«Быки» и «медведи» в год свиньи: стабильность, прибыли и рейтинг категории А

Канр Лиджиев

Павел Пикулев,
главный стратегист департамента исследования долговых рынков, Инвестиционный банк «ТРАСТ»

Мария Субботина,
начальник аналитического управления, Промсвязьбанк

Дмитрий Дудкин,
Head of FI research, Банк «Уралсиб»

В декабре был зафиксирован новый рекордный объем биржевого вторичного рынка облигаций — 295.6 млрд руб. При этом основной объем сделок пришелся на конец месяца, когда на рынке улучшилась ситуация с ликвидностью и снизилась активность эмитентов на первичном рынке, который «играл первую скрипку» на протяжении большей части декабря.

Соответственно активности операторов вторичного рынка вели себя и доходности — около двадцатых чисел месяца началось снижение, которое в среднем «компенсировало» наблюдавшийся в первой половине месяца рост доходностей. Индикатор доходности по индексу Cbonds-Muni по итогам декабря показал небольшое снижение на 8 б. п., утвердившись на уровне 6.9% годовых. А индикатор доходности по индексу RUX-Cbonds немного вырос (на 3 б. п.), достигнув уровня 7.7% годовых.

В целом, год собаки прошел для рублевых долговых рынков без больших потрясений и в среднем доходности находились в глобальном боковом тренде.

Год собаки передает эстафетную палочку году свиньи, который также видится спокойным и удачным для российских долговых рынков. «Мы ожидаем, что 2007 год пройдет для российских долговых рынков без потрясений и будет характеризоваться плавными эволюционными изменениями на качественном уровне без существенных сдвигов общего уровня процентных ставок», — говорит главный стратегист департамента исследования долговых рынков ИБ «ТРАСТ» Павел Пикулев.

«Мы умеренно позитивно смотрим на динамику российского внешнего долга в 2007 году, а динамика рынка внутреннего долга, по нашему мнению, останется положительной, будет поддерживаться укреплением рубля, притоком иностранных инвестиций и хорошими макроэкономическими показателями развития российской экономики», — добавляет к этому кредитный аналитик ING Bank Ольга Голубь.

Основные факторы, поддерживавшие внутренний рынок в 2006 году — вера в укрепление рубля, высокая рублевая ликвидность, низкие процентные ставки — будут и в 2007 году поддерживать рынок рублевых облигаций.

«В начале 2007 года денежный рынок столкнется с притоком рублевой ликвидности после того, как

Минфин РФ осуществит все запланированные расходы 2006 года на кассовой основе. В результате в первом квартале ставки на денежном рынке, скорее всего, будут низкими, на уровне 1–3%. Вместе с тем, приток денежных средств в финансовую систему будет стимулировать инфляцию, что является неприемлемым для правительства. Поэтому, чтобы сдержать рост цен, ЦБ может позволить рублю укрепиться относительно бивалютной корзины», — отмечает Ольга Голубь.

дований долговых рынков Банка «Уралсиб» Дмитрий Дудкин.

«Подписание соглашения о вступлении России в ВТО и активные действия по реформированию электроэнергетики и либерализации газового рынка — те события, которые должны побудить кредитные агентства к пересмотру странового рейтинга во второй половине 2007 — первой половине 2008 года», — добавляет главный экономист по России и СНГ HSBC Bank (RR) Александр Морозов.

менту госбумаг единого мнения у экспертов не сложилось. Начальник отдела анализа рынка облигаций Банка Москвы Егор Федоров ждет «небольшого роста доходностей базовых активов (ОФЗ) в связи с возможным ухудшением рублевой ликвидности в 2007 году». Его ориентир — рост в среднем примерно на 20 б. п.

В то же время Дмитрий Дудкин считает, что снижение доходностей по ОФЗ продолжится и в 2007 году: «Сейчас спред ОФЗ 46018-Россия-30 почти равен 100 б. п., что необо-

Александр Морозов,
Chief Economist Russia and CIS, HSBC Bank (RR)

Егор Федоров,
начальник отдела анализа рынка облигаций, Банк Москвы

Ольга Голубь,
Credit Analyst, ING Bank

По оценкам Павла Пикулева, «по итогам 2007 года курс рубля укрепится к бивалютной корзине на 2%», что при ожидаемом в Банке «ТРАСТ» «соотношении евро-доллар 1.40 дает курс рубля к доллару около 25.10–25.20 руб. за доллар». Что касается ставок на внутреннем рынке, то в Банке «ТРАСТ» полагают, что «общий уровень ставок на рублевом долговом рынке не изменится или даже немного снизится, если ЦБ пойдет на уменьшение ставки по операциям прямого РЕПО».

В год свиньи к этим позитивным факторам добавится еще один — ожидания участниками рынка повышения суверенного рейтинга России и переход в категорию А. «Основным положительным фундаментальным фактором в 2007 году будет продолжение накопления резервов ЦБ и Стабфонда, которое приведет к переходу рейтинга России в область А», — отмечает глава управления иссле-

Но сдерживающим может стать политический фактор, а именно — парламентские и президентские выборы. «Главными факторами для прекращения снижения ставок станут президентские выборы, неопределенность вокруг которых приведет к снижению притока капитала на рынок. Это будет происходить на фоне замедления укрепления рубля, что, в свою очередь, связано с сокращением сальдо торгового баланса на фоне стабилизации цен на нефть и ростом импорта, вызванного волной инвестиционной и потребительской активности 2006 года. Фактором снижения ликвидности рынка станет и усиление кредитной рестрикции ЦБ РФ, который активизирует борьбу с инфляцией, вызванной мягкой бюджетной политикой в преддверие выборов», — отмечает Мария Субботина.

Что касается отдельных сегментов долгового рынка, то движения в них будут различаться. Так, по сег-

снованно с фундаментальной точки зрения, учитывая перспективу укрепления рубля в 2007 году. Этот спред ранее сокращался до 40 б. п., и у нас есть все основания предполагать, что он сможет вернуться к этому уровню в новом году. Соответственно, наша цель по доходности ОФЗ 46018 установлена сейчас на уровне 6.1%. Апсайд длинных ОФЗ увеличится, если в течение года ЦБ понизит ставку РЕПО с сегодняшних 6%».

Что касается негосударственного сектора, то большинство экспертов уверено, что наибольшую опасность несут в себе высокодоходные инструменты третьего и выше эшелонов. «Мы не ожидаем вала дефолтов в этом году, однако рынок уже пресыщен долгами низкого качества, и он становится все более разборчивым. Инвесторам нужны дополнительные премии за риск, поэтому не исключено, что в следующем году спреды облигаций третьего и более дальних

эшелонов к «голубым фишкам» расширятся», — считает Павел Пикулев. Такого же мнения придерживается и начальник аналитического управления Промсвязьбанка Мария Субботина: «Мы ожидаем, что ценообразование в третьем эшелоне будет резко отличаться от первого и второго. Поскольку в третьем эшелоне по итогам 2006 года многие бумаги являются переоцененными, то ценовые движения в первом полугодии могут оказаться разнонаправленными, а общая результирующая по итогам первого полугодия будет, скорее всего, нейтральной. Во втором полугодии кривая доходности третьего эшелона может начать подниматься вверх, что приведет к росту общего уровня доходности рынка по итогам 2007 года на 20–50 б. п.».

По «фишкам» и первому эшелону у опрошенных нами экспертов полное единодушие — спреды к кривой доходности госбумаг сузятся.

Остается неопределенной ситуация со ставкой ФРС и динамикой US Treasuries. «Доходность американских казначейских облигаций, скорее всего, существенно не изменится. Сейчас в котировках Treasuries уже заложено одно-два снижения ставки ФРС на 0.25 п. п. в 2007 году, которое произойдет, на наш взгляд, не ранее середины года. Наш среднегодовой ориентир по доходности десятилетней казначейской ноты — 4.5%», — уверен Павел Пикулев. Отметим, что на 22 декабря доходность индикативного выпуска UST-10 составляет 4.6% годовых.

Ожидает снижения ставки ФРС и Дмитрий Дудкин, но, по его мнению, доходность десятилетних Treasuries также снизится и «в результате достигнет уровня 4.1%, где разворот вниз (в цене) станет более предпочтительным сценарием».

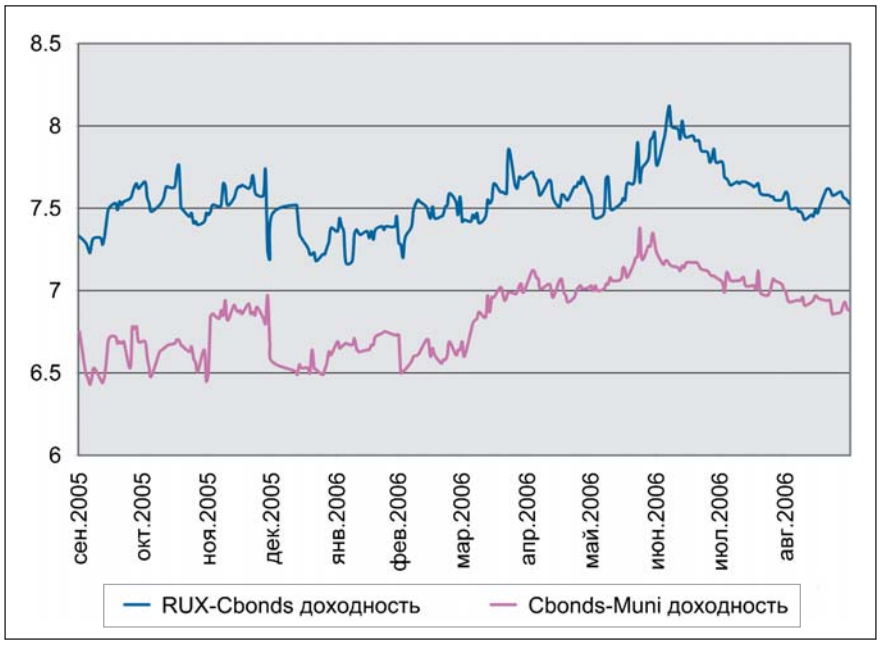
В том, что ставка будет снижена, уверен также Егор Федоров, но он видит к концу 2007 года рост доходности по Treasuries. В частности, доходность UST-10 вырастет, по его расчетам, до уровня 4.95–5.25%.

Иначе перспективы изменения ставки ФРС и Treasuries видит Мария Субботина, которая считает, что в первом полугодии у монетарных властей США не будет оснований для стимулирования экономики США снижением ставки ФРС, а во втором полугодии «если станет ясно, что экономика США ускоряется, то ФРС может начать повышать ставки, что будет способствовать росту ставок на всех долговых рынках мира. Эффект от этого повышения может быть даже больше, чем в 2005–2006 году, поскольку лишь в 2007 году рынки могут почувствовать эффект сокращения денежной массы в США в прошлые годы и сокращение притока ликвидности из еврозоны и Японии. При таком сценарии мы не исключаем, что к концу 2007 года ставка ФРС может оказаться на уровне 5.5%… Соответственно, высока вероятность, что доходность по UST-10 к концу 2007 будет на уровне 4.8–4.9%».

Несмотря на расхождения мнений по динамике US Treasuries, эксперты единодушны в том, что спред российских еврооблигаций в 2007 году к американским казначейским бумагам будет сокращаться. «Поскольку наш взгляд на Treasuries является положительным, мы верим и в перспективу российских евробондов. Спред России-30 к US10Y должен продолжить сокращаться, и наша цель по нему на 2007 год находится в области 80–90 б. п. Соответственно, независимый (от Treasuries) апсайд евробондового рынка не очень велик, но он все еще существует», — говорит Дмитрий Дудкин.

>>> Несмотря на расхождения мнений по динамике US Treasuries, эксперты единодушны в том, что спред российских еврооблигаций в 2007 году к американским казначейским бумагам будет сокращаться. <<<

«Мы ожидаем, что в 2007 г. оценка кредитного качества России и российских эмитентов ведущими рейтинговыми агентствами продолжит улучшаться. Мы не исключаем, что к концу 2007 года суверенный рейтинг РФ по версии одного или нескольких агентств перешагнет в категорию А, что заложит основу для дальнейшего сужения спредов российских еврооблигаций к Treasuries. В таком случае спред России-30 к десятилетней казначейской ноте может сузиться до 70 б. п.», — дает свой прогноз Павел Пикулев.

Как видим, в целом можно констатировать, что год свиньи для российских долговых активов обещает вполне радужные перспективы. В то же время у экспертов остаются разногласия по ставке ФРС и изменению US Treasuries. Поэтому в следующей рубрике «Медведь VS Бык» мы более подробно представим взгляды на перспективы долговых рынков в 2007 году двух экспертов, имеющих противоположные позиции по изменению ставки ФРС: «Медведя» — Марии Субботиной из Промсвязьбанка и «Быка» — Павла Пикулева из Банка «ТРАСТ».

Доходности к погашению по портфелю индекса RUX-Cbonds и Cbonds-Muni