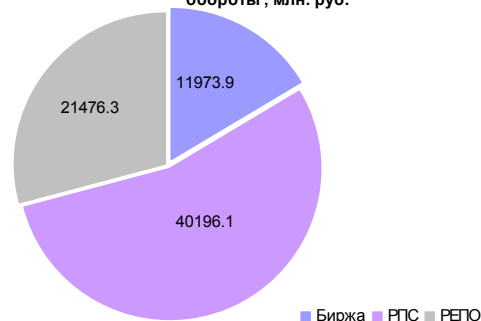


Биржевые обороты с рублевыми облигациями на ММВБ

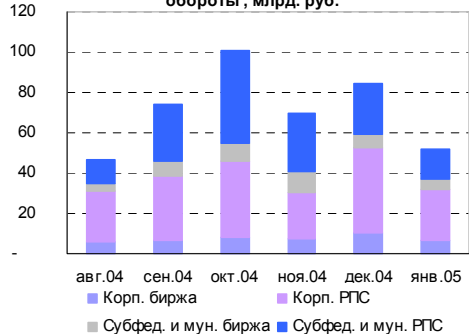
Биржа + РПС+РЕПО - совокупные обороты, млрд. руб.



Январь 2005. Биржа + РПС+РЕПО - совокупные обороты, млн. руб.



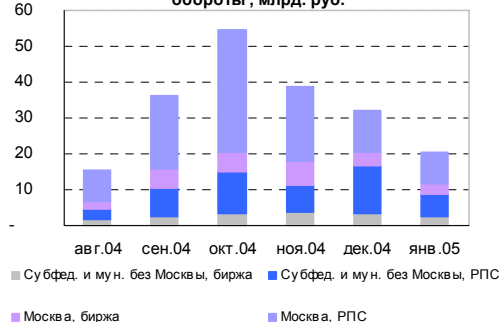
Негосударственные облигации - совокупные обороты, млрд. руб.



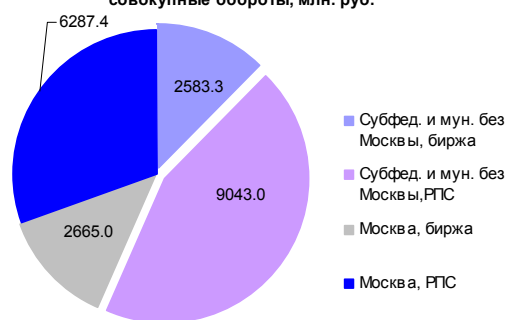
Январь 2005: Негосударственные облигации - совокупные обороты, млн. руб.



Субфед. и мун. облигации - совокупные обороты, млрд. руб.



Январь 2004: Субфед. и мун. облигации - совокупные обороты, млн. руб.



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

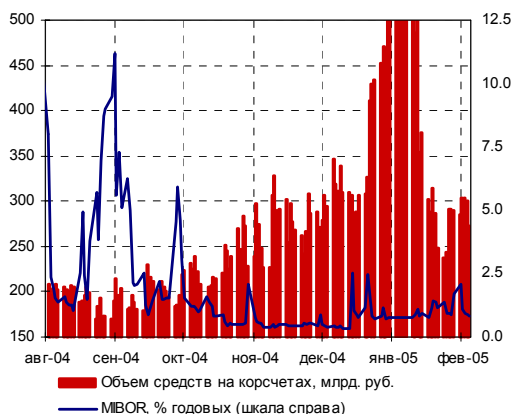
Фундаментальные факторы

Макроэкономический фон в январе оказался негативным для долговых рынков. В феврале он остается скорее нейтральным. Очевидных драйверов роста и падения внутреннего рынка облигаций мы не видим. Будущая динамика курса доллара на мировых рынках остается неопределенной, что в свою очередь несет определенные риски для курса рубля. В то же время рублевая ликвидность останется на хорошем уровне, что создаст поддержку рынку внутреннего долга.

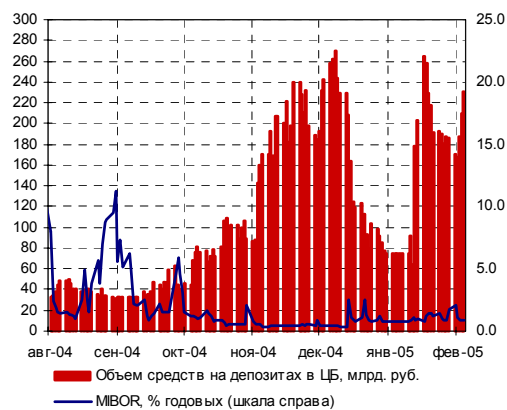
Инфляция. По данным Росстата потребительские цены в России выросли в январе 2005 года на 2,6% по сравнению с ростом на 1,1 % в декабре 2004 года и на 1,8% в январе 2004 года. Уровень инфляции в январе оказался самым высоким с января 2002 года, когда этот показатель составил 3,1%. Рост цен в январе по отношению к январю 2004 года составил 12,7 %, что является максимальным показателем за последние 15 месяцев. Мы не пересматриваем свой прогноз и ждем, что по итогам года инфляция составит порядка 10,5% .

Курс рубля - главный драйвер для долговых рынков в условиях низкой доходности – ослабил свои позиции по отношению к доллару по сравнению с концом прошлого года. Текущая динамика также оставляет желать лучшего – укрепление доллара на мировом валютном рынке будет сопровождаться ослаблением рубля против доллара. Впрочем, однозначно сказать, как изменится конъюнктура на валютном рынке, сейчас сложно.

Ликвидность. Единственный фактор, который продолжает положительно влиять на формирование спроса на рынке рублевых облигаций, остается рублевая ликвидность. В январе ставки на денежном рынке незначительно выросли, что сопровождалось снижением остатков на корсчетах. В настоящее время ситуация с ликвидностью не вызывает беспокойства.

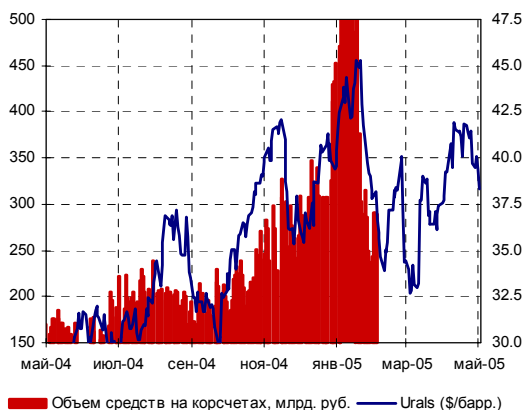


Источники: REUTERS, ЦБ РФ



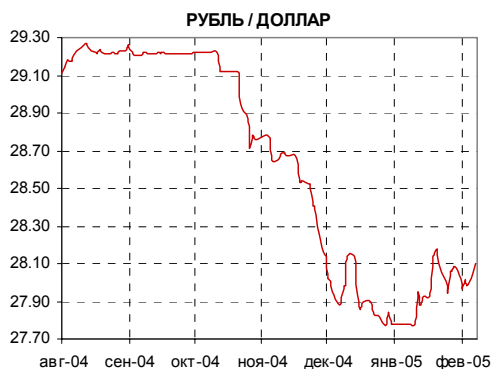
Источники: REUTERS, ЦБ РФ

Мы полагаем, что в феврале благоприятная ситуация с ликвидностью сохранится. График динамики цены барреля нефти «Urals» (с лагом в три месяца) и остатков на корсчетах отражает тесную корреляцию между рублевой ликвидностью и ценами на нефть. Динамика цен на нефть три месяца назад была положительной. В связи с этим мы ждем роста объема остатков на корсчетах при прочих равных условиях.



Источники: REUTERS, ЦБ РФ

Влияние динамики цен на нефть на рублевую ликвидность происходит с лагом в три месяца. Это связано с особенностями налогообложения и заключением контрактов на поставку нефти.



Источники: REUTERS, ЦБ РФ



Источники: REUTERS

Риски. Рост курса доллара на мировых рынках создает потенциальные предпосылки для ослабления курса рубля против доллара, что в свою очередь приводит к снижению интереса у нерезидентов к рублевым активам.

Прогнозы и рекомендации

Мы полагаем, что рост рынка рублевых облигаций после повышения суверенного рейтинга от S&P состоялся. Мы не видим сейчас явных драйверов для его продолжения. Негативный фон создают всплеск инфляции в начале года и неопределенность будущей динамики курса доллара на мировом валютном рынке. В тоже время, положительный эффект от повышения рейтинга будет продолжать стимулировать приток капитала в страну, что также вместе с высокой рублевой ликвидностью должно обеспечить долговому рынку хорошую поддержку. Правда, шансы вырасти дальше во второй половине февраля – начале марта у рублевого рынка облигаций очень невелики.

Корпоративные облигации первого эшелона и Москвы, на наш взгляд, сейчас слишком дороги. С другой стороны возможное присутствие нерезидентов в данных бумагах снижает риски их падения. Покупкой «длинных» бумаг снова лучше не увлекаться. Оптимальный вариант – формирование портфеля из облигаций второго-третьего эшелона с дюрацией не более года.

Доходность, %

Чувашия, 02

Новосибирская обл.

Белгородская обл., 04

Волгоградская обл., 01

Якутия, 03

Уфа, 04

Коми, 06

Ленинградская обл., 02

Коми, 07

Хабаровский край, 02

Ярославская обл., 02

Томская обл., 03

Уфа, 03

Красноярск, 02

Тверская обл., 02

Якутия, 05

Краснодарский край, 01

ЯНАО, 01

Хабаровский край, 01

Костромская обл., 03

Белгородская обл., 03

Иркутская обл., 02

Иркутская обл., 01

Красноярский край, 02

Самарская обл., 01

Красноярский край, 01

Московская обл., 04

Московская обл., 03

Москва 31

Москва 29

Москва 40

Москва 37

Москва 32

Москва 33

Москва 24

Москва 35

Москва 28

Москва 36

Москва 38

ОФЗ

Мод. дюрэция

© БАНК МОСКВЫ
Аналитический отдел
7 (095) 105-8000, вн. 4233

ОБЗОР ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ
WWW.MMBANK.RU

Кривая доходности российских корпоративных облигаций

Диаграмма представляет собой график зависимости доходности (%) от модифицированной дюрации (Mod. Дюрация) для российских корпоративных облигаций. По оси абсцисс (горизонтальная ось) отложен модифицированный срок (дюрация), по оси ординат (вертикальная ось) — доходность в процентах.

На графике отмечены следующие данные:

- Корпоративные облигации:** Точечные данные для различных компаний, включая Газпромбанк, Роснефть, Альфа-Банк, МДМ, УралСиб Банк, ИБГ Никойл, Вимм-Билль-Данн, Евразхолдинг, Сибнефть, Система, Северсталь, ММК, АЛРОСА, ВМП, Норникель, МТС, Банк Москвы, Газпром, АРИС, БТБ, Минфин, Россия.
- Средства с фиксированным доходом:** Облигации федерального займа (ОФЗ) и облигации иностранных эмитентов (например, 10Y UST).
- Кривая доходности:** Толстая синяя линия, представляющая общую тенденцию роста доходности с увеличением срока.
- Средства с плавающим доходом:** Красная линия, представляющая доходность плавающих облигаций.

Figure 1 is a line graph showing the yield (Доходность, %) of various government bonds (Treasury, Russia, Mexico, Turkey, Peru, Brazil, Colombia, Venezuela, Philippines) against their maturity (Мод. дюрация). The graph illustrates the yield curve for each country, with yields generally increasing with maturity. The US Treasuries (AAA) are the lowest yielding, while Venezuela (SD/B2/B+) is the highest yielding.

Country / Bond Type	Rating	Мод. дюрация	Доходность, %
US TREASURIES	AAA / Aaa / AAA	0.0	3.0
US TREASURIES	AAA / Aaa / AAA	2.0	3.3
US TREASURIES	AAA / Aaa / AAA	3.0	3.4
US TREASURIES	AAA / Aaa / AAA	4.0	3.6
US TREASURIES	AAA / Aaa / AAA	8.0	4.1
US TREASURIES	AAA / Aaa / AAA	14.5	4.5
MEXICO	BBB / Baa1 / BBB-	0.0	3.0
MEXICO	BBB / Baa1 / BBB-	2.8	4.7
MEXICO	BBB / Baa1 / BBB-	7.2	5.4
MEXICO	BBB / Baa1 / BBB-	9.2	5.8
MEXICO	BBB / Baa1 / BBB-	12.1	6.4
TURKEY	BB- / B1 / BB-	0.0	3.5
TURKEY	BB- / B1 / BB-	4.1	6.0
TURKEY	BB- / B1 / BB-	6.2	6.6
TURKEY	BB- / B1 / BB-	10.5	7.7
PERU	BB / Ba3 / BB	2.6	4.8
PERU	BB / Ba3 / BB	5.2	6.4
PERU	BB / Ba3 / BB	6.7	7.1
PERU	BB / Ba3 / BB	10.8	8.1
BRAZIL	BB- / B1 / BB-	0.0	3.5
BRAZIL	BB- / B1 / BB-	2.2	5.3
BRAZIL	BB- / B1 / BB-	4.0	6.7
BRAZIL	BB- / B1 / BB-	5.7	7.6
BRAZIL	BB- / B1 / BB-	7.6	8.7
COLOMBIA	BB / Baa2 / BB	1.3	3.2
COLOMBIA	BB / Baa2 / BB	2.8	4.7
COLOMBIA	BB / Baa2 / BB	5.6	7.7
COLOMBIA	BB / Baa2 / BB	7.6	8.5
COLOMBIA	BB / Baa2 / BB	10.1	8.9
VENEZUELA	SD / B2 / B+	0.0	3.5
VENEZUELA	SD / B2 / B+	2.2	5.3
VENEZUELA	SD / B2 / B+	4.6	7.2
VENEZUELA	SD / B2 / B+	5.6	8.2
VENEZUELA	SD / B2 / B+	7.1	9.2
VENEZUELA	SD / B2 / B+	10.1	9.1
PHILIPPINE	BB- / Ba2 D / BB	4.0	7.0
PHILIPPINE	BB- / Ba2 D / BB	5.8	7.9
PHILIPPINE	BB- / Ba2 D / BB	7.6	8.7
PHILIPPINE	BB- / Ba2 D / BB	8.6	9.1
RUSSIA	BBB- / Baa3 / BBB-	0.5	3.0
RUSSIA	BBB- / Baa3 / BBB-	2.8	4.7
RUSSIA	BBB- / Baa3 / BBB-	8.1	6.1
RUSSIA	BBB- / Baa3 / BBB-	10.5	6.6

© БАНК МОСКВЫ
Аналитический отдел
7 (095) 105-8000, вн. 4233

ОБЗОР ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ
WWW.MMBANK.RU

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ
WWW.MMBANK.RU
+7 (095) 105-8000, 924-0080

		<u>e-mail</u>	<u>вн. тел.</u>
<u>ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ</u>	Сытников Алексей		
<u>НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ ДОВЕРИТЕЛЬНЫХ ОПЕРАЦИЙ</u>	Касьянова Елена	Kasyanova_EA@mmbank.ru	4679
<u>КОЛЛЕКТИВНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ</u>	Исаев Бейшен	Isaev_BK@mmbank.ru	4591
<u>ИНДИВИДУАЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ</u>			
Начальник отдела	Беспалов Алексей	Bespalov_AV@mmbank.ru	4220
Менеджер по работе с клиентами	Шухова Алла	Shuhova_AG@mmbank.ru	4263
<u>АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ</u>			
Начальник отдела	Тремасов Кирилл	Tremasov_KV@mmbank.ru	4592
Анализ акций	Веденеев Владимир	Vedeneev_VY@mmbank.ru	2817
Анализ долговых рынков	Федоров Егор	Fedorov_EY@mmbank.ru	4233
Анализ долговых рынков	Лямин Михаил	Lyamin_MY@mmbank.ru	2844
<u>ОТДЕЛ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ</u>			
Облигации	Храмцовский Станислав	HSS@mmbank.ru	2895
Акции	Волков Алексей	Volkov_A@mmbank.ru	2833

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Обзор основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2003, Банк Москвы. Без разрешения Банка Москвы запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.