

2005: Что год грядущий нам готовит?

Валентина Крылова

VKrylova@alfabank.ru

(7 095) 780 - 4724

29 декабря 2004

www.alfabank.ru

Москва

Основные положения

- В 1 кв 2005 г спреды еврооблигаций РФ к КО США сократятся на 30-40 б.п.

Спред Россия-30 может опуститься ниже 200 б.п. под влиянием таких новостей как повышение рейтинга РФ агентством S&P и достижение соглашения с Парижским Клубом о досрочном погашении части долга РФ. Мы полагаем, что оба этих события состоятся в 1 кв 2005 г.

- Во 2-4 кв российский долг будет следовать за динамикой КО США

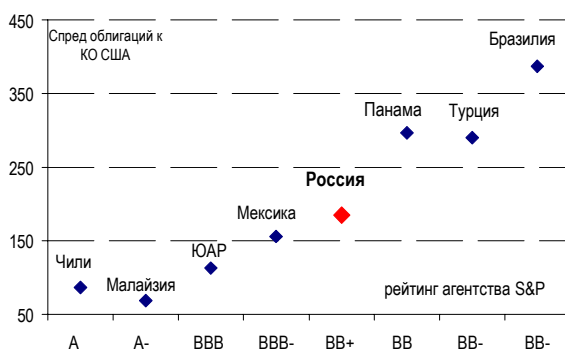
Однако усиление напряженности между бизнесом и властью может заставить инвесторов пересмотреть свою оценку политических рисков и привести к расширению спредов. Возможное снижение цен на нефть будет менее губительным для российского долга, так как финансовый резерв создал запас прочности для российского правительства.

- Ставка ФРС США к концу 2005 г составит 3,5-4% годовых, что выведет доходность 10-летних КО США на уровень 5% годовых

Основное снижение цен КО США будет происходить в первом полугодии. К концу года рост доходностей замедлится из-за ожиданий того, что период повышения официальных ставок США близится к завершению. При стабильном спросе со стороны иностранных инвесторов рост доходностей КО США по итогам года не превысит 100 б.п.

- Риск сокращения спроса на КО США со стороны иностранных инвесторов увеличится

Главными причинами продаж КО США могут стать 1) снижение интереса к долларovým активам в целом из-за обесценения доллара и 2) возможное сокращение объема покупок КО США со стороны инвесторов из Японии и Китая в результате изменения валютной политики этих стран. В этом случае доходность 10-летних КО США достигнет 5,5% годовых.

Илл. 1. Спреды облигаций развивающихся стран


Источник: S&P, расчеты Альфа-Банка

Илл. 2. Фьючерсы на ставку ФРС США


Источник: Чикагская биржа

Отдел продаж:

 Тел: (7 095) 786-48-92, 788-67-17 Игорь Панков Факс: (7 095) 788-67-17;
 Тел: (7 095) 788-74-05 Олег Артеменко; Тел: (7 095) 785-74-09 Кирилл Пестов

Исследовательский отдел:

 Тел: (7 095) 785-96-78 Екатерина Леонова e-mail: ELeonova@alfabank.ru;
 Тел: (7 095) 780-47-24 Валентина Крылова e-mail: VKrylova@alfabank.ru

СОДЕРЖАНИЕ:

В 2005 г спреды долга РФ могут сократиться на 30-40 б.п.	3
Рост цен произойдет в 1 кв 2005 г	3
Во 2-4 кв 2005 российский долг будет следовать за КО США.....	3
Инвестиционный рейтинг от S&P сократит спреды на 20-30 б.п.	4
Agies: ценовые риски возросли	5
Рост доходностей КО США в 2005 г не будет значительным	6
Спрос иностранных ЦБ на КО США может сократиться в 2005 г	8

В 2005 г спреды долга РФ могут сократиться на 30-40 б.п.

Рост цен произойдет в 1 кв 2005 г

Улучшение фундаментальных показателей, а также присвоение России инвестиционного рейтинга агентствами Moody's и Fitch вывело спреды российского долга к КО США на новые исторические минимумы. Мы полагаем, что **в 1 квартале 2005 г премия российского долга к безрисковым ставкам может сократиться еще на 30-40 б.п.** под воздействием внутренних позитивных новостей. В частности, уже **в 1 квартале могут состояться такие важные события как повышение рейтинга РФ агентством S&P и достижение соглашения с Парижским Клубом о досрочном погашении части долга РФ.**

По оценкам правительства, сделка с Парижским Клубом может составить \$7-10 млрд, что приведет к сокращению показателя внешний долг к ВВП до 18% с текущих 20%. Другой еще более важный аспект подписания соглашения заключается в том, что **договор с ПК резко снижает риск того, что другие страны-члены Парижского клуба последуют примеру Германии и выпустят еврооблигации в рамках монетизации части долга РФ.**

Благодаря впечатляющему объему финансового резерва и профициту бюджета РФ у правительства РФ нет необходимости выходить в следующем году на международный рынок заимствований. Таким образом, **в 2005 г размещение новых выпусков суверенных еврооблигаций РФ, скорее всего, не состоится,** тогда как объем погашения составит \$3 млрд (Россия-05).

Таким образом, **под влиянием этих событий спред Россия-30 может опуститься ниже 200 б.п.** с текущих 230-240 б.п.

Во 2-4 кв 2005 г российский долг будет следовать за КО США

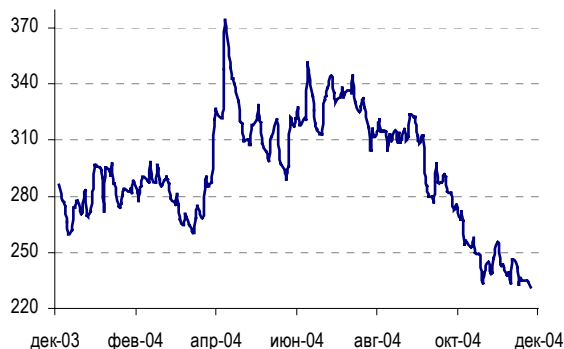
В результате сокращения спредов в 1 кв 2005 г еврооблигации РФ станут еще более чувствительны к конъюнктуре рынка госдолга США. Так как в настоящий момент отсутствуют другие внутренние события, способные кардинально улучшить отношение инвесторов к России, то во 2-4 кв 2005 г еврооблигации РФ будут следовать за американским долгом. Однако **усиление противостояния между бизнесом и властью может заставить инвесторов пересмотреть политические риски,** что неминуемо приведет к расширению спредов.

Возможное снижение цен на нефть в 2005 г будет менее губительным для российского долга, так как финансовый резерв создал некоторый запас прочности для российского правительства и повысил кредитоспособность России.

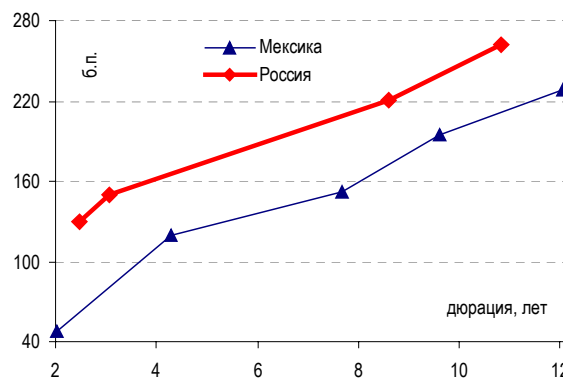
Инвестиционный рейтинг от S&P сократит спреды на 20-30 б.п.

Присвоение России инвестиционного рейтинга агентствами Moody's и Fitch заметно расширило спектр инвесторов и привело к сокращению спредов к доходности КО США до исторических минимумов (до 230-250 б.п. для Россия-30). Инвестиционный дом Merrill Lynch отреагировал на это решение, включив в конце ноября суверенный долг РФ в индекс облигаций с инвестиционным рейтингом.

Однако данное событие прошло почти незамеченным для российского внешнедолгового рынка по двум причинам. Во-первых, в конце года, инвестиционные фонды не стремятся наращивать объем длинных позиций по облигациям. Во-вторых, **“законодателем мод” для крупных консервативных фондов служит индекс Lehman Brothers, и для включения в него требуется инвестиционный рейтинг агентств S&P и Moody' s.** Кроме того, в требованиях к структуре активов большинства инвестиционных фондов оговаривается именно оценка S&P. Именно этим объясняется тот факт, что доходности еврооблигаций РФ по-прежнему превышают доходность долговых обязательств Мексики в среднем на 20-35 б.п., несмотря на более благоприятные экономические показатели. В частности, отношение внешнего долга РФ к ВВП в 2004 г снизилось до 20%, против 23% у Мексики. Финансовый резерв в объеме 463 млрд руб (~\$16.7 млрд) и золотовалютные резервы, достигшие к концу этого года \$120 млрд руб (с \$77,1 млрд на 2 января 2004 г) служат дополнительной гарантией кредитоспособности России. Для сравнения, объем золотовалютных резервов ЦБ Мексики составляет лишь \$61 млрд.

Илл. 3. Спред Россия-30 к КО США


Источник: Reuters, расчеты Альфа-Банка

Илл. 4. Премия еврооблигаций РФ к Мексике


Источник: Reuters

Последние обнадеживающие заявления представителей S&P, а также высокая оценка России другими агентствами (в ноябре 2004 Fitch присвоило РФ рейтинг BBB-, ранее в октябре Moody's повысило прогноз и так уже инвестиционного рейтинга ВааЗ до позитивного) позволяют рассчитывать на аналогичный шаг со стороны S&P. Мы полагаем, что уже в 1 кв 2005 г S&P может пересмотреть рейтинг России до инвестиционного уровня BBB-, что приведет к сокращению спредов российских еврооблигаций к доходности КО США на 20-30 б.п.

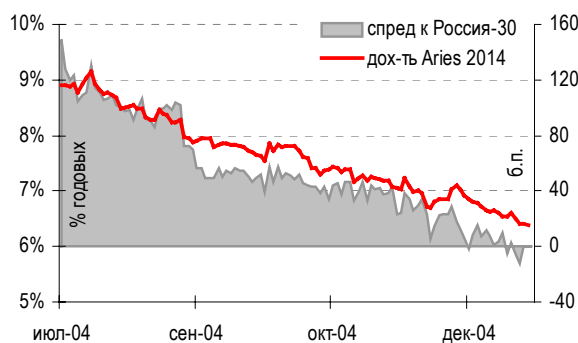
Aries: ценовые риски возросли

2 июля 2004 г Германия монетизовала часть российского долга, разместив долговые обязательства, обеспеченные платежами России Парижскому Клубу. Объем сделки составил \$6,1 млрд, вместо ранее ожидавшихся \$1,8-3,6 млрд, и был достигнут исключительно за счет высокой премии ко вторичному рынку.

Так, при размещении 10-летних Aries премия выпуска к доходности российской benchmark Россия-30 составила 185 б.п., к суверенной кривой - 250 б.п. (рассчитывается при помощи линейной интерполяции на основе дюрации). По 5-летнему выпуску Aries спред к кривой доходности европейских казначейских обязательств составил 436 б.п., что на 15 б.п. выше спреда по Газпрому-10, номинированному в евро.

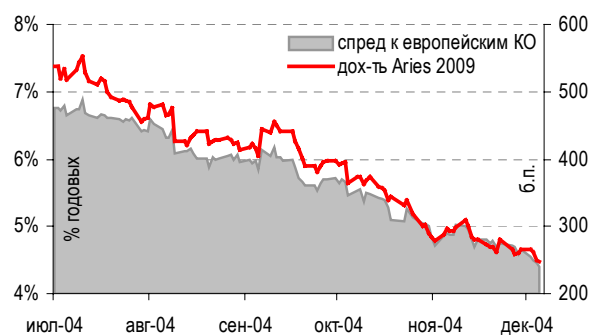
К концу года Aries полностью компенсировали свою недооцененность. В частности, доходность Aries 2014 в конце декабря не превышала доходность Россия-30. При этом премия к суверенной кривой доходности (рассчитываемая по дюрации) сократилась до 40 б.п. с 250 б.п. при размещении.

Илл. 5. Динамика Aries 2014



Источник: Reuters, расчета Альфа-Банка

Илл. 6. Динамика Aries 2009



Источник: Reuters, расчета Альфа-Банка

На наш взгляд, премия облигаций Aries ко вторичному рынку является неоправданно низкой, что увеличивает ценовые риски данных облигаций. При ухудшении конъюнктуры товарно-сырьевых рынков и экономической ситуации в России **снижение котировок Aries будет происходить более быстрыми темпами по сравнению с суверенными выпусками.** Основной причиной данной тенденции являются более высокие риски дефолта, заложенные в условиях эмиссии, так как эмитентом выступает не правительство России, а германская компания Aries Vermögensverwaltungs.

Во-первых, в случае дефолта держатели облигаций смогут получить лишь 20% от номинала, гарантированные правительством Германии, на чем претензии инвесторов к Германии и к РФ заканчиваются. Далее сделка по реструктуризации долга будет заключаться между Германией и Россией.

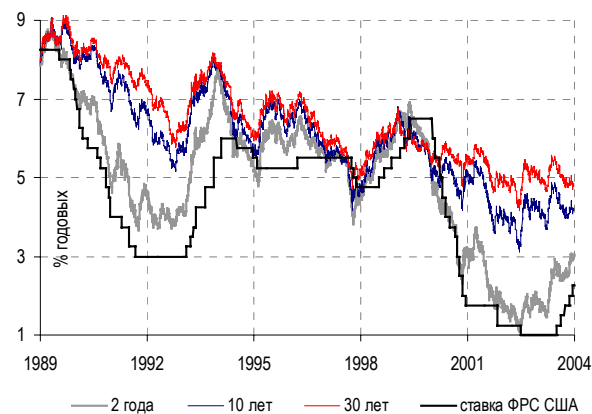
Во-вторых, дефолт объявляется в случае невыплаты 50 млн евро в течение 60 календарных дней, либо как только общая сумма просроченных платежей достигнет 250 млн евро. При этом невыплатой считается любой просроченный платеж в рамках всего долга РФ перед Германией (в среднем 14 млрд евро), а не только по выпущенным облигациям.

Рост доходностей КО США в 2005 г не будет значительным

30 июня 2004 г ФРС США перешла к политике повышения официальных ставок. С этого момента на каждой встрече Комитета по открытому рынку ключевая ставка пересматривалась на 25 б.п., что вывело ее к концу года на уровень 2,25% годовых (+125 б.п.). Однако доходности 10-летних КО США не реагировали на изменение официальных ставок, оставаясь в течение 2003-2004 гг в диапазоне 3,7-4,4% годовых. Доходности коротких выпусков, наоборот, уверенно росли, что привело к уменьшению угла наклонной кривой доходности КО США.

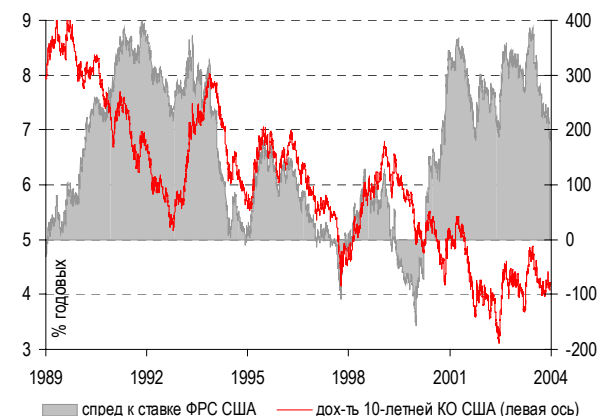
Как правило, более пологая кривая доходностей формируется под влиянием ожиданий, что официальные ставки повышаться не будут, что крайне маловероятно в 2005 г. По этой причине, мы полагаем, что в следующем году будет преобладать рост доходностей 10-летних КО США. При этом **основное снижение цен американских облигаций будет происходить в первом полугодии. Затем рост доходностей КО США замедлится, так как на долговом рынке будут усиливаться настрой на то, что период повышения официальных ставок США близится к завершению.**

Илл. 7. Динамика доходностей КО США



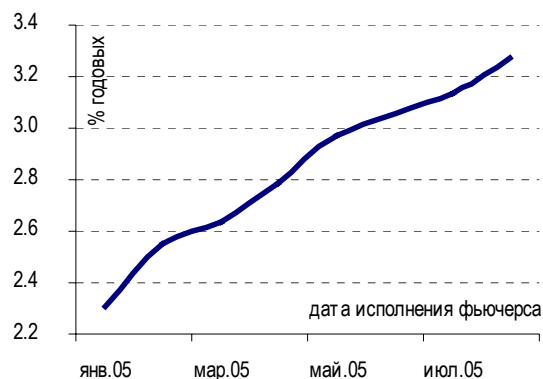
Источник: Bloomberg

Илл. 8. Влияние динамики ставки ФРС на КО США

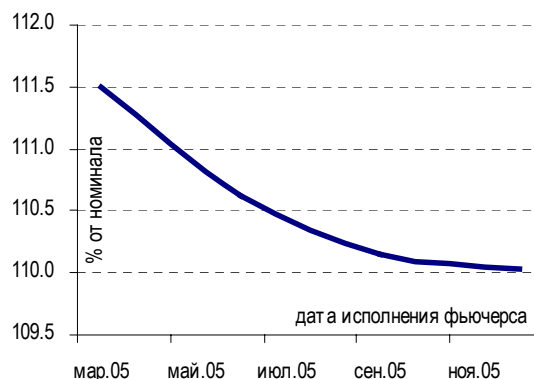


Источник: Bloomberg

В то же время, **резкого скачка доходностей длинных выпусков по итогам 2005 г не произойдет**, так как спред 10-летних КО США, хотя и снизился до 200 б.п., тем не менее, по-прежнему превышает средний уровень 100-200 б.п. Таким образом, повышение ставки ФРС будет провоцировать менее сильный рост доходностей 10-летних КО США, чем изменение самой ставки, что приведет к дальнейшему сокращению спредов к ключевой ставке. Мы прогнозируем, что к **концу 2005 г спред 10-летних КО США к ставке ФРС стабилизируется на уровне 100-150 б.п.**

Илл. 9. Фьючерсы на ставку ФРС США


Источник: Чикагская биржа

Илл. 10. Фьючерсы на цену 10-летних КО США


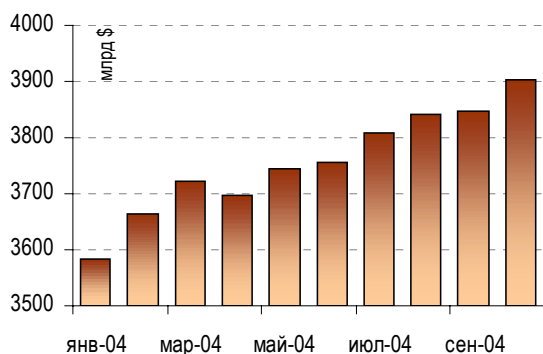
Источник: Чикагская биржа

Прогнозы, что к концу 2005 г ставка ФРС США может достичь 3,5-4% годовых позволяют оценить доходность 10-летних КО США на уровне 5% годовых. Данный сценарий вероятен при условии сохранения стабильного спроса на госдолг США со стороны иностранных инвесторов. В случае если существенное обесценение доллара заставит инвесторов и ЦБ ряда стран сократить долю долларовых активов, то рост доходностей КО США будет происходить гораздо более быстрыми темпами.

Спрос иностранных ЦБ на КО США может сократиться в 2005 г

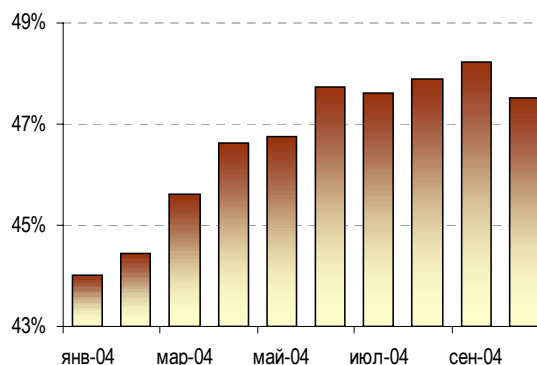
По оценкам правительства США дефицит бюджета в 2005 г составит \$364 млрд (или 3% ВВП). Несмотря на заметное сокращение дефицита по сравнению с 2004 г (\$521 млрд или 4,5% ВВП), правительство может столкнуться с трудностями при размещении по-прежнему большого объема КО США. Если в 2004 г положение спасал резко увеличившийся спрос на КО США со стороны иностранных инвесторов, то в 2005 г ситуация может измениться в худшую сторону.

Илл. 11. Объем рыночного госдолга США



Источник: Департамент Казначейства США

Илл.12. Доля рыночного госдолга США в инвест. портфелях иностранных инвесторов

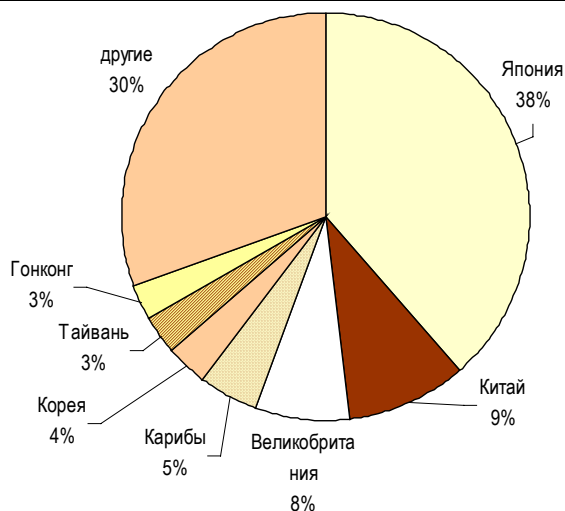


Источник: Департамент Казначейства США

Основными причинами ухудшения конъюнктуры рынка госдолга США могут стать 1) снижение интереса к долларovým активам в целом из-за обесценения доллара и 2) возможное сокращение объема покупок КО США со стороны инвесторов из Японии и Китая в результате изменения валютной политики этих стран.

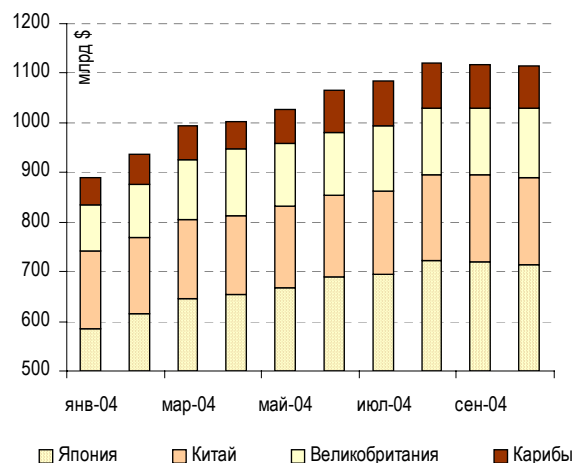
Резкое обесценение доллара на мировом валютном рынке и опасения его дальнейшего снижения из-за неактивной позиции правительства США могут заставить инвесторов пересмотреть структуру своих инвестиционных портфелей, постепенно сокращая долю долларовых активов. Наиболее **ощутимые негативные последствия для госдолга США будет иметь решение ЦБ ряда стран о сокращении доли долларов в золотовалютных резервах** (как правило, долларовая часть резервов инвестируется в КО США).

Другая угроза для госдолга США может исходить из изменения валютной политики стран Азии, таких как Япония, Китай, которые являются держателями 23% рыночного госдолга США. На протяжении последних нескольких лет эти страны активно покупали доллары на рынке Forex, сдерживая укрепление национальных валют. Так, ЦБ Японии в 2003 г купил \$301 млрд, в 1 кв 2004 г - \$130-140 млрд (для 2-4 кв оценки объема интервенций отсутствуют). Практически весь объем купленных долларов направлялся на покупку американских казначейских обязательств, обеспечивая мощную поддержку долговому рынку США.

Илл. 13. Крупнейшие держатели госдолга США


Источник: Департамент Казначейства США

* - проценты рассчитаны от объема рыночного госдолга в портфелях иностранных инвесторов \$1,86 трлн

Илл. 14. Динамика спроса на КО США


Источник: Департамент Казначейства США

Однако появились признаки того, что уже в 2005 г ситуация может измениться. Так, **правительство Японии может существенно сократить объем покупок долларов из-за улучшения экономической ситуации в стране.** Ранее основной причиной поддержания курса доллара против йены был слабый рост промышленного производства. Однако денежно-кредитная политика государства, по-видимому, начала приносить свои плоды. В январе-августе 2004 г рост пром.производства (год-к-году) составлял в среднем 5-9%. Не исключено, что покупки долларов ЦБ Японии продолжатся из-за того, что экономический рост еще носит нестабильный характер, но объем купленных долларов заметно сократится по сравнению с предыдущими годами.

Не исключено сокращение спроса на КО США и со стороны Китая. Скорее всего, **денежные власти Китая будут постепенно отказываться от жесткой привязки юаня к доллару.** Об увеличившейся вероятности данного сценария свидетельствует тот факт, что в конце октября 2004 г ЦБ Китая перешел к политике повышения ставок: впервые за последние 9 лет годовая учетная ставка была повышена на 27 б.п. – до 5,58% годовых. Переход к более гибкому курсу юаня неминуемо приведет к уменьшению спроса на госдолг США. Кроме того, официальные представители правительства Китая неоднократно заявляли о готовности сократить объем покупок КО США.

Таким образом, спрос со стороны двух крупнейших держателей госдолга США в 2005 г может начать сокращаться, что затруднит активные заимствования США на долговом рынке по приемлемым ставкам. В случае если иностранные инвесторы, главным образом, из Азии, не только уменьшат спрос, но и начнут активно продавать КО США, сокращая долю долларовых активов в своих инвестиционных портфелях, то рост доходностей заметно ускорится. В этом случае **уровень 5,5% годовых станет легко достижим для 10-летних КО США.**

Информация

Департамент рынка капиталов	Сергей Родионов, Директор Департамента (7 095) 745-7896
Управление ценных бумаг с фиксированной доходностью	Олег Белов, начальник Управления (7 095) 785-7403
Организация новых выпусков	Артур Сарибеков (7 095) 786-4897 Ольга Гороховская (7 095) 786-4877
Торговые операции	Игорь Панков (7 095) 786-4892 Кирилл Пестов (7 095) 785-7409 Константин Зайцев (7-095) 785-7408
Операции РЕПО и финансирование	Олег Артеменко (7 095) 785-7405
Управление производных инструментов	Саймон Вайн, начальник Управления (7 095) 792-5844
Управление валютно-финансовых операций	Игорь Васильев, начальник Управления (7 095) 788-6497
Аналитический отдел	Андрей Богданов, начальник отдела (7 095) 795-3613
Корпоративные облигации, новости	Екатерина Леонова (7 095) 785-9678
Рынки ГКО-ОФЗ, еврооблигаций	Валентина Крылова (7 095) 780-47-24
Адрес	Проспект Академика Сахарова, 12 Москва Россия 107078
Alfa Securities (Лондон)	Максим Шашенков (4420) 7588-8400
Отдел международных продаж	City Tower, 40 Basinghall Street
Телефон	London, EC2V 5DE
Адрес	

© Альфа-Банк, 2004 г. Все права защищены.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Содержащаяся в настоящем отчете информация была получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными. Тем не менее, мы не гарантируем точность данной информации, которая может быть сокращенной или неполной. Все мнения и оценки, содержащиеся в настоящем материале, отражают наше мнение на день публикации и подлежат изменению без предупреждения. Информация, представленная в настоящем материале, не предлагается в качестве единственного основания для принятия каких-либо решений в отношении рассматриваемых в настоящем материале ценных бумаг или компаний. Альфа-Банк может иметь длинные или короткие позиции по ценным бумагам и компаниям, упомянутым в настоящем отчете, или иметь в них финансовый интерес. Альфа-Банк не несет ответственность за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений или заявлений, или неполноты информации.