Еврооблигации: пульс рынка

МИРОВЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ. ИТОГИ ГОДА

Основным событием 2006 года на рынке мирового капитала, на наш взгляд, стало прекращение роста доходности по американским государственным облигациям на фоне длительной паузы, а возможно, и остановки политики ФРС США по повышению процентной ставки по федеральным фондам, начатой в июне 2004 года. Последний раз ФРС США повысила процентную ставку 29 июня 2006 года до 5.25%, после этого доходность по государственным облигациям начала снижаться при достаточно высокой волатильности, вызванной противоречивыми высказываниями официальных представителей финансовой системы США и неоднозначными оценками перспектив американской экономики.

В первом квартале 2007 года мы ожидаем сохранения высокой волатильности в UST. В дальнейшем, при выявлении каких-то более четких тенденций в экономических показателях, возможно, политика ФРС и изменится, но мы предполагаем, что ставка не изменится за год более чем на 50 пунктов в какую-либо из сторон от текущего уровня. Наиболее вероятным сценарием является снижение ставки на 25 пунктов за 2007 год.

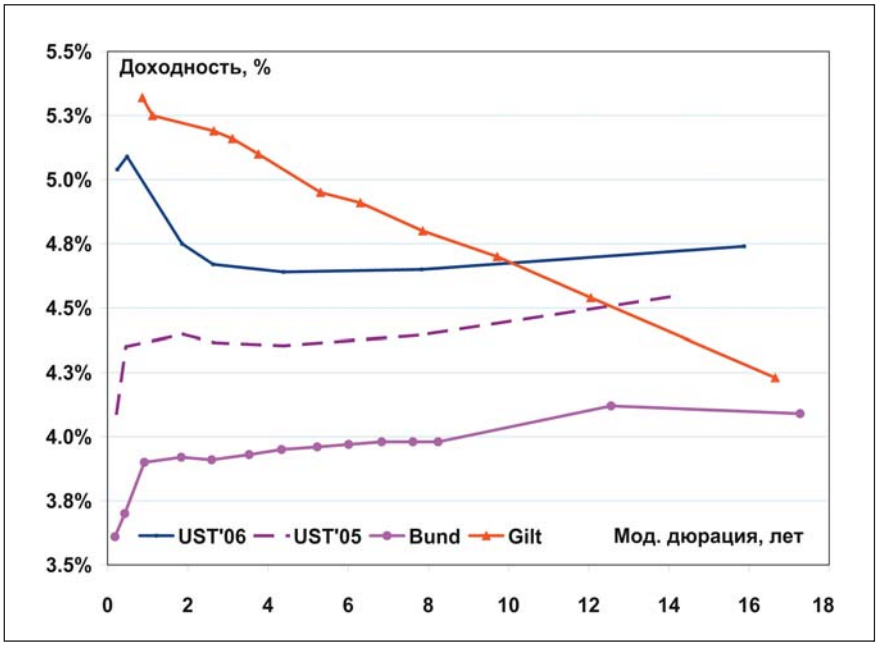
Вслед за ФРС США последовали и другие мировые центральные банки: два раза за 2006 год и уже один раз в 2007 году поднял ставку Банк Англии (до 5.25%), четыре раза ЕЦБ — до уровня 3.5%, и один раз поднял ставку Банк Японии (до 0.25%). Основным аргументом центральных банков относительно повышения процентной ставки является борьба с инфляцией (за исключением Японии, в которой долгое время наблюдалась дефляция), другим резоном является необходимость совершения ответных действий в конкуренции за мировые капиталы. Ставки LIBOR за 2006 год в среднем выросли на 120 пунктов в евро, на 70–80 пунктов в долларах и фунтах и на 50 пунктов в иенах. Мы ожидаем, что в следующем году ставка ЕЦБ может подняться на 50 пунктов. Дальнейших изменений ставки Банка Англии мы не ожидаем, но при возможных изменениях конъюнктуры на рынке капитала, вероятнее всего, она будет следовать ставке ФРС. При окончательном выходе Японии из состояния дефляции Банк Японии, вероятно, продолжит повышение ключевых процентных ставок ориентировочно на 25–50 пунктов за год.

Повышение мировых процентных ставок в частности отразилось на увеличении инверсии в кривой доходности американских государственных облигаций (то есть ситуации, когда доходность краткосрочных бумаг превышает доходность долгосрочных), привело к усилению инверсии в английских долгах и значительному выпрямлению кривой доходности облигаций Германии (в ноябре 2006 года даже наблюдалась инверсия — впервые с 2000 года). Инверсия, ранее редкое явление, в прошлом зачастую предшествовала экономическому спаду. К тому же, она сильно влияет на финансовые рынки: заемщики обычно финансируют свои долгосрочные займы за счет краткосрочных. Но многие экономисты считают, что данная инверсия не является предвестником существенного замедления роста, и связывают данное движение ставок со спекулятивной игрой участников рынка на кривой доходности на фоне тенденции повышения процентных ставок и с высоким спросом на долгосрочные казначейские бумаги со стороны азиатских центральных банков и многих других институциональных инвесторов.

Доходность еврооблигаций развивающихся рынков традиционно достаточно сильно зависит от доходности американских облигаций как с точки зрения спредов, так и в абсолютном выражении. Но и здесь необходимо выделить новую тенденцию, сформировавшуюся в 2006 году: спред между доходностями по облигациям развивающихся рынков и доходностью базовых активов после первого квартала 2006 года перестал сужаться. Доходности по индикативным бондам на развивающихся рынках слишком сильно отреагировали только на высокую неопределенность поведения процентных ставок перед результатами заседания ФРС в конце июня (одни ожидали повышения ставки ФРС сразу на 50 пунктов, другие — паузу в действиях ФРС). Гораздо большую волатильность в поведение облигаций развивающихся рынков начали вносить экономические и политические факторы, внутренние для каждой конкретной страны. Это, с одной стороны, приведет к увеличению информационно-аналитического освещения данных рынков, так как интерес инвесторов все больше будет распространяться и на внутренние выпуски, номинированные в местной валюте. С другой стороны, данная тенденция приведет к высокой волатильности на данных рынках на фоне пока еще слабой осведомленности о проблемах и перспективах каждой конкретной экономики из общей совокупности развивающихся рынков.

Отметим, что JP Morgan перестал рассчитывать спреды по Нигерии и Марокко, начал рассчитывать по Индонезии. В ближайшем будущем JP Morgan, возможно, перестанет рассчитывать спреды по Польше и Болгарии, сместив свои инвестиционные предпочтения в сторону азиатского и/или африканского региона, снижая долю европейского. Возможно,

Кривые доходности США, Германии и Англии на конец 2006 года

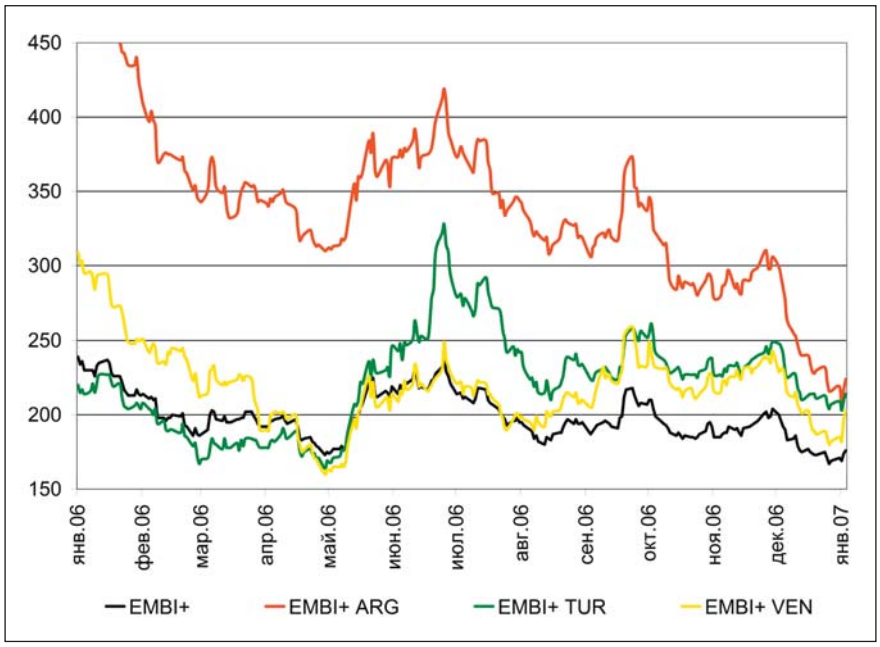


в расчет спредов войдут казахские бонды. По-прежнему существует группа развивающихся рынков, по которым все ведущие агентства и мировые банки дают исключительно положительные прогнозы. К таким странам традиционно относятся страны BRIC (Бразилия, Россия, Индия и Китай).

КОНЪЮНКТУРА РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ В ДЕКАБРЕ 2006 ГОДА

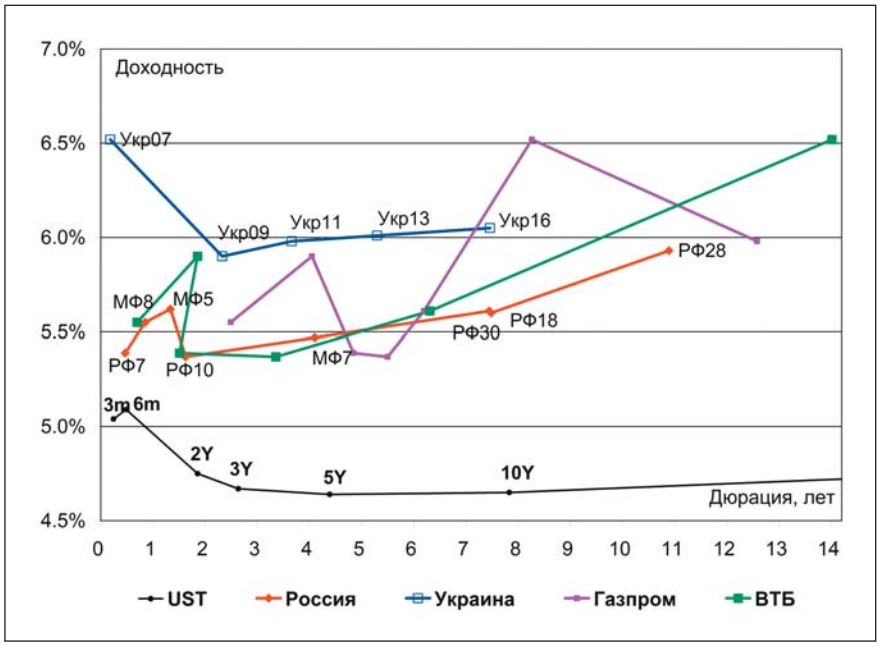
Несмотря на общую тенденцию 2006 года, в декабре доходность по американским бумагам показала рост на фоне публикации информации о более благоприятных, чем ожидалось, экономических данных США и многочисленных заявлений о росте инфляционного риска, которые снизили ожидания понижения ставки ФРС. Доходность по десятилетним американским казначейским облигациям UST выросла более чем на 20 пунктов.

При данном поведении базовых активов спреды по облигациям развивающихся рынков сузились до нового рекордного уровня. Спред по индексу JP Morgan EMBI+ составил 167 базисных пунктов к UST на 28 декабря 2006 года, снизившись за месяц на 30 пунктов. В декабре спреды снизились по всем странам, причем сильнее всего (более чем на 40 пунктов) снизились спреды по еврооблигациям таких стран, как Аргентина, Венесуэла, Египет и Филиппины. Исключением в декабре стал спред по бумагам Эквадора, который вырос в декабре более чем на 300 пунктов до уровня в 920 пунктов. Недавно избранный президент Эквадора Рафаэль Корреа, кандидат от левых партий, заявил о желании пересмотреть многосторонние и двусторонние долговые обязательства страны с возможным дефолтом по внешнему долгу.



Спреды EMBI+ Emerging Markets

В начале января спреды по развивающимся рынкам начали расширяться на фоне значительного снижения цен на нефть и заявления недавно переизбранного президента Венесуэлы Уго Чавеса о намерении национализировать энергетические компании страны и крупнейшую телекоммуникационную компанию. Заявление Чавеса усилило опасения инвесторов и аналитиков относительно ухудшения макроэкономических фундаментальных индикаторов и делового климата в стране, а рейтинговое агентство Standard & Poor's снизило свой прогноз по рейтингам Венесуэлы с позитивного до стабильного.

В декабре кривая доходности по суверенным бумагам России и Украины все больше стала напоминать американскую: доходности по краткосрочным бумагам начинают превышать среднесрочные. За суверенами частично последовал и корпоративный сегмент. Доходность индикативных российских суверенных еврооблигаций Россия-30 практически весь декабрь находилась около уровня в 5.55%, но в конце декабря — начале января выросла более чем на 10 пунктов на фоне падения цен на нефть и роста доходности по американским облигациям. Похожая динамика наблюдалась и в индикативных бумагах Украина-13, на конец года доходность составила 6.08%, спред между Украиной-13 и Россией-30 составил 42 пункта, что на 10 пунктов меньше значения на конец ноября. Спред EMBI+ Россия на конец года составил 96 пунктов, EMBI+ Украина — 132 пункта, снизившись за месяц на 17 и 28 пунктов соответственно.

Карта рынка еврооблигаций СНГ на конец месяца