

Аналитики: Михаил Галкин, Максим Коровин, Дмитрий Смелов, Mikhail.Galkin@mdmbank.com

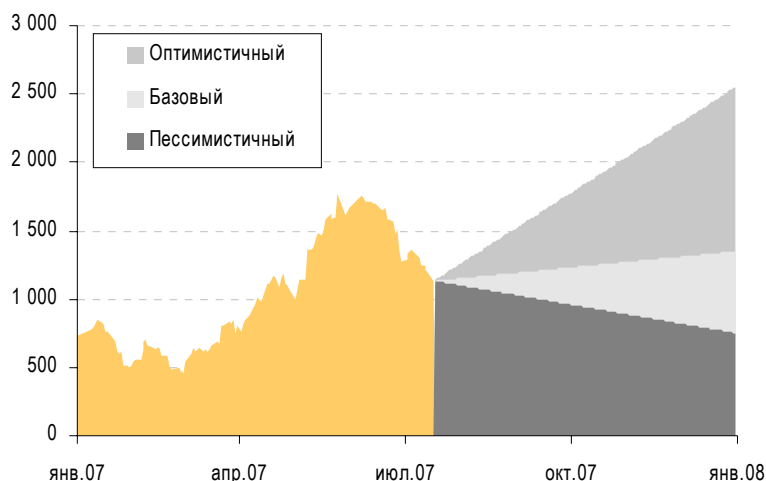
Ралли может продолжиться, но оно все больше напоминает «сжатие пружины»

- С апреля 2007 г. рынок рублевых облигаций находился в процессе затяжного ралли, которое происходило «наперекор» динамике еврооблигаций. Основная причина – избыточная рублевая ликвидность и низкие ставки денежного рынка, ставшие результатом рекордного притока капитала под «ЮКОСовские» аукционы и публичные размещения акций крупнейших госбанков.
- На наш взгляд, в перспективе ближайших 4-5 месяцев фундаментальные факторы, вероятнее всего, продолжат благоприятствовать рынку рублевых облигаций. Взвесив и оценив ключевые параметры, влияющие на объем ликвидности в банковской системе, мы пришли к выводу, что Минфину и ЦБ вряд ли удастся быстро стерилизовать избыточную денежную массу, сформировавшуюся в апреле-мае 2007 г. Поэтому ставки денежного рынка с большой вероятностью останутся на низких уровнях до конца 2007 г. Кроме того, в ситуации, когда экономика демонстрирует высокие темпы роста, а инфляционные риски растут, Центральный Банк, скорее всего, продолжит политику медленного укрепления номинального курса рубля к бивалютной корзине, что также окажет поддержку интересу инвесторов к рублевым облигациям.
- В то же время, рост котировок рублевых облигаций все больше напоминает нам процесс «сжатия пружины». Сил у рынка для удержания пружины на текущих уровнях или даже для ее дальнейшего сжатия еще хватает, но, в случае ослабления конъюнктуры, «откат» и коррекция могут быть очень существенными. Дело в том, что на текущих уровнях покупки ОФЗ и облигаций 1-го эшелона (в меньшей степени – выпусков 2-3 эшелонов) имеют смысл только как игра на левверидже. Из-за дешевизны «коротких денег» в настоящее время разница между доходностью рублевых облигаций и стоимостью РЕПО достигает 2-3%, что делает очень привлекательным формирование позиций «с кредитным плечом». В то же время, для инвесторов, не имеющих доступа к рефинансированию в рублях, длинные рублевые облигации выглядят непривлекательно. Как показывают наши графики и расчеты, с помощью еврооблигаций и валютных форвардов можно конструировать гораздо более доходные синтетические рублевые облигации.
- По нашим оценкам, уровень леввериджа на рынке рублевых облигаций сейчас стремительно растет. Это делает рынок очень уязвимым к любому ухудшению конъюнктуры. Ведь развертывание крупных позиций «с плечом» в условиях, когда весь рынок рублевых облигаций – это игра «вдлинную» (нет «шорта»), может обернуться достаточно драматичным, лавинообразным падением котировок.
- Наши выводы и рекомендации можно сформулировать так. Мы считаем, что для инвесторов, имеющих возможность использовать левверидж для увеличения прибыльности своего портфеля, эта стратегия пока отнюдь не выглядит абсурдной, но риски возрастают. Остальным имеет смысл исключить длинные выпуски ОФЗ и первого эшелона из своих портфелей в пользу облигаций 2-3 эшелонов и еврооблигаций, активно осваивая валютные форварды как инструмент арбитража. При этом, всем инвесторам важно понимать, что наиболее ликвидный сегмент рынка рублевых облигаций вступил в ту фазу роста, где игра идет исключительно на левверидже. Это увеличивает общий риск снижения котировок рублевых облигаций.

Сформировавшийся избыток ликвидности скорее сохранится

Мы провели оценку влияния различных факторов на объем рублевой ликвидности в банковской системе. В соответствии с нашим базовым сценарием, сумма остатков на корсчетах и депозитов банков в ЦБ по итогам 2007 г. не опустится ниже 1.2 трлн. рублей, чего должно быть достаточно для сохранения ставок денежного рынка на текущих низких уровнях.

Диаграмма 1. Прогноз объема ликвидности в банковской системе, млрд. руб.



Источник: ЦЭК при Правительстве РФ, расчеты МДМ-Банка

Только в рамках исследованного нами умеренно-пессимистичного сценария сумма корсчетов и депозитов к концу 2007 г. снизится до 700 млрд. руб. Этот сценарий предполагает минимальный приток капитала во 2-м полугодии, а также активную бюджетную стерилизацию (на уровне 2006 г.). Учитывая растущие аппетиты к бюджетным расходам в предвыборный год, реализация столь жесткой бюджетной политики кажется нам маловероятной. Все эти выводы сделаны на основании модели, которая представлена в Таблице 1:

Таблица 1: Основные параметры модели прогнозирования ликвидности.

| | 2005 | 2006 | январь-май 2007 | Прогноз на январь-декабрь 2007 г. | | |
|---|------------|------------|-----------------|-----------------------------------|----------------|------------------|
| | | | | Базовый | Пессимистичный | Оптимистичный |
| «Причины рублевой эмиссии»: | | | | | | |
| Торговый баланс (ЦБ), млрд. \$ | 118 | 139 | 53 | 112 | 96 | 140 |
| Чистый приток капитала, млрд. \$ | -1 | 42 | 64 | 70 | 70 | 90 |
| Инструменты стерилизации: | | | | | | |
| Стабфонд*, млрд. долл. | -48 | -69 | -28 | -59 | -52 | -74 |
| Профицит (кассовое исполнение), млрд. \$ | -57 | -76 | -30 | -74 | -86 | -62 |
| Внутренний долг (чистое привлечение), млрд. \$ | -3 | -7 | -5 | -8 | -8 | -8 |
| ОБР (чистое привлечение)**, млрд. \$ | -10 | -7 | -12 | -13 | -15 | -10 |
| Прочие факторы, млрд. \$ | -8 | -12 | -5 | -5 | -5 | -5 |
| ИТОГО изменение ликвидности, млрд. \$: | -9 | 10 | 37 | 22-27 | -1-4 | 70-75 |
| Ликвидность на конец периода, млрд. \$ | 18 | 28 | 64 | 50-55 | 27-32 | 98-103 |
| Ликвидность на конец периода, млрд. руб. | 505 | 718 | 1665 | 1275-1405 | 690-816 | 2500-2627 |

*С поправкой на погашение внешнего долга России. Источник: Банк России, Bloomberg, Reuters, оценки МДМ-Банка

На наш взгляд, ключевой «переменной» в данной модели, спрогнозировать которую сложнее всего, является именно размер бюджетной стерилизации. В частности, от того, насколько успешно Минфину удастся откладывать кассовые расходы, и успеет ли правительство в 2007 г. потратить налоговые долги ЮКОСа (уже частично перечислены в бюджет, общая цена вопроса – более 400 млрд. руб.), будет зависеть реализация того или иного сценария.

Наши оценки показателей торгового баланса, профицита бюджета, прироста ВВП и курса рубль/доллар основаны на консенсус-ожиданиях экономистов, опубликованных агентством Reuters по результатам опроса от 30 марта 2007 г. Мы лишь несколько скорректировали прогноз размера профицита бюджета: в базовом сценарии мы исходили из предположения, что он составит 6.0% от ВВП, в пессимистичном – 7.0%, в оптимистичном – 5.0% (фактическое значение в 2006 г. – 7.4%). Кроме того, в качестве максимально возможного значения торгового баланса мы взяли 140 млрд. долл. (верхняя граница из опроса Reuters – 169 млрд. долл. – кажется просто недостижимой).

Для денежной оценки ВВП мы использовали подготовленный МЭРТ прогноз социально-экономического развития России на период до 2009 г., согласно которому объем ВВП по итогам 2007 года составит 31.2 трлн. руб.

Мы также предположили, что в Стабфонде в 2007 г. будет стерилизовано порядка 53-55% чистого экспорта, что соответствует уровню 2005-2006 гг. При оценке чистой эмиссии внутреннего долга, мы опирались на озвученные Минфином планы по выпуску ОФЗ в 2007 г.

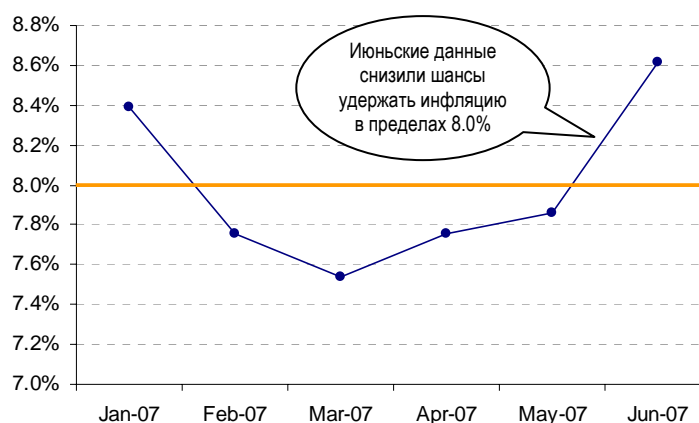
Прогнозы по притоку капитала в Россию неоднократно озвучивались в СМИ представителями органов власти: цифра в 70 млрд. долл. является оценкой Банка России, 90 млрд. долл. – прогноз вице-преьера Сергея Нарышкина.

Укрепление рубля, вероятно, продолжится

Мы полагаем, что Банк России продолжит политику медленного укрепления номинального курса рубля к валютной корзине. Причин тому несколько.

Во-первых, существенно возросли риски того, что правительство и ЦБ не уложатся в норматив по инфляции, установленный на 2007 г. После достаточно успешного 1-го квартала, в апреле-июне мы увидели ускорение темпов инфляции.

Диаграмма 2. Накопленная инфляция за 12 месяцев



Источник: ЦЭК при Правительстве РФ, расчеты МДМ-Банка

Во-вторых, важным аспектом является то, что причины ускорения инфляции носят в значительной степени немонетарный характер. На наш взгляд, в ускорении инфляции, которое мы увидели во 2-м квартале, по большей части «виноват» слабый урожай 2006-2007 гг. Во всяком случае, это предположение косвенно подтверждается увеличением разрыва между базовым и общим индексами потребительских цен, а также динамикой производства в сельском хозяйстве в конце 2006 – начале 2007 гг. (см. Диаграммы 3-4):

Диаграмма 3. Накопленная инфляция

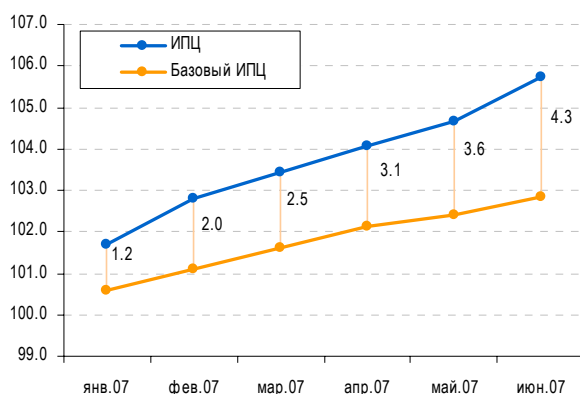
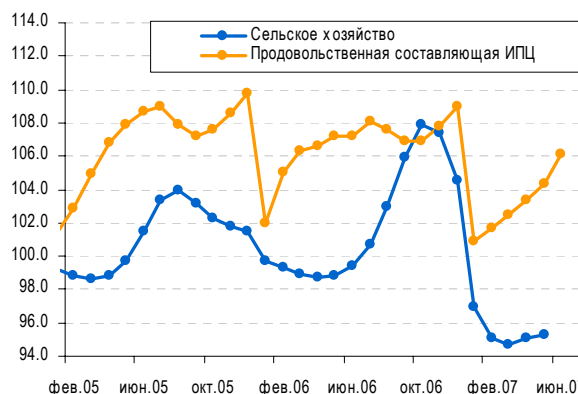


Диаграмма 4. Индексы производства с/х и продовольственных цен



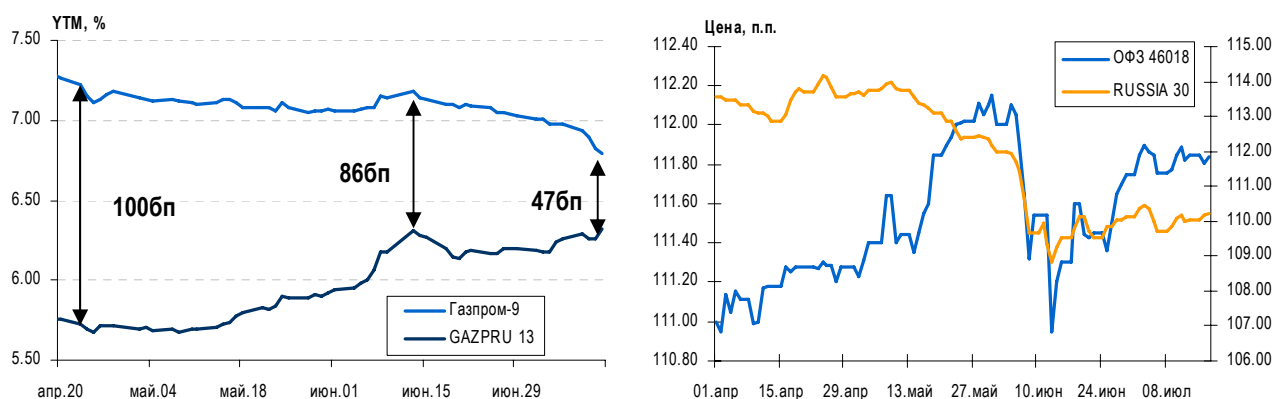
Источник: ЦЭК при Правительстве РФ, расчеты МДМ-Банка

В условиях, когда инфляция вызвана дефицитом продукции, номинальное укрепление курса рубля является, безусловно, наиболее эффективной мерой, позволяющей удешевить импорт и, таким образом, сдерживать рост цен на потребительские товары. Аргументы промышленного лобби, выступающего против укрепления рубля, в ближайшие месяцы вряд ли будут услышаны – судя по последним статистическим данным, промышленность чувствует себя достаточно уверенно. Темпы роста промышленности впечатляют: за первые пять месяцев 2007 г. промпроизводство выросло на 7.4%.

ОФЗ и первый эшелон теперь интересны только с левериджем

Начиная с апреля 2007 г., рынок рублевых облигаций находится в процессе затяжного ралли. При этом рынок долларовых российских еврооблигаций демонстрирует обратную динамику.

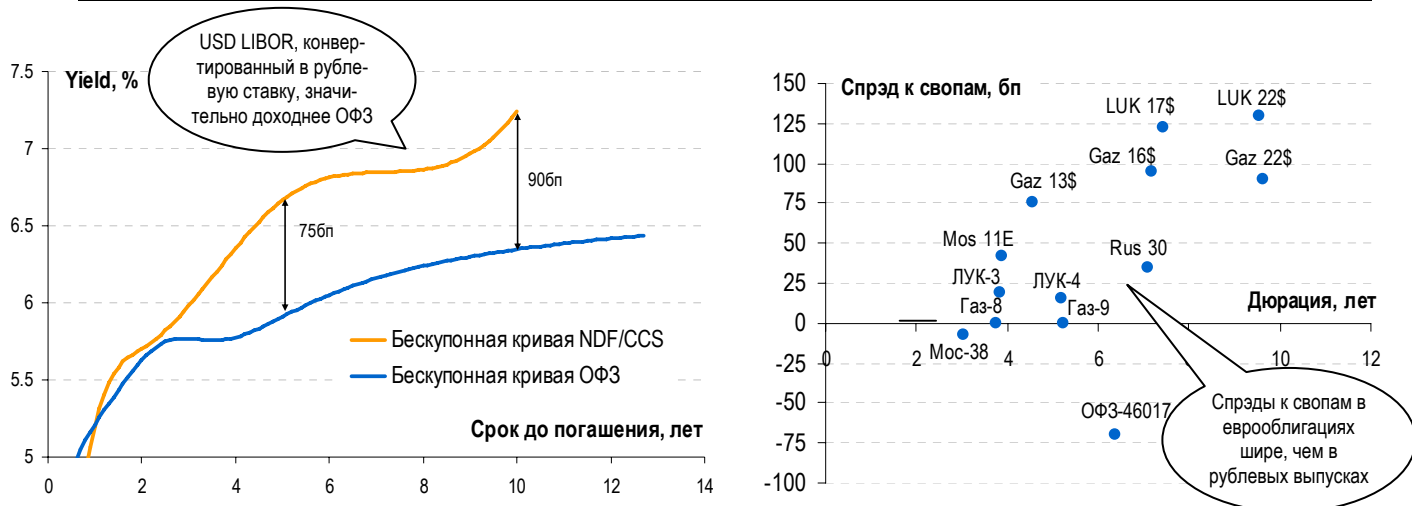
Диаграмма X. Сравнительная динамика рублевых выпусков и еврооблигаций России и Газпрома



Источник: ММВБ, Bloomberg, расчеты МДМ-Банка

Учитывая консенсус-ожидания рынка относительно динамики номинального курса рубля, отраженные в валютных форвардах, на начало апреля, с точки зрения абсолютных значений доходностей, рублевые выпуски госбумаг и первого эшелона уже выглядели значительно переоцененными. Мы писали об этом в нашем спец. обзоре от 12 апреля («Процентные свопы, шаг №2: о Z-спрэдах, графиках и «перегретости» рынка»). С тех пор ситуация практически не изменилась, т.е. синтетические инструменты, сконструированные при помощи долларовых облигаций и валютных форвардов или процентных свопов, позволяют получать большую доходность по сравнению с доходностью длинных рублевых облигаций (см. Диаграммы 6-7).

Диаграммы 6-7. Иллюстрация переоцененности длинных рублевых облигаций без учета леввериджа



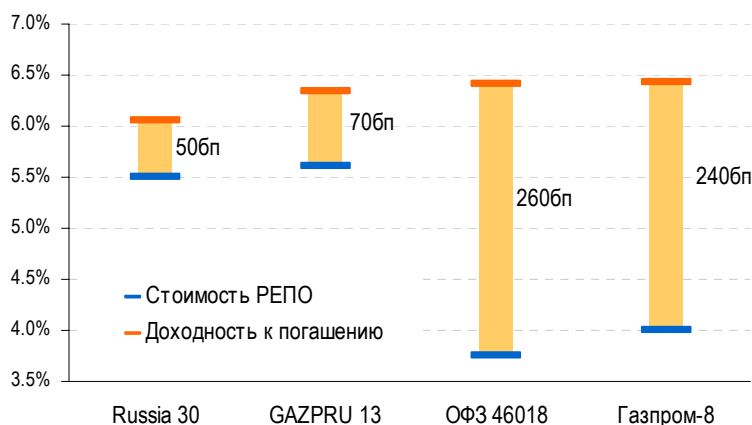
Источник: ММВБ, Bloomberg, Reuters, оценки МДМ-Банка

Для российских участников рынка облигаций, по большей части не имеющих доступа к валютным форвардам, ОФЗ и первый эшелон, с точки зрения «абсолютной» доходности, уже давно не соответствуют стоимости фондирования и целевой доходности облигационных портфелей.

Так почему же продолжается столь впечатляющее ралли в ОФЗ и облигациях первого эшелона? Ответ, на самом деле, очевиден для многих – на текущих уровнях эти облигации привлекательны по причине значительной разницы между их доходностью и стоимостью РЕПО (в некотором роде «carry trade»). В настоящее время эта разница достигает 2.5-3.0% – это очень много. Из-за сформировавшегося в результате притока капитала в апреле-мае избытка рублевой ликвидности короткие ставки российского денежного рынка (в т.ч. РЕПО) опустились до очень низких значений – 2.5%-4.5%. Эти уровни существенно ниже долларовых ставок (USD LIBOR сейчас около 5.4%). В такой ситуации с использованием леввериджа («плеча») в ОФЗ и выпусках первого эшелона можно выстраивать позиции с текущей доходностью до 30-40% и более. При этом, большой разрыв между доходностью и стоимостью рефинансирования позиций снижает традиционно высокие для «leveraged» позиций риски ценовых колебаний облигаций (чем больше разрыв, тем, при прочих равных, выше «запас прочности» таких позиций).

Для сравнения, в еврооблигациях разница между доходностью и стоимостью РЕПО для российских суверенных выпусков и выпусков крупнейших госкомпаний и госбанков составляет сейчас не более 1.0%.

Диаграмма 8. Маржа между доходностью и стоимостью РЕПО для рублевых и еврооблигаций в июле 2007 г.



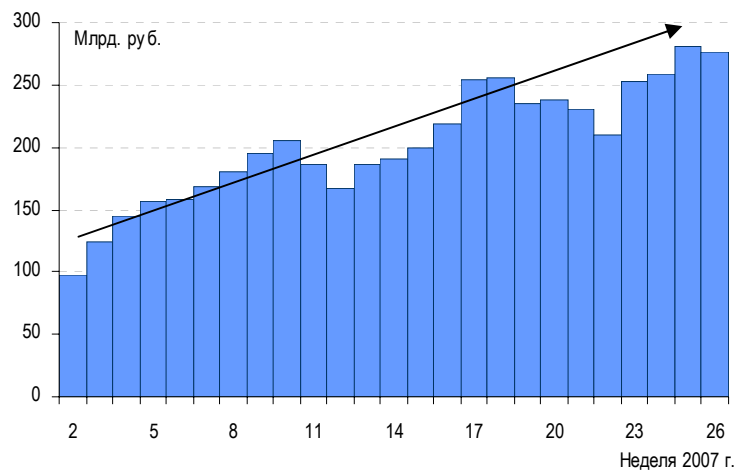
Источник: ММВБ, оценки МДМ-Банка

Уровень левериджа в системе возрастает, увеличивая риски

О возросшем за последние месяцы уровне левериджа в рублевых облигациях свидетельствует статистика ММВБ – за период с начала 2007 г. по июль объем операций РЕПО вырос более чем в 2 раза. При этом, по отдельным бумагам 1-го эшелона (например, Газпром-8) дневные объемы РЕПО в начале июля нередко составляли около 40% от объема выпуска (!).

Рост левериджа делает рынок очень уязвимым к любому ухудшению конъюнктуры. Такое ухудшение может быть спровоцировано, например, ростом доходностей US Treasuries и еврооблигаций, резким и продолжительным снижением цен на нефть, более жесткой бюджетной стерилизацией (см. пессимистичный сценарий раздела о ликвидности), успехами властей в сдерживании инфляции, оттоком капитала в случае значительного укрепления рубля, общим эффектом “risk aversion” (выходом иностранных инвесторов из активов Emerging Markets) или какими-то экстраординарными мерами ЦБ по повышению ставок денежного рынка.

Диаграмма X. Объем РЕПО с корпоративными облигациями и ОФЗ за неделю



Источник: ММВБ, оценки МДМ-Банка

Пока ни одно из этих событий не кажется нам очень вероятным. Тем не менее, если конъюнктура ухудшится, развертывание крупных позиций «с плечом» в условиях, когда весь рынок рублевых облигаций – это игра «вдлинную» (из-за инфраструктурных недостатков позиции «шорт» практически никто не открывает), может обернуться достаточно драматичным, лавинообразным падением котировок.



Финансовая группа МДМ
Инвестиционный
департамент
Котельническая наб.,
33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Управления торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

| | |
|--------------------|------------------|
| Линаида Еремина | +7 495 363 55 83 |
| Дмитрий Омельченко | +7 495 363 55 84 |
| Наталья Ермолицкая | +7 495 960 22 56 |
| Коррадо Таведжиа | +7 495 787 94 52 |
| Дарья Грищенко | +7 495 363 27 44 |

Отдел торговли долговыми инструментами

| | |
|------------------|------------------------------|
| Николай Панюков | Nicolay.Panyukov@mdmbank.com |
| Александр Зубков | Alexander.Zubkov@mdmbank.com |
| Евгений Лысенко | Evgeny.Lysenko@mdmbank.com |

Отдел РЕПО

| | |
|-----------------|----------------------------|
| Алексей Базаров | Alexei.Bazarov@mdmbank.com |
| Денис Анохин | Denis.Anokhin@mdmbank.com |

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

| | | | |
|-----------------|----------------------------|----------------|---------------------------|
| Михаил Галкин | Mikhail.Galkin@mdmbank.com | Максим Коровин | Maxim.Korovin@mdmbank.com |
| Денис Воднев | Denis.Vodnev@mdmbank.com | Дмитрий Смелов | Dmitry.Smelov@mdmbank.com |
| Ольга Николаева | Olga.Nikolaeva@mdmbank.com | | |

Телекомы

| | |
|----------------------|----------------------------------|
| Екатерина Генералова | Ekaterina.Generalova@mdmbank.com |
|----------------------|----------------------------------|

Электроэнергетика

| | |
|-----------------------|-----------------------------------|
| Джордж Лилис | George.Lilis@mdmbank.com |
| Владислав Нигматуллин | Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com |

Редакторы

| | |
|--------------------|---------------------------------|
| Томас Лавракас | Thomas.Lavrakas@mdmbank.com |
| Екатерина Огурцова | Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com |
| Андрей Гончаров | Andrey.Goncharov@mdmbank.com |
| Михаил Ременников | Mikhail.Remennikov@mdmbank.com |

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

© 2007, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, 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.