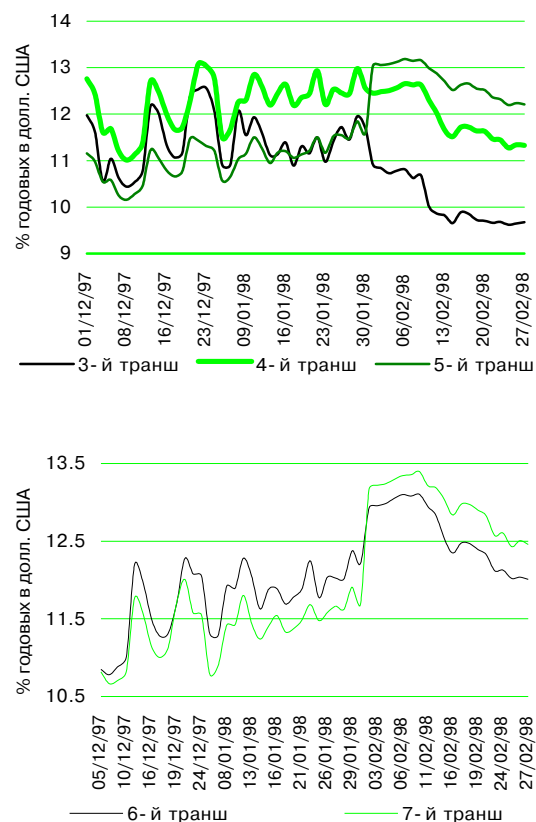


MinFin Market

Growing liquidity of MinFin bonds was the main characteristic of the MinFin market in the second half of the previous month. Observers believe that this is an indirect proof of foreign investors' growing interest in Russian securities (investments in MinFin bonds bear no risks associated with further devaluation of the ruble). During that period, investments in MinFin bonds earned their holders returns amounting to 27 to 67% per year in US dollars.

Доходность ОВВЗ к погашению



Рынок ОВВЗ

Основной отличительной чертой истекшего месяца на рынке ОВВЗ стало повышение ликвидности обращающихся на нем финансовых инструментов во второй половине рассматриваемого периода. По мнению наблюдателей, это изменение является косвенным подтверждением того факта, что интерес иностранных инвесторов к российским ценным бумагам значительно повысился (поскольку, действительно, вложения в данные бумаги лишены какого-либо риска, связанного с девальвацией рубля).

В начале месяца на рынке ОВВЗ нельзя было выделить какую-либо устойчивую ценовую тенденцию. Движение котировок в ту или иную сторону, при сложившейся конъюнктуре рынка «вэбровок», определялось в первую очередь наличием заказов на покупку валютных облигаций Минфина со стороны зарубежных участников рынка, а также появлением информации, касающейся перспектив привлечения РФ внешних инвестиций. При этом указанные сообщения в описываемый период носили преимущественно негативный характер. Так, 3 февраля в СМИ было опубликовано заявление представителей международного агентства Moody's о том, что кредитный рейтинг РФ может быть в ближайшее время понижен. Неделями позже аналогичное мнение высказало агентство Fitch IBCA.

Следует отметить, что хотя приведенные заявления и повлияли на рынок негативным образом, но к «обвалу» котировок не привели - понижение среднего уровня цен произошло в основном за счет увеличения спреда между котировками на покупку и на продажу ОВВЗ, обусловив тем самым снижение уровня ликвидности последних. Негативный характер этой информации был смягчен несколькими факторами.

Во-первых, как считают непосредственные участники рынка, вероятность ухудшения рейтингового показателя РФ уже отчасти заложена в текущем уровне цен ОВВЗ; об этом, в частности, свидетельствует значительно более высокий уровень доходности российских «внешних» бумаг по сравнению с финансовыми инструментами стран с аналогичным рейтингом. Следовательно, резкое падение котировок «вэбровок», связанное с фактом возможного понижения рейтингового показателя страны, маловероятно.

Во-вторых, оценка рейтинговыми агентствами экономической ситуации в РФ рассматривается многими аналитиками как заниженная (что скорее всего обусловлено последствиями азиатского кризиса), так как ухудшения фундаментальных параметров экономики РФ по сравнению с 1996 г. в прошедшем году отмечено не было.

В-третьих, многие инвесторы на данном этапе относятся к кредитному рейтингу того или иного эмитента лишь как к индикативному показателю, так как после недавнего финансового кризиса на мировых фондовых рынках инвестиционные решения принимаются ими на основе более детального анализа конкретных инструментов, нежели тот, на котором основываются в своих оценках рейтинговые агентства.

Тем не менее, несмотря на обилие негативных сообщений по итогам первой половины месяца, прирост цен ОВВЗ в среднем по

всем траншам составил 0.39 процентного пункта. По мнению экспертов АЛ «Веди», данное повышение котировок было достигнуто, в основном, усилиями отечественных операторов, которые оценивали в этот период валютные облигации Минфина как инвестиционно привлекательный инструмент - особенно по сравнению с другими «внешними» бумагами, обращающимися на рынках категории emerging markets.

Во второй же половине февраля ситуация на рынке стабилизировалась: спрэды между котировками на покупку и продажу ОВВЗ стали постепенно снижаться и начала проявляться тенденция к повышению цен. Причин для подобного изменения конъюнктуры рынка в положительную сторону было несколько. Основной из них безусловно следует признать успешные итоги визита в Москву директора-распорядителя МВФ М. Камдессю. Так, МВФ принял решение продлить программу расширенного кредитования РФ до 2000 г. и, в частности, согласовать в ближайшем будущем вопрос о выделении России дополнительных займов, кредитование же в 1998 г. будет вестись без задержек по ранее согласованному плану. При этом М. Камдессю отметил значительные успехи ЦБ РФ в процессе стабилизации курса рубля, а также некоторые достижения в сфере сбора налогов в первом месяце 1998 г. Вместе с тем глава МВФ высказал пожелание, чтобы расходная часть бюджета была все-таки сокращена (четвертое чтение данного документа в Госдуме РФ состоится 4 марта), а реформы в налоговой сфере шли более эффективно. Аналогичное мнение высказали посетившие Москву чуть позже представители агентств Moody's и Fitch IBCA.

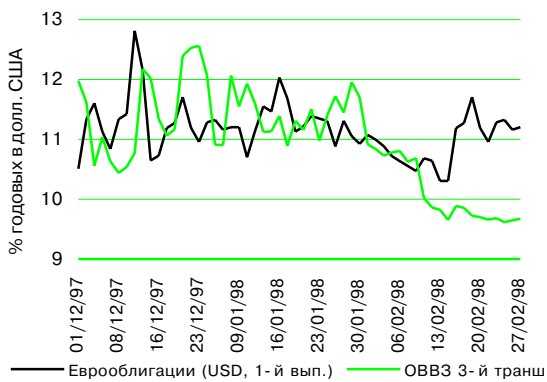
Названные события создали на рынке ОВВЗ достаточно благоприятный фон, который в конце февраля реализовался в стабильный рост котировок «вэбровок». В целом же по итогам месяца валютные облигации Минфина принесли своим держателям доход в размере от 27 до 67% годовых в долларах США.

Дополнительным фактором, способствовавшим формированию восходящего ценового тренда, стал визит президента РФ Б. Ельцина в Италию в конце первой декады февраля, в ходе которого членам российской делегации удалось достигнуть договоренности с рядом

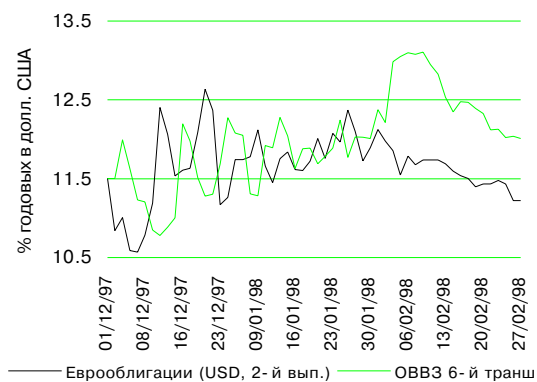
Показатели рынков ОВВЗ и федеральных еврооблигаций (по состоянию на 27/02/98)

Инструмент	Дата погашения	Купонная ставка, % годовых в долл. США	Цена, % от номинала	Доходность к погашению, % годовых в долл. США	Доходность месячных вложений, (с 02/02 по 27/02), % годовых в долл. США
3-й транш ОВВЗ	14/05/1999	3	91.78	10.32	26.80
4-й транш ОВВЗ	14/05/2003	3	67.39	11.63	57.52
5-й транш ОВВЗ	14/05/2008	3	51.00	11.29	35.53
6-й транш ОВВЗ	14/05/2006	3	56.27	11.44	67.96
7-й транш ОВВЗ	14/05/2011	3	44.25	11.26	50.72
Федеральные еврооблигации (USD, 1-й вып.)	27/11/2001	9.25	96.75	10.31	53.44
Федеральные еврооблигации (DM)	25/03/2004	9	98.75	9.27	39.22
Федеральные еврооблигации (USD, 2-й вып.)	26/06/2007	10	93.00	11.22	62.80

Доходность ОВВЗ 3-го транша и первой эмиссии федеральных еврооблигаций



Доходность ОВВЗ 6-го транша и третьей эмиссии федеральных еврооблигаций



крупных инвесторов о выпуске весной 1998 г. еврооблигационных займов, номинированных в итальянских лирах и немецких марках.

Следует напомнить, что во время всемирного экономического форума в Давосе, состоявшегося в начале 1998 г., по сообщениям СМИ, российским официальным лицам дали понять, что предоставление РФ новых крупномасштабных кредитов в ближайшее время маловероятно. После чего Б. Ельцин выступил с резким заявлением, в котором поручил правительству не проводить в первом квартале дополнительных заимствований ни на внешнем, ни на внутреннем финансовых рынках. Таким образом, правительство РФ попало в достаточно сложную ситуацию, особенно если принять во внимание высказывания представителей Минфина РФ о том, что даже если привлечения на внешнем рынке и будут проводиться, то по ставке, сопоставимой с уровнем предстоящих займов (9.25–10% годовых в валюте). Однако, учитывая текущую конъюнктуру мировых фондовых рынков, заимствования по таким ставкам в ближайшие два-три месяца представляются маловероятными.

И вместе с тем, как уже упоминалось выше, российские власти все же планируют выпуск еврооблигаций, номинированных в лирах и немецких марках уже в конце марта - начале апреля 1998 г. По всей видимости, это намерение обосновано успешными переговорами российской стороны с крупными итальянскими инвесторами о возможной их подписке на большую часть новой эмиссии федерального еврозайма. Отметим, что аналогичная ситуация имела место при размещении первого выпуска российских еврооблигаций, когда более 30% эмиссии купили представители одной страны (Кореи). Но даже если предположить, что договоренность об эмиссии новых евробумаг уже достигнута, то, по мнению наблюдателей, ее объем вряд ли превысит 600–900 млн. долл., а эта сумма явно недостаточна для покрытия потребностей федерального бюджета во внешних инвестициях.

Таким образом, не исключено, что правительству придется искать новые способы привлечения западных инвестиций, одним из которых могут стать синдицированные кредиты. Что же касается предстоящих выпусков еврооблигаций, то, по оценкам аналитиков, они, по-видимому, будут иметь следующие характеристики: срок обращения - 5–7 лет, спрэд при размещении относительно US Treasury Bonds - 550–600 базисных пунктов (б. п.). Для сравнения: при доразмещении дополнительного транша эмиссии еврооблигаций, погашаемых в 2007 г., в октябре 1997 г. аналогичный показатель составил 345 б. п. Тем не менее, если правительству удастся провести размещение при спрэде, не превышающем 560 б. п., то, учитывая текущую конъюнктуру мировых фондовых рынков, его можно будет признать успешным.

Прогноз

По мнению экспертов АЛ «Веди», тенденция к повышению котировок ОВВЗ в марте скорее всего сохранится. На наш взгляд, интерес иностранных инвесторов (инициированный благоприятными высказываниями представителей МВФ о текущем состоянии национальной экономики), проявившийся к российским

«внешним» долговым обязательствам во второй половине февраля, весьма устойчив, что и позволяет прогнозировать рост цен «вэбовок» в следующем месяце.

Основными значащими событиями для рынка ОВВЗ в марте обещают стать следующие:

- Обсуждение Госдумой РФ проекта федерального бюджета в четвертом чтении. Скорее всего бюджет будет принят, а его расходная часть при этом значительно урезана.
- Решения агентств Moody's и Fitch IBCA относительно подтверждения кредитного рейтинга РФ. По мнению аналитиков, сокращение расходной части национального бюджета может стать решающим фактором для положительного решения указанного вопроса данными организациями. Если же рейтинг РФ все-таки будет понижен, то это безусловно сыграет роль существенного негативного фактора для рыночной конъюнктуры. Тем не менее обвального падения рынка в этом случае, видимо, не произойдет. Скорее всего данное событие (по причинам, указанным выше) только затормозит процесс инвестирования средств в российские финансовые инструменты, но вряд ли обратит его вспять.
- Опубликование совместного заявления МВФ и правительства РФ о согласованной экономической политике, в котором будут приведены особенности кредитования РФ этой международной организацией.
- Выпуск очередной эмиссии еврооблигаций, уровень ставки которой может оказать значительное влияние на настроения участников рынка. Так, если она окажется слишком высокой, то скорее всего это будет проинтерпретировано последними как свидетельство слабости позиции российского правительства; а в противном случае - может послужить толчком для повышательной тенденции в движении котировок «внешних» долговых обязательств РФ.

Вероятность благоприятного исхода всех названных событий для конъюнктуры российского финансового рынка оценивается нами как высокая, что служит еще одним, непрямым, подтверждением прогноза относительно повышения котировок ОВВЗ в марте 1998 г.