

Долговой рынок

Прогноз и стратегия на 2007 год

Трезвый взгляд на перспективы

**Богословский Дмитрий
Лукиянов Павел**

Февраль 2007



Оглавление

Прогноз ключевых индикаторов	3
Рынок базовых активов	4
Процентная ставка Fed Funds останется на уровне 5.25% большую часть 2007 года	4
Доходность индикативных US Treasuries – поплавок в широком диапазоне рыночных ожиданий ...	10
Внешний долг Emerging Markets	16
EM: 2007 - год стабилизации	16
Что лучше, а что хуже на рынке emerging debts в 2007	19
<i>Азиатско-тихоокеанский регион</i>	20
<i>Восточно-европейский регион</i>	20
<i>Латинская Америка</i>	22
Российские еврооблигации	25
Рынок рублевых облигаций	29
Итоги 2006 года: оправдались ли надежды?	29
Основные факторы динамики в текущем году	33
<i>Курс рубля</i>	33
<i>Денежный рынок</i>	35
<i>Внешний долговой рынок</i>	37
Выводы	38

Прогноз ключевых индикаторов

Экономический прогноз развитых стран

	Рост ВВП, % годовых			Индекс потребительских цен, % годовых		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
США	1.8	3.7E	3.5E	3.4	2.5	2.3E
Япония	2.1	1.0E	1.5E	-0.5	0.3	0.3E
Еврозона	1.8	2.8E	3.0E	2.3	1.9	1.8E

Экономический прогноз развивающихся стран

	Рост ВВП, % годовых			Индекс потребительских цен, % годовых		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Латинская Америка	4.5	4.8E	5.0E	5.8	4.7E	4.6E
Вост.Европа и Африка	5.0	5.2E	5.8E	7.6	7.2E	7.0E
Азия	7.3	7.5E	8.0E	4.0	6.7E	6.5E

Процентные ставки

	2005	2006	1H 2007	2007
Fed Funds	4.25	5.25	5.25	5.00
Ставка ЕЦБ	2.25	3.50	3.75	4.25
Ставка Банка Англии	4.50	5.25	5.25	5.50
Доходность 10Y UST	4.38	4.70	4.90	4.60
Спрэд Россия'30	115	95	90	80
Спрэд EMBI Global	237	171	180	140

Валютный рынок

	2005	2006	2007
EUR/USD	1.18	1.32	1.25
RUR/USD	28.76	26.33	26.00

Товарный рынок

	2005	2006	2007
Brent, \$/барр.	58.70	60.13	55.00

Рынок базовых активов

Процентная ставка Fed Funds останется на уровне 5.25% большую часть 2007 года

- Динамика базовых показателей инфляции США остается выше комфортного для ФРС диапазона 0-2%, но ожидается их плавное замедление;
- Новый Комитет FOMC стал более «ястребиным» с точки зрения борьбы с инфляцией;
- Экономическая активность США замедляется, но за исключением сектора недвижимости, остается выше уровней 2004 года;
- Годовые темпы роста базовых показателей инфляции очень тесно коррелируют с ценами на нефть, которые демонстрируют снижение.

Многие аналитики (и мы не исключение) в начале прошлого года недооценили потенциал роста ставки по федеральным фондам США, предполагая более раннее замедление роста ВВП, которое стало проявляться только со второго полугодия. В итоге как верхний предел ужесточения денежной политики мы предполагали повышение ставки до 4.75% (средний сценарий на начало 2006 года составлял 4.50%). Однако увеличение темпов роста экономики США сразу с 1.8% до 5.6% в первом квартале 2006 года заставил нас пересмотреть прогнозы до 5.0-5.25%. Мы занимали среднюю точку зрения, поскольку среди аналитиков российских и зарубежных банков высказывались более оптимистичные заявления, в том числе, о прекращении цикла повышений на отметке 4.25%. Тем не менее, мы справедливо спрогнозировали, что в июне ставка Fed Funds и доходность индикативных 10Y UST достигнет своего максимума, после чего со второй половины года начнется восстановление рынка.

На предстоящий период прогноз процентных ставок представляет уже не задачу по определению паузы в ужесточении денежной политики США, а задачу определения момента выхода из этой сделанной остановки. Таким образом, анализ несколько упрощается и подразумевает более выраженную направленность динамики рынка, которая может прерываться периодами коррекции при «переносе сроков» начала снижения процентных ставок.

Вплоть до второй половины 2006 года ФРС продолжала поступательное ужесточение денежной политики, в результате которой ориентир по ставке Fed Funds достиг 5.25% после 2 лет повышений. Главным аргументом в пользу повышения ставок служил высокий уровень базовой инфляции, выходящий за «комфортный» для ФРС диапазон 0-2% (Рис 1.), а также относительно хорошие темпы роста экономических показателей, которые, правда, стали давать сбой во втором полугодии.

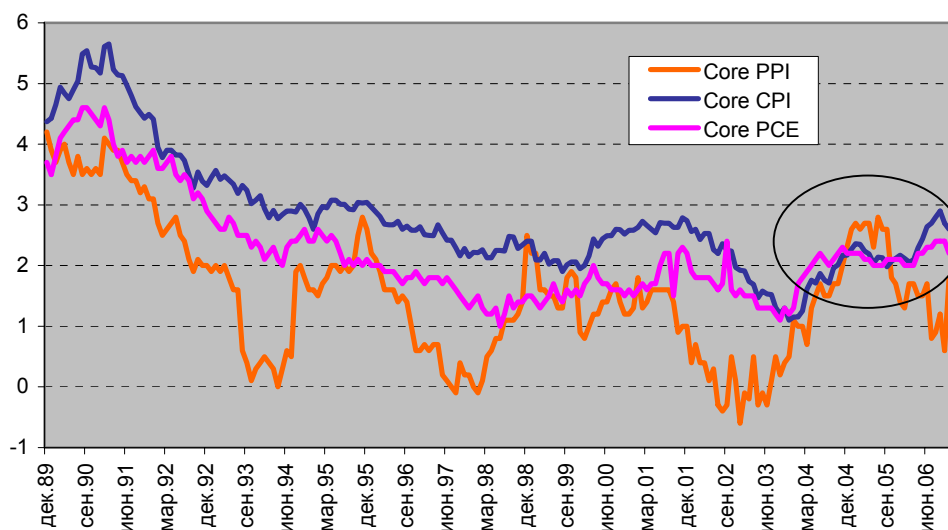


Рис. 1. Динамика базовых показателей инфляции США
Источник: Bloomberg

Политика ФРС была любопытна также с точки зрения преемственности взглядов Комитета по ставкам (FOMC) под руководством его нового председателя Бена Бернанке. Очевидно, с уходом Гринспена завершилась целая эра независимости монетарных властей не только от большой политики, но и от мнения рынка. Решения нового состава Комитета стали более предсказуемы, менее харизматичны, а боязнь допустить ошибку – в виде одностороннего повышения или понижения ставок после паузы – более читаемой. Поэтому, на наш взгляд, маловероятно изменение процентной ставки в ту или другую сторону, а затем установление очередной паузы. Очевидно, что Комитет занимает выжидательную позицию для того, чтобы оценить влияние 2-летней кампании по ужесточению денежной политики на экономику США.

Отдельные макроэкономические параметры уже стали отражать увеличение процентной ставки в экономике в виде отложенного негативного эффекта на экономический рост США и постепенное снижение показателей инфляции. В частности, рост ВВП США за третий квартал 2006 года замедлился до 2.0% в годовом исчислении по сравнению с 4.2% за аналогичный период прошлого года, притом, что еще за первые 3 месяца прошлого года рост составил 5.6% в годовом исчислении. По предварительным данным за Q4 2006, рост ВВП США составил 3.5% и может быть пересмотрен еще выше, однако вряд ли речь идет об устойчивой тенденции, и пока ФРС настроена на стабилизацию темпов роста на более низкой величине. Перед стартом 2-летней кампании увеличения процентных ставок рост ВВП США составлял около 4.0%. Что касается инфляции, базовое значение индекса потребительских цен в США выросло за последние два года до 2.6%, хотя оно снизилось по сравнению с пиковыми значениями августа и сентября (2.8-2.9%). Базовый индекс цен производителей также демонстрирует плавное снижение по сравнению с максимальными за последние 2 года значениями, наблюдавшимися в 2005 году. Излюбленный показатель инфляции ФРС, индекс личных потребительских расходов (PCE), не сильно изменился с 2004 года, но он также демонстрирует снижение по сравнению с максимальными за этот период параметрами (2.2% годовых в ноябре по сравнению с 2.4% в третьем квартале).

Таким образом, темпы роста цен в США стабилизировались, а экономика стала замедляться, что практически исключает повышение процентных ставок в ближайшее время. Соответственно анализ процентных ставок в США сводится к трем вопросам. Первый: что важнее, инфляция или экономический рост? Второй: что с большей вероятностью вызовет ответную реакцию ФРС, замедление инфляции или экономического роста? Третий: будет ли изменение одностороннее или мы увидим начало кампании снижения процентных ставок? И, наконец, четвертый, однозначно ли речь идет о снижении процентных ставок?

Для ответа на эти вопросы следует вспомнить состав голосующих членов FOMC, который поменялся с начала 2007 года. Помимо представителей Совета управляющих, которые не меняются, участие в голосовании будут принимать председатель ФРБ Чикаго Майкл Москоу, председатель ФРБ Бостона Кэти Минехан, председатель ФРБ Сент-Луиса Вильям Пул и председатель ФРБ Канзаса Томас Хениг (Табл. 1).

Год	Имя	Статус	Характер
2006	Б. Бернанке	Председатель Комитета	
	Т. Гейтнер	Зам. Председателя, Нью-Йорк	
	С. Биес	Совет управляющих	
	Д. Кон	Совет управляющих	
	Р. Кроснер	Совет управляющих	
	Ф. Мишкин	Совет управляющих	
	К. Ворш	Совет управляющих	
	Дж. Лекер	ФРБ Ричмонда	hawkish
	С. Пианальто	ФРБ Кливленда	hawkish
Дж. Йеллен	ФРБ Сан-Франциско	neutral	
2007	Б. Бернанке	Председатель Комитета	
	Д. Кон	Зам. Председателя	
	С. Биес	Совет управляющих	
	Р. Кроснер	Совет управляющих	
	Ф. Мишкин	Совет управляющих	
	К. Ворш	Совет управляющих	
	К. Кумминг	ФРБ Нью-Йорка	
	М. Москоу	ФРБ Чикаго	hawkish
	К. Минехан	ФРБ Бостона	neutral
В. Пул	ФРБ Сент-Луиса	neutral/hawkish	
Т. Хениг	ФРБ Канзаса	hawkish	

Табл. 1. Сравнение состава и характера заявлений двух составов голосующих членом FOMC
Источник: FOMC, Банк СОЮЗ

Риторика новых членов Комитета за последний год (когда они еще не были голосующими членами) сводилась к приоритету борьбы с инфляцией над поддержанием экономического роста. В частности, наиболее радикальным борцом с ростом цен, который по жесткости своих формулировок едва ли уступает главе ФРБ Лекеру, голосовавшему во время всех последних заседаний за повышение ставки Fed funds на 25 б.п., можно назвать председателя ФРБ Чикаго Майкла Москоу. Другие новые члены Комитета высказывают более умеренную позицию, однако, похоже, также готовы временно пожертвовать экономическим ростом. У. Пул, глава Банка Сент-Луиса, отмечает, что остановить рост инфляции сложнее, чем восстановить экономический рост, косвенно настаивая на решении проблем с инфляцией. Председатель Банка Канзаса Хениг вообще считает, что лучше снизить инфляцию и обеспечить мягкую посадку экономики, что мы и наблюдаем последние дни. Нейтральную точку зрения занимает лишь Кэти Минехан из ФРБ Бостона, но она лишь сменила на «этом посту» такую же умеренную Йеллен, участвовавшую в голосовании в прежнем Комитете. Таким образом, можно говорить о том, что состав FOMC стал более «ястребиным» и нацеленным на борьбу с инфляцией, а значит до известных пределов снижения экономического роста (предыдущая кампания по снижению ставок началась в конце 2000 года, когда рост ВВП США снижался высокими темпами, пробив нулевое значение в 2001 году) мы увидим сохранение процентных ставок на текущем уровне, а ФРС – будет созерцать плоды своих 2-летних трудов. При этом каждый раз признаки укрепления экономики будут давать американским банкирам основания для затягивания периода неизменных ставок. Следует добавить, что в августе глава ФРБ Чикаго Москоу уходит в отставку, что породит еще большую неопределенность в прогнозировании процентных ставок и снизит решительность FOMC.

В начале 2007 года экономика США выглядит вполне здоровой, за исключением сектора недвижимости, где объемы нового строительства находятся на уровне 2000 года, а продажи домов на первичном и вторичном рынке жилья – на уровне 2003 года (Рис. 2). Такие показатели, как темпы роста розничных продаж, промышленного производства и прирост занятости населения США, демонстрируют увеличение с 2002 года (См. Рис. 3, 4, 5), хотя в прошлом году наметилось их замедление.

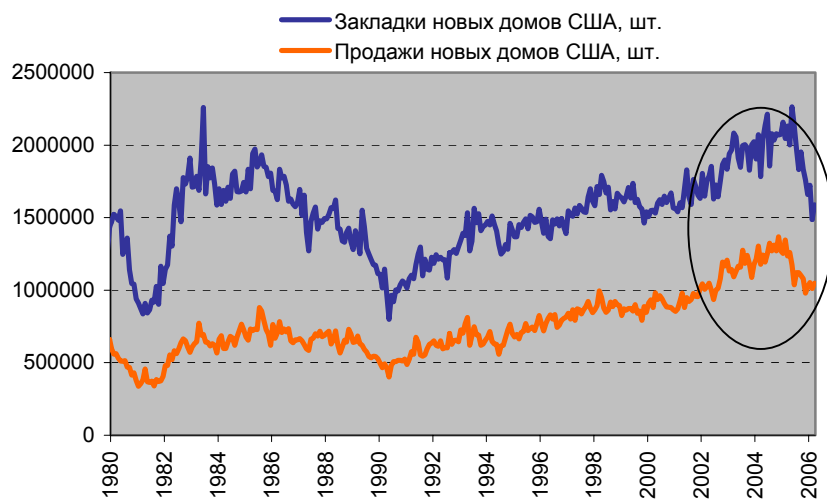


Рис. 2. Динамика показателей недвижимости США, снижение темпов к концу 2006 года
Источник: Reuters

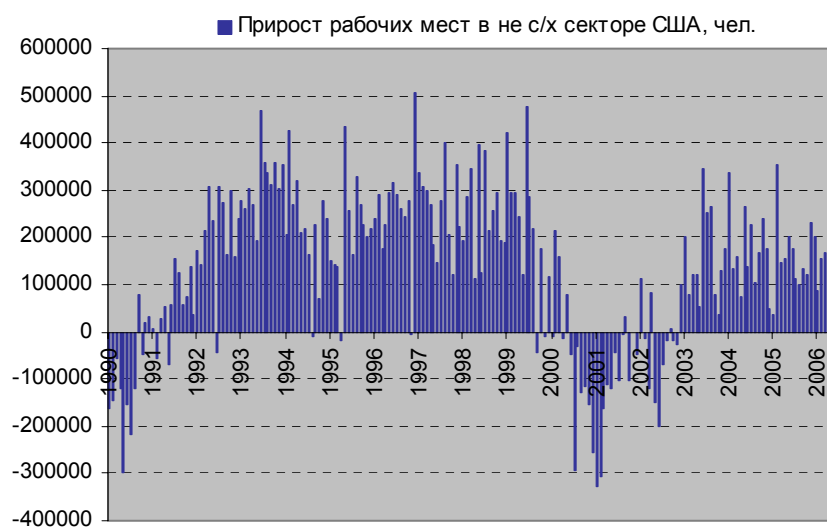


Рис. 3. Динамика прироста занятости не с/х секторе США, с 2003 года в среднем выше 100. тыс. человек
Источник: Reuters



Рис. 4. Динамика темпов объема промышленного производства США, уверенный рост с 2002, но замедление с 2006 года
Источник: Reuters



Рис. 5. Динамика темпов роста розничных продаж США за исключением продовольственных товаров, снижение до уровней 2004 года
Источник: Reuters

Таким образом, мы можем утверждать, что большинство экономических показателей США демонстрирует снижение по сравнению с максимумами последних двух лет, что, скорее всего, является отложенным эффектом повышения процентных ставок, однако за исключением сектора недвижимости, снижение происходит достаточно плавно. Поэтому речь идет не более, чем о мягкой «посадке экономики», что вполне устраивает ФРС, нацеленную на борьбу с инфляцией, и маловероятно, что в ближайшие месяцы темпы падения экономики усилятся настолько, чтобы вызвать снижение процентной ставки в первом полугодии. Тем более, последние цифры по рынку недвижимости США свидетельствуют о том, что сектор предпринимает попытки «встать с колен»: в декабре количество новых строительных пятен и закладки новых домов превысили уровни ноября и октября.

Что касается инфляции, ФРС считает комфортным для себя уровень индекса личных потребительских расходов (PCE) в диапазоне 0-2.0% годовых. Любопытно, что в первом квартале 2006 года, когда все еще происходило ужесточение денежной политики в США, индекс PCE замедлился до 2.0% годовых. Однако, начиная с апреля 2006 года, он снова «вырвался» за это пороговое значение, составив к ноябрю 2.2% годовых. Мы прогнозируем, что слабая тенденция к снижению этого показателя, наметившаяся в середине последней четверти (с августа по октябрь годовой индекс PCE составлял 2.4%), продолжится в новом году, однако практически все банкиры отмечают, что 2 месяца – это слишком короткий срок для каких-либо выводов и действий, поэтому период неизменных процентных ставок обещает быть затяжным и продлится он, как минимум, большую часть 2007 года.

В наших ожиданиях плавного замедления базовой инфляции мы исходим из следующих аргументов:

1. Эффект 2-летней кампании по повышению процентных ставок в США еще не полностью сказался на экономическом росте, поскольку среднее запаздывание реакции составляет около одного календарного года (Рис. 6):

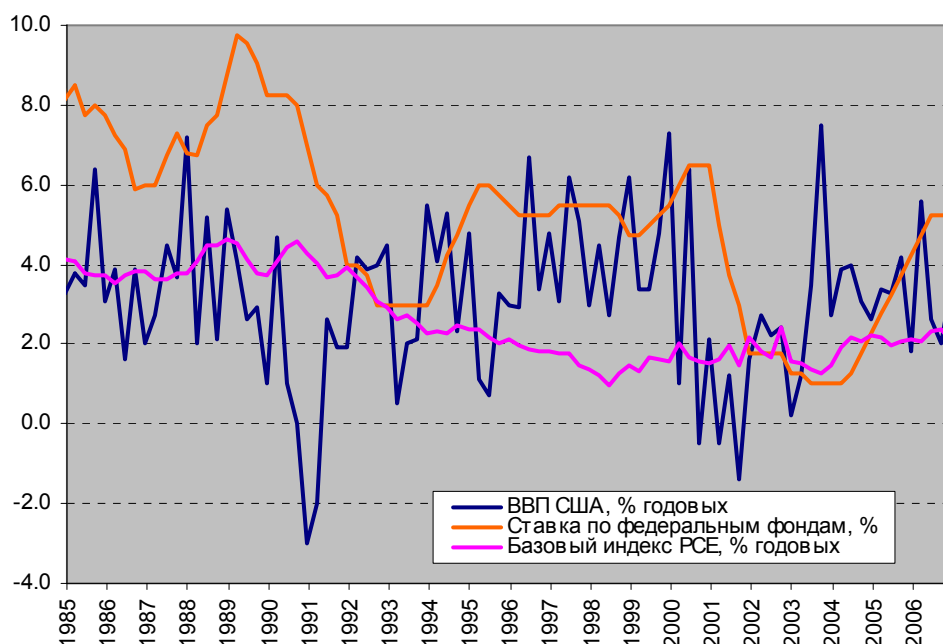


Рис. 6. Динамика темпов роста ВВП, базовых личных потребительских расходов (PCE) и ставки по федеральным фондам США
Источник: Reuters

В частности, отслеживая динамику роста ВВП и ставки по федеральным фондам США с 1985 года, мы отмечаем, что рост экономики в 1987-1988 годах происходит после серии снижений ставки до середины 1986 года. Затем повышение ставки с 1986 года по середины 1989 года вызвало снижение темпов роста ВВП уже с 1988 по 1991 годы и так далее, вплоть до начала 2000-х годов. Последняя кампания по снижению процентных ставок в США с 6.5% до 1% продолжалась с 2000 по 2003 годы, но положительный эффект на экономику она стала оказывать только с середины 2001 года, когда темпы роста выросли с -1.4% до 7.5% годовых.

На том же Рисунке 6 видно, что базовый индекс личных потребительских расходов (PCE) в большей степени зависит от динамики темпов роста ВВП, чем от изменений денежной политики США. При этом влияние темпов роста экономики на показатель инфляции также происходит со сдвигом во времени. Таким образом, мы предполагаем, что ФРС продолжит отслеживать результаты своих действий по ужесточению политики ставок, а темпы роста потребительских расходов будут замедляться как результат общего снижения экономической активности, вызванного отложенным эффектом 2-летней кампании.

2. Годовые темпы роста базовых показателей инфляции очень тесно коррелируют с динамикой цен на нефть (Рис. 7), которые с конца ноября 2006 года демонстрируют снижение, несмотря на приближение зимнего отопительного сезона, когда возрастает потребление «черного золота», и спекуляции представителей стран-экспортеров. Так, за период с конца ноября 2006 года по середину января цена марки Brent подешевела с почти \$66 до 52 за баррель, не говоря уже о том, что в июле прошлого года она достигала отметки в \$78 за баррель. Свежих данных по индексу PCE за первый месяц 2007 года еще нет, но с высокой долей вероятности показатели окажутся ниже значений последнего квартала 2006 года.

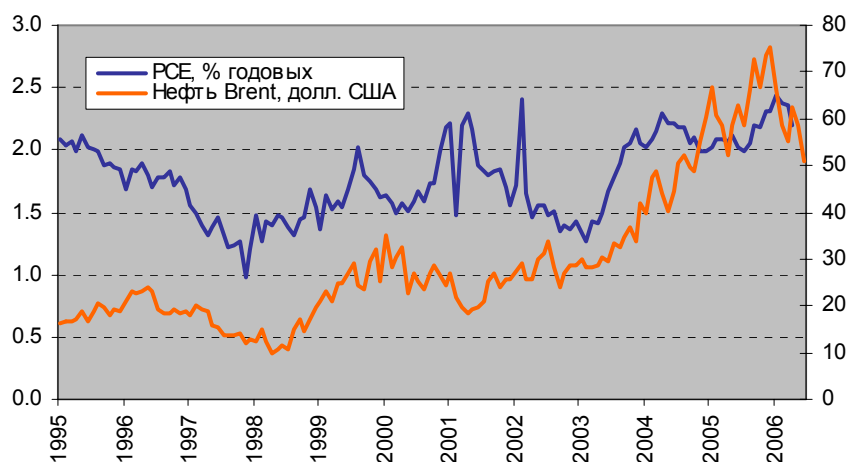


Рис. 7. Динамика цен на нефть марки Brent и годовых значений индекса PCE США
Источник: Reuters

Таким образом, нынешний состав FOMC имеет широкие возможности для сохранения выжидательной позиции в отношении денежной политики, учитывая, что снижение экономических показателей происходит медленно и непоследовательно, а темпы инфляции еще не успели отреагировать на новые условия. Текущий период паузы после цикла повышений процентных ставок может стать самым длинным в истории США, поскольку еще ни разу (как это видно на Рисунке 6, где представлены данные за последние более, чем 20 лет) ФРС не держала так долго ставки на достигнутом высоком уровне, не приступая к их снижению. **Поэтому мы ожидаем, что ставка по федеральным фондам останется на текущем уровне 5.25% как минимум до второй половины 2007 года, хотя факторы, лежащие в основе принятия решений, дают возможность для продления этой паузы на большую часть года.**

Мы успешно ответили на первые два поставленных вопроса, и действительно, для ФРС важнее побороть инфляцию, и именно изменения в динамике цен могут стать основанием для изменения денежной политики. Остается еще два вопроса: будет ли изменение ставок однократным, и в какую сторону? Необычная для ФРС затяжная пауза и снижение экономических показателей указывают на то, что ФРС полностью завершила кампанию ужесточения денежной политики в рамках нынешнего цикла. Поэтому следующим шагом с высокой долей вероятности будет снижение процентных ставок.

Длительной паузы американским банкирам должно вполне хватить для оценки результативности своей кампании ужесточения денежной политики и обуздания инфляции в диапазоне 0-2%, поэтому последующее снижение ставок также должно носить осознанный характер. Соответственно, мы увидим не однократное смягчение политики, а начало цикла. Если вернуться к Рисунку 6, видно, что с 1995 по 2000 год процентная ставка после небольшого снижения снова была повышена, однако следует отметить, что в те годы средний рост ВВП США составлял 4.3% против 2.2-2.5% в текущей ситуации. Существуют и другие не менее важные аргументы в пользу многократного понижения ставок. Во-первых, одно понижение не принесет ощутимых результатов (кроме краткосрочных спекуляций по поводу начала масштабной кампании), а, во-вторых, ФРС важно постоянно показывать рынку свой контроль над ситуацией и понимание проводимой политики. Неожиданное снижение и установление очередной паузы или даже повышение заметно снизит авторитет монетарных властей США.

Доходность индикативных US Treasuries – поплавок в широком диапазоне рыночных ожиданий

В прошлом году облигации Казначейства США показали отрицательную динамику, несмотря на то, что ФРС прекратила повышать процентные ставки в середине года. Доходность индикативных 10Y UST выросла более, чем на 30 б.п. до 4.70%, хотя в течение 2006 года динамика развивалась неоднозначно (Рис. 8). До

Годовой обзор: трезвый взгляд на перспективы

остановки кампании по повышению ставок, доходность 10Y UST исправно росла, превысив в середине июня отметку 5.25%, где в конце месяца оказалась ставка Fed Funds. Долгожданная остановка американских банкиров вызвала мощное ралли на рынке: покупки активов с фиксированным доходом по всему миру продолжались до конца сентября, в результате которых доходность 10Y UST сократилась с 5.25 до 4.55%. После непродолжительной по времени, но большой по волатильности коррекции в октябре, бумаги продолжили рост, достигнув в конце ноября уровня доходности 4.45%.

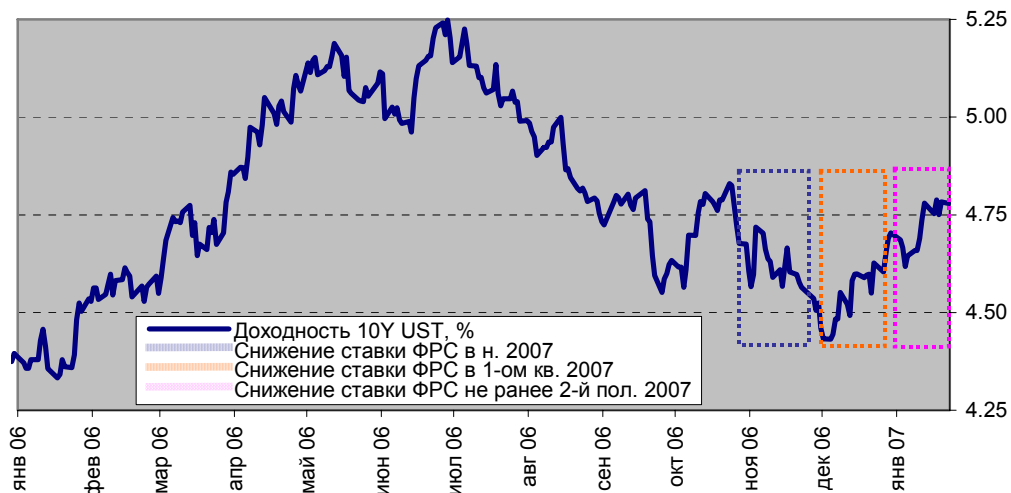


Рис. 8. Динамика доходности 10Y UST с выделением областей ожиданий различных моментов начала снижения ставки ФРС

Источник: Reuters, Банк СОЮЗ

Подобная неравномерная динамика доходности с ноября 2006 года объясняется коррекцией ожиданий по процентной ставке в США. Поток слабой статистики за октябрь, включая данные по промышленности, более стремительное, чем ожидалось, снижение индекса цен производителей и розничных продаж, отчетов по недвижимости, а также показателей потребительского доверия, породили надежды на снижение ставки по федеральным фондам уже в начале 2007 года. На этом фоне спекулятивные деньги понизили доходность американских облигаций до ее локальных минимумов второго квартала (участок, закрашенный синим прямоугольником на Рисунке 8). По нашим оценкам, справедливая доходность 10Y UST с учетом ожиданий смягчения денежной политики уже в первом квартале должна была располагаться в диапазоне 4.45-4.65%. Однако в декабре жесткие комментарии ФРС, а также восстановление большинства экономических индикаторов сильно сократило ряды оптимистов. Все более популярной становилась идея о том, что ставка по федеральным фондам США останется неизменной до второй четверти 2007 года (коррекция этих ожиданий закрашена оранжевым прямоугольником на Рисунке 8). Справедливым диапазоном для этих новых прогнозов по доходности 10Y UST стал широкий канал 4.50-4.75%. Стабилизация показателей экономики и все еще высокие индикаторы инфляции предположили, что экономике США грозит не более, чем «мягкая посадка», поэтому все усилия можно сосредоточить на борьбе с инфляцией, учитывая «ястребиный характер» нового состава FOMC. На рынке это выразилось в сдвиге ожиданий начала снижения ставки на момент «не ранее второго полугодия» и привело к продолжению роста доходности базовых активов в январе (сиреневый прямоугольник на Рисунке 8). Окончательно этот сдвиг еще отразился в динамике рынка, который сверху по доходности сдерживается 3-месячным уровнем сопротивления. Однако и этот рубеж будет пройден в случае новой порции сильных отчетов, которые снова могут отсрочить момент начала снижения процентных ставок. Поэтому с учетом нашего центрального прогноза сохранения процентных ставок большую часть 2007 года, 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, и затем последующее снижение к нижней границе. В действительности, когда FOMC в первый раз понизит ставку, не знает никто, поэтому волатильность рынка будет оставаться на текущем уровне или даже возрастет. Хотя мы признаем, что волатильность будет ниже первой половины 2006 года, когда доходность 10Y UST изменилась почти на 90 б.п., имея четкую тенденцию к росту.

Мы понимаем, что наша верхняя граница диапазона по доходности 10Y UST в 5% является достаточно агрессивной и не совпадает с более умеренными оценками других банков. Однако мы принимаем во внимание также перспективы ужесточения денежной политики в Европе, а, возможно, и в Японии. Неожиданное решение Банка Англии повысить ставку до 5.25% в январе повысило доходность облигаций Казначейства США в относительно спокойный для американских рынков день. Речь идет не об однократном повышении, а о продолжении кампании по ужесточению денежной политики, в которой периодически устанавливаются паузы. Опасения роста ценового давления уже заставили банкиров Великобритании и еврозоны занять более жесткую позицию. По нашим прогнозам, в первом квартале 2007 года ЕЦБ повысит ставку еще на 25 б.п. до 3.75%, и на рынке есть серьезные опасения, что Банк Англии еще раз предпримет повышение в первом полугодии.

Остается открытым вопрос относительно «непонятной» затянувшейся инверсии кривой доходности американских Treasuries на 10-летнем участке. Действительно, с прекращения повышательной кампании ставок в США доходность 2-летних облигаций превышала доходность 10-летних. Причем пик этого спреда (19 б.п.) пришелся на первую половину ноября 2006 года, а к концу декабря он сократился лишь до 12 б.п. (Рис. 9).

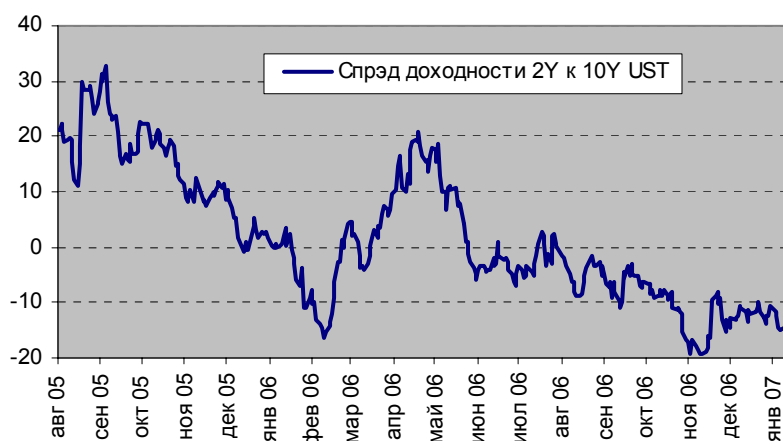


Рис. 9. Динамика спреда доходности 2Y к 10Y UST
Источник: Reuters, Банк СОЮЗ

В предыдущие периоды финансовой истории США кривая доходности государственных облигаций приобретала инверсивную форму в случае замедления экономического роста (Рис. 10). Это связано с тем, что краткосрочные процентные ставки были завышены, а снижение экономической активности заставляло инвесторов уходить из таких рискованных секторов как рынок корпоративных бумаг в «безопасные» длинные облигации Казначейства США.

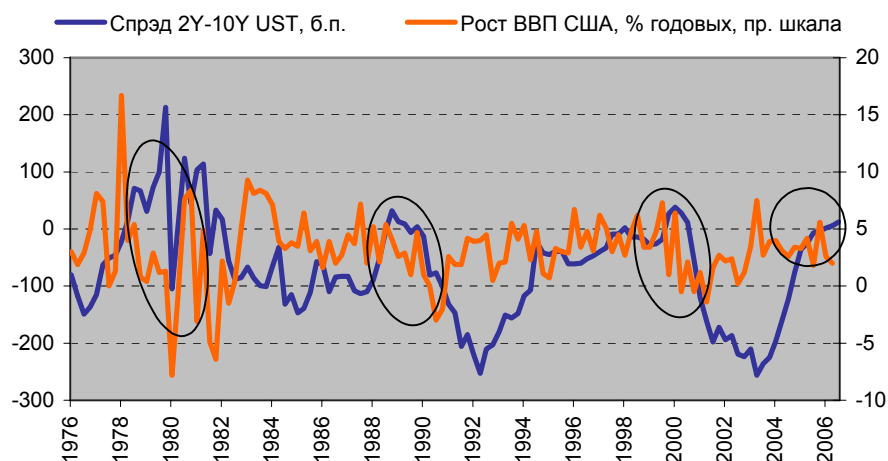


Рис. 10. Динамика спреда доходности 2Y к 10Y UST и ВВП США
Источник: Reuters, Банк СОЮЗ

На выделенных областях Рисунка 10 четко видно, что в моменты, когда спред доходности между 2-летними и 10-летними облигациями Казначейства США становился положительным, с небольшим лагом во времени темпы роста ВВП замедлялись, пересекая нулевую отметку. Однако, по нашему мнению, в нынешнем цикле положительный спред и инверсия кривой UST на 10-летнем участке лишь частично объясняется ожиданиями замедления экономической активности. Действительно, темпы роста ВВП США в последние кварталы 2006 года замедлились (2.0%) по сравнению со средними темпами за последние 3 года (3.32%), однако следует отметить, что в 2006 году средние темпы составляли 3.4% по сравнению с 3.29% за 2004-2005 годы. Кроме того, по нашему мнению, ФРС не допустит снижения темпов роста ВВП США в отрицательную область, как это было во все предыдущие обозначенные моменты. Таким образом, причину инверсии кривой следует искать также в необычно низкой доходности 10-летних облигаций, на что многократно указывали российские и зарубежные обозреватели.

Долларовые финансовые активы были одним из объектов вложений иностранных инвесторов, о чем свидетельствует чистый приток капитала в США, который с конца 1990-х годов вырос более, чем в 5 раз до \$118 млрд. (август 2006 года). Среди этих инвесторов основную долю занимали иностранные центральные банки и крупные институциональные инвесторы, вынужденные вкладывать излишки своей валютной наличности в американские бумаги. Чистый приток средств конкретно в долговые инструменты Казначейства США (включая векселя, краткосрочные и долгосрочные облигации) достиг своего исторического максимума в ноябре 2005 года на уровне \$55.7 млрд., но затем стал снижаться в 2006 году, достигнув среднемесячного показателя чуть более \$15 млрд. (Рис. 11):

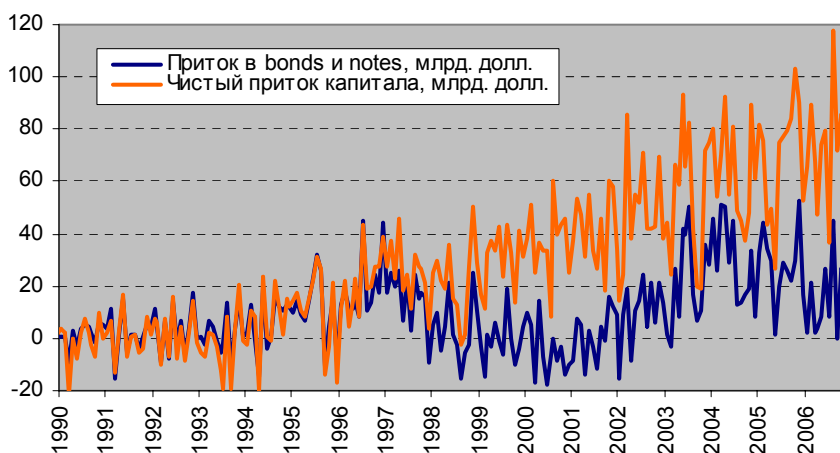


Рис. 11. Динамика притока капитала нерезидентов в активы США
Источник: Reuters, Банк СОЮЗ

Однако при более детальном анализе структуры долгового портфеля иностранных держателей, становится ясно, что при общем росте вложений в американские долговые бумаги, доля долгосрочных бумаг (T-bonds) в течение 2004-2006 года

Годовой обзор: трезвый взгляд на перспективы

становилась все больше ценой сокращения за этот период доли краткосрочных векселей (T-bills) с 21% до 14% (Рис. 12):

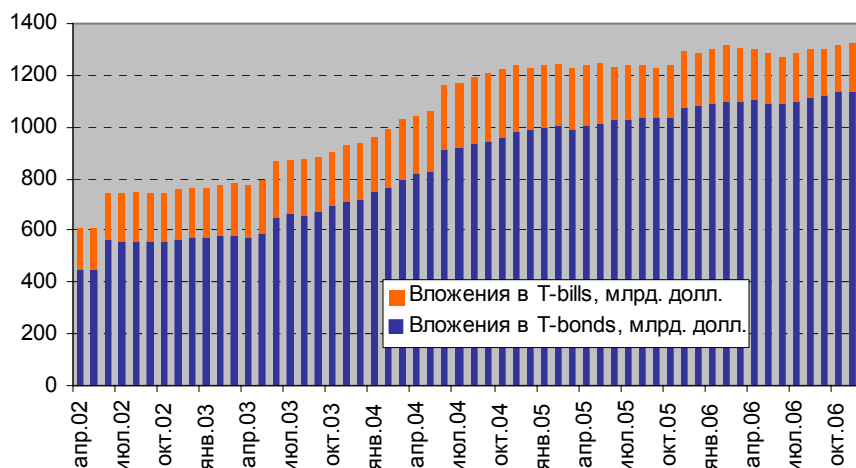


Рис. 12. Динамика структуры вложения иностранных инвесторов в T-bonds и T-bills
Источник: US Treasury, Банк СОЮЗ

Таким образом, замещение краткосрочных финансовых вложений долгосрочными американскими облигациями в портфелях иностранных инвесторов во многом может объяснять необычно низкую доходность в длинном конце американской кривой. Маловероятно, что покупки длинных инструментов замедлятся в ближайшие месяцы, тем более, что мы прогнозируем постепенное обуздание инфляции, которая наносит ущерб, прежде всего, долгосрочным активам с длинным заданным потоком платежей. Соответственно, прекращение инверсии кривой доходности на 10-летнем участке будет инициировано в большей степени движением со стороны доходности 2-летних облигаций, а это произойдет лишь в случае появления серьезных оснований для начала снижения краткосрочных процентных ставок. Поэтому, с учетом нашего центрального прогноза сохранения ставки Fed funds неизменной, как минимум до второй половины 2007 года, кривая доходности UST на 10-летнем участке будет сохранять инверсивную или крайне плоскую форму все это время. При этом в первом квартале 2007 года, по мере убежденности рынка в том, что ФРС не начнет снижения ставки в первом полугодии, кривая доходности может приобрести еще более значительный отрицательный наклон. Лишь в конце весны понимание и спекуляции по поводу смягчения денежной политики станут более очевидными и вызовут опережающий рост коротких бумаг и разворот кривой доходности. Наши ожидания относительно формы кривой доходности US Treasuries в различные моменты представлено на Рис. 13:

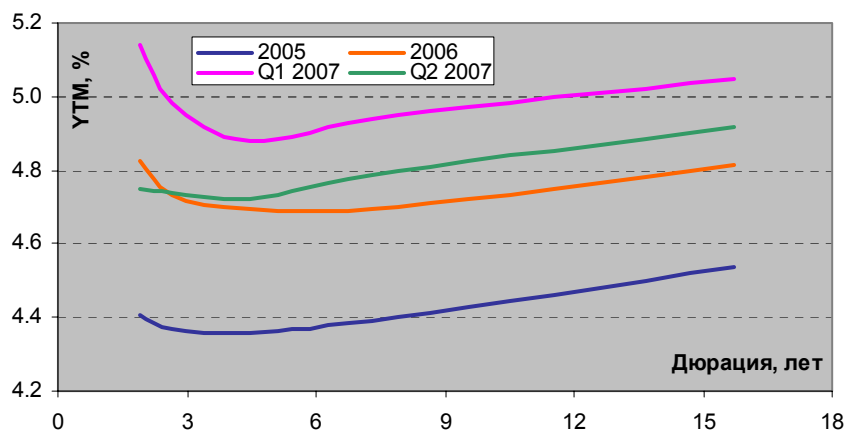


Рис. 13. Формы кривой доходности US Treasuries в разные периоды
Источник: Reuters, Банк СОЮЗ

Из всего вышесказанного следует наш умеренно-негативный прогноз по рынку базовых активов на большую часть первого полугодия, до тех пор, пока спекуляции по поводу снижения процентных ставок в США не переселят разочарования от того, почему это не произошло раньше. Скорее всего, в течение

Годовой обзор: трезвый взгляд на перспективы

ближайших 2-3 месяцев доходность индикативных 10Y UST еще коснется отметки в 5%, а ставка по федеральным фондам США останется на уровне 5.25% до конца первой половины 2007 года. Значительного увеличения степени инверсии на 10-летнем участке американской кривой мы не ожидаем, поскольку вблизи 5% доходность коротких 2-летних инструментов уже во многом отражает затягивание периода неизменных ставок, и ее рост выше этого уровня может быть привлекательным для покупок. Между тем движение доходности 10Y UST к 5% будет сокращать спрэд с 2-летними бумагами. Поэтому мы предполагаем, что тактически есть смысл сокращать дюрацию портфелей.

Внешний долг Emerging Markets

EM: 2007 - год стабилизации

В нашем предыдущем стратегическом обзоре на 2006 год мы оптимистично оценивали перспективы долгов развивающихся рынков, хотя занимали не самую популярную точку зрения, поскольку все еще продолжающаяся кампания по повышению процентных ставок в США предполагала уход инвесторов из рисков сегментов, предлагающих все меньшую возможность для carry-trade. Некоторые российские и зарубежные аналитики вообще скептически оценивали вероятность заработать на emerging debts положительный доход, а большинство утверждали, что он не будет двузначным, как в предыдущие годы. Однако даже нашего оптимизма не хватило для того, чтобы спрогнозировать бурное ралли внешних долгов развивающихся рынков и активное сокращение спрэдов, которые позволили заработать на сегменте 9.88% (по индексу EMBI Global). Это более скромные результаты, чем, скажем, в 2005 году (10.73%) или 2004 году (11.73%). Однако, если сравнивать прибыльность долгов отдельных стран, входящих в индекс, становится ясно, что при правильном инвестировании средств, в 2006 году по отдельным ключевым кредитам (включая Индонезию, Перу, Бразилию, Панаму, Чили) можно было заработать больше, чем в 2005 (Рис. 14). При этом долги инвестиционного класса по степени отдачи (в среднем 4.50%) снова заметно отставали от доходных бумаг спекулятивной категории (10.67%), где второй год подряд лидерами стали внешние долги Доминиканской Республики, похоже, успешно пережившие реструктуризацию 2005 года. Таким образом, высокодоходные кредиты обогнали индекс, сдерживаемый более слабой динамикой долгов с рейтингом от «BBB-» и выше. Исключением стали внешние долги Эквадора, которые из-за прихода к власти левого президента Рафаэля Корреа и предлагаемых им мер по реструктуризации долгов привели к резким продажам еврооблигаций страны в последние два месяца прошлого года, в результате которых индикативные бумаги Эквадор'30 подешевели с 95% до 75% номинала. С января по октябрь 2006 года прибыльность от вложений в Эквадор составляла целых 16%.

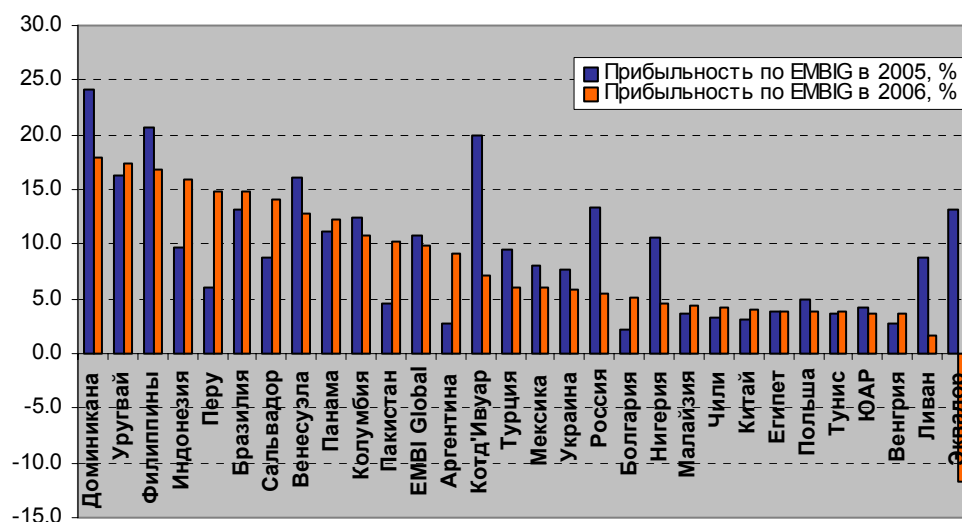


Рис. 14. Прибыльность внешних долгов EM по индексу EMBI Global
Источник: JP Morgan, Банк СОЮЗ

Что касается спрэдов доходности, практически все кредиты показали уверенное сокращение рискованной премии, благодаря буму на товарных рынках, улучшающему макроэкономические параметры развивающихся стран, и ралли долговых рынков, особенно во второй половине 2006 года после прекращения кампании повышения ставок (Табл. 2):

	Рейтинг	2006	2005	2004	Наш прогноз на 2006
EMBI Global		171	237	347	195
Аргентина	B3/B+/B	169	227	279	175
Болгария	Baa3/BBB+/BBB	66	90	77	80
Бразилия	Ba2/BB/BB	190	308	376	250

Годовой обзор: трезвый взгляд на перспективы

Венгрия	A2/BBB+/BBB+	58	74	32	
Венесуэла	B2/BB-/BB-	183	313	403	270
Доминикана	B3/B/B	196	378	824	
Египет	Ba1/BB+/BB+	52	58	101	60
Индонезия	B1/BB-/BB-	153	269	244	
Китай	A2/A/A	51	68	57	
Колумбия	Ba2/BB/BB	161	244	332	200
Кот Д'Ивуар		3325	3070	3121	
Ливан	B3/B-/B-	395	246	334	
Малайзия	A3/A-/A-	66	82	78	
Мексика	Baa1/BBB/BBB	115	143	174	110
Нигерия	-BB-/BB-	66	329	457	470
Пакистан	B1/B+/-	154	198	233	
Панама	Ba1/BB/BB+	146	239	274	220
Перу	Ba3/BB+/BB+	118	257	239	180
Польша	A2/BBB+/A-	47	62	69	50
Россия	Baa2/BBB+/BBB+	99	118	213	90
Сальвадор	Baa3/BB+/BB+	159	239	245	
Тунис	A3/BBB/BBB	83	81	91	
Турция	Ba3/BB-/BB-	207	223	264	200
Украина	B1/BB-/BB-	172	184	255	210
Уругвай	B1/B+/B+	185	298	388	
Филиппины	B1/BB-/BB-	155	302	457	240
Чили	A2/A/A	84	80	64	70
Эквадор	Caа1/CCC/CCC+	920	661	690	630
ЮАР	Baa1/BBB+/BBB+	84	87	102	70

Табл. 2. Изменение спредов индексов EMBI Global в сравнении с нашим прошлогодним прогнозом
Источник: JP Morgan, Банк СОЮЗ

Как видно из Таблицы 2, наши прогнозы в отношении сокращения рискованной премии оказались слишком консервативными, мы также как и другие участники рынка недооценили привлекательность высокодоходных инвестиций. Спрэд EMBI Global закрепился ниже 200 б.п. и в конце января 2007 года регистрирует новые исторические минимумы вблизи 160-170 б.п. Наибольший «просчет» пришелся на латиноамериканские (Бразилия, Венесуэла, Панама) и азиатские кредиты (Филиппины и Индонезия). В то же время мы правильно спрогнозировали выбор долгов тех стран, которые могут показать наибольшую компрессию спредов, рекомендуя в начале прошлого года покупать «твердые» кредиты в рейтинговой категории «BB», за исключением Украины, которая действительно сократила спрэд всего на 12 б.п. по сравнению со средним значением 85 б.п. для данной рейтинговой категории. Также мы рекомендовали «держат» или «продавать» европейские кредиты с инвестиционным рейтингом, что в целом было оправдано, поскольку они сократили свои спрэды всего на 20 б.п. (кстати, ровно на столько же, насколько выросла доходность индикативных 10Y UST с 4.45% до 4.65% в 2006 году).

Движение рынка emerging debts к новым уровням в 2006 году было достаточно неравномерным и прерывалось двумя периодами глубокой коррекции. Первая произошла в мае-июне и была вызвана сочетанием таких важных факторов, как признаки ускорения инфляции в США весной прошлого года, ожидания продолжения роста процентных ставок и относительная дороговизна еврооблигаций в результате покупок с начала года. Падение рынка сопровождалось резким снижением аппетита на риск (коррекция почти 30% по спрэду EMBI+ до 230-240 б.п.) и как следствие, сбросом, прежде всего, наиболее ненадежных бумаг, сильно зависящих от роста процентных ставок в США из-за частого рефинансирования внешнего долга. Такими оказались длинные турецкие еврооблигации, просевшие в мае-июне почти на 20 фигур и увеличившие доходность почти на 150 б.п. (Рис. 15):

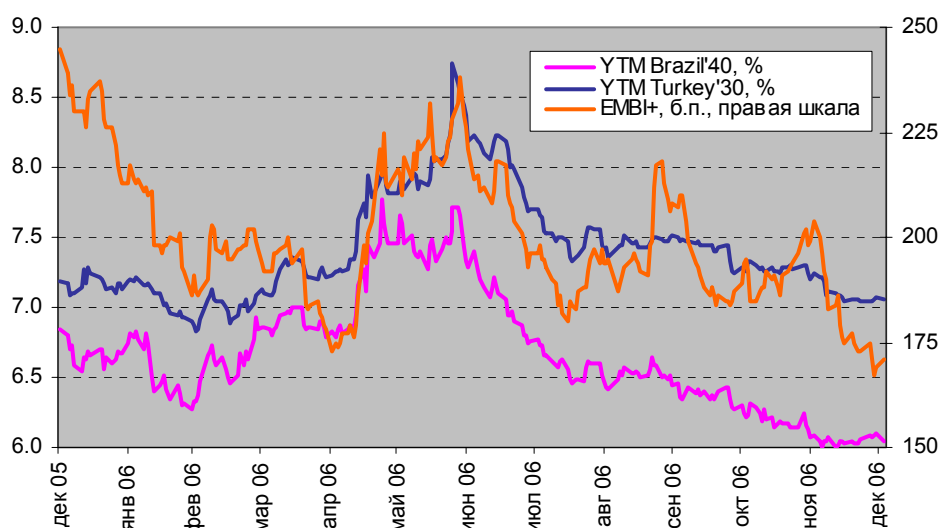


Рис. 15. Динамика доходность к погашению Бразилии'40 и Турции'30, а также спреда EMBI+
Источник: Reuters, JP Morgan

Вторая волна коррекции произошла в конце сентября - начале октября 2006, однако она была гораздо более скромной по масштабам и практически не отразилась на доходности кредитов с рейтингом «BB». Скорее, можно было наблюдать коррекцию аппетита на риск, поскольку в результате восстановительного ралли с конца июня бумаги оказались слишком перекупленными.

Основными факторами динамики emerging debts в 2006 оставались мировые процентные ставки. Аппетит на риск подогревался пониманием того, что (максимум!) в середине года ФРС сделает остановку в своей кампании по ужесточению денежной политики, и сильно просевшие бумаги в июне стали пользоваться повышенным спросом. По некоторым сведениям, наиболее активные игроки в сегменте, хедж-фонды, избавлялись от рискованных бумаг уже с начала весны, и слухи об их возвращении, похоже, поддержали других участников рынка.

Политические факторы, связанные с парламентскими и президентскими выборами ряда развивающихся стран, о которых мы предупреждали в начале прошлого года, в целом не оправдались. Во-первых, окончательные итоги президентских выборов в Перу, Мексике и Бразилии, оказались благоприятными для рынка. А во-вторых, рост политической нестабильности в одной стране не вызывает системного отказа от рискованных активов, как это было раньше. Исключением стала победа левого кандидата Рафаэля Корреа во втором туре президентских выборов в Эквадоре. Основной риск связан с отказом от обслуживания внешнего долга и обещанием провести его реструктуризацию. Эти события уже привели к серьезному проседанию котировок еврооблигаций Эквадора, но не способны вызвать негативные настроения в сегменте в целом, поскольку доля бумаг этой страны крайне мала в сводных индексах долгов развивающихся рынков. Напряженной остается также ситуация в Венесуэле, поскольку президент Уго Чавес, похоже, намерен «недружественно» национализировать крупнейшие энергетические и телекоммуникационные компании. Усиление оттока частного капитала из страны негативно отразится на балансовых показателях при снижении цен на нефть.

Другой важный момент, и прошлый год стал во многом показательным, это изменение структуры инвесторов. Если в прежние годы работа на emerging debts оставалась «клубом избранных игроков», которые хорошо разбирались в рисках финансово нестабильных стран, то теперь она становится обычной практикой, как для частных, так и для крупных институциональных участников. На первое место выходит выбор более привлекательной доходности, а призрак крупных суверенных дефолтов уходит на второй план. Помимо традиционных хедж-фондов, интерес к сегменту активно проявляют крупные и средние банки, страховые компании и даже некоторые пенсионные фонды. Таким образом, резкое увеличение ликвидности в сегменте стало дополнительным фактором стабильности emerging markets.

Годовой обзор: трезвый взгляд на перспективы

По нашему мнению, стабильность, а точнее стабилизация, станет главным атрибутом emerging debts в 2007 году. Мы исходим из следующих основных предположений:

1. Большинство суверенных еврооблигаций при спреде индекса EMBI+ на уровне 170 б.п. объективно торгуется достаточно дорого, а значит, мы, скорее всего, увидим некоторое отрезвление инвесторов в виде достаточно глубокой коррекционной волны, которая как обычно может прокатиться весной-летом. Однако серьезного отказа от EM не произойдет, поскольку улучшение макроэкономических параметров развивающихся государств и продолжение политики по досрочному погашению и обмену долгов (в частности, Аргентина, Бразилия, Перу) будут сохранять их спреды на стабильных уровнях.
2. Прошлые годы на рынке суверенных еврооблигаций отмечены экстенсивным ростом, основанным на укреплении национальных валют, цен на нефть и досрочном погашении долгов. По нашему мнению, возможностей для экстенсивного роста остается все меньше, а указанные факторы уже не способны вызывать бурное ралли. Инвесторы станут более избирательными и будут тщательнее отслеживать внутренние события развивающихся стран.
3. Приход долгосрочных инвесторов в долги EM снизит зависимость от коротких спекулятивных капиталов, что также будет способствовать снижению общего уровня волатильности.

Таким образом, в 2007 году мы, скорее всего, не увидим новых потрясающих воображение и прогнозы рекордов на рынке emerging debts, а общая прибыльность от инвестиций в этот сегмент окажется положительной, но одноразрядной, и вряд ли превысит 6-7% (минимальный доход над доходностью безрисковых бумаг Казначейства США). Спред EMBI Global продолжит свое сокращение, что особенно станет заметно во второй половине года (после возможной коррекции и спекуляций начала снижения ставки ФРС), но потенциал мы оцениваем не ниже 130-150 б.п. по сравнению с историческим минимумом на уровне 165 б.п.

Что лучше, а что хуже на рынке emerging debts в 2007

- **Аппетит на риск EM будет оставаться высоким, хотя не исключаем коррекцию в первом полугодии;**
- **Рекомендуем сокращать дюрацию портфелей, по крайней мере, до второй половины 2007 года;**
- **Политические факторы (за исключением Эквадора и Венесуэлы) будут играть второстепенную роль**
- **В качестве защитной стратегии рекомендуем слабокоррелированные долги (Аргентина, Индонезия) и «твердые» кредиты «ВВ», не зависящие от рынка нефти;**
- **Долги спекулятивного класса продолжают торговаться лучше бумаг с инвестиционным рейтингом за счет интересной спредовой надбавки;**
- **В Развивающейся Европе не видим значительного потенциала компрессии спредов, хотя считаем, что долги Украины торгуются дорого относительно бумаг Турции;**
- **В Латинской Америке остается потенциал повышения рейтингов, хотя новых членов «инвестиционного» клуба из этого региона, скорее всего, не появится в 2007 году.**

Формируя стратегию на 2007 год, мы понимаем, что до резкого усиления ожиданий снижения процентной ставки в США большинство участников рынка будет занимать оборонительную позицию. Это предполагает сокращение дюрации портфелей в пользу средних выпусков с более высокой ставкой купона, выбор слабокоррелированных с общим рынком бумаг и увеличение доли «твердых» кредитов, которые будут поддерживаться улучшением макроэкономических параметров. Мы не исключаем активизацию спекулятивных (bargain-hunters)

покупок после периодов коррекции, но стратегически инвесторы понимают, что быстрой отдачи от вложений в новом году они не увидят. Политические факторы, за исключением Эквадора и Венесуэлы, скорее всего, снова будут иметь низкий вес в формировании динамики ЕМ, в центре внимания вновь окажутся процентные ставки в США и макроэкономические показатели.

Более сильную динамику снова будут демонстрировать кредиты с рейтингом спекулятивного класса, поскольку рост доходности базовых активов потянет в силу узких спредов за собой долги инвестиционного качества. При этом высокий аппетит на риск поможет спекулятивным бумагам противостоять против снижения US Treasuries. Продолжением тенденции прошлого года может стать опережающая динамика корпоративных выпусков по сравнению с суверенными займами. Все еще сохраняющиеся спредовые надбавки корпоративных бумаг в Азии и Латинской Америке будут пользоваться повышенным вниманием инвесторов. Хуже перспективы у корпоративных еврооблигаций в европейском регионе, в частности России, а также выпусков казахских эмитентов, которые уже сегодня могут привлекать длинные деньги по адекватным ставкам, и коренные улучшения в 2007 году здесь маловероятны.

Азиатско-тихоокеанский регион

Хорошим защитным активом могут служить внешние долги Индонезии («B1/BB-/BB-»), предлагающие в длинном конце доходность на уровне 6.7-6.8%, т.е. торгующиеся со спредом около 160-170 б.п. к UST. Во-первых, эти бумаги остаются самыми доходными из крупных суверенных развивающихся еврооблигаций в азиатско-тихоокеанском регионе, а, во-вторых, меры по укреплению бюджета и национальной валюты, а также снижения внутренних долгов, могут также привести к повышению рейтинга. Еврооблигации Филиппин, имеющие схожий кредитный рейтинг, торгуются немного дороже, при этом перспективы улучшения кредитной оценки уже учтены в их бумагах. Несмотря на общие требования по сокращению дюрации, конкретно для Индонезии мы рекомендуем покупать длинные бумаги 2035 года, поскольку ее кривая доходности валютных облигаций сохраняет достаточно крутой наклон. По сравнению с латиноамериканскими долгами с рейтингом «BB», где средние спреды составляют 180-200 б.п., Индонезия торгуется дорого, однако основной объем торгов по этому кредиту приходится на азиатских инвесторов, где ощущается дефицит качественных ликвидных инструментов. Наша цель по спреду Индонезии³⁵ 130-140 б.п., после достижения которой рекомендуем фиксировать прибыль и снижать ее долю в портфеле.

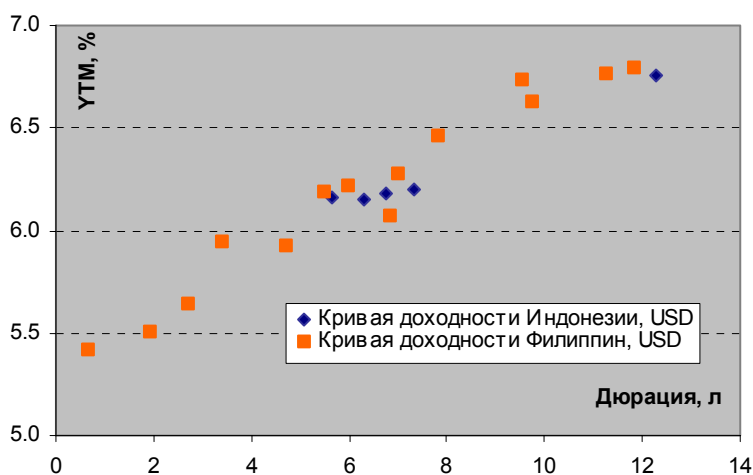


Рис. 16. Кривая доходности долларовых еврооблигаций Индонезии и Филиппин
Источник: Reuters, Банк СОЮЗ

Восточно-европейский регион

В европейском регионе, где из ликвидных инструментов представлены турецкие («Ba3/BB-/BB-») и украинские («B1/BB-/BB-») инструменты (российским еврооблигациям посвящен отдельный раздел ниже), мы не видим потенциала значительного сужения спреда с текущих уровней 150-170 б.п. и связано это, в первую очередь, с нестабильностью макроэкономических показателей и

Годовой обзор: трезвый взгляд на перспективы

отсутствием ясных перспектив вступления обеих стран в ЕС. Высокая зависимость Турции от цен на нефть и изменения ожиданий по процентным ставкам уже проявилась в том, что во время распродаж прошлого года ее еврооблигации стали аутсайдерами рынка. Индикативные Турция'30 так и не восстановились после до своего исторического максимума 158% номинала, тогда как большинство суверенных еврооблигаций еще осенью превзошли свои уровни. Главными проблемами Турции остаются высокий дефицит по текущему счету (он является дефицитным со второй половины 2004 года и составляет около \$2.5 млрд.), уровень инфляции (индекс потребительских цен завершил год на уровне 9.6%, увеличившись с 7.7% в 2005 году) и объемы государственного внутреннего и внешнего долга. Плюс ко всему, ЕС, похоже, не торопится с присоединением Турции, ставя условия по Кипру и принятию социального законодательства (как и МВФ, который продолжает кредитную программу на \$10 млрд.). Поэтому даже те инвесторы, которые покупали турецкие активы в расчете на конвергенцию с немецкими ставками, либо разочаровались и ушли из бумаг, либо покупали их на гораздо более низком уровне, делая ставку на долгосрочную отдачу. В любом случае это не спасет турецкие еврооблигации в случае очередной волны распродаж и снижения аппетита на риск. В то же время, на наш взгляд, турецкие долги выглядят недооцененными к украинским еврооблигациям (спрэд составляет около 20 б.п.). Поэтому мы рекомендуем использовать спредовую стратегию на продажу длинных Украина'16 (6.53%) против сопоставимых по дюрации Турция'16 (6.77%).

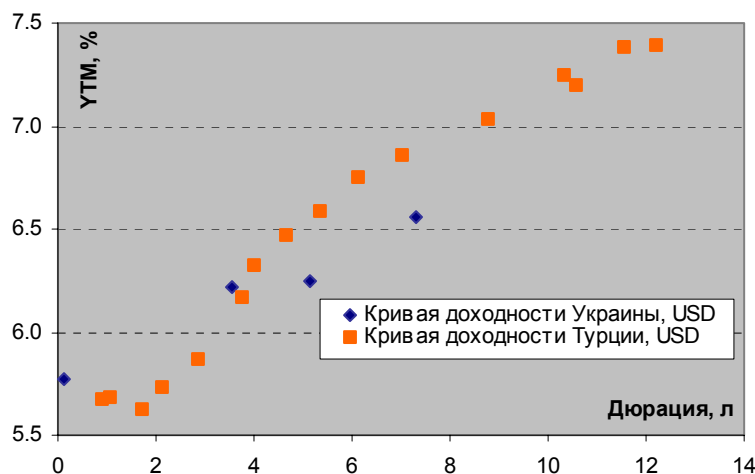


Рис. 17. Кривая доходности долларовых еврооблигаций Украины и Турции
Источник: Reuters, Банк СОЮЗ

В рамках нынешней тенденции к сокращению дюрации рекомендуем частичные продажи длинных долларовых еврооблигаций Турции и покупку еврооблигаций средней дюрации (доходность долларовых бумаг с дюрацией 3-6 лет лежит несколько выше кривой Турции). Также нам представляются привлекательными выпущенные в январе 2007 года бумаги Турция'19 EUR, предлагающие самую высокую доходность в данной валюте и торгующиеся ниже номинала. Кроме того, кривая Турции в евро сохраняет относительно крутую форму наклона из-за недооцененности длинных бумаг кривой.

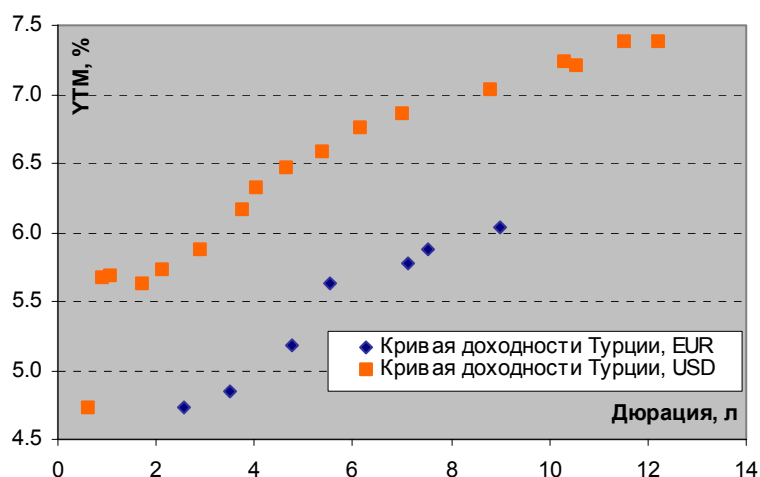


Рис. 17. Кривая доходности еврооблигаций Турции, деноминированных в долларах и евро
Источник: Reuters, Банк СОЮЗ

Кроме того, в регионе на рынке еврооблигаций представлены долги Польши и Венгрии. Эти бумаги торгуются со спрэдом 40-60 б.п. к государственным активам США или Германии и представляют низкий интерес для участников, использующих стратегию «carry-trade».

Латинская Америка

Латинская Америка остается главным сосредоточением ликвидности emerging markets с точки зрения объема совершаемых сделок с суверенными еврооблигациями. На 2007 год наш прогноз по региону в целом выглядит умеренно оптимистичным, и связываем мы это, прежде всего, с позитивной динамикой «твердых» кредитов с рейтингом «BB» (мы включаем в эту группу долги с рейтингом «BB-», «BB» и «BB+»), к которым относятся долги Бразилии, Колумбии, Панамы и Перу. В течение прошлого года длинные бумаги указанных стран сократили свои спрэды к 10Y UST в среднем на 130 б.п. до 190 б.п., при этом, главным образом, за счет Бразилии и Перу, сокративших их на 174 б.п. и 158 б.п. соответственно.

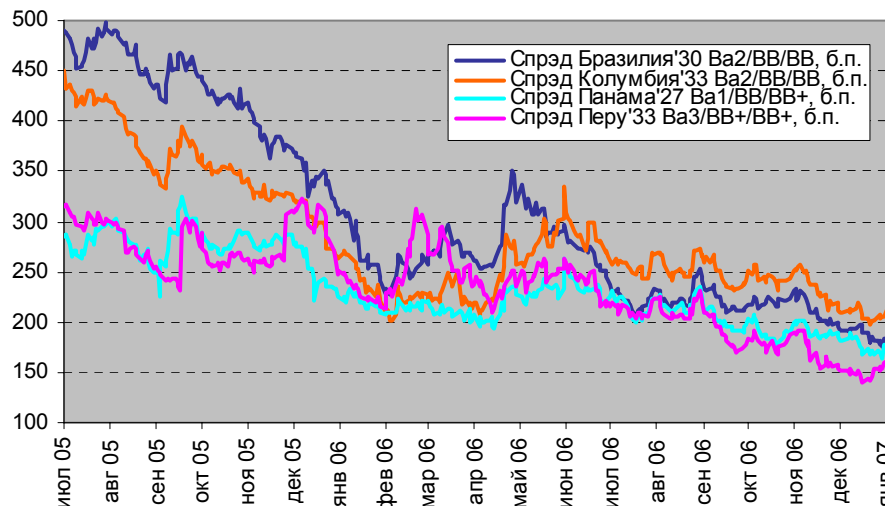


Рис. 18. Динамика спрэдов доходности длинных бумаг Бразилии, Колумбии, Панамы и Перу к 10Y UST
Источник: Reuters, Банк СОЮЗ

Со второй половины 2006 года динамика спрэдов указанных бумаг практически повторяет друг друга, за исключением длинных еврооблигаций Перу, которые ушли в отрыв после того, как сначала Fitch в августе, затем S&P в ноябре повысили рейтинги страны до уровня «BB+», всего в одной ступени от инвестиционного класса. На наш взгляд, игра в Перу может продолжиться в расчете на повышение рейтинга агентства Moody's, которое пока оценивает страны на 2 ступени ниже своих конкурентов. Однако дальнейший потенциал компрессии спрэда здесь сильно ограничен, поскольку мы не думаем, что в 2007 году Fitch и S&P повысит рейтинг Перу до инвестиционного уровня, всего через 12

месяцев после прихода к власти президента Алана Гарсиа, где до этого в Конгрессе царила политическая нестабильность. Кроме того, на Рисунке 19 видно, что кривая доходности долларовых еврооблигаций Перу имеет самую пологую форму среди кредитов категории «ВВ». Поэтому мы рекомендуем тактически продажи длинных перуанских активов против более коротких глобальных облигаций Бразилии, которые привлекательны в 5-8-летнем секторе дюрации. Речь не идет о выходе из Перу, поскольку крайне благоприятная динамика макроэкономических показателей будет поддерживать спрэды вблизи текущих уровней. В частности потребительская инфляция замедлилась с 4.5% годовых в 2004 году до 1.14% годовых в декабре 2006 года, с августа 2003 года торговый баланс является положительным и составляет \$815 млн., а рост ВВП за последние три года в среднем превышал 7%. Однако в тактическом плане в рамках снижения дюрации существуют более привлекательные спредовые стратегии.

Кроме того, мы рассчитываем, что снижение норматива по первичному бюджетному профициту в Бразилии с 4.25% до 3.75% ВВП не усилит инфляционное давление и позволит ЦБ Бразилии продолжить сокращение ставки Selic. В начале года банк уже понизил ставку до 13%, но снизил темпы ее снижения с 50 б.п. до 25 б.п., что окажет дополнительную поддержку курсу реала и улучшит балансовые показатели страны. Учитывая слишком пологую форму кривой доходности Бразилии на 8-14-летнем секторе дюрации (Рис. 19), мы рекомендуем небольшие продажи бумаг Бразилия'24, 25, 27, 30, 34 против более коротких выпусков Бразилия'15, 20, 40. В конце января 2007 года спред доходности между Бразилия'37 и Бразилия'20 составлял всего около 33 б.п., тогда как для Панамы, Перу и Колумбии средний спред на подобном участке составлял 57б.п. поэтому мы ожидаем его увеличение до 50 б.п., главным образом, за счет отставания более длинных активов Бразилии.

Мы не думаем, что снижение норматива по первичному бюджетному профициту Бразилии является признаком выхода государственных расходов из-под контроля. Согласно планам правительства, эти средства пойдут на финансирование объектов инфраструктуры и, скорее всего, не окажут значительного инфляционного давления. С 2003 года потребительские цены по индексу IPCA стремительно снижаются с максимума 17%, а с середины 2006 года они не превышают 4% в годовом исчислении. Некоторые опасения вызывает баланс по текущему счету, который с августа 2006 года стал снижаться (как раз с начала коррекции курса реала), но сохраняет свою долгосрочную тенденцию к росту. Большое внимание также обращает замедление темпов экономического роста в стране, которые с 2005 года в среднем составляют около 2% в годовом исчислении по сравнению с 6% в середине 2004 года. Снижение экономической активности на фоне сокращения процентной ставки Selic с середины 2004 года с 19.75% до 13% выглядит достаточно странным, и может оказать сдерживающее влияние на повышение кредитных рейтингов. Тем не менее, мы ожидаем, что одно из агентств может повысить оценку Бразилии на одну ступень с текущего уровня «ВВ», что будет оказывать поддержку для дальнейшей компрессии спредов в длинном конце с текущих 180-190 б.п. до 150 б.п.

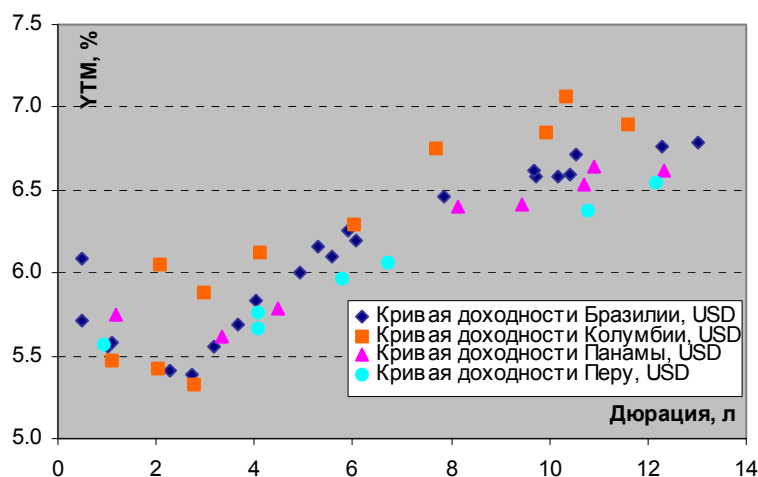


Рис. 19. Кривая доходности еврооблигаций Бразилии, Колумбии, Панамы и Перу
Источник: Reuters, Банк СОЮЗ

Внешние долги Колумбии предлагают самую высокую доходность среди твердых кредитов с рейтингом «ВВ», несмотря на относительно неплохие макроэкономические показатели. В частности потребительская инфляция с 2006 года не поднималась выше 5% годовых и продолжает свою тенденцию к снижению, а рост ВВП с середины 2005 года растет с отметки 4%, достигнув к концу третьего квартала 2006 года 7.68%. Долговые показатели также не вызывают большого беспокойства, поскольку отношение внешнего долга к ВВП (включая банковские долги, выпуски глобальных облигаций и долги Brady, торговые кредиты, а также кредиты международных организаций) у Колумбии находится на среднем уровне (62%) для своей рейтинговой группы. Кроме того, Колумбия пользуется статусом редкого заемщика и способна привлекать длинные деньги под хорошие рыночные ставки. В частности в сентябре она разместила 31-летние глобальные облигации под 7.375%, которые в конце января 2007 года торговались уже под 6.92%. Мы рекомендуем сокращать дюрацию в ожидании роста ставок по UST, продавая эти активы против бумаг Колумбия'20 года, которые при доходности 6.75% выглядят достаточно дешевыми.

В качестве слабокоррелированного актива EM привлекательными остаются внешние долги Аргентины. Несмотря на то, что огромный потенциал роста ее новых еврооблигаций Аргентина'33 Dis был уже использован в прошлом году (общая прибыльность от вложений составила около 43% годовых), уже за первый месяц 2007 года эти бумаги показали около 100% в годовом исчислении. Потенциал роста поддерживается улучшением макроэкономических показателей (рост ВВП, собираемости налогов, балансовых показателей), которое может привести к повышению рейтингов с текущих «В3/В+/В». На конец января спред доходности Аргентины'33 Dis к 10Y UST составлял около 200 б.п. Это сопоставимо с длинными бумагами Доминиканской Республики'27 («В3/В/В»), спред которых составлял 210 б.п. Но при ожиданиях повышения рейтинга (и относительной защищенности от высокой волатильности остальных EM) мы прогнозируем снижение спреда Аргентины на 30-40 б.п. до 160-170 б.п.

Хуже рынка в Латинской Америке мы оцениваем перспективы долгов Эквадора и Венесуэлы, основываясь на двух основных факторах. Во-первых, динамика цен на нефть потеряла былую направленность на повышение. Если мы не увидим значительного сокращения квот ОПЕК на добычу нефти (что маловероятно, несмотря на все спекуляции), то с окончанием отопительного сезона, цены на нефть начнут снижаться. Во-вторых, и это более важный, на наш взгляд, фактор, риски негативного развития политических событий в обеих странах, где у руководства находятся левые социалистически настроенные лидеры, перевешивают позитив в случае роста цен на нефть. Ранее инвесторы рост «черного золота» воспринимали как улучшение способности Венесуэлы и Эквадора обслуживать свои внешние долги, закрывая глаза на локальные политические трения. Однако пример Эквадора очень показателен с той точки зрения, что бюджетных средств и валютных резервов достаточно для осуществления выплат, но на первое место выходит идеология. С момента своего прихода к власти левый президент Эквадора Рафаэль Корреа пообещал провести реструктуризацию внешних долгов страны, что уже привело к их обвалу почти на четверть (а в худшие моменты – на треть), но затем появилась информация, что все пройдет «дружественно». Мы пока не настроены на оптимистичный сценарий и по-прежнему рекомендуем избегать сделок с долгами страны. В Венесуэле президент Уго Чавес, пользующийся популярностью у всего «антиамериканского» мира, объявил о национализации ключевых секторов экономики, включая крупнейшую телекоммуникационную компанию CanTV. Опять же показательно, что Чавес пригрозил силовым отчуждением компании в случае, если владельцы (акционер базируется в США) не согласятся на предложенную (ничтожную по нынешней капитализации компании) компенсацию. Это усилит отток капитала из страны, особенно после того, как в конце января Конгресс Венесуэлы наделил президента полномочиями на 18 месяцев издавать указы, которые будут иметь силы закона. В этом случае масштабы национализации могут стать чудовищными.

Российские еврооблигации

- Российские суверенные еврооблигации переходят в категорию «защитного актива», ожидаем снижение спрэда до 80-90 б.п.;
- Повышение рейтинга РФ до «А-» в 2007 маловероятно перед президентскими выборами, однако даже в этом случае не ожидаем значительной компрессии спрэдов;
- Корпоративные еврооблигации продолжают торговаться лучше суверенных бумаг, снова делаем ставку на «телекомы» и металлургию с рейтингом не ниже «BB-», предлагающие спрэды порядка 230-270 б.п.
- Мы сомневаемся в том, что какая-либо из частных компаний в России получит рейтинг инвестиционного класса в 2007 году, поэтому потенциал сужения спрэдов в корпоративном секторе ограничен 140-160 б.п.

Российские суверенные еврооблигации пользовались, откровенно говоря, пониженным вниманием инвесторов, особенно со второй половины 2006 года, когда улучшение прогноза процентных ставок вызвало активные покупки наиболее доходных бумаг, предоставляющих солидные премии к безопасным активам. На этом фоне популярные дискуссии о том, что спред доходности России'30 к 10-летним американским нотам должен достигнуть ниже 90 б.п., благодаря очередному повышению рейтингов, оставались чисто умозрительными, поскольку закрепиться ниже 100 б.п. ему так и не удалось. Действительно, в июле и сентябре 2006 года агентства Fitch и S&P соответственно повысили оценку кредитного рейтинга РФ еще на одну ступень до «BBB+», фактически вплотную придвинув его к категории «А», однако, как видно на Рисунке 20, особого оптимизма это не вызвало:

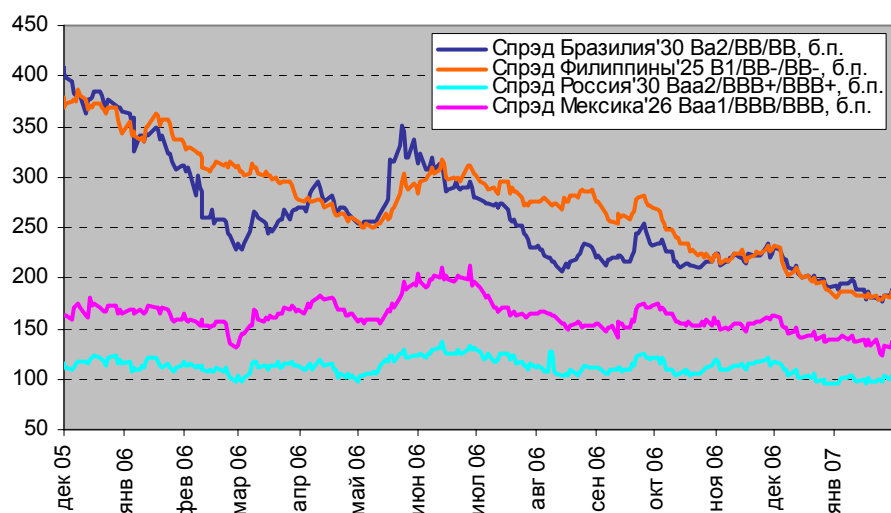


Рис. 20. Динамика спрэдов доходности длинных бумаг Бразилии, Филиппин, России и Мексике к 10Y UST

Источник: Reuters, Банк СОЮЗ

Напротив, российские еврооблигации с этого момента практически перестали сокращать спред, тогда как бумаги спекулятивного класса (рейтинг ниже «BBB-») и даже инвестиционные мексиканские долги продолжили снижение рискованной премии. Надежды на приход крупных иностранных фондов, похоже, снова не оправдались. Примечательно, что даже такие ключевые события как существенное снижение внешнего суверенного долга на фоне бурного роста Стабилизационного Фонда и золотовалютных резервов, практически не оказало поддержки, так как было уже целиком заложено в цены. Тем не менее, суверенные бумаги, по индексу EMBI Global, принесли в 2006 положительный доход, который составил 5.53%.

С точки зрения кривой доходности, мы в нашем прошлогоднем обзоре рекомендовали покупать самые длинные бумаги 2028 года, которые с доходностью около 6% все-таки представляли некоторый value для иностранных инвесторов. За 2006 год кривая доходности долларовых еврооблигаций РФ стала

более плоской, причем за счет роста краткосрочных ставок (Рис. 21). Таким образом, наша рекомендация оказалась справедливой, и хотя она не принесла большого дохода, позволила сэкономить средства инвесторов, вложенные в российский долг. По нашему мнению, в течение 2007 года, особенно со второй половины, кривая станет приобретать более крутую форму, что окажет поддержку средним бумагам 2030 года (их дюрация ниже, чем у выпусков 2018 и 2028 годов).

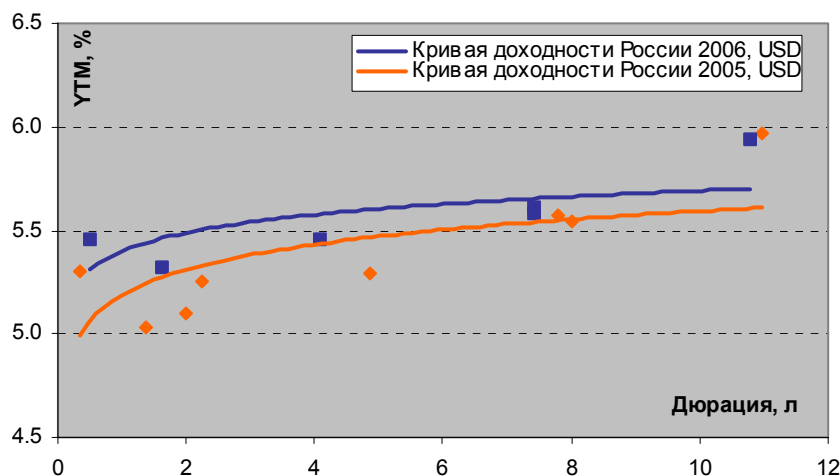


Рис. 21. Кривая доходности российских суверенных долларовых еврооблигаций в 2005 и 2006 годах
Источник: Reuters, Банк СОЮЗ

Говоря о перспективах, только ленивый не вспоминает о возможности дальнейшего повышения рейтингов. Многие российские и зарубежные аналитики предрекают России переход в рейтинговую категорию «А» уже в этом году. Однако, на наш взгляд, это маловероятно перед президентскими выборами в РФ 2008 года, и даже, если это все-таки произойдет, опасения роста политических опасений будут сдерживать компрессию спредов. Тем не менее, мы предполагаем, что в новом году агентство Moody's доведет свою оценку кредитных рейтингов РФ до уровня Fitch и S&P (в настоящее время рейтинг составляет «Ваа2»), а спред продолжит плавное снижение в область 80-90 б.п., где и закрепится на большую часть года.

Российский суверенный долг с доходностью ниже 6% неинтересен для «массового» инвестора на рынке emerging markets, скорее всего, он будет служить стабилизационным активом в портфелях, либо - выполнять роль «тихой гавани» в периоды распродаж и ухода от риска. Вопрос о том, какие еврооблигации на EM могут служить ориентиром доходности для российского суверенного долга, остается, по сути, открытым, поскольку спред РФ (99 б.п. на конец 2006 года) уже давно перегнал Мексику (115 б.п.), и стремится к ЮАР (спред 84 б.п.), Чили (84 б.п.) и Венгрии (58 б.п.). Однако последние 3 страны по своим параметрам и масштабам слишком сильно отличаются от нашей страны, поэтому, вероятно, и здесь у России будет свой самообытный путь.

Что касается новых суверенных выпусков, в 2007 году, скорее всего, рынок не увидит предложений от России. Напротив, продолжится политика погашения внешних заимствований, как плановых, так и с опережением графика. В июне РФ должна погасить бумаги 2007 года со ставкой купона 10% на \$2.4 млрд. В течение 2005 и 2006 года Россия могла провести обмен этих «дорогостоящих» еврооблигаций на новые более длинные и дешевые займы. Однако продолжение обслуживания этих долгов в ущерб экономии, на наш взгляд, ясно говорит о том, что правительство не намерено расширять свое присутствие на глобальном рынке капитала. В январе 2007 года от Минфина словами Сторчака появилась информация о том, что в случае дефицита бюджета, Россия может прибегнуть к внешним заимствованиям. Вероятность подобного сценария мы оцениваем как крайне низкую, однако сам выпуск суверенных еврооблигаций оказал бы, скорее, позитивное влияние на рынок. Россия не занимала на внешних рынках с 2000 года, и статус редкого заемщика позволит снять «дополнительные» сливки с рынка.

Как мы и прогнозировали, корпоративный сегмент (7.93%) показал более высокую прибыльность по сравнению с суверенными бумагами (5.53%). По индексу RUBI

Годовой обзор: трезвый взгляд на перспективы

Согр., рассчитываемому банком JP Morgan, в 2006 году инвестиции в российские корпоративные еврооблигации принесли инвесторам в среднем около 7.93%. При этом, картина лидеров не изменилась с прошлого года, когда на первом месте также находились долги компаний телекоммуникационного сектора (9.67%), за которыми следовали прочие бумаги (8.75%) и затем - нефтегазовая отрасль (7.49%).

Отрасль	2006	2005	2004
Телекоммуникации	9.67%	11.82%	7.48%
Прочие (металлургия и горное дело)	8.75%	11.32%	13.02%
Нефть и газ	7.49%	8.83%	11.29%
Банковский сектор	7.43%	7.48%	9.27%
RUBI Corp	7.93%	9.89%	11.25%

Табл. 3. Доходность от вложений в российские корпоративные еврооблигации по отраслям
Источник: JP Morgan

Более детальный анализ показывает, что среди ликвидных корпоративных еврооблигаций доходность более 10% (с учетом изменения курсовой стоимости и купонных выплат) показали лишь 9 выпусков при среднем показателе 8.43%. Наиболее слабые результаты продемонстрировали выпуски квазисуверенных банков и корпораций.

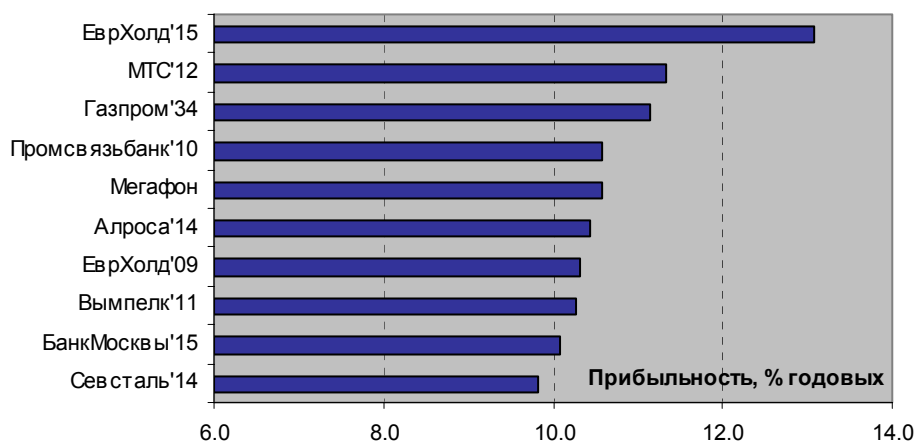


Рис. 22. 10 наиболее прибыльных корпоративных выпусков по итогам 2006 года
Источник: Банк СОЮЗ

Несмотря на то, что еврооблигации компаний телекоммуникационного, горного и металлургического секторов второй год подряд занимают первые места в таблице по прибыльности, мы прогнозируем, что в 2007 году они будут оставаться фаворитами инвесторов, поскольку их отраслевые спреды (по индексу RUBI Corp) по-прежнему предлагают наиболее привлекательные премии. При этом технические (объем нового предложения в секторе ограничен) и кредитные параметры (рейтинговые агентства продолжают повышать рейтинги «телекомов» и «металлургов») продолжают улучшаться.

Отрасль	2006	2005	2004
Телекоммуникации	231	286	450
Прочие (металлургия и горное дело)	238	299	449
Нефть и газ	139	175	261
Банковский сектор	198	222	252
RUBI Corp	190	225	315

Табл. 4. Отраслевые спреды по российским корпоративным еврооблигациям
Источник: JP Morgan

Динамику хуже рынка в 2007 году, на наш взгляд, продолжат демонстрировать банковские выпуски, поскольку рынок перенасыщен их мусорными бумагами, а предложения отрасли в инвестиционном классе не привлекают инвесторов по уровню доходности (ВТБ'35 торгуются с доходностью всего 6.22%). Однако банковский сектор (особенно короткие выпуски с высокими купонами) в отдельные

Годовой обзор: трезвый взгляд на перспективы

периоды распродаж в длинных ликвидных корпоративных еврооблигациях будут пользоваться повышенным спросом, как это было в течение 2006 года. На наш взгляд, среди банковских бумаг следует держать позиции в доходных выпусках с рейтингом «BB», к которым сегодня можно отнести долги Альфа-банка и МДМ-банка, предлагающие в длинном конце доходность около 7.25-7.50%. С перспективой на повышение рейтинга смотрим на бумаги Промсвязьбанка, Номос-банка и ХКФ-банка, которые сегодня предлагают доходность от 8.5 до 9.0% включительно.

Стратегически интересными, как мы озвучили выше, по-прежнему считаем телекоммуникации и металлургические компании. Среди них особое место занимают Евразхолдинг'15 и АФК'11, которые в длинном конце предлагают самую высокую премию в своих отраслях порядка 315 б.п. и 250 б.п. соответственно, а также имеют потенциал к повышению рейтингов. На наш взгляд, должны принести высокий доход в 2007 году. Также мы отмечаем стратегическую привлекательность вложений во внешние долги Северстали, где, на наш взгляд, существует потенциал повышения рейтингов.

В то же время, мы сомневаемся, что какая-либо из частных телекоммуникационных или металлургических компаний получит в 2007 году повышение рейтинга до «инвестиционного уровня» (хотя есть прецедент в случае с «Норильским никелем»). В одной ступени от этого статуса находится кредитный рейтинг Вымпелкома, поэтому, учитывая наш пессимизм в отношении решительности агентств, скорее всего, потенциал снижения доходности здесь будет ограничен 25-50 базисными пунктами.

Повышение рейтинга Татарстана до «BB+» 5 февраля 2007 года вызвало аналогичное решение по компании Edel (ее выпуск на \$250 млн. гарантирован правительством Республики). Вероятно, будет принято позитивное рейтинговое решение по нотам Sinek'15 (также гарантированным Татарстаном). За 2 дня после повышения рейтинга Татарстана выпуск Sinek'15 сократил доходность почти на 34 б.п. до 7.42%, показав рост почти 300 б.п. по цене. Мы ожидаем, что новый спред в размере 260 б.п. – это не предел, поэтому рекомендуем увеличивать вложения в эти бумаги.

Рынок рублевых облигаций

Итоги 2006 года: оправдались ли надежды?

- В 2007 году мы ожидаем нейтрально-негативной динамики рынка рублевых облигаций
- Ключевыми негативными факторами являются: низкая вероятность снижения ставки ФРС, по крайней мере, в первой половине года и снижение рублевой ликвидности в банковской системе, как следствие, рост ставок на межбанковском рынке;
- В рамках пассивной стратегии рекомендуем инвестиции в бумаги первого эшелона, где преобладают инвесторы, в меньшей степени подверженные колебаниям денежной ликвидности. Прогнозируемый доход (Total Return) менее 7% годовых;
- Рекомендуем отдать предпочтение активной инвестиционной стратегии с использованием дальних выпусков ОФЗ и, в качестве защитных инструментов, коротких ликвидных бумаг второго/хорошего третьего эшелона.

Динамика рынка рублевых облигаций в 2006 году была предсказуемой, и наши прогнозы в основном оправдались. Год 2006-й стал первым, когда на рынке рублевых облигаций не установилось ни одной устойчивой тенденции. У инвесторов в течение всего года отсутствовали идеи дальнейшего движения рынка. Одно было более или менее ясно — падения быть не должно. В результате уровни доходности рублевых облигаций практически не изменились. Наглядно это демонстрирует динамика доходности индекса Cbonds.



Рис. 23. Динамика индекса RUX-Cbonds
Источник: Cbonds

В итоге это привело к ожидаемому еще год назад результату — доход инвестора (Total Return) за 2006 год при пассивной стратегии составил однозначную величину, в среднем не превысив 8% годовых (рис. 24). Лишь по корпоративным выпускам за счет большего кредитного риска доходность в среднем составила 8.5%. То есть инвестор получил лишь купонный доход, отражающий степень риска выбранного долгового инструмента. С учетом риска, инвестиции в ОФЗ и корпоративные «фишки» оказались лучшей стратегией. Для инвесторов физических лиц такие доходности не только не покрыли инфляцию (9% годовых), но и оказались существенно ниже ставок по депозитам (9-12% годовых).

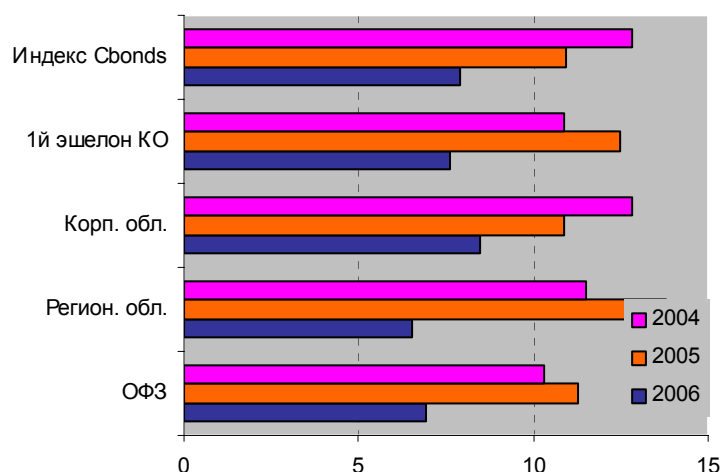


Рис. 24. Доходность (Total Return) по сегментам, % год
Источник: ММВБ, Банк СОЮЗ

Стоит отметить, что рынок рублевых облигаций достаточно легко перенес негативное влияние конъюнктуры внешнего долгового рынка. За весь год амплитуда колебаний доходности составила 50-70 б.п., для сравнения в предыдущие 2 года она равнялась 200-300 б.п. Причины чему были - укрепляющийся рубль и высокая ликвидность банковской системы.

Реальному укреплению курса рубля способствовали высокие цены на нефть в течение всего года (особенно в первые 8 месяцев) и «агрессивные» цели по инфляции, что предполагало, что Банк России не будет усердствовать в сдерживании укрепления рубля, чтобы не увеличивать денежную массу и использовать сильный рубль как антиинфляционный фактор. В течение года Банк России несколько раз производил укрепление рубля относительно корзины валют. Сильное падение американской валюты на международном рынке привело еще и к существенному номинальному укреплению рубля с уровня 28.50 в начале года до 26.30 к концу года, что сформировало у инвесторов позитивные ожидания продолжения такой тенденции. Это нашло отражение на котировках валютных форвардных контрактов, что стало главной причиной умеренной реакции рублевых облигаций на негативную динамику внешних долговых рынков в первой половине года. Помимо притока валюты по счетам торгового баланса, в прошлом году был отмечен рекордно высокий ввоз капитала – 41.6 млрд. долл. Для сравнения в 2005 году этот показатель составил всего 1.1 млрд. руб., а в предыдущие периоды был отрицательным.



Рис. 25. Динамика курса рубля и сальдо ввоза/вывоза капитала
Источник: ЦБ РФ

В этих условиях без участия в торгах ЦБР рубль укрепился бы заметно сильнее. Несоответствие ожиданий укрепления курса рубля спот-курсу, сдерживаемому Банком России, привело к отрицательному дисконту годовых форвардных котировок (NDF), который достиг максимума августе 2006 года в размере 80 б.п., то есть валютная премия между рублевыми и валютными облигациями РФ была отрицательной. Это делало привлекательными инвестиции в рублевые бумаги для

Годовой обзор: трезвый взгляд на перспективы

нерезидентов, что и привело к более «слабой» реакции российских внутренних долгов относительно внешних облигаций. Так, доходность по выпуску ОФЗ 46018 за первые полгода выросла всего на 40 б.п. против почти 100 б. п. по RUS'30. По корпоративным облигациям доходность за тот же период в среднем подросла на 50—70 б. п. (по индексу Sbonds). В последствии, как мы видим, премия вернулась в район нулевого значения. В настоящий момент спреды между валютными и рублевыми бумагами одного класса риска и одинаковой срочности практически в точности отражают валютные риски (это касается, главным образом, бумаг от 1 года), соответственно на рынке рублевых облигаций отсутствует неэффективность ценообразования.

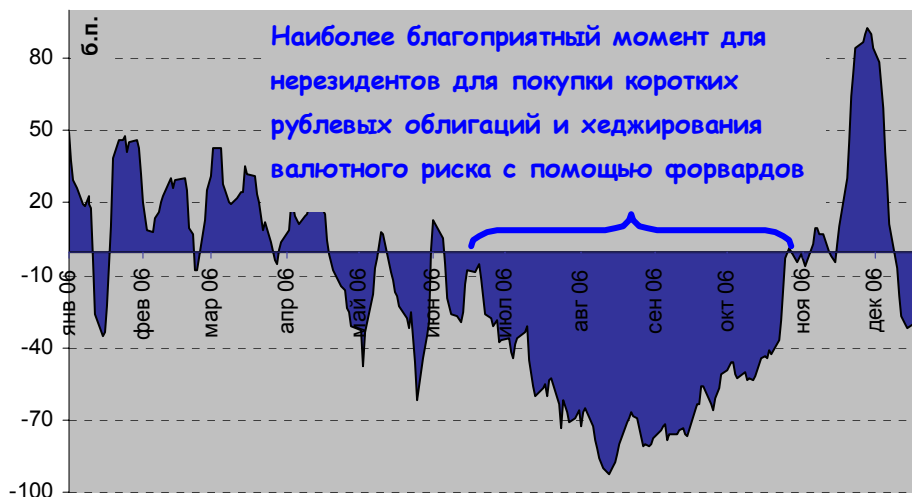


Рис. 26. Динамика стоимости валютного хеджирования на основе NDF, б.п.
Источник: Reuters

Прошедший год отметился периодом резкого падения рублевой ликвидности в последние два месяца. Традиционный рост ставок в конце октября неожиданно затянулся до конца года. С конца октября до самого нового года ставки однодневных межбанковских кредитов в среднем держались около 6% годовых.

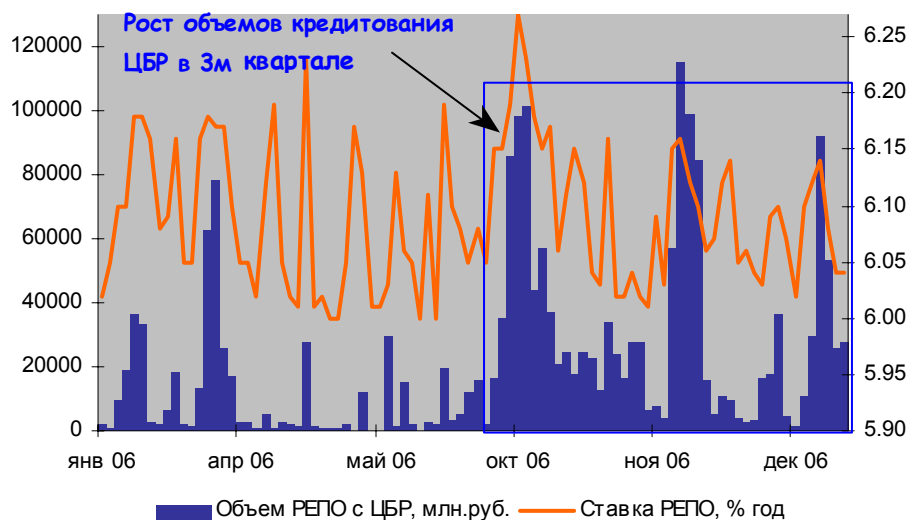


Рис. 27. Характеристики рынка РЕПО с ЦБ РФ
Источник: ЦБ РФ

Причиной чему стали объективные факторы: снижение потока экспортной выручки на фоне резкого снижения цен на нефть (сальдо торгового баланса снизилось на 20-25%) и неактивного участия Банка России в торгах на валютном рынке (пара руб/долл за два месяца укрепилась с 26.95 до 26.15). Это привело к снижению притока рублевой ликвидности по каналам золотовалютных резервов. В этих условиях источником ликвидности стали операции РЕПО под залог ценных бумаг. Ставка по таким операциям у Банка России стабильна и составляет 6.0-6.5%

Годовой обзор: трезвый взгляд на перспективы

годовых. Став ключевым инструментом получения ликвидности, объемы операций РЕПО достигли рекордных значений, временами превышая 100 млрд. руб. в день. Только ожидания восстановления ситуации на денежном рынке в конце года или с началом 2007 года, а также рост на внешнем долговом рынке спасли рублевые облигации от существенного падения.

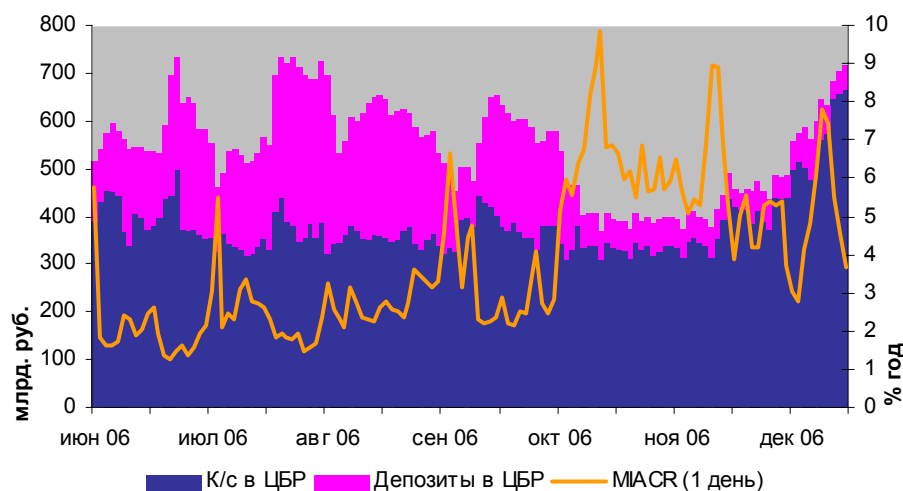


Рис. 28. Показатели денежного рынка РФ
Источник: ЦБ РФ

Как мы указывали год назад, большую доходность можно было получить, используя активные инвестиционные стратегии с высоколиквидными близкими/дальними бумагами. В наибольшей степени для этого подходят ОФЗ. Несмотря на отсутствие ярко выраженной внутригодовой динамики, мы выделяем два периода возможного входа и выхода на рынок. Эти периоды, в той или иной степени, мы выделяли в наших периодических обзорах.

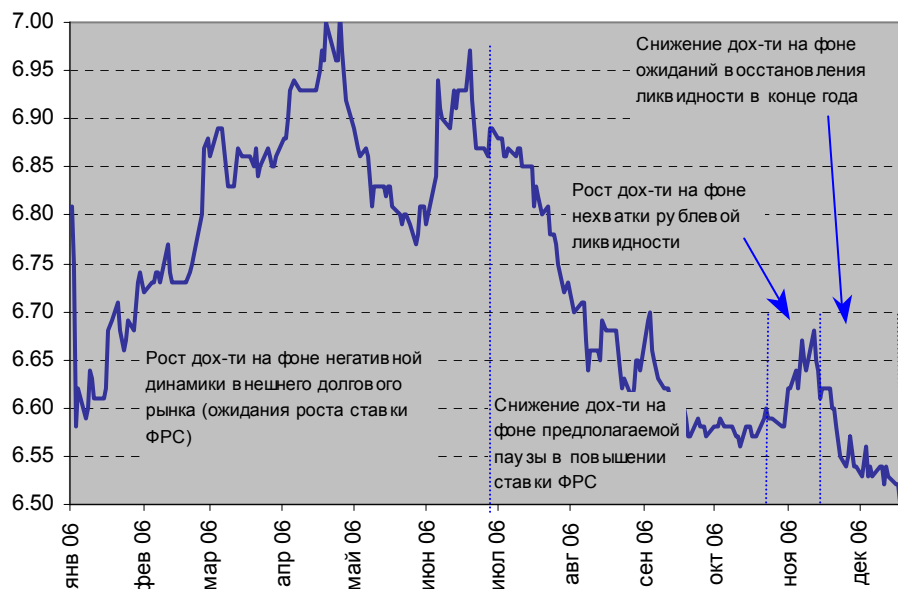


Рис. 29. Динамика выпуска ОФЗ 46018 в 2006 году
Источник: ММВБ

1. Рост доходности на фоне роста негативной динамики внешнего долгового рынка (январь-июнь)

В этот период на рынке установился устойчивый тренд роста ставок, поэтому необходимо было «пересидеть» в коротких бумагах. Это принесло доход порядка 5% годовых в случае с ОФЗ, или 8-10% годовых в случае корпоративными облигациями хорошего кредитного качества и ликвидности.

2. Снижение доходности на фоне остановки цикла повышения ставки ФРС (конец июня/начало июля – октябрь)

После того, как стало ясно, что дальнейшего повышения ставки ФРС США, скорее всего, не будет, долговые рынки отреагировали на это существенным падением доходности. В данной ситуации лучший инструмент – бумага с наибольшей дюрацией. Покупка длинных госбумаг, например, ОФЗ 46018, принесла доход за этот период порядка 14-15% годовых.

3. Рост доходности на фоне недостатка рублевой ликвидности (конец октября – конец ноября)

После того, как ставки на межбанковском рынке не снизились с началом нового месяца, стало понятно, что период низкой ликвидности банковской системы может продлиться до декабря. «Выход» в короткие ОФЗ позволил получить 2-3% годовых в этот период.

4. Снижение доходности на ожидании роста рублевой ликвидности в конце года или начале следующего (конец ноября – конец декабря). При открытии длинных позиций по ОФЗ 46018, за месяц можно было заработать 12% годовых.

В результате, используя активное управление облигациями (ОФЗ), в прошлом году можно было заработать примерно 9% годовых. При использовании в периоды негативной динамики на рынке вместо ОФЗ коротких и относительно ликвидных корпоративных выпусков, доходность за год могла составить 11% годовых.

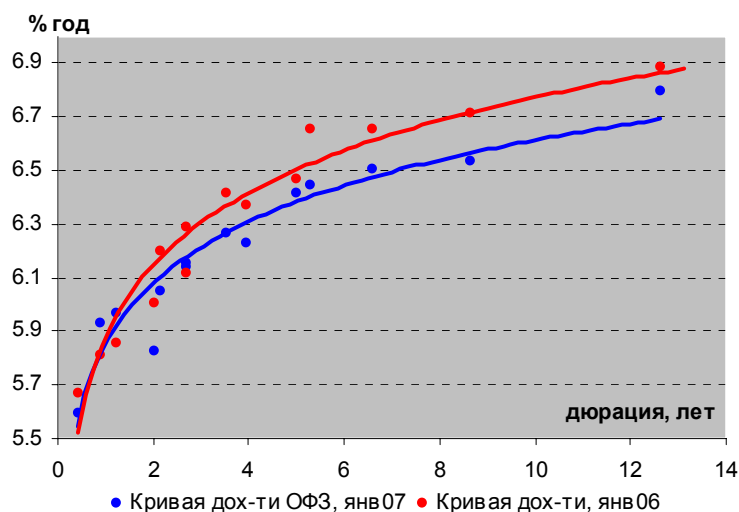


Рис. 30. Кривые доходности ОФЗ в начале и конце 2006 года
Источник: ММВБ, Банк СОЮЗ

Основные факторы динамики в текущем году

Курс рубля

Рекорды прошлого года курс рубля уже вряд ли повторит. Укрепление номинального курса рубля к доллару в 2006 году составило 8.5%, примерно на столько же укрепился и реальный курс рубля к корзине валют. Наиболее сильно российская валюта выросла в начале года, когда Банк России допускал укрепление в целях борьбы с инфляцией. Ключевым фактором роста номинального курса рубля к доллару стала динамика пары евро/долл., которая за 3 месяца (март-май) выросла на 10% с 1.1850 до 1.2980. Для сравнения в 2005 году на фоне роста доллара на рынке FOREX рубль к американской валюте снизился в номинальном выражении.

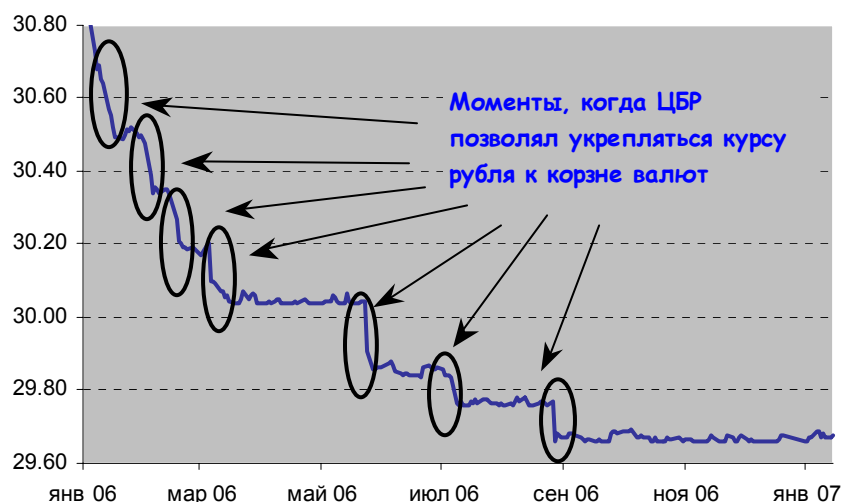


Рис. 31. Динамика укрепления реального курса рубля к корзине валют
Источник: ЦБ РФ

В 2007 году, на наш взгляд, столь сильных движений как два последних года по паре евро/долл., скорее всего, не будет. 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 по экономике ЕС у пары евро/долл. есть шансы на рост к уровню 1.3500. В дальнейшем мы ждем паузы в цикле повышения ставки ЕЦБ после чего пара евро/долл. упадет ниже уровня 1.3000, где стабилизируется возле отметки 1.2500. Такая динамика рынка FOREX на фоне снижения сальдо торгового баланса, указывает на незначительный потенциал укрепления курса рубля. Мы считаем, что при наиболее оптимистичном сценарии, курс руб/долл. не опустится ниже уровня 25.0-25.5. Наиболее вероятным мы считаем значение 26.0-26.5 на конец года.

Более того, Банк России заявлял, что будет снижать свое присутствие на валютных торгах, стараясь ограничивать свою роль только сглаживанием колебаний курса. ЦБР считает, что дисбаланс спроса и предложения валюты будет ниже, что упростит ему задачу. В прошлом году ЦБР купил на рынке порядка 120 млрд. долл., по его оценкам, превышение спроса над предложением составляло до 10 млрд. долл. в месяц. Поэтому разрыв между спот и форвардными ставками будет не таким огромным как в середине прошлого года, тем самым, снижая возможности для нерезидентов совершать операции на рынке рублевых облигаций, хеджируя валютный риск с помощью валютных форвардов. Как мы указали ранее, в настоящий момент на рынке российских облигаций нет явной неэффективности, и спреды в точности отражают валютные риски. Это главным образом касается бумаг от 1.5 года, а более коротких (до 1 года) ликвидных выпусков на рынке нет. Все это снизит интерес иностранных инвесторов к рублевым облигациям.

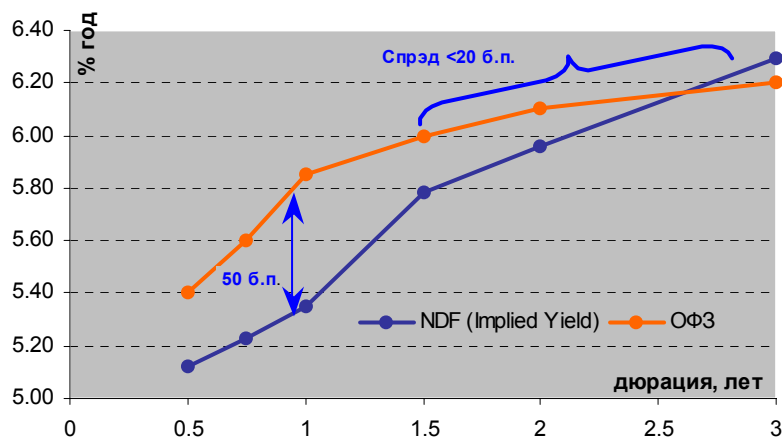


Рис. 32. Кривая доходности NDF и ОФЗ в конце 2006 года
Источник: Bloomberg, ММББ

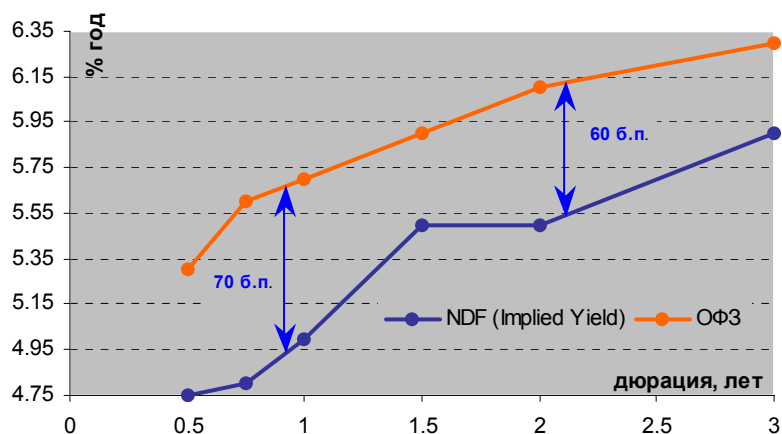


Рис. 33. Кривая доходности NDF и ОФЗ в середине 2006 года
Источник: Bloomberg, ММВБ

Денежный рынок

На наш взгляд – это будет ключевой фактор для рынка рублевых облигаций. Плавный рост стоимости рублевых средств в 2007 году продолжится, чему станут причиной фундаментальные факторы, главным образом, снижение сальдо торгового баланса вследствие падения цен на нефть и более слабые ожидания укрепления рубля.

Банк России имеет две возможности пополнять ликвидность банковской системы: с помощью денежно-кредитной политики (прямое кредитование) и увеличивая золотовалютные резервы. Механизм образования рублевой ликвидности по каналам золотовалютных резервов представлен четырьмя основными потоками (см. Рис. 34).

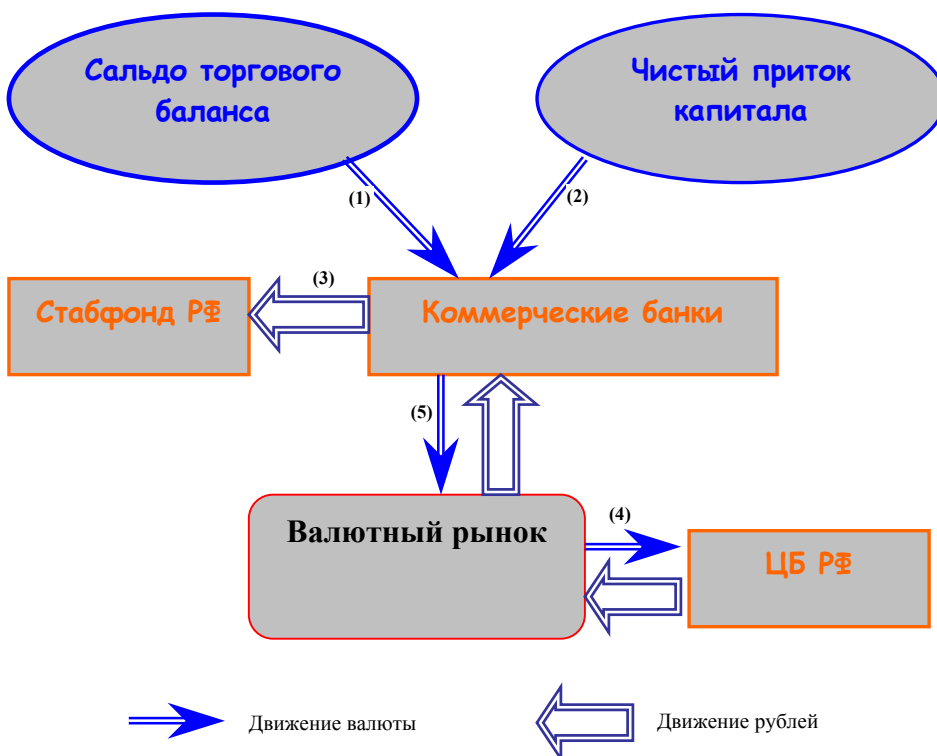


Рис. 34. Схема движения ликвидности в финансовой системе РФ
Источник: Банк СОЮЗ

Объем первого потока (чистый экспорт) во многом определяется динамикой цен на нефтепродукты. 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. При этом темпы роста импорта остаются стабильными. Снижение цен на нефть в 4м квартале 2006 года ниже уровня 60 долл/барр. привело к уменьшению ежемесячного сальдо торгового баланса примерно с 12-13 млрд. долл. до 9.5 млрд. долл., то есть на 20-25%. Соответственно мы ожидаем снижения притока валюты в РФ по торговому счету.

Интенсивность второго потока (капитального счета) главным образом связана с привлекательностью России как объекта инвестиций, то есть с перспективами роста экономики, политическими рисками и конъюнктурой финансовых рынков по отношению к другим странам. Капитальный счет очень волатильный и слабо прогнозируемый, как уже было сказано, в прошлом году совершенно неожиданно сальдо счета показало рекордное значение 41.6 млрд. долл. Этот канал притока валюты в страну является одним из главных источников колебаний ликвидности в стране. На наш взгляд сальдо капитального счета вновь окажется положительным в 2007 году, но внутри года направление потоков может меняться.

Третий поток – это отчисления в Стабилизационный Фонд РФ. Интенсивность этого потока относительно стабильна и составляет порядка 150 млрд. руб. в месяц.

Четвертый поток (рост золотовалютных резервов), по сути, и является источником рублевой ликвидности. Банк России, выходя на валютный рынок с покупками валюты, печатает рубли, тем самым, увеличивая денежную массу в стране. Объем покупок валюты зависит от политики Банка и, если бы не цели по курсу рубля, данный источник бесплатной ликвидности мог отсутствовать.

Также отметим, что помимо притока валюты по счетам платежного баланса необходимо желание экономических субъектов конвертировать ее в рубли, а это определяется динамикой пары евро/долл и как производное от этого - динамикой пары руб/долл. Соответственно слабость доллара приводит к усилению пятого потока – активности коммерческих банков по продаже американской валюты на рынке. Так как в следующем году мы не видим хорошего потенциала роста по паре евро/долл, то и предложение доллара на внутреннем валютном рынке будут ниже, соответственно денежное предложение уменьшится.

В результате, мы считаем, что приток валюты в страну в 2007 году снизится, при этом давление продавцов доллара на валютном рынке также будет ниже, что приведет к сжатию рублевой ликвидности в банковской системе. Низкие ставки на межбанковском рынке перестанут быть обычным делом. На этом фоне на первый план выйдет кредитование банков под залог ценных бумаг (РЕПО). Поэтому ставки РЕПО станут нормой для рынка, а это 6.0-6.5% годовых. Для банков, не имеющих возможности кредитоваться у ЦБР под ценные бумаги (в основном это ОФЗ), ставки денежного рынка будут около 10% годовых. Эти уровни являются ценами предложения рублей со стороны Банка России. Но есть еще и цена спроса на рубли, которая определяется ставками по депозитам в Банке России и ставками по облигациям Банка России (ОБР). Депозиты – это краткосрочные деньги, ОБР – среднесрочные.

На протяжении всего года ЦБР повышал ставку по однодневным депозитам с 0.5 до 2.25% годовых, тем самым, создавая конкуренцию другим объектам вложения свободных средств, в частности межбанковским кредитам. В этом году мы ожидаем продолжения повышения ставок по депозитам ЦБР до уровня 3-3.5% годовых. Более существенное повышение ставок привлечения денежных средств может привести к притоку «горячих» денег в РФ, что ЦБ РФ вовсе не нужно.

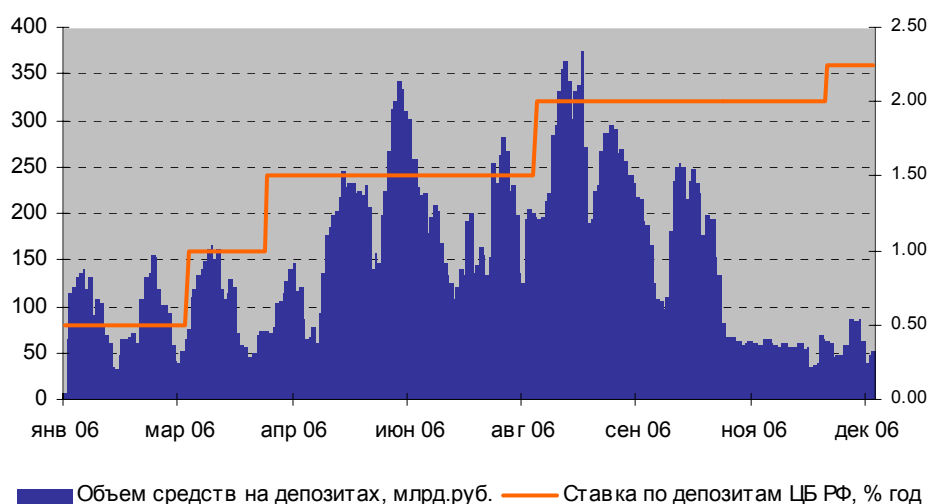


Рис. 35. Динамика ставки и объемов депозитов в ЦБ РФ
Источник: ЦБ РФ

В итоге, ориентировочный диапазон ставок денежного рынка на 2007 год обозначился: от 3% годовых до 6.0-6.5% годовых. В 2006 году ставка по кредитам overnight в среднем превышала 3% годовых. При этом мы считаем, что ставка будет тяготеть к верхней границе обозначенного диапазона. Общий объем финансовых инструментов, которые Банк России может принимать в качестве залога при рефинансировании банковской системы, составляет примерно 700 млрд. руб. Для банков, не имеющих в своем портфеле таких инструментов, ставки в среднем составят выше.

Политика Банка России по повышению стоимости рублевых средств озвучивалась примерно год назад, и он методично воплощает ее в жизнь. Цель - стоимость межбанковского кредитования вблизи ставок Центрального Банка РФ, то есть 6% годовых. Этот уровень в текущем году станет нормой, а - не исключением.

В настоящий момент, после очередного всплеска инфляции в начале года, Правительство и ЦБ РФ всерьез озаботились денежным предложением и разрабатывают ряд мер для снижения ликвидности в банковской системе, одним из которых является увеличения выпуска ОБР (также о направлении инвестирования прибыли ЦБ РФ и Газпрома). Все это указывает на серьезность намерений финансовых властей по стерилизации рублевой ликвидности.

В условиях дальнейшего сжатия рублевой ликвидности ограничиваются возможности инвесторов на рынке рублевых облигаций. Финансирование позиций на фоне таких ставок (для некоторых крупных и большинства средних банков ставки, как мы писали, могут достигать 10% и более) становится все менее привлекательным или даже невыгодным по многим бумагам первого/второго эшелона. Это станет причиной снижения спроса и роста доходности по рублевым облигациям. Некоторая стабильность может присутствовать в бумагах, где активно представлены нерезиденты и крупнейшие российские банки, для которых вопрос ликвидности не будет так остро стоять как для большинства кредитных учреждений – ОФЗ, Москва, корпоративные «фишки».

Внешний долговой рынок

На наш взгляд, в первом полугодии конъюнктура внешнего долгового рынка не будет благоприятствовать рублевым облигациям. В настоящий момент все более нарастают ожидания, как минимум сохранения, а возможно даже и продолжения повышения ставки ФРС. Пока трудно сказать, как будет развиваться ситуация, в этом плане первое полугодие покажет, насколько проводимая в последнее время денежно-кредитная политика ФРС отразилась на макроэкономических показателях США. Последние статданные уже не столь плохие, как это было осенью 2006 года, поэтому есть шансы, что темпы роста экономики США выправятся и у ФРС не будет повода начать снижение ставки. В любом случае, вероятность снижения ставки пока достаточно низка, поэтому уровни доходности по облигациям

Годовой обзор: трезвый взгляд на перспективы

Казначейства США не будут сильно отличаться от текущих, скорее, с преобладанием тенденции к росту.

В результате, конъюнктура базовых активов на протяжении большей части года, на наш взгляд, будет оказывать нейтрально-негативное влияние на ставки рублевого рынка облигаций.

Выводы

На основе выше сказанного, мы смотрим на рынок рублевых облигаций в 2007 году нейтрально-негативно. Это предполагает, что доход инвестора в 2007 году при пассивной стратегии вновь составит одноразрядную величину. Более 10% годовых, на наш взгляд, можно заработать только на бумагах третьего эшелона, но риски инвестирования в эти облигации растут из года в год. Основная причина – нарастание объема рефинансирования предыдущих займов. Тут мы видим три проблемы:

1. Высокая плотность эмиссии новых займов

Окончание прошлого года наглядно показало, какие сложности могут возникнуть у эмитентов с успешностью размещения на фоне большого количества новых выпусков. Размещение большинства бумаг трудно было назвать успешным, часть эмитентов перенесло выход на рынок на неопределенный срок. Такая ситуация, главным образом, касается компаний третьего эшелона, объем займов которых растет в геометрической прогрессии. Возможность привлечь ресурсы под низкие ставки приводит к притоку на рынок компаний с низким кредитным качеством.

2. Проблемы с ликвидностью в банковской системе

В условиях сложности со свободными рублевыми средствами банки будут отдавать предпочтения инвестициям в высоколиквидные бумаги, к которым выпуски третьего эшелона не относятся. Так как в 2007 году по нашему мнению, ставки денежного рынка будут выше, чем в прошлом и у банков периодически будут возникать проблемы со свободными рублями, то их интерес к облигациям третьего эшелона будут снижаться, соответственно спрос на аукционах будет падать, что станет серьезной проблемой успешности размещения.

3. Дефолт эмитента

Риск дефолта нарастает по мере роста объема сектора бумаг третьего эшелона. Необходимость рефинансировать займы увеличивает шанс неисполнения своих обязательств в особенности на фоне недостатка рублевой ликвидности. Дефолт заемщика из этой группы, скорее всего, приведет к серьезным негативным последствиям для всего сектора в виде падения доверия и заметному росту ставок. В такой ситуации очень вероятна серия дефолтов, так как, во-первых, инвесторы существенно ограничат свое участие в выпусках третьего эшелона, во-вторых, те доходности, которые установятся у этих бумаг после дефолта одного из эмитентов, вряд ли будут приемлемыми для заемщиков.

На основе вышесказанного мы считаем, что инвестиции в бумаги третьего эшелона в 2007 году не оправдывают себя. Предлагаемая большинством облигаций доходность не соответствует рискам. На наш взгляд, достаточно высока вероятность, как минимум роста ставок по бумагам данного типа, а как максимум дефолта нескольких эмитентов.

Мы считаем, что в 2007 году доходность более 7-8% годовых можно получить, только применяя активную стратегию. В портфеле мы рекомендуем держать бумаги двух типов: короткие ликвидные выпуски второго/«хорошего» третьего эшелона и дальние бумаги ОФЗ. И в зависимости от конъюнктуры рынка изменять доли тех или иных бумаг: в случае роста рынка наращивать долю ОФЗ, в случае падения переходить в «защитные» бумаги. При этом риск неправильного прогноза

Годовой обзор: трезвый взгляд на перспективы

движения рынка (например, при наращивании ОФЗ рынок «пошел вниз») не приведет к убыткам, так как, скорее всего, волатильность рынка будет невысокая, и не превысит волатильность прошлого года. В 2006 году «неправильный заход» в ОФЗ 46018, например, в первой половине года принес инвесторам около 2% годовых (в случае покупки/продажи на максимуме/минимуме доход все равно был положителен). Соответственно, рыночный риск активной стратегии незначителен и, по крайней мере, не приведет к убыткам.

	Дюрация, лет	Текущий купон, % год	Дох-ть, % год
Мотовилихинские з-ды	0.5	10	9.1
ГМС 2в	0.6	11.5	10.24
Талосто-Финанс	0.59	10	10.21
Салаватстекло 2в	0.74	9.28	9.31
СОРУС Капитал	0.75	10.2	11.4
КААД 2в	0.8	10.5	10
Автомир Финанс	0.6	11.66	12
ГАЗ Финанс	1.0	8.49	8.3
Нижегородская обл. 2в	1.0	9.74	7.24
Новосибирская обл.2в	0.8	13.3	7.5

Таблица. 5. Рекомендуемые нами защитные выпуски корпоративных облигаций
Источник: Банк СОЮЗ

Контактная информация

Электронный адрес

Телефон

Анализ финансовых рынков

Богословский Дмитрий	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5385)
Свиридов Станислав	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5668)
Лукьянов Павел	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5272)
Бодрин Юрий	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5310)

Долговые инструменты

Автухов Михаил	bond@banksoyuz.ru	729-55-07 (5280)
Голубничий Денис	Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru	729-55-00 (5689)

Долговой рынок капитала

Бахшиян Шаген	BahshiyanSG@banksoyuz.ru	729-55-67 (5311)
---------------	--	------------------

**Брокерское обслуживание и
доверительное управление**

Бабаджанов Сухроб	BabadzanovSS@banksoyuz.ru	729-55-00 (5476)
-------------------	--	------------------

Операции на фондовых рынках

Палей Илья	PaleyIY@banksoyuz.ru	729-55-18 (5368)
Спаскин Андрей	SpasskinAY@banksoyuz.ru	729-55-00 (5458)

Денежные рынки

Тихонов Денис	Denis.Tikhonov@banksoyuz.ru	729-55-61 (5244)
---------------	--	------------------

Оценка финансовых рисков

Куринов Наран	KurinovNB@banksoyuz.ru	729-55-00 (5201)
---------------	--	------------------



Акционерный коммерческий банк «СОЮЗ»
Москва, 127006 ул. Долгоруковская, д.34, стр.1
Тел.: (495) 729-5500; факс: (495) 729-5505
E-mail: info@banksoyuz.ru Internet: <http://soyuztrade.ru>

Важная информация

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанных с ними финансовых инструментов. Описание любой компании или компаний, или/и их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Банк СОЮЗ считает надежными, Банк СОЮЗ не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Банк СОЮЗ, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка СОЮЗ по избежанию конфликтов интересов). Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк СОЮЗ может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Банк СОЮЗ может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (495) 729-55-00