Дмитрий Богословский,
начальник аналитического отдела АКБ «СОЮЗ»

Начало года на рынке рублевых облигаций отметилось сдержанным снижением котировок по большинству бумаг. Доходность наиболее ликвидных выпусков первого эшелона подросла на 10–15 б.п. В настоящий момент на рынке накопилось много рисков, и реализация хотя бы одного из них приведет к более существенным продажам. Мы выделяем два основных источника риска: конъюнктура внешнего долгового рынка и низкие цены на нефть.

В последнее время на фоне выхода достаточно сильных макроэкономических данных усилились ожидания роста ставки ФРС США, хотя еще осенью 2006 года большинство экспертов склонялось к ее возможному снижению уже в первой половине 2007 года. Основную озабоченность сейчас вызывает сектор недвижимости, но опять же — последние данные уже не столь однозначно негативные, как это было в 2006 году. Поэтому, скорее всего, экономику США ждет в худшем случае «мягкая посадка». Все еще превышающие «комфортный» диапазон показатели инфляции и агрессивный настрой нового состава FOMC указывают на низкую вероятность снижения ставки. Мы считаем, что на протяжении большей части года Fed Fund Rate будет находиться на текущем уровне 5.25% годовых. С учетом этого прогноза, доходность индикативных 10Y UST может на какое-то время вырасти до 5%. Выше этого психологического уровня активизируются быки и спекулянты, играющие на предстоящем снижении ставок. Закрепление доходности 10Y UST выше 5% также маловероятно исходя из того, что при ожиданиях смягчения денежной политики, пусть даже не совсем определенных, доходность не будет стремиться к уровню ставки Fed Funds. Соответственно, наиболее вероятный прогноз предполагает колебание доходности 10Y UST вблизи верхней границы широкого диапазона 4.6–5.0% в ближайшие 2–3 месяца. Соответственно, в кратко- и среднесрочной перспективе внешний рынок будет оказывать нейтрально-негативное влияние на котировки рублевых облигаций.

Резко упавшие цены на нефть снизили аппетит на российские облигации, кроме того, сокращение сальдо торгового баланса приведет к ослаблению ревальвационных ожиданий на валютном рынке РФ и сжатию рублевой ликвидности на денежном рынке. Положительное сальдо торгового баланса является основным источником поступления в страну валюты, которая при определенных условиях трансформируется в рублевую ликвидность (счет капитальных операций достаточно волатилен и труднопредсказуем). Так, снижение цен на нефть в четвертом квартале 2006 года ниже уровня 60 долларов за баррель привело к уменьшению ежемесячного сальдо торгового баланса примерно с 12–13 млрд долл. до 9.5 млрд долл., то есть на 20–25%. На наш взгляд, это стало одной из ключевых причин сжатия ликвидности в конце прошлого года. По усредненному прогнозу ведущих мировых инвестиционных банков, стоимость нефти марки Brent в 2007 году составит около 60 долл./барр., то есть цена российской нефти будет ниже 60 долл./барр. Соответственно, на фоне стабильно растущего импорта мы ожидаем снижение притока валюты в РФ по торговому счету. Для образования рублевой ликвидности еще необходимо желание экономических агентов продать эту валюту ЦБ РФ, и такое желание во многом зависит от динамики доллара на мировом валютном рынке (в частности, пары евро/долл.). Мы не видим достаточного потенциала для роста пары евро/долл. в этом году. В первом полугодии на фоне слабости экономики США и неплохих темпов роста экономики ЕС у евро/долл. есть шансы подрасти к уровню 1.3500. Но не исключен тот сценарий (в особенности на фоне динамики начала года), что инвесторы уже заложили в котировки слабую статистику по США и относительно сильную по ЕС, поэтому после колебания в диапазоне 1.2900–1.3300 пара евро/долл. на фоне появления признаков паузы в цикле повышения ставки ЕЦБ развернется вниз. К концу года мы ждем уровня 1.2500. По курсу рубля к доллару наиболее вероятным мы считаем значение 26.0–26.5 на конец года. В результате, по нашему мнению, в 2007 году как приток долларов, так и желание их продавать снизится, и соответственно уменьшится предоставление ликвидности по каналам золотовалютных резервов.

В продолжение темы стоит отметить серьезные намерения финансовых властей РФ по сдерживанию денежного предложения, что в условиях снижения притока валюты по счетам платежного баланса позволит ЦБ РФ более эффективно задействовать механизм регулирования ликвидности с помощью процентных ставок. Мы считаем, что возможно дальнейшее повышение ставки по однодневным депозитам ЦБ РФ до 3.0–3.5% годовых при сохранении ставки по операциям РЕПО. Дополнительно к этому мы ожидаем увеличения эмиссии облигаций Банка России. Все это в результате приведет к тому, что на межбанковском рынке ставки будут расти. В итоге два ключевых фактора поддержки рублевых облигаций (укрепление рубля и низкие ставки денежного рынка) в ближайшее время утратят свою силу.

Нерезиденты тоже особой поддержки рынку рублевых облигаций оказать не смогут, так как доходность беспоставочных форвардов на руб./долл. (Implied Yield) на срок от полутора лет практически соответствует ставкам по ОФЗ аналогичной дюрации (спред в пределах 20 б.п.), а ликвидных бумаг до 1 года на рынке нет. В середине 2006 года спред по всей длине кривой доходности составлял 60–70 б.п., предоставляя нерезидентам хорошую возможность получения дохода.

Отметим еще один негативный фактор — планируемые и отложенные с прошлого года размещения. Пока эмитенты не торопятся выходить на рынок, но, на наш взгляд, при появлении признаков восстановления рынка нас может ожидать очередной шквал аукционов, что негативно отразится на котировках вторичного рынка.

В результате, мы пессимистично смотрим на рынок в кратко- и среднесрочной перспективе, не видим, откуда может появиться позитивный импульс, и прогнозируем умеренно-негативную ценовую динамику рынка рублевых облигаций на ближайшие месяцы.

Относительно спокойно будут себя чувствовать бумаги первого эшелона: их мало, а основные инвесторы меньше всего испытывают трудности с ликвидностью. Скорее всего, рост доходности по данному типу бумаг в ближайшие два-три месяца не превысит 20 б.п. В то же время рекомендуем избегать инвестиций в третий эшелон, так как помимо ожидаемой нами динамики «хуже рынка» здесь присутствует существенно возросшая вероятность дефолтов.