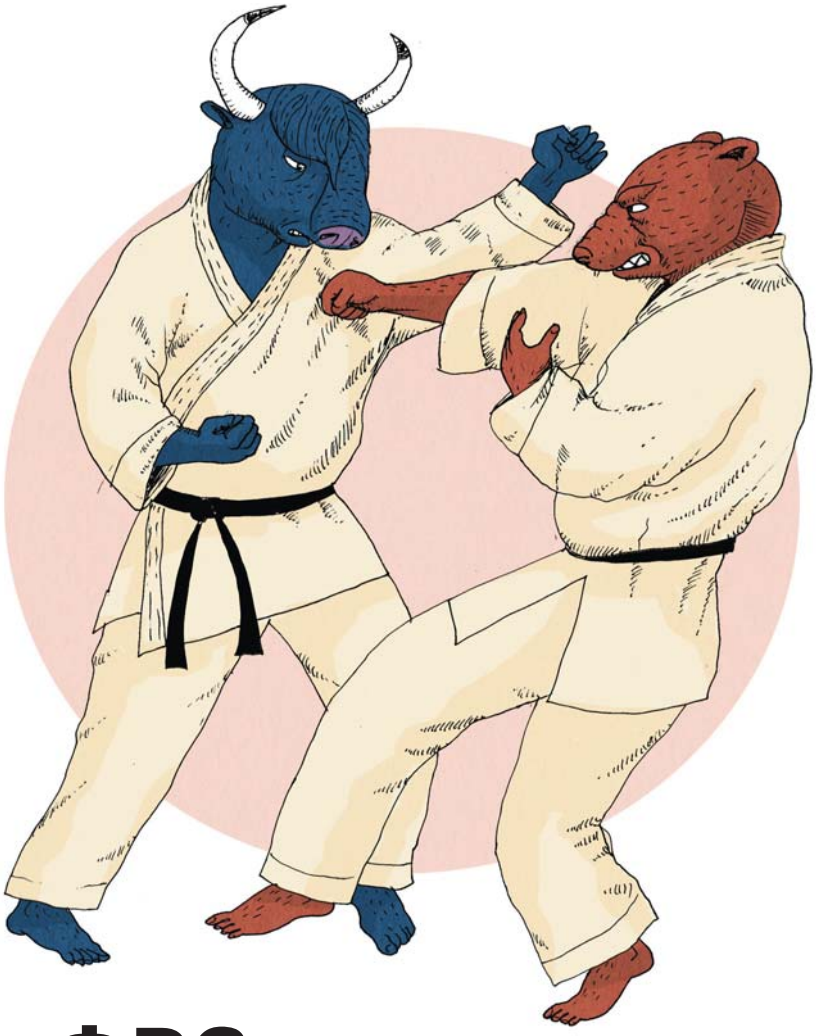

Ставка ФРС: вверх или вниз?

«Бык»

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

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.

Главной тенденцией на мировых рынках, на наш взгляд, станет ослабление курса доллара против основных мировых валют. На фоне замедления темпов экономического роста в США будет происходить снижение темпов роста потребления и инвестиций, в результате спрос на американскую валюту будет слабеть. Мы ожидаем, что к концу 2007 года соотношение евро-доллар составит 1.40, и на этом падение доллара не остановится.

Доходность американских казначейских облигаций 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 — 4.50%.

Спрос на рисковые активы, вероятно, останется высоким. Мы не думаем, что охлаждение американской

«Медведь»

Мария Субботина,
начальник аналитического управления Промсвязьбанка

Конъюнктуру рынка рублевых облигаций в 2007 году будут определять три основных фактора: денежно-кредитная и валютная политика ЦБ РФ, подготовка к президентским выборам в РФ, ситуация на внешних долговых рынках. Значимость этих факторов в течение года будет различной.

Мы ожидаем, что в первом полугодии 2007 года первую скрипку будет играть интересное сочетание увеличения денежной массы и снижения долгосрочных инфляционных ожиданий, вызванное рестрикционной политикой ЦБ во втором полугодии 2006 года. Достаточная ликвидность и ожидания снижения ставки рефинансирования будут способствовать снижению общего уровня доходности рублевых долгов. Уровень возможного снижения ставок мы оцениваем в 50–70 б. п.

Ситуация на внешних рынках также будет поддерживать игру на снижение доходности. Мы ожидаем, что ставка ФРС в начале года останется на текущем уровне: экономика США демонстрирует все признаки мягкой посадки, и пока необходимости в ее стимулировании снижением ставок нет, более того, если экономики еврозо-

экономики серьезно ударит по commodities, от экспорта которых зависят многие развивающиеся экономики (в том числе и российская). Сейчас спрос на товарных рынках все больше определяется развитием экономик Азии, главным образом — Китая. Кроме того, не следует забывать, что кредитное качество стран ЕМ продолжает улучшаться, так что маловероятно, что спреды еврооблигаций ЕМ, которые сейчас близки к историческим минимумам, в 2007 году будут серьезно расширяться, более того, возможно их дальнейшее сужение.

Мы ожидаем, что в 2007 году 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.

Мы полагаем, что в 2007 году рубль продолжит укрепляться к бивалютной корзине, состав которой не изменится. Пока ЦБ продолжает скупать избыток долларов на внутреннем валютном рынке, укрепление курса рубля останется его единственным антиинфляционным инструментом, так как использованию процентных ставок для денежно-кредитного регулирования будет мешать угроза притока спекулятивного капитала. Согласно нашим прогнозам, по итогам 2007 года курс рубля укрепится к бивалютной корзине на 2%, что при ожидаемом нами соотношении евро-доллар 1.40 дает курс рубля к доллару около 25.10–25.20 руб. за доллар.

На денежном рынке Банк России, вероятно, еще немного повысит свои краткосрочные депозитные ставки (до 3.0–3.5%), при этом не исключено, что минимальная ставка по операциям прямого РЕПО будет понижена с текущих 6.0% до 5.5–5.75%, дабы «подсластить пилюлю» и сделать РЕПО с ЦБ более популярным инструментом. Кроме того, мы ожидаем, что разница между ставками overnight и доходностью более длинных инструментов денежного рынка (междилерское РЕПО, ОБР, короткие ОФЗ) будет сокращаться, в результате чего кривая доходности денежного рынка примет более плоский вид, стабилизировавшись на уровне 3.0–5.0%.

Учитывая все вышесказанное, мы полагаем, что общий уровень ставок на рублевом долговом рынке не изменится или даже немного снизится, если ЦБ пойдет на уменьшение ставки по операциям прямого РЕПО. Спреды между корпоративным «первым эшелоном» и ОФЗ, расширившиеся в 2006 году, вероятно, вновь сузятся за счет опережающей динамики корпоративного «первого эшелона». И ОФЗ, и первый эшелон по своей сути являются казначейскими инструментами практически идентичного кредитного качества, и наличие между ними спредов, превышающих 30–50 базисных пунктов, едва ли оправданно.

Судьба высокорискованных долгов вряд ли будет столь радужной. Мы не ожидаем вала дефолтов в этом году, однако рынок уже пресыщен долгами низкого качества, 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.

ны и развивающихся рынков Латинской Америки и Азии продолжат быстро расти, то это окажет стимулирующее воздействие на американскую экономику, и ФРС останется только лишь наблюдать за процессом. Соответственно, общий уровень ставок на внешних долговых рынках, особенно на ЕМ, который в большей степени зависит от динамики ставок ФРС, нежели от поведения ЕЦБ и Банка Японии, в первом полугодии 2007 года останется стабильным, оказывая в целом нейтральное воздействие на рынок рублевых облигаций.

Во втором полугодии 2007 года мы рассматриваем два практически равновероятных сценария: либо общий уровень ставок на рублевом рынке стабилизируется на достигнутом к лету уровне, либо начнется небольшой рост.

Главным фактором 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 преддверии выборов. В итоге спрос на рублевые бонды в целом снизится, что и приведет к стабилизации ставок. Соответственно, по итогам года 2007 года общий уровень ставок на рублевом рынке будет на 50–70 б. п. ниже, чем сейчас.

Второй сценарий — рост ставок во втором полугодии. Этот вопрос целиком в руках ФРС. Если станет ясно, что экономика США ускоряется, 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, а также 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%.

Кроме того, снижение объема долларовых активов в мировых ЗВР может сказаться на снижении объема спроса на UST во втором полугодии следующего года, что приведет к исправлению ситуации, при которой реальные процентные ставки стали отрицательными, что также может способствовать росту долгосрочных процентных ставок. Соответственно, высока вероятность, что доходность по UST-10 к концу 2007 будет на уровне 4.8–4.9%.

Это окажет негативное воздействие и на внутренний рынок. Тем не менее, мы ожидаем, что по итогам года доходность рублевых облигаций первого и второго эшелона будет на 10–30 б. п. ниже, чем сейчас.

Мы ожидаем, что ценообразование в третьем эшелоне будет резко отличаться от первого и второго. Поскольку в третьем эшелоне по итогам текущего года многие бумаги являются переоцененными, ценовые движения в первом полугодии могут оказаться резко 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.