



**ДОЛГОВОЙ РЫНОК:
ИТОГИ 2007 Г. И СТРАТЕГИЯ НА 2008 Г.**

СОДЕРЖАНИЕ

ОСНОВНЫЕ ИТОГИ 2007 Г.	4
ВНЕШНИЕ ФАКТОРЫ И ОЦЕНКА ИХ ВЛИЯНИЯ В 2008 Г.	10
ВНУТРЕННИЕ ФАКТОРЫ И ОЦЕНКА ИХ ВЛИЯНИЯ В 2008 Г.	13
Валютный курс	13
Рублевая ликвидность и ставки на рынке МБК.....	13
«Навес» из нерасмещенных облигаций и потребность в рефинансировании «старых» выпусков.	15
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ И ТОРГОВЫЕ ИДЕИ НА 2008 Г.	17
Инвестиционные стратегии по эшелонам.....	17
Инвестиционные стратегии по отраслям.....	20
Инвестиционные стратегии по субфедеральным и муниципальным облигациям.....	28

- По итогам 2007 г. рублевый долговой рынок составил 2,995 трлн рублей, увеличившись за год на 21,4% против 42,4% в предыдущем.
- Сектор корпоративных облигаций сохранил лидирующие позиции на долговом рынке.
- Существенное сокращение объемов первичных размещений во второй половине года стало результатом глобальных проблем с ликвидностью.
- Объем сделок на вторичном рынке облигаций вырос, за исключением субфедерального и муниципального сектора.
- В 2007 г. в среднем можно было заработать: на рынке ОФЗ — порядка 6,17%, региональных облигаций — 6,87%, корпоративных — порядка 8,17%.
- 2007 год характеризовался ростом процентных ставок по всему спектру рублевых облигаций на фоне разразившегося во второй половине года ипотечного кризиса в США.
- Слабый доллар может повысить привлекательность рублевых инструментов. При укреплении рубля на уровне 5–7% к концу текущего года можно ожидать курс рубля на уровне порядка 22,9–23,3 руб./доллар
- Ситуация с рублевой ликвидностью в 2007 г. была неоднозначной. Но активные действия Банка России ограничили рост ставок МБК. В 2008 г. мы пока не видим оснований для существенного роста рублевой ликвидности. При сохранении текущей ситуации, по нашим оценкам, «стоимость» денег может сохраниться в целом на прошлогоднем уровне: не менее 3–4% годовых.
- К началу 2008 г. «навес» зарегистрированных, но неразмещенных облигаций превышал 470 млрд рублей (40% от текущего объема рынка).
- По первому эшелону рекомендуем в краткосрочной перспективе покупать наиболее «подешевевшие» выпуски с дюрацией не более 2,0–2,5 лет, а в средне- и долгосрочной перспективе участвовать в первичных аукционах, на которых будет предлагаться премия к уровню вторичного рынка.
- Операции с бумагами 2 и 3 эшелонов необходимо проводить крайне осторожно, принимая во внимание, в первую очередь, их ликвидность и кредитное качество эмитента.
- В 2008 г. потенциал роста цен мы видим в отдельных бумагах металлургических, энергетических, машиностроительных и телекоммуникационных компаний, а также в ряде банковских облигаций.
- Рынок субфедеральных облигаций — «тихая» гавань 2008 г. — минимальные риски с невысокой доходностью.

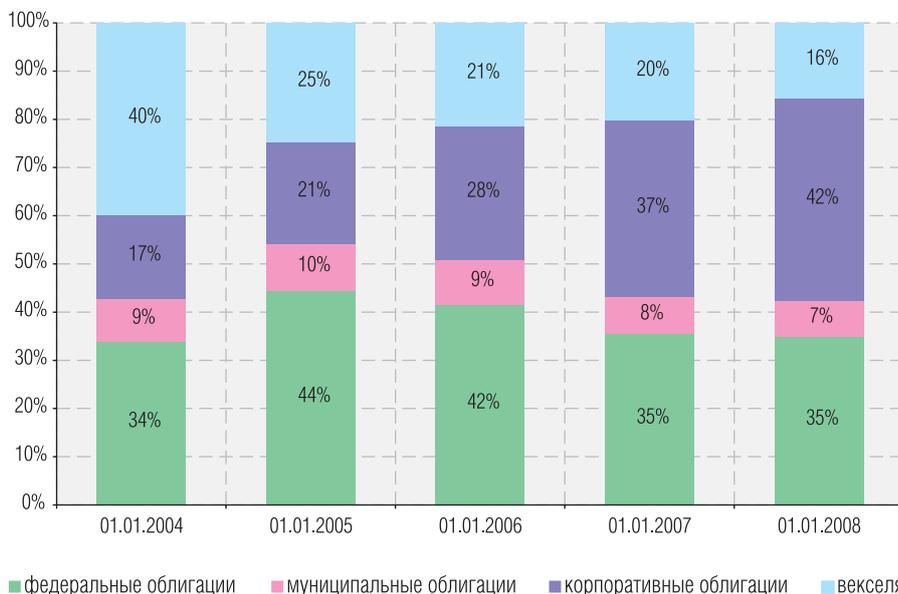
ОСНОВНЫЕ ИТОГИ 2007 Г.

По итогам 2007 г. рублевый долговой рынок составил 2,995 трлн рублей, увеличившись за год на 21,4% (по сравнению с 42,4% в предыдущем). Наибольшую долю, как и в предыдущем году, занимает сектор корпоративных облигаций, объем которых в обращении на конец 2007 г. составил около 1,258 трлн руб., а их доля на долговом рынке увеличилась до 42% против 37% на конец 2006 г. Несмотря на снижение темпов роста до 39,5% против 87% в предыдущем году, рынок корпоративных облигаций существенно опередил по данному показателю сектор федеральных и региональных облигаций, рост которых составил в 2007 г. около 20% и 16% соответственно. Объем рыночных векселей в обращении мы оцениваем на конец 2007 г. на уровне 470–480 млрд рублей, что на 5–6% ниже уровня на конец 2006 г.

ОБЪЕМ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ В ОБРАЩЕНИИ, МЛРД РУБ.							
Сектор долгового рынка	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2006/2005, %	2007 г.	2007/2006, %
федеральные облигации	315	558	722	876	21%	1047	20%
муниципальные облигации	83	124	178	190	7%	220	16%
корпоративные облигации	160	266	483	902	87%	1258	39%
векселя	370	310	370	500	35%	470	-6%
Всего	928	1258	1732	2467	42%	2995	21%

Источник: Банк России, оценка ГК «РЕГИОН»

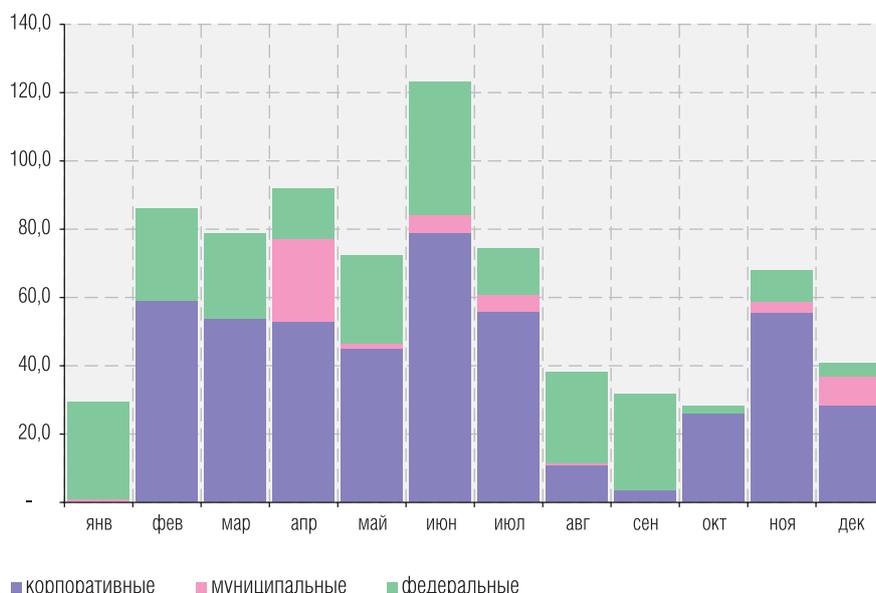
СТРУКТУРА РУБЛЕВОГО ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА В 2003–2007 ГГ.



Источник: оценка ГК «РЕГИОН»

Снижение темпов роста рынков обусловлено существенным сокращением объемов первичных размещений во второй половине года на фоне проблем мировой финансовой системы вследствие разразившегося кризиса на рынке ипотечных кредитов в США.

ОБЪЕМ ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ В 2007 Г. (ПО МЕСЯЦАМ), МЛРД РУБ.



В августе–сентябре 2007 г. первичный рынок был практически парализован. Начиная с октября первичные размещения несколько активизировались, однако многие из них носили явно «не рыночный» характер.

В 2007 г. было размещено около 200 выпусков корпоративных облигаций на общую сумму более 470 млрд руб. против более 250 выпусков на общую сумму более 480 млрд руб. в 2006 году. На рынке муниципальных облигаций состоялось размещение 27 выпусков на общую сумму около 50 млрд руб. Около 244 млрд руб. составил объем первичных аукционов по облигациям федерального займа (ОФЗ).

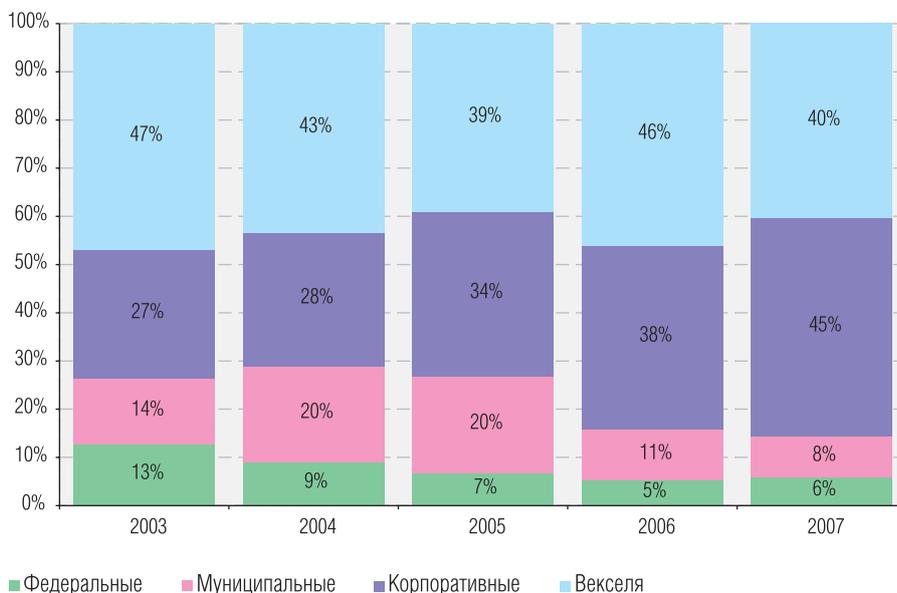
На вторичном рынке общий объем сделок по итогам 2007 г. составил около 4,4 трлн руб., что уже на 26% превышает обороты по итогам 2006 г.

ОБЪЕМ ТОРГОВ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ, МЛН РУБ.

	Федеральные облигации	Муниципальные облигации (бирж + внеб)	Корпоративные облигации (бирж + внеб)	Всего
2003	232 661	249 816	491 720	976 200
2004	258 125	562 364	789 982	1 612 474
2005	296 046	890 074	1 514 305	2 702 431
2006	337 635	681 910	2 471 961	3 493 512
2007	470 079	673 727	3 617 475	4 761 281

Среднедневной объем сделок по корпоративным облигациям по итогам 2007 г. составил около 14,6 млрд руб., что на 46% выше показателя предыдущего года. Меньший рост оборотов (+39%) продемонстрировали облигации федерального займа, которые составили около 1,9 млрд руб. И только среднедневной объем сделок по муниципальным облигациям снизился на 1%, составив около 2,72 млрд руб.

СТРУКТУРА СРЕДНЕДНЕВНОГО ОБОРОТА НА РУБЛЕВОМ ОБЛИГАЦИОННОМ РЫНКЕ В 2003 - 2007 ГГ.



Источник: оценка ГК «РЕГИОН»

По итогам 2007 г. от вложения на облигационном рынке инвесторы в среднем могли получить следующие доходы: на рынке ОФЗ — порядка 6,17%, на рынке субфедеральных и муниципальных облигаций — 6,87%, а на рынке корпоративных облигаций — порядка 8,17%.

СРЕДНИЙ ВОЗВРАТ НА ИНВЕСТИЦИИ В РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ		
	Изменение, %	
	полгода	год
Корпоративные облигации		
Общий	3.48	8.17
1-й Эшелон	2.53	6.52
2-й Эшелон	3.12	7.42
3-й Эшелон	4.74	10.55
Муниципальные облигации		
Общий	3.05	6.87
Москва	2.41	6.23
Субфедеральные	3.36	7.14
Муниципальные обр.	3.22	7.23
Федеральные облигации		
ОФЗ	2.66	6.17

Источник: ГК «РЕГИОН»

На рынке корпоративных облигаций минимальный доход принесли бумаги первого эшелона — 6,52%. Максимальный доход был зафиксирован по бумагам 3-го эшелона (10,55%), что обусловлено более высоким уровнем ставок купонных доходов. Если рассматривать рынок в отраслевом разрезе, то максимальные доходы были зафиксированы по облигациям пищевой промышленности (10,45%) и строительства (10,17%). Минимальный доход был получен от инвестирования в бумаги нефтегазовой промышленности (6,83%) и энергетики (6,86%), что обусловлено высоким уровнем кредитного качества большей части эмитентов, представленных на рынке, и соответственно более низким уровнем ставок купонных доходов.

На рынке региональных облигаций минимальный доход был зафиксирован по облигациям Москвы — 6,23%, в то время как субфедеральные и муниципальные облигации продемонстрировали примерно одинаковые результаты — 7,14% и 7,23% соответственно.

Низкий уровень доходов, полученных от инвестирования в рублевые облигации в 2007 г., обусловлен падением цен во второй половине года вследствие кризиса ликвидности, охватившим весь мировой финансовый рынок (см. таблицу).

ЦЕНОВЫЕ ИНДЕКСЫ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ		
	Изменение, %	
	полгода	год
Корпоративные облигации		
Общий	-1.01	-0.65
1-й Эшелон	-1.04	-0.50
2-й Эшелон	-1.22	-1.11
3-й Эшелон	-0.65	-0.12
Банки и ФК		
Банки и ФК	-1.64	-0.82
Машиностроение	-0.21	0.36
Металлургия	-1.17	-0.58
Нефть и Газ	0.98	-1.31
Пищевая	-0.64	0.13
Строительство	-1.21	-0.47
Телекомы	-1.28	-1.54
Торговля	-1.80	-0.84
Транспорт	-0.74	-0.22
Химия и Нефтехимия	-1.06	-1.33
Энергетика	-0.98	-0.75
Муниципальные облигации		
Общий	-1.38	-1.90
Москва	-2.18	-2.73
Субфедеральные	-0.98	-1.51
Муниципальные обр.	-1.29	-1.72
Федеральные облигации		
ОФЗ	-0.93	-0.90

Источник: ГК «РЕГИОН»

2007 год характеризовался ростом процентных ставок по всему спектру рублевых облигаций. В среднем за год рост доходности корпоративных облигаций составил 94 б.п., региональных облигаций — 56 б.п. В то же время по ОФЗ доходность практически не изменилась (-3 б.п.), что было обусловлено поддержкой рынка со стороны крупнейших государственных банков.

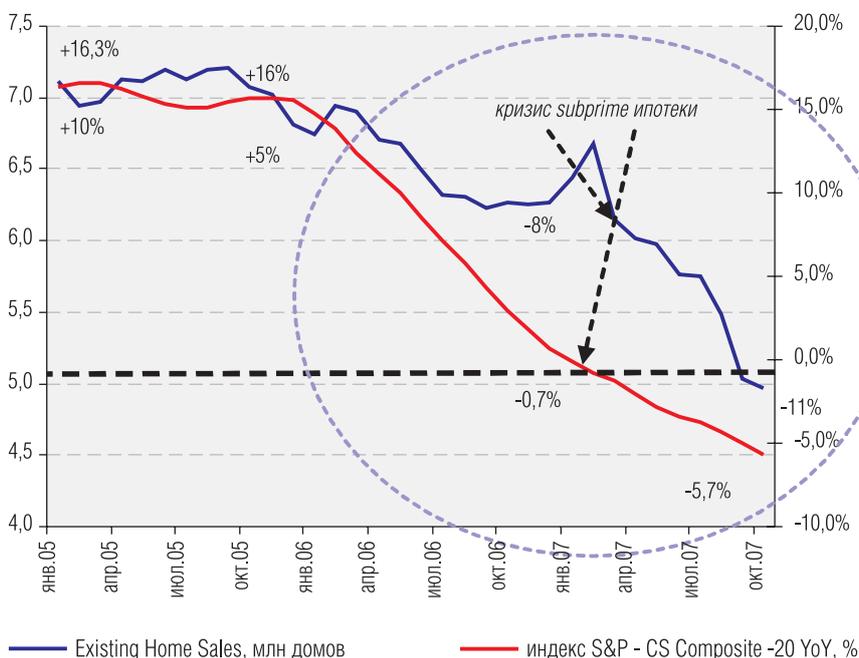
СРЕДНЯЯ ДОХОДНОСТЬ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ				
	Значение, % годовых	Изменение, б.п.		Дюрация, лет
		полгода	год	
Корпоративные облигации				
Общий	9.45	98	94	1.4
1-й Эшелон	7.37	50	53	2.3
2-й Эшелон	9.49	136	100	1.4
3-й Эшелон	11.18	75	80	0.8
Банки и ФК	9.27	132	141	1.5
Машиностроение	9.36	114	-17	1.0
Металлургия	9.85	149	97	1.2
Нефть и Газ	9.09	32	152	2.3
Пищевая	9.17	-83	-82	1.0
Строительство	12.03	162	165	1.0
Телекомы	8.20	62	64	1.3
Торговля	10.64	69	2	1.2
Транспорт	8.02	63	42	1.8
Химия и Нефтехимия	10.62	231	307	1.3
Энергетика	7.91	54	52	2.2
Муниципальные облигации				
Общий	6.97	25	56	2.8
Москва	6.30	43	72	3.7
Субфедеральные	7.17	2	17	2.6
Муниципальные обр.	8.08	25	48	1.4
Федеральные облигации				
ОФЗ	6.13	21	-3	4.1

Источник: ГК «РЕГИОН»

ВНЕШНИЕ ФАКТОРЫ И ОЦЕНКА ИХ ВЛИЯНИЯ В 2008 Г.

Первые сигналы кризиса subprime проявились еще весной 2007 года. Именно тогда население США впервые столкнулось с острой проблемой нехватки средств для выплаты ипотечных кредитов высокого риска (класса subprime) с плавающей процентной ставкой. Положение на рынке недвижимости начало ухудшаться еще в 2006 году, однако именно в 2007 году ситуация вышла из-под контроля. В последние годы ставки росли высокими темпами и превысили 6% по 30-летним кредитам, кроме того условия кредитов предполагают повышение выплат после завершения так называемого начального льготного периода. Существенный рост просрочек и процента невыплат по кредитам subprime (по итогам 3-го квартала 2007 года 18,8% и 4,7% соответственно) ударил по ипотечным компаниям, которые выдавали эти кредиты, и по финансовым, которые секьютизировали ипотечные кредиты, разошедшиеся по рынку в виде высокодоходных деривативов. Рынок ипотеки в США составляет примерно \$11 трлн или более 80% ВВП страны. Сегмент subprime составляет до 7–10% от всего рынка, т.е. около \$0,77–1,1 трлн или 6–8% ВВП. Так что потенциальный удар по экономике США может быть весьма внушительным.

СРАВНИТЕЛЬНАЯ ДИНАМИКА ПРОДАЖ ДОМОВ НА ВТОРИЧНОМ РЫНКЕ США И ИНДЕКСА ЦЕН НА НЕДВИЖИМОСТЬ В 20-И КРУПНЕЙШИХ ГОРОДАХ США В 2005–2007 ГГ.



Источник: Bloomberg, расчеты ГК «РЕГИОН»

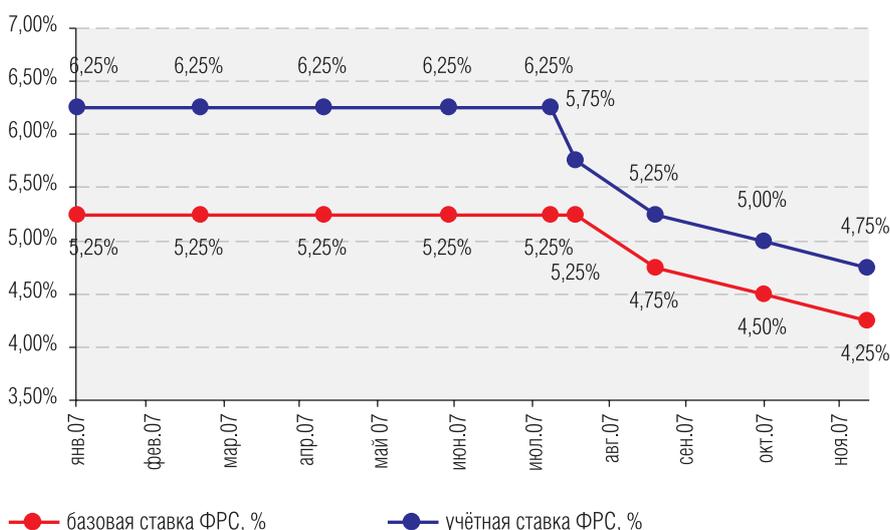
Кризис subprime вызвал значительное снижение (до 21% в октябре в годовом сопоставлении) продаж домов в США как на первичном, так и на вторичном рынке до многолетних минимумов. Это вызвало затоваривание — количество непроданных домов превысило 10 месяцев продаж. Падение цен на недвижимость усилилось — на новостройки падение составило около 5% в годовом исчислении, на вторичное жилье — до 15%. Количество строящихся домов в США к концу 2007 года было на 28% ниже, чем в конце 2006 года в месячном выражении, что является 16-летним минимумом. В середине 3-го квартала, кризис subprime перерос в настоящий кредитный кризис (кризис ликвидности на мировом финансовом рынке). Строительные компании

понесли огромные убытки, некоторые ипотечные компании (в том числе крупнейшие, такие как Countrywide Financial в США) оказались на грани банкротства, финансовые компании и банки списали убытки в размере свыше \$100 млрд. Кризис привел к росту ставок заимствования на международном рынке капитала, переносу многих сделок M&A и размещений на долговом рынке.

Кризис subprime привел к негативным последствиям (списанию убытков и снижению цен на недвижимость) не только в США, но и в Европе (особенно, в Великобритании) и других странах (к примеру, Австралии и даже Японии). Кредитный кризис вынудил мировые центробанки пойти на снижение процентных ставок и предоставление экстренной ликвидности в объеме сотен миллиардов долларов для стабилизации ситуации. Мировой кредитный кризис коснулся и России: отечественные компании и банки столкнулись с удорожанием заемных средств, что вынудило многих перенести облигационные размещения на следующий год.

В конце 2007 года правительство и ФРС США пошли на беспрецедентные меры по стабилизации ситуации на кредитном рынке. Во-первых, базовая ставка ФРС была понижена три раза на 100 б.п. до 4,25%, а учетная ставка — на 150 б.п. Во-вторых, как уже отмечалось, был предоставлен огромный объем дополнительной ликвидности (около \$1 трлн). Причем, ведущие мировые центробанки договорились предоставлять наличность сообща. В-третьих, был выработан план по спасению жителей США от изъятия домов за невыплаты по ипотечным кредитам (их количество подскочило в полтора–два раза по сравнению с 2006 годом), который предполагал ряд мер по рефинансированию кредитов и по замораживанию ставок по некоторым видам ипотечных кредитов с плавающей ставкой. Насколько эти меры окажутся действенными, нам предстоит понять в текущем году, однако пока ипотечный кризис в США далек от преодоления (показатели на рынке недвижимости особенно ухудшились в 4-м квартале) и, по всей видимости, продолжит оказывать значительное негативное влияние на финансовые рынки в 2008 году.

ИЗМЕНЕНИЕ БАЗОВОЙ СТАВКИ ФРС США В 2007 ГОДУ, %

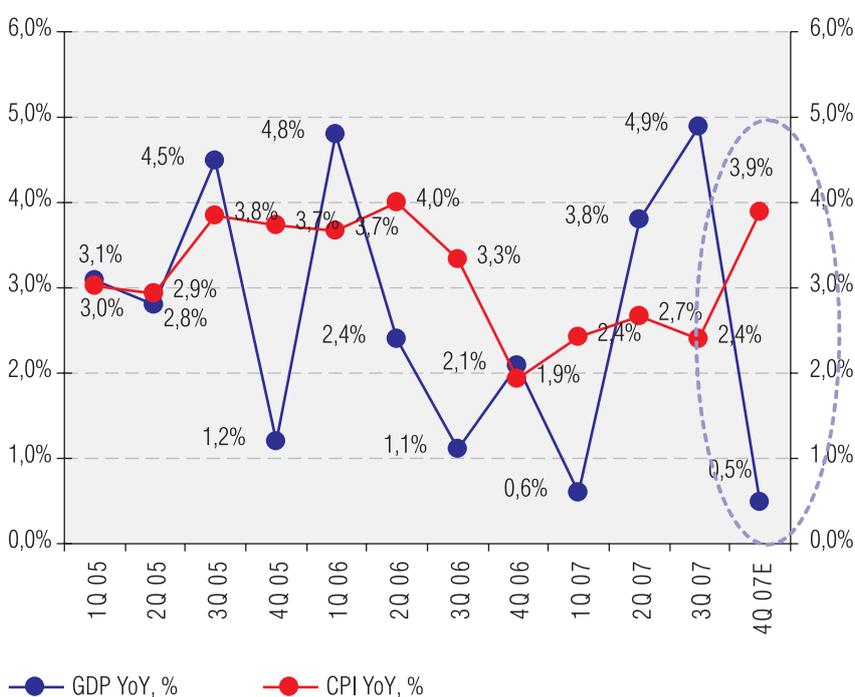


Источник: ФРС США, Bloomberg

Стоит отметить дополнительный негативный фактор: ФРС в 2008 году может попасть в ножницы между реальной угрозой рецессии в экономике из-за ипотечного кризиса, вероятность которой американские эксперты повысили к началу текущего года до 50%, для чего необходимо продолжать снижать ставку, и ростом инфляции на фоне высоких

цен на нефть и газ, ослабления доллара и обесценения наличности, предоставляемой в огромных размерах мировыми центробанками. Таким образом, с ожиданиями рецессии и роста инфляции финансовым рынкам еще придется столкнуться в 2008 году. С другой стороны, замедление темпов экономического роста может оказать понижающее воздействие на инфляцию, что ожидается к середине 2008 года.

СРАВНИТЕЛЬНАЯ ДИНАМИКА ВВП И ИНДЕКСА ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН (CPI) В США, %
(В ГОДОВОМ ПОКВАРТАЛЬНОМ ИСЧИСЛЕНИИ)



Источник: Bloomberg, расчеты ГК «РЕГИОН»

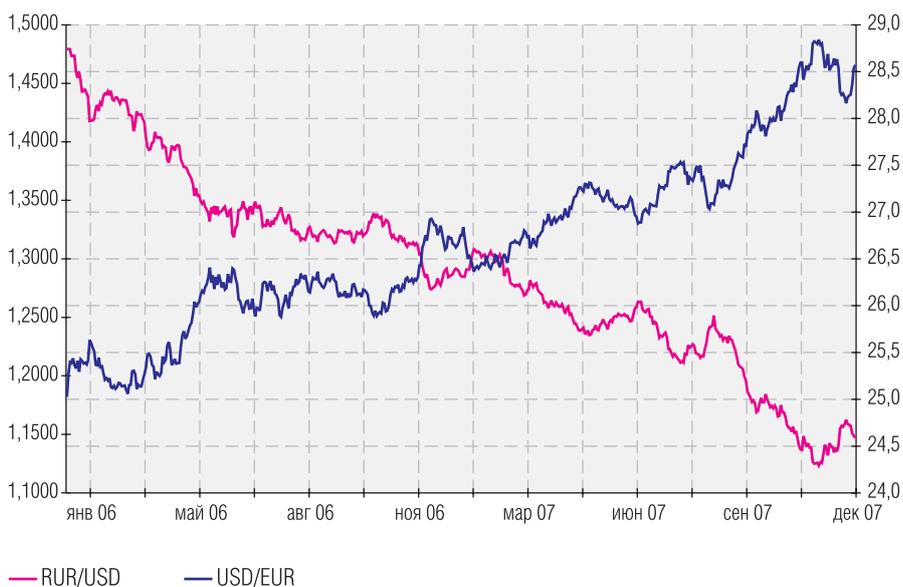
ВНУТРЕННИЕ ФАКТОРЫ И ОЦЕНКА ИХ ВЛИЯНИЯ В 2008 Г.

Валютный курс

В 2007 г. тенденция к укреплению рубля сохранилась: по итогам года укрепление номинального курса рубля составило около 1,72 рубля (6,6%) против 2,42 руб. (8,4%) в 2006 г. Нельзя не отметить, что укрепление рубля происходит на фоне общей тенденции ослабления доллара относительно основных мировых валют. Так, например, укрепление евро относительно доллара в прошлом году составило около 0,1456 цента (11%).

При сохранении структуры бивалютной корзины на прежнем уровне и темпов укрепления рубля на уровне 5–7% к концу текущего года можно ожидать курс рубля на уровне порядка 22,9–23,3 руб./доллар. Такой сценарий вполне вероятен в случае рецессии американской экономики и, соответственно, ослабления доллара относительно основных мировых валют.

КУРС РУБЛЯ И ЕВРО В 2006 – 2007 ГГ.

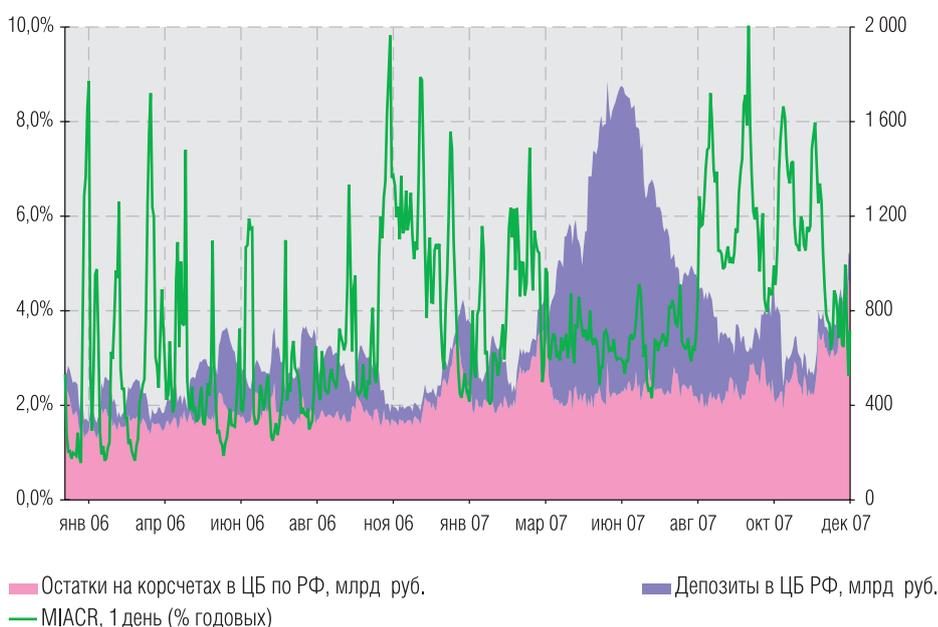


Рублевая ликвидность и ставки на рынке МБК

Ситуация с рублевой ликвидностью в 2007 г. была неоднозначной. Так в первой половине года наблюдался избыток рублевых средств, который был обусловлен как притоком средств инвесторов-нерезидентов, так и активным процессом заимствования на внутреннем и внешнем рынках капитала. Кроме того, достаточно большая сумма (более 300 млрд рублей), полученная в ходе банкротства ЮКОСа, была временно размещена на депозитах в коммерческих банках. Однако, начиная с августа, ситуация кардинально поменялась после того, как кризис рынка ипотечного кредитования в США распространился по всему миру, затронув практически всю мировую банковскую систему. Лишь во второй половине декабря был зафиксирован рост средств на корсчетах в Банке России, который был связан с ростом бюджетных расходов и временным размещением в банковской системе средств государственных корпораций развития, полученных ими в результате их рекапитализации.

Вместе с тем, даже в период избытка рублевых ресурсов однодневные ставки на рынке МБК не опускались ниже 3% годовых, а с середины августа до середины декабря колебались в пределах 5–8% годовых. При этом нельзя не отметить активные действия Банка России по увеличению рублевой ликвидности в российской банковской системе (расширение ломбардного списка за счет снижения требований к качеству эмитентов; снижение отчислений в ФОР; снижение ставки по операциям «валютный своп»).

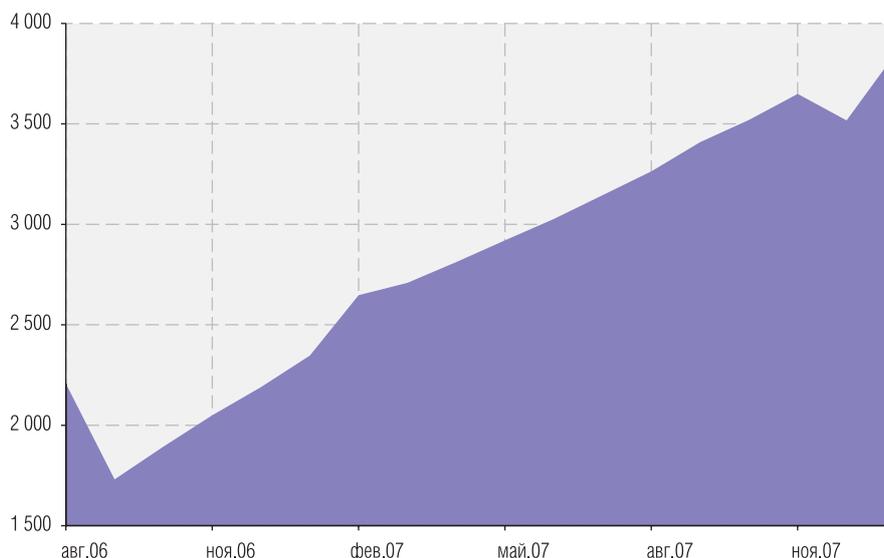
ОСТАТКИ НА СЧЕТАХ В БАНКЕ РОССИИ И СТАВКИ НА РЫНКЕ МБК



Источник: Банк России

В 2008 г. мы не видим оснований для повторения существенного роста рублевой ликвидности: сохранение напряженности на мировом финансовом рынке будет сдерживать приток средств от инвесторов-нерезидентов и существенно ограничит возможность привлечения внешних займов со стороны российских заемщиков. В то же время сохранение прежней фискальной политики будет способствовать росту бюджетных доходов всех уровней государственной власти и отчислений в Стабилизационный фонд, прирост которого только за 2007 г. составил более 1,5 трлн рублей. В то же время, планируемое разделение Стабфонда на Резервный и Накопительный (средства которого планируется вкладывать в инвестиционные проекты) вряд ли приведет, по крайней мере в текущем году, к росту ликвидности на внутреннем рынке. Единственной надеждой на рост рублевой ликвидности может стать временное размещение свободных федеральных бюджетных средств в банковской системе.

ОБЪЕМ СТАБИЛИЗАЦИОННОГО ФОНДА РФ, МЛРД РУБ.



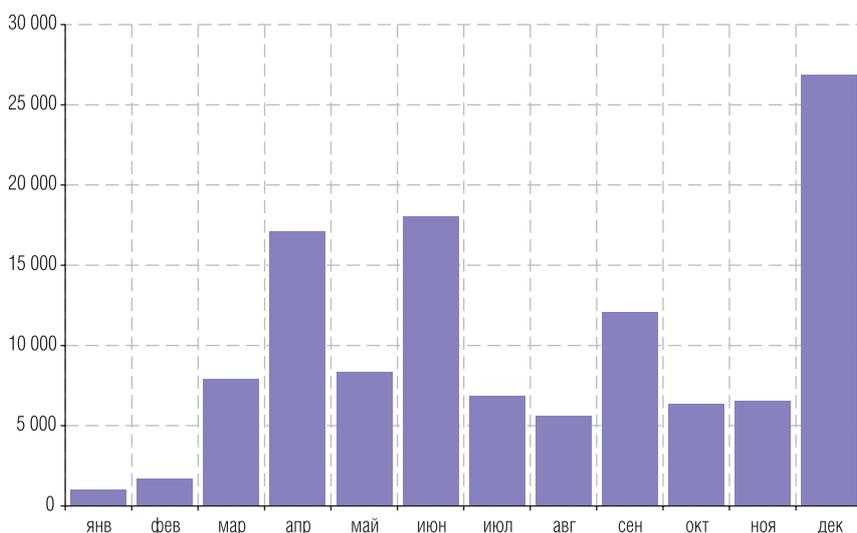
Источник: Минфин РФ

При сохранении текущей ситуации, по нашим оценкам, «стоимость» денег может сохраниться в целом на прошлогоднем уровне: в пределах от 3–4% годовых в «спокойной» ситуации до 6–8% годовых в «проблемные» дни по однодневным кредитам. Определенные опасения вызывает ускорение инфляции в стране: по итогам 2007 г. рост индекса потребительских цен составил 11,9% годовых. В случае повышения ставки рефинансирования Банком России (и, соответственно, ставок по ломбардным кредитам и операциям РЕПО) можно ожидать удорожания денег на межбанковском рынке.

«Навес» из нерасмещенных облигаций и потребность в рефинансировании «старых» выпусков.

Ухудшение конъюнктуры рынка во второй половине 2007 г. привело к отказу многих эмитентов от своих планов по размещению новых выпусков и переносу начала размещений на 2008 г. Таким образом, общий «навес» зарегистрированных, но нерасмещенных облигаций составлял на начало года около 472 млрд рублей (что составляет около 40% от текущего объема рынка). Кроме того, в текущем году предстоит погасить облигаций на общую сумму около 118,5 млрд рублей (с учетом амортизационных платежей — около 150 млрд), большая часть из которых может быть рефинансирована за счет новых займов.

ГРАФИК ПОГАШЕНИЯ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В 2008 Г.



Источник: ГК «РЕГИОН»

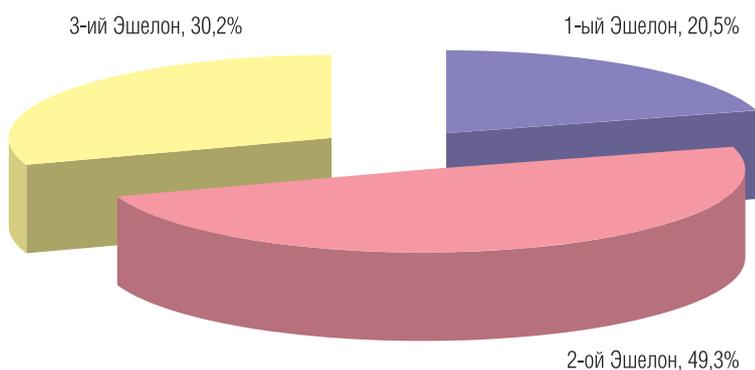
ИНВЕСТИЦИОННЫЕ И ТОРГОВЫЕ ИДЕИ НА 2008 Г.

Учитывая вышеперечисленные внешние и внутренние факторы, способные повлиять на конъюнктуру рублевого облигационного рынка в 2008 г., можно предположить следующие сценарии развития ситуации и предлагать соответствующие инвестиционные стратегии.

Инвестиционные стратегии по эшелонам

Условно российский рынок корпоративных облигаций можно разделить на три эшелона. На долю 1-го эшелона по нашим оценкам приходится около 20,5% от общего объема корпоративных облигаций в обращении. Максимальную долю (около 49,3%) приходится на бумаги 2-го эшелона. И порядка 30,2% от суммарного объема приходится на бумаги 3-го эшелона.

СТРУКТУРА РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ЭШЕЛОНАМ

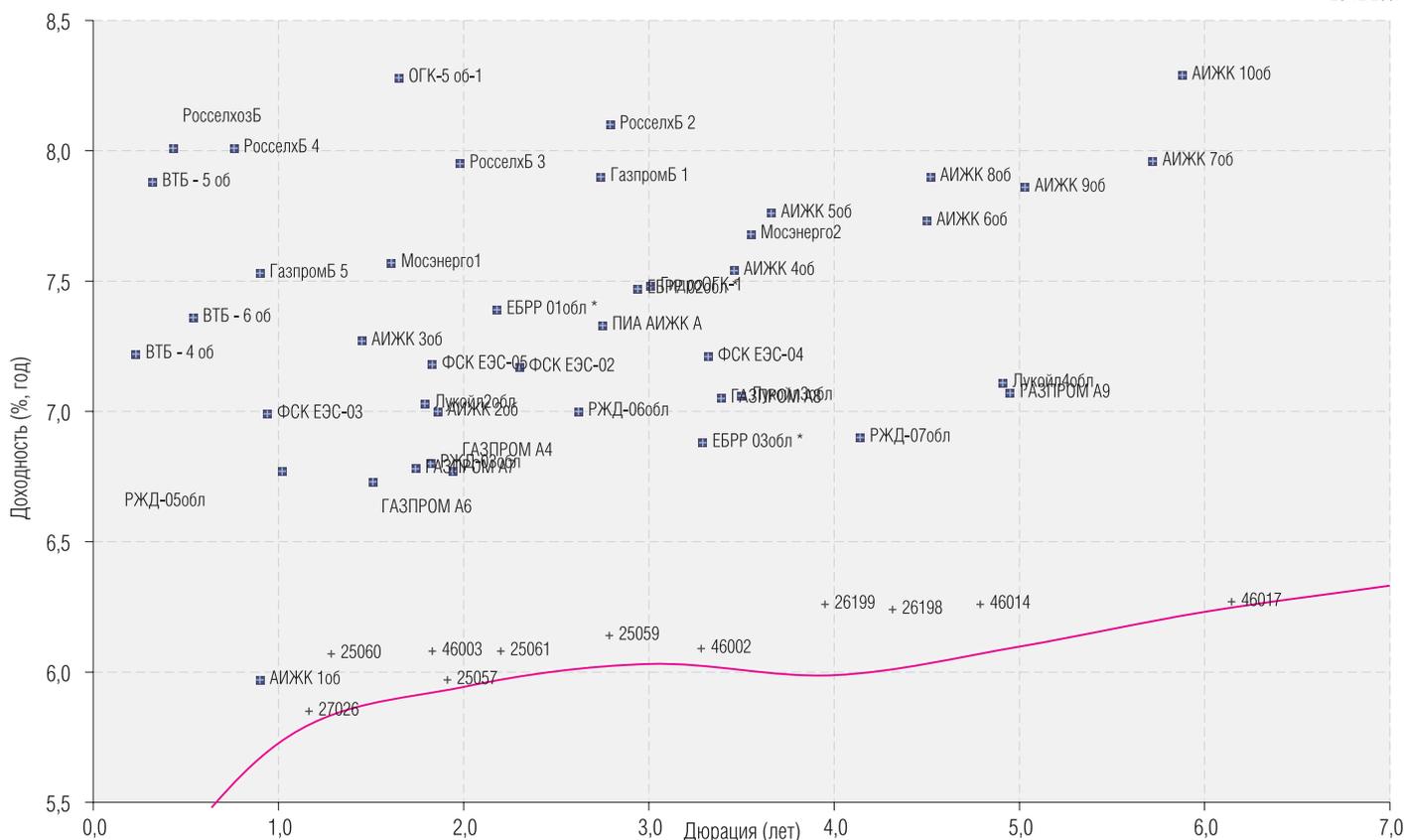


Источник: ГК «РЕГИОН»

В силу относительно ограниченного объема на рынке, высокой ликвидности и вхождения большей части облигаций в Ломбардный список Банка России мы ожидаем сохранения относительно высокого спроса на облигации 1-го эшелона в 2008 г. Текущий справедливый спред к кривой ОФЗ мы оцениваем на уровне 100–150 б.п. Наши рекомендации в краткосрочной перспективе покупать наиболее «подешевевшие» выпуски с дюрацией не более 2,0–2,5 лет, а в средне- и долгосрочной перспективе участвовать в первичных аукционах, на которых будет предлагаться премия к уровню вторичного рынка.

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ 1-ГО ЭШЕЛОНА

28.12.2007



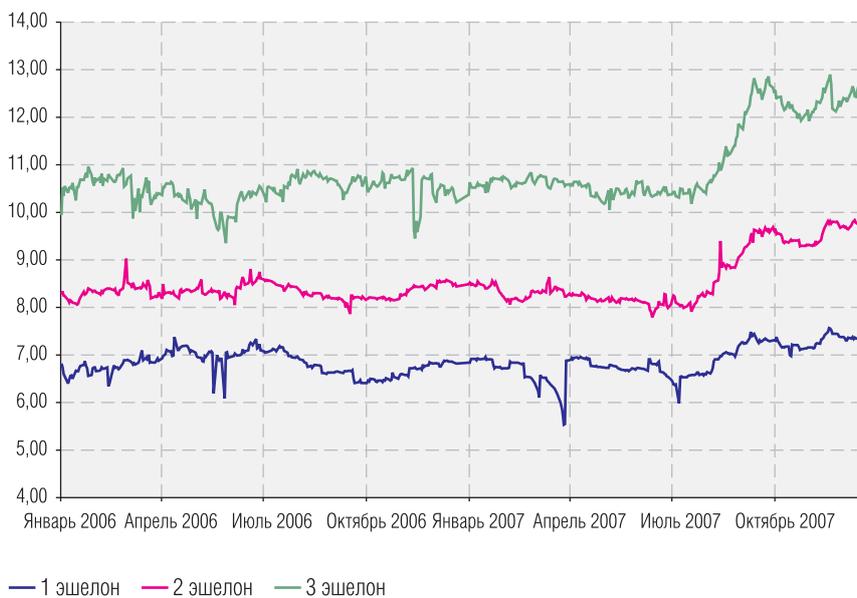
■ 1-й эшелон + ОФЗ — G-кривая

Источник: ГК «РЕГИОН»

В результате кризиса ликвидности во второй половине 2007 г. наблюдалось расширение спредов между облигациями 1-ого эшелона и облигациями 2-го и 3-го эшелонов. Так средние спреды между 1-м и 2-м эшелонами увеличился со 100–130 б.п. до 200–230 б.п., между 1-м и 3-м эшелонами — с 400–450 б.п. до 500–600 б.п. Вместе с тем, как показала практика последних месяцев, основной проблемой для бумаг 2-го и 3-го эшелонов является потеря ликвидности, когда данные бумаги нельзя отдать в РЕПО и продать даже по сверхнизким ценам. В предстоящем году мы считаем, что операции с бумагами данных эшелонов необходимо проводить крайне осторожно, принимая во внимание, в первую очередь, их ликвидность и кредитное качество эмитента (т.е. риск неисполнения обязательств по оферте или погашению). Особенно это относится к бумагам третьего эшелона, средняя дюрация по которым обычно не превышает 1,0–1,5 года.

Кроме того, рекомендуем обращать внимание на облигации эмитентов с государственным участием (поддержкой), принимая во внимание увеличение влияния государства на экономическое развитие страны.

ИНДЕКСЫ ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ЭШЕЛОНАМ

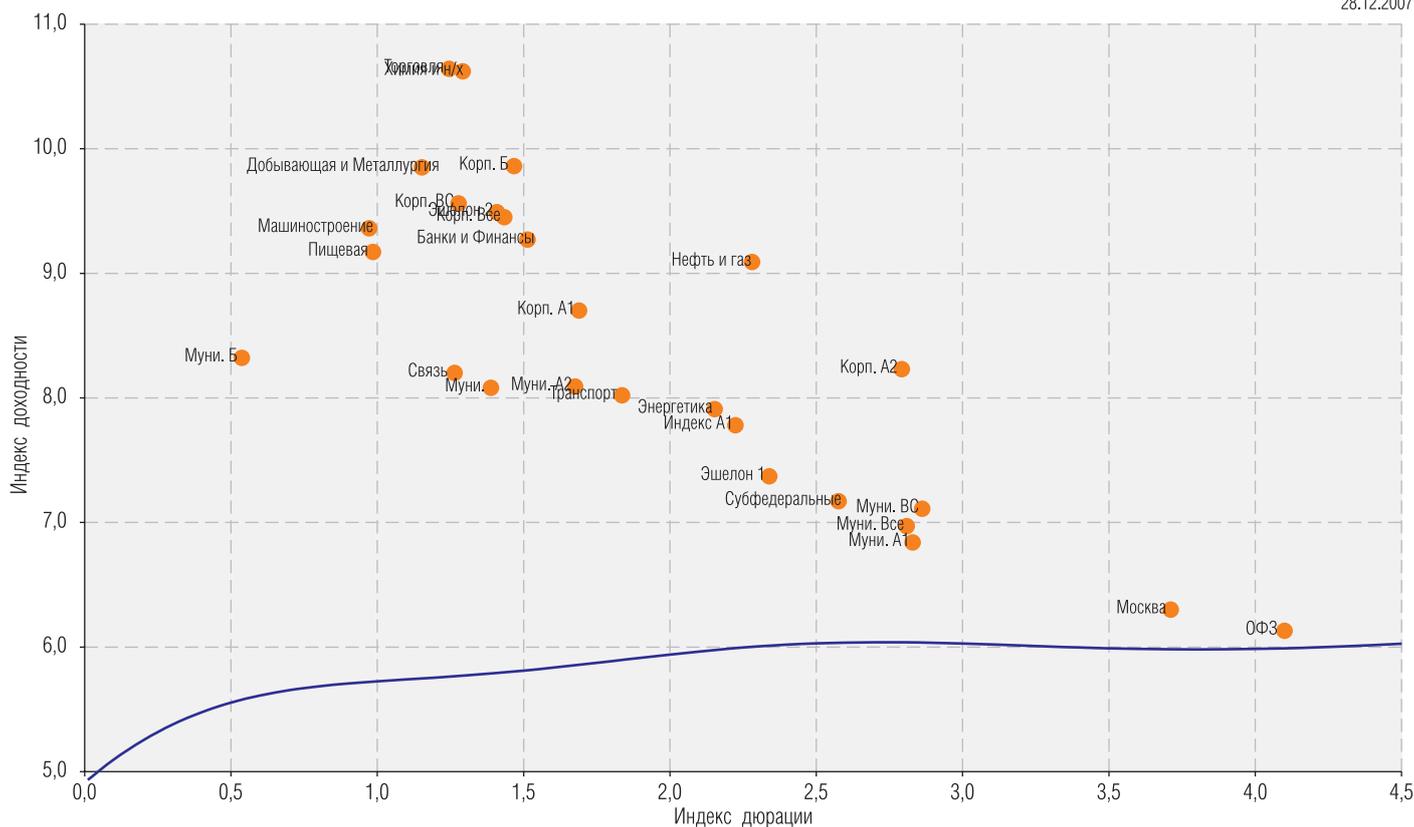


Источник: ГК «РЕГИОН»

Инвестиционные стратегии по отраслям

ОТРАСЛЕВЫЕ ИНДЕКСЫ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

28.12.2007



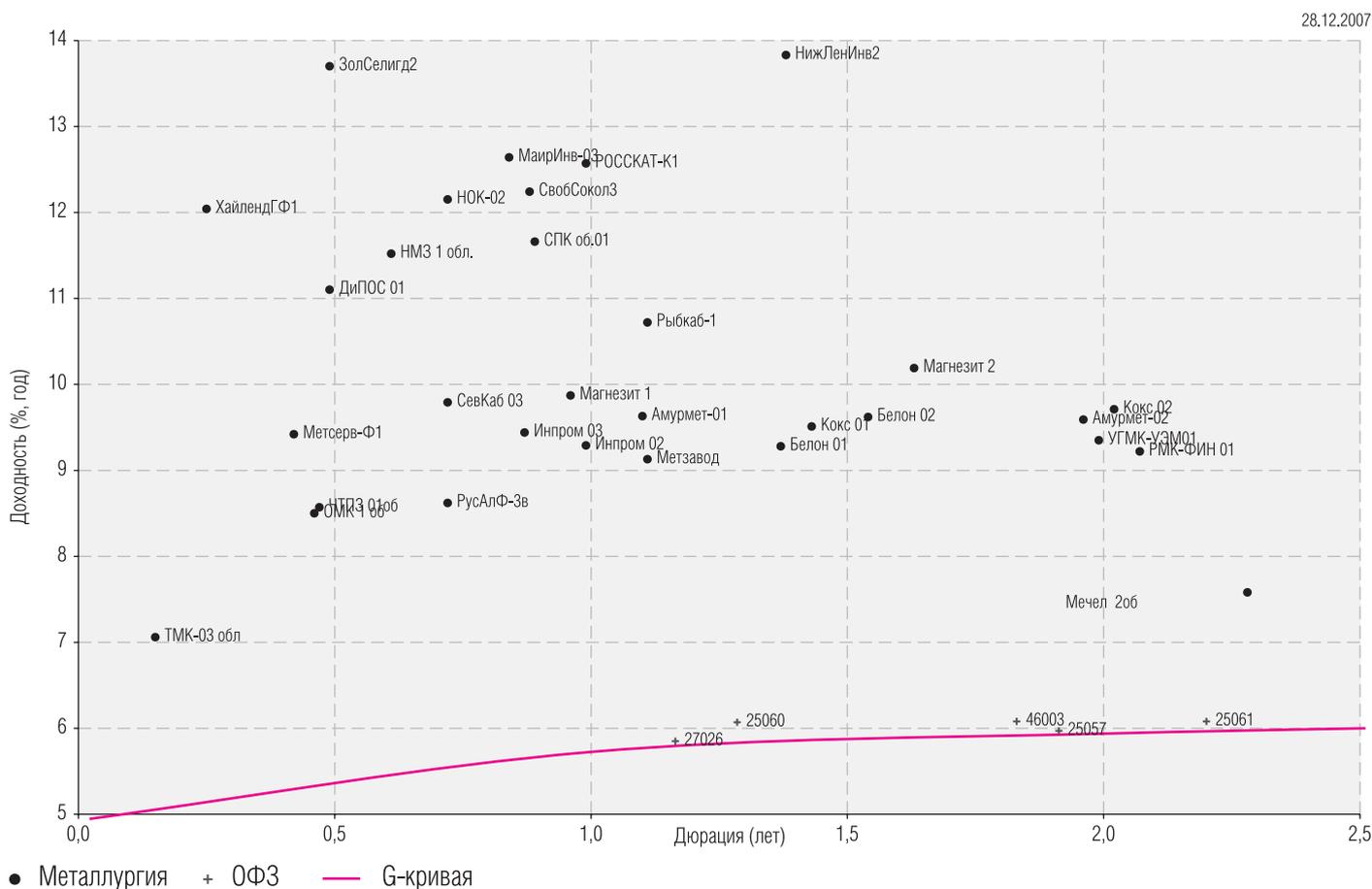
● Индексы облигаций — G-кривая

Источник: ГК «РЕГИОН»

По данным на конец 2007 года на рынке обращаются облигации более 20 различных отраслей. Наибольшую долю имеют облигации: банков и финансовых институтов (29%), торговли (11%), энергетики (9%), машиностроения (8%), нефть/газ, строительство и пищевая (по 7%).

Металлургия

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ



Источник: ГК «РЕГИОН»

С начала второго полугодия 2007 г. наблюдалась ухудшающаяся рыночная конъюнктура на рынке металлопродукции. В настоящее время цены на основные виды металлопродукции стабилизировались и в первом полугодии возможен рост, вызванный активизацией строительных работ после зимнего периода. Для горнодобывающего сектора рыночная конъюнктура была более благоприятной, рост цен на уголь и железную руду наблюдался в течение всего прошедшего года и, вероятно, такая динамика сохранится и в текущем году. По нашим ожиданиям 2008 г. станет успешным для сталелитейных компаний в финансовом плане, однако менее, чем был 2007 г. Более высоких результатов мы ожидаем от сталелитейных компаний с высоким уровнем обеспеченности собственным сырьем, а также горнодобывающих компаний.

В рублевом сегменте мы хотели бы отметить облигации Кокса, Белона и Мечела.

Электроэнергетика

В 2007 году реформа электроэнергетики вступила в завершающую стадию. Итоги будут подводиться в следующем году — после реорганизации РАО ЕЭС, однако уже сейчас можно сказать, что большинство из основных задач, которые ставили перед собой организаторы реформы, выполнены. Самая главная из них, с нашей точки зрения, заключается в привлечении частных стратегических инвестиций в отрасль, в том числе иностранных. Кроме того, начался процесс выделения активов из РАО, т.е. сделаны

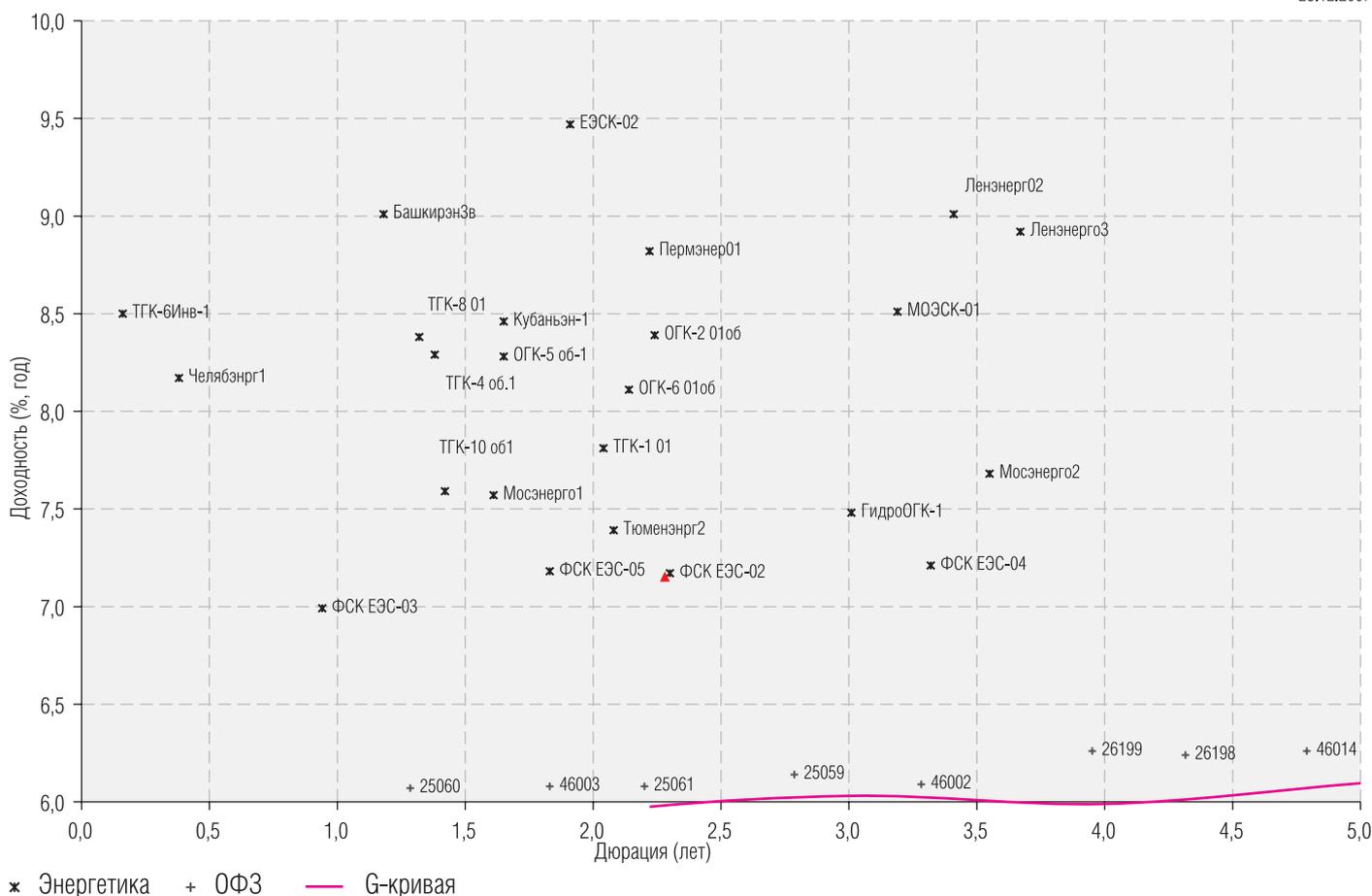
первые шаги к расформированию РАО в виде множества крупных генерирующих и сетевых компаний.

В 2007 году состоялись 9 из 20 возможных аукционов по продаже генерирующих компаний, было продано 5 из 14 ТГК и 4 из 6 ОГК. В результате проведенных аукционов компании отрасли привлекли более \$16 млрд частных инвестиций, без учета средств, полученных самим энергохолдингом от продажи госпакетов. Средства, привлеченные компаниями, пойдут на масштабные программы строительства новых мощностей. Средства, полученные РАО, — на инвестиции ГидроОГК и ФСК.

Среди рублевых облигаций представленных на рынке мы хотели бы выделить эмиссии ОГК-5 (Еneп), ОГК-6 (Газпром), ОГК-2 (Газпром), спрэды которых на фоне кредитного качества контролирующих акционеров выглядят завышенными. Размещение пакета акций ТГК-4 (претенденты НЛМК, Базэл, CEZ) также может сказаться на пересмотре кредитного риска компании и сужении спрэдов.

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЭНЕРГЕТИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

28.12.2007



Источник: ГК «РЕГИОН»

Машиностроение

В прошедшем году на фоне благоприятной внутренней конъюнктуры, роста инвестиционной активности предприятий и повышения реальных доходов населения, большинство компаний отрасли смогли существенно увеличить продажи и улучшить свое финансовое положение. В наибольшей степени рост спроса был заметен

в подотраслях, ориентированных на внутренний рынок. Это, прежде всего, автомобилестроение, транспортное, строительное и энергетическое машиностроение.

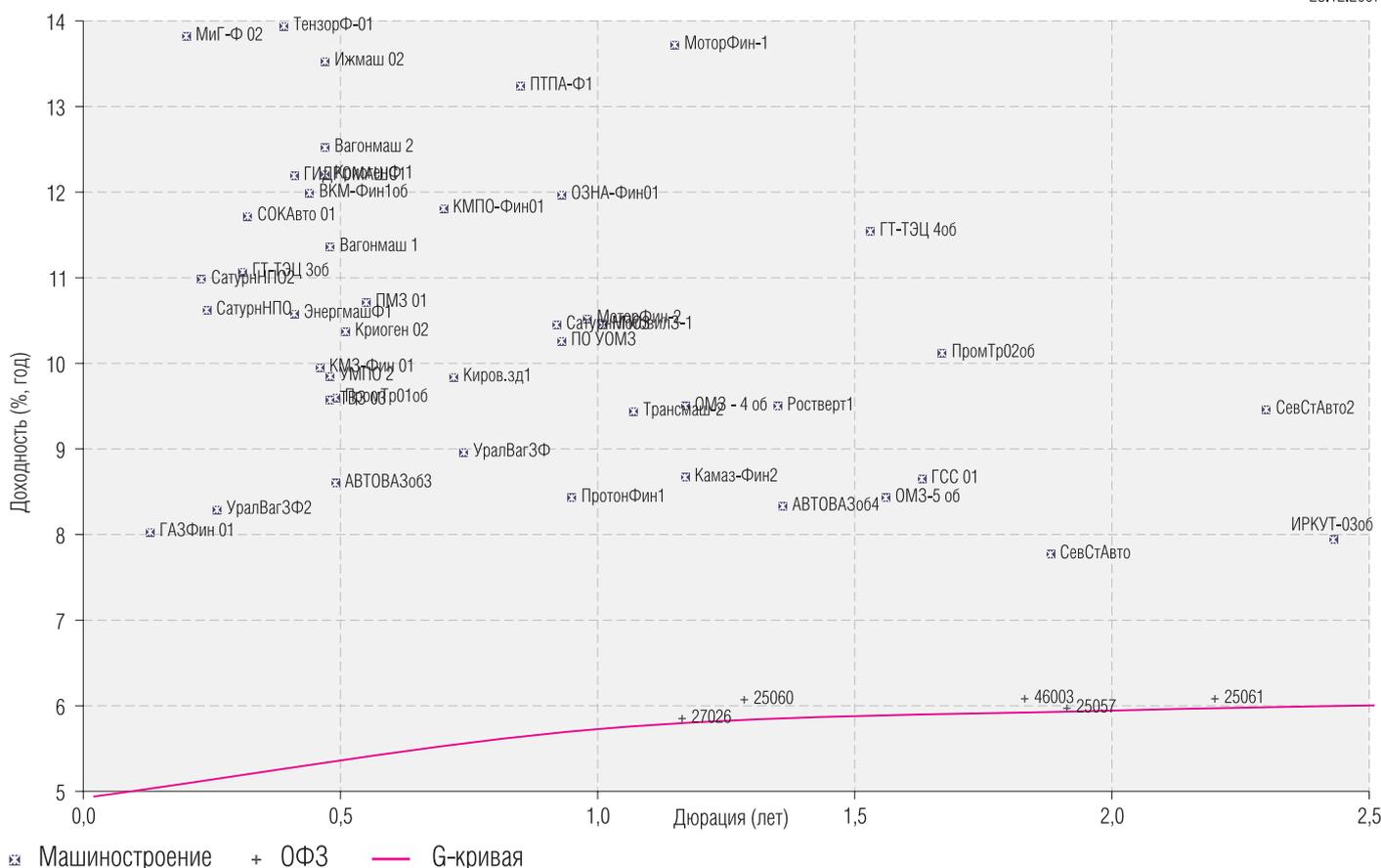
Мы полагаем, что в ближайшие несколько лет спрос на продукцию предприятий машиностроения сохранится на высоком уровне. Этому будет способствовать целый ряд факторов. Во-первых, масштабные инвестиционные проекты РАО ЕЭС и РЖД, которые предусматривают многомиллиардные расходы на обновление и модернизацию основных средств, будут способствовать повышению спроса на продукцию энергетического и железнодорожного машиностроения. Компании соответствующих отраслей машиностроения уже сейчас ощущают существенный рост заказов, что приводит к увеличению производства и продаж. Мы полагаем, что в ближайшие годы данная тенденция сохранится, что позитивно скажется на финансовом положении компаний отрасли. Во-вторых, повышение благосостояния населения будет увеличивать мобильность населения, что, в свою очередь, будет драйвером для таких отраслей, как автомобилестроение. В-третьих, строительный бум, который переживает страна, позитивно скажется на компаниях, выпускающих продукцию, используемую при строительстве.

В целом, в настоящее время сформировались хорошие предпосылки для подъема и укрупнения отрасли машиностроения, которая имеет все шансы стать одним из главных движущих факторов роста всей экономики страны.

Из компаний представленных на облигационном рынке мы хотели бы выделить Северсталь-авто, КамАЗ, Промтрактор, Иркут, ГСС, Трансмаш, ТВЗ, ПТПА и ОЗНА.

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ МАШИНОСТРОИТЕЛЬНЫХ КОМПАНИЙ

28.12.2007



Источник: ГК «РЕГИОН»

Телекоммуникации

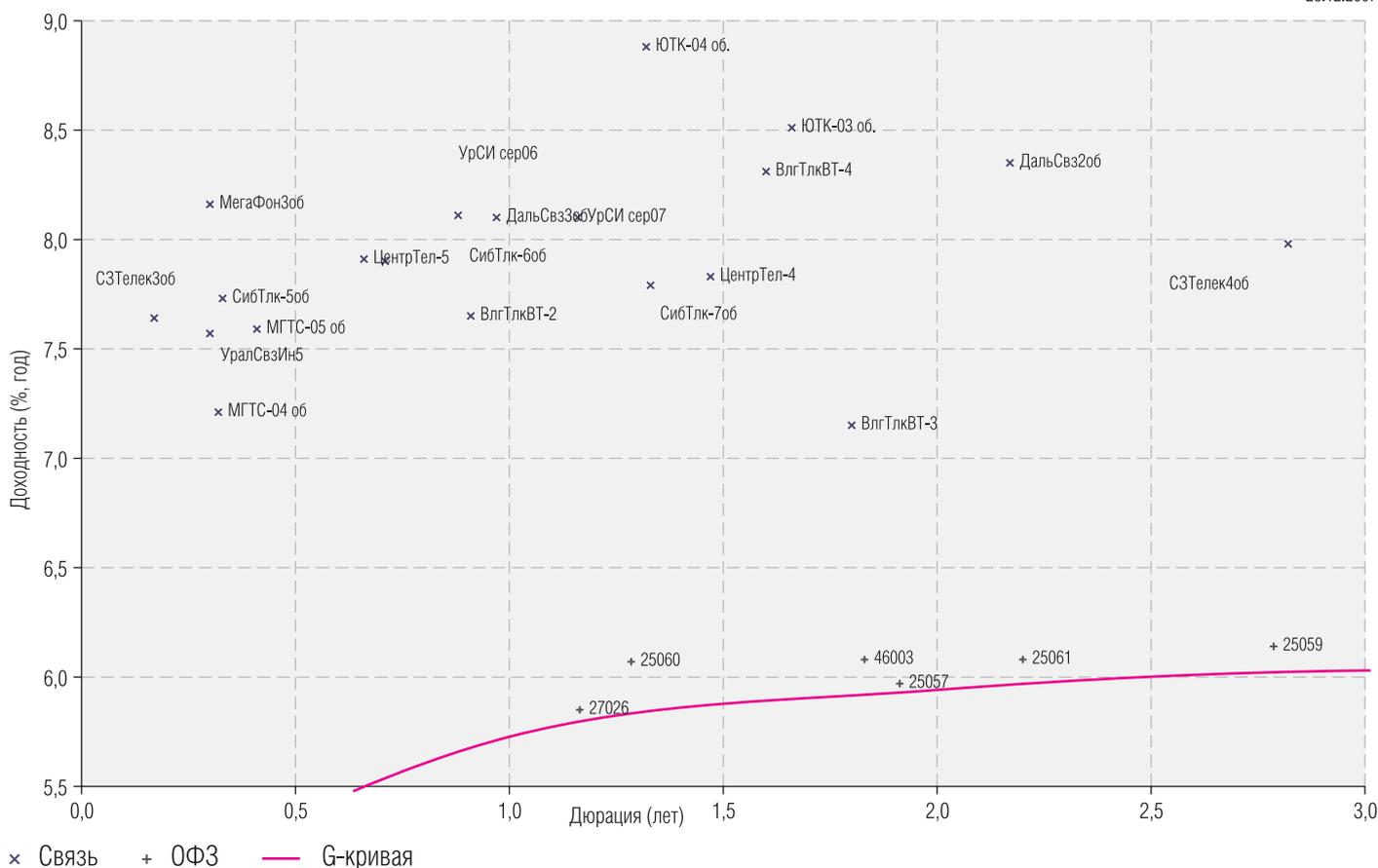
Для компаний фиксированной связи основным событием прошлого года стало изменение в нормативно-правовом регулировании деятельности, что позволило компаниям увеличить доходы от местной и внутризоновой связи. В следующем году, на наш взгляд, основной фокус в компаниях связи должен сосредоточиться на развитии направления т.н. «новых» услуг, доля которых в совокупной выручке постоянно увеличивается.

Основным фактором увеличения финансовых результатов сотовых компаний в прошлом году стал рост производственных показателей, за счет увеличения доходов населения, роста качества сетей и приостановки «ценовых войн», имевших место в прошлом.

Из компаний представленных на рублевом облигационном рынке в данном сегменте мы выделяем планируемые выпуски МТС; в случае стабилизации ситуации на мировых финансовых рынках мы ожидаем сокращения спредов МРК, существенно подешевевших во второй половине 2007 года.

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ КОМПАНИЙ СВЯЗИ

28.12.2007



Источник: ГК «РЕГИОН»

Банки

В 2007 году в банковском секторе в целом сохранилась положительная конъюнктура. Согласно данным Банка России, активы российских банков увеличились на 29,8% до 18,231 трлн руб. (примерно \$730 млрд), что составляет около 64% от ожидаемого объема ВВП за 2007 год. В 2006 году активы банковской системы выросли на 44,1%, в 2005 году — на 36,6%. Рост банковской системы был связан с набором факторов, в т.ч.: ростом активности компаний, амбициозные планы которых делали необходимым активное привлечение заемных средств; активности государственных структур, осуществляющих масштабные социальные и инфраструктурные проекты; проведением беспрецедентных по стоимости аукционов по продаже нефтегазовых активов (ЮКОС); организацией крупнейших IPO в банковской сфере (Сбербанк, ВТБ); наконец, активности населения, рост реальных доходов которых позволил значительно увеличить размер кредитных ресурсов.

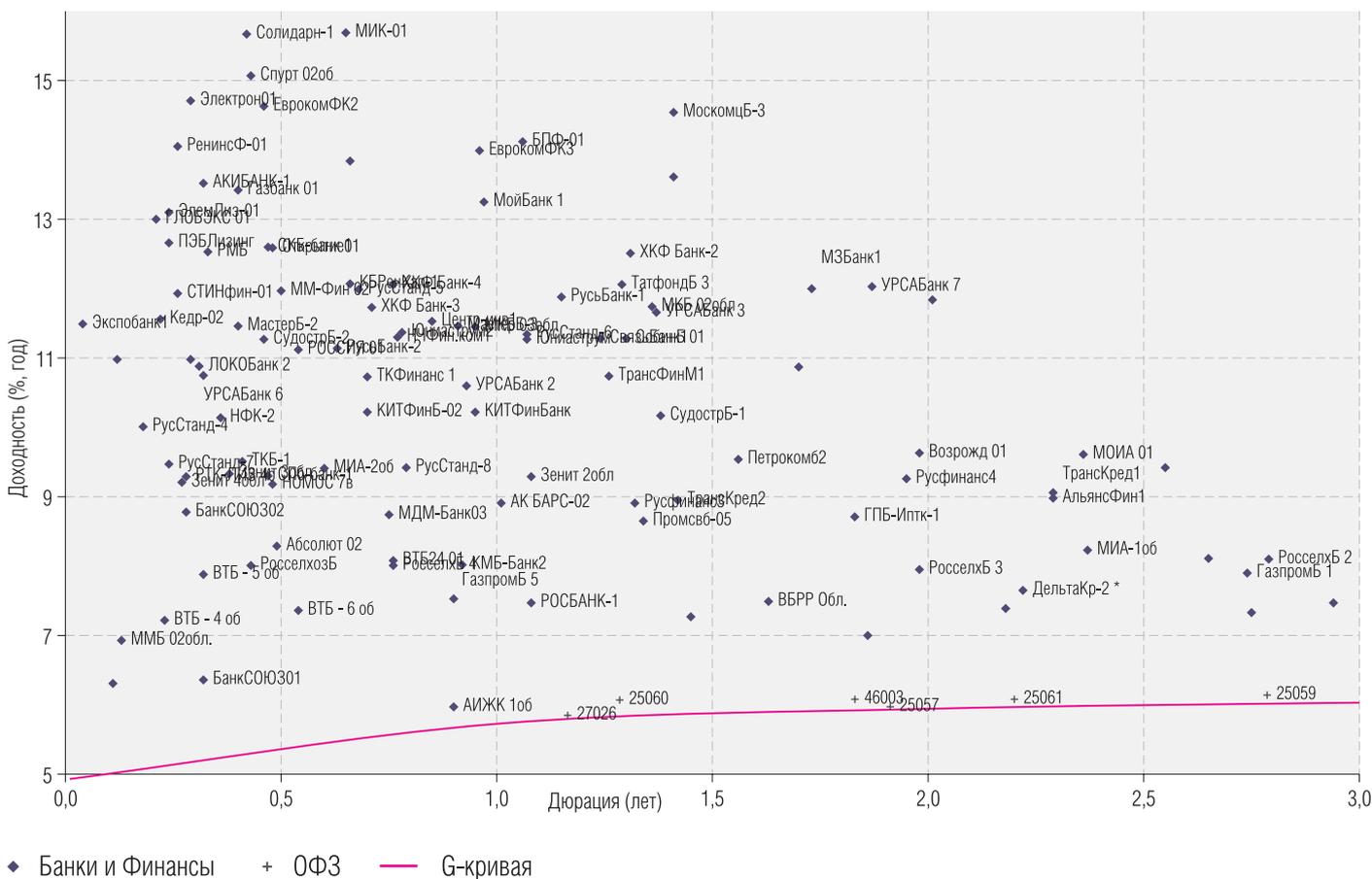
Неблагоприятным моментом в развитии банковской отрасли стала мировая конъюнктура на финансовом рынке. Кризис *subprime* спровоцировал распространение негативных явлений по всему мировому кредитному рынку, что вызвало рост ставок заимствования. Учитывая, что отечественные банки были очень активны на мировом рынке заемного капитала в 2007 году — внешний долг банковского сектора (и частного, и государственного) в первом полугодии вырос на 29% до \$131 млрд — это приводит к увеличению расходов на обслуживание долга. На отечественном долговом рынке процентные ставки также заметно поднялись. К концу года для банков первого эшелона ставки по облигациям выросли с 7 до 9%, для банков второго эшелона — с 9 до 11%, а уровень ставок на вторичном рынке — с 15 до 19%, а порой и вовсе может зашкаливать за 30%.

Мы полагаем, что в ближайшие три–пять лет показатели российских банков продолжат улучшаться, что связано с масштабными государственными проектами, ростом доходов населения и прибылей компаний. Однако в среднесрочной перспективе банковский сегмент будет демонстрировать отстающую динамику на фоне неопределенности на мировых финансовых рынках.

В рублевом сегменте мы хотели бы отметить облигации банков с государственным и иностранным участием, а также облигации банков с наличием «сильного» контролирующего акционера (например, ТрансКредитБанк).

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ БАНКОВ

28.12.2007



Источник: ГК «РЕГИОН»

Химия и нефтехимия

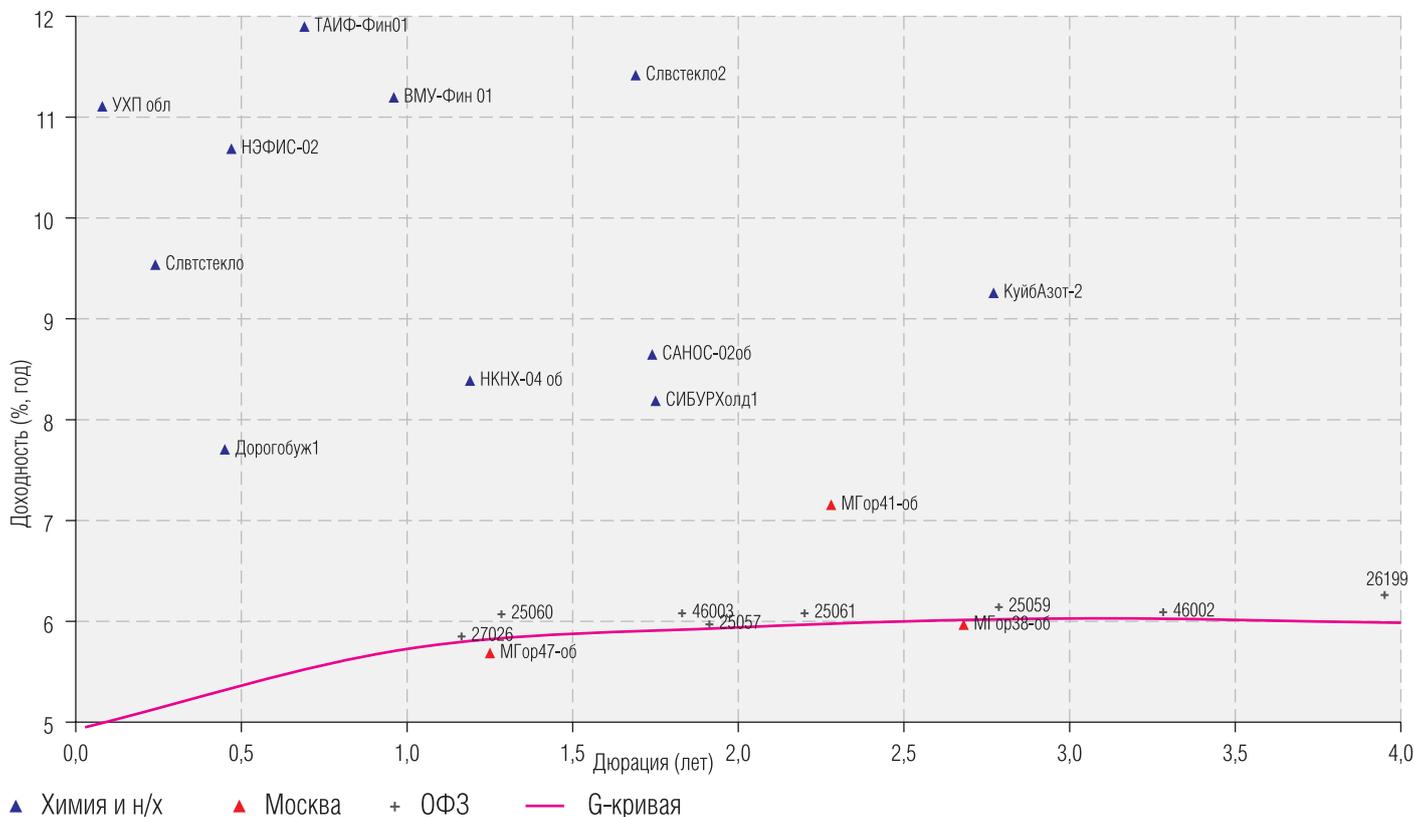
Химическая отрасль в 2007 г. развивалась бурными темпами, чему способствовала благоприятная ценовая конъюнктура. Лидерами отрасли по темпу роста финансовых показателей стали компании сектора производства минеральных удобрений, что произошло главным образом в связи с ростом цен на все виды удобрений (азотные удобрения подорожали в среднем на 27%, калийные — на 70%). По ожиданиям самих компаний рост цен на удобрения в текущем году продолжится, хотя и не такими высокими темпами.

Компании нефтехимической отрасли также показали хорошие финансовые результаты в 2007 г. Многие из них на фоне повышения цен на нефть даже сумели существенно повысить рентабельность своей деятельности, что в большей степени связано с опережающим ростом цен на продукцию данного сектора. Главным направлением развития отрасли в 2007 г. стало продолжение консолидации отрасли. Крупнейшим событием стала покупка Газпромом одного из крупнейших предприятий отрасли — Салаватнефтеогсинтез. Второй важной тенденцией — является проведение крупнейшими компаниями, такими как Казаньоргсинтез, Нижнекамскнефтехим и Салаватнефтеоргсинтез, обширной инвестиционной политики, результатом которой должно стать увеличение добавленной стоимости и объемов производства.

Из компаний, представленных на долговом рынке в данном сегменте, можно выделить облигации КуйбышевАзота и Нитола.

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ХИМИЧЕСКИХ И НЕФТЕХИМИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

28.12.2007



Источник: ГК «РЕГИОН»

Инвестиционные стратегии по субфедеральным и муниципальным облигациям

Рынок региональных облигаций представляет собой сектор субфедеральных облигаций, который условно можно разделить на три эшелона, и сектор муниципальных облигаций. Как видно из представленного ниже графика, максимальную долю (около 55%) на рынке занимают облигации регионов, которые мы относим ко 2-му эшелону, а минимальную долю (около 8%) — муниципальные долговые бумаги.

СТРУКТУРА РЫНКА РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ЭШЕЛОНАМ

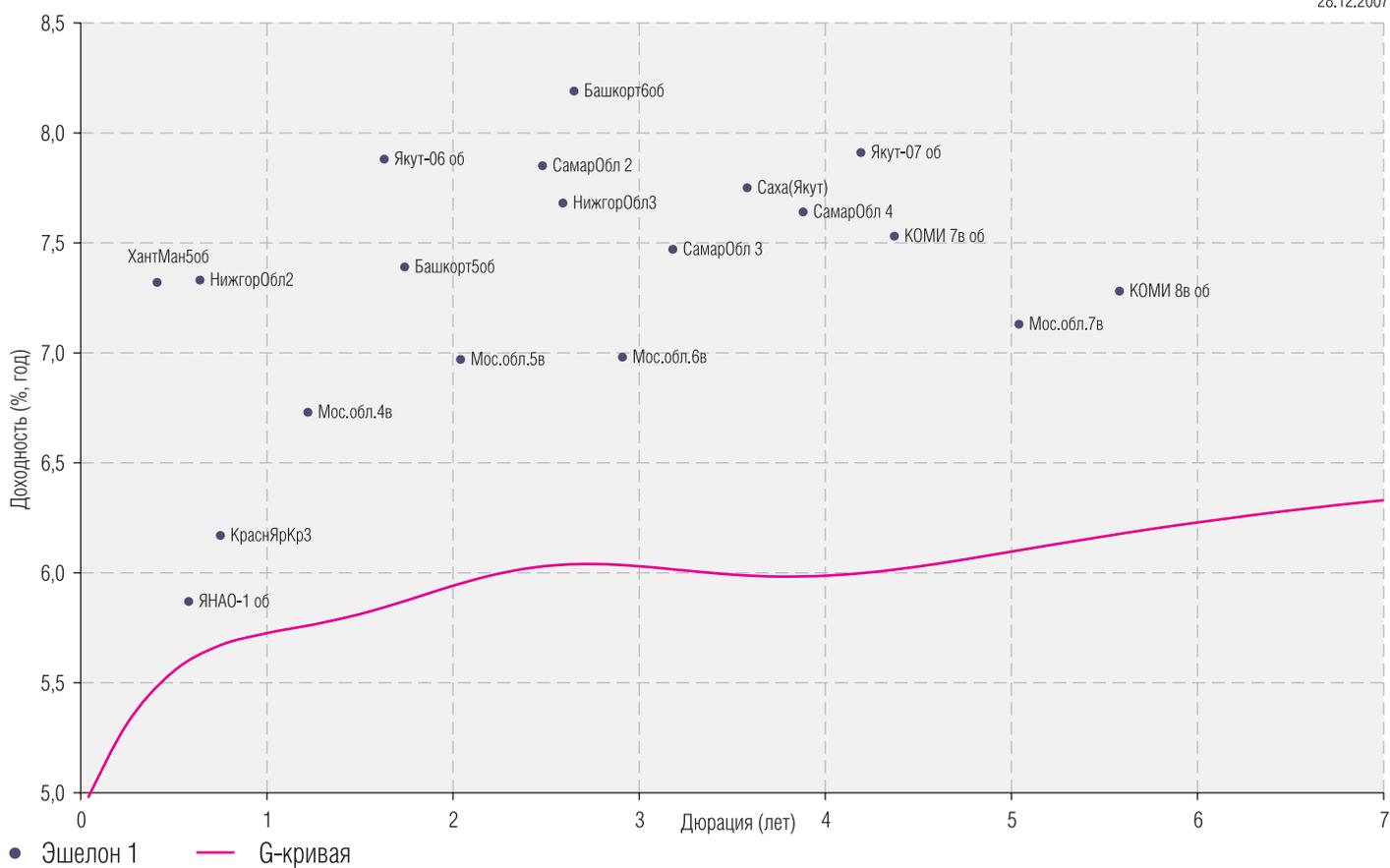


Источник: ГК «РЕГИОН»

Для консервативных инвесторов мы рекомендуем субфедеральные и муниципальные облигации, которые при сопоставимых рисках с федеральными облигациями предлагают премию инвесторам в пределах 100–300 б.п. в зависимости от качества эмитента. Так, по субфедеральным облигациям 1-го эшелона доходность составляет в диапазоне 7–8% годовых, 2-го эшелона — 7,5–9,0% годовых, 3-го эшелона — 7,5–9,5% годовых, муниципальных облигаций — 7,0–10,0% годовых. Вместе с тем, в силу относительно низкой ликвидности, что является основным негативным фактором для этого сектора, и связанного с этим несправедливого ценообразования, а также быстрого роста экономических и финансовых показателей регионов и городов, в данном сегменте наиболее часто встречаются относительно недооцененные бумаги, что позволяет проводить краткосрочные спекулятивные операции.

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ 1-ГО ЭШЕЛОНА

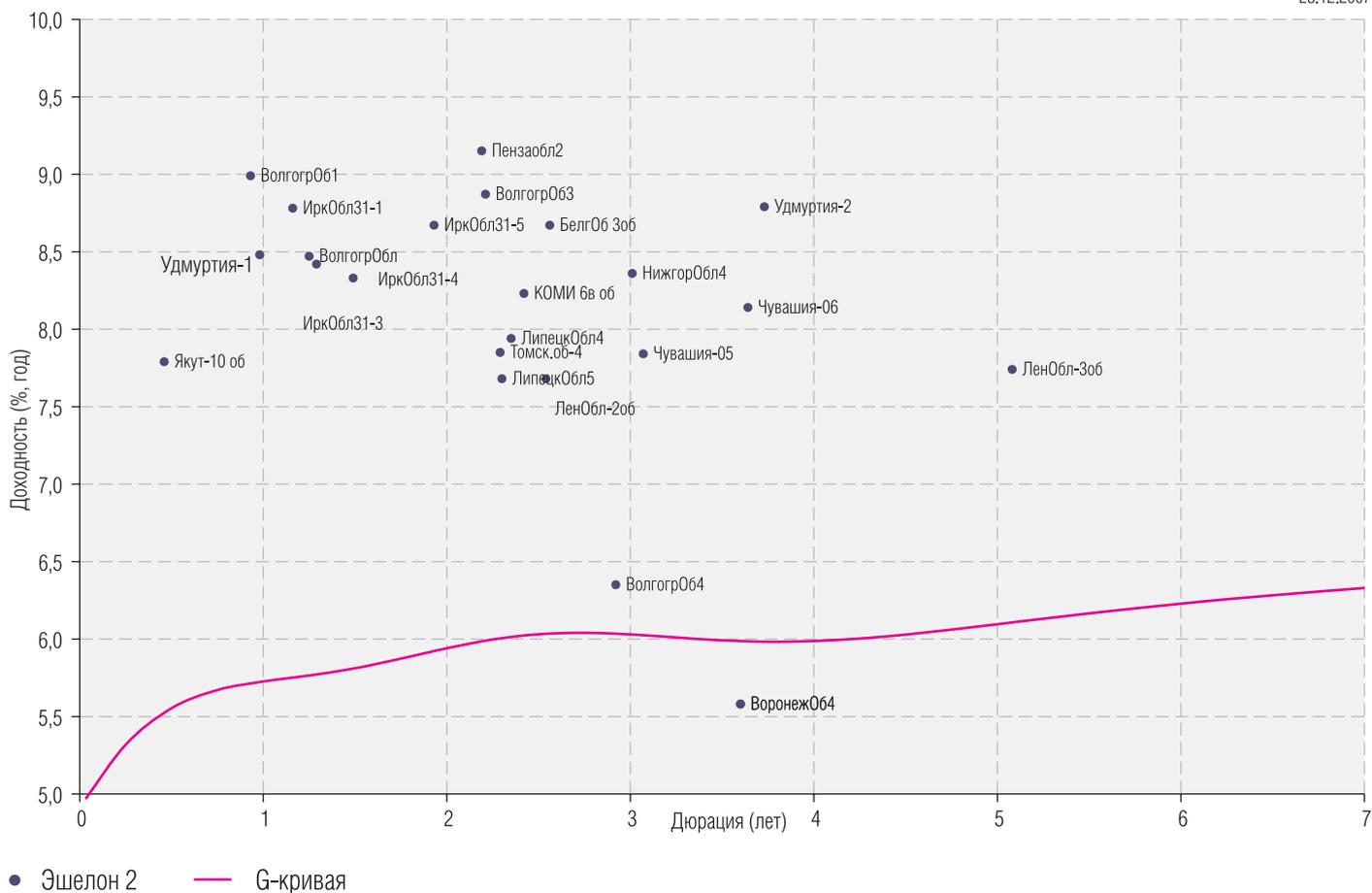
28.12.2007



Источник: ГК «РЕГИОН»

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ 2-ГО ЭШЕЛОНА

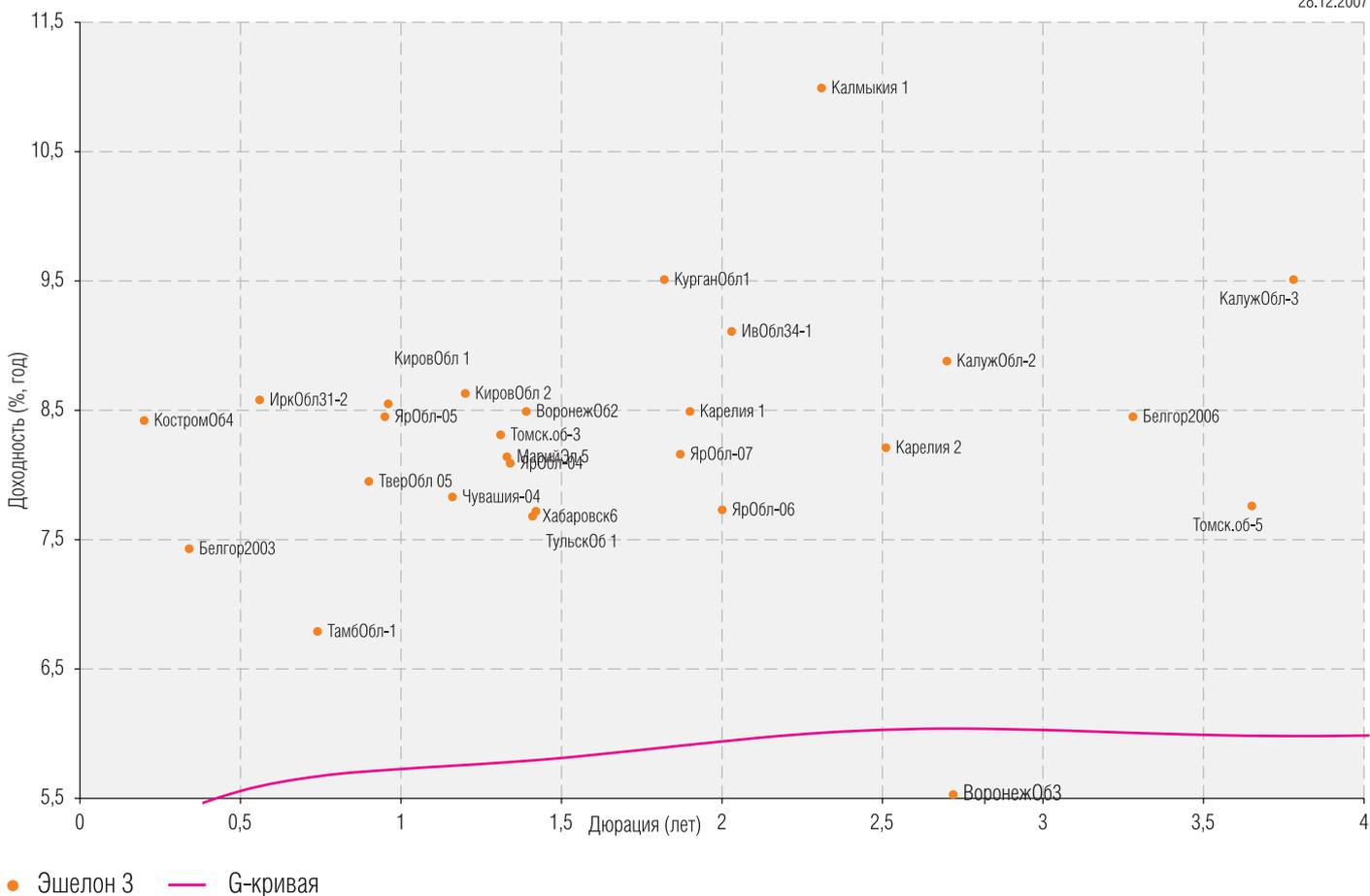
28.12.2007



Источники: ГК «РЕГИОН»

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ 3-ГО ЭШЕЛОНА

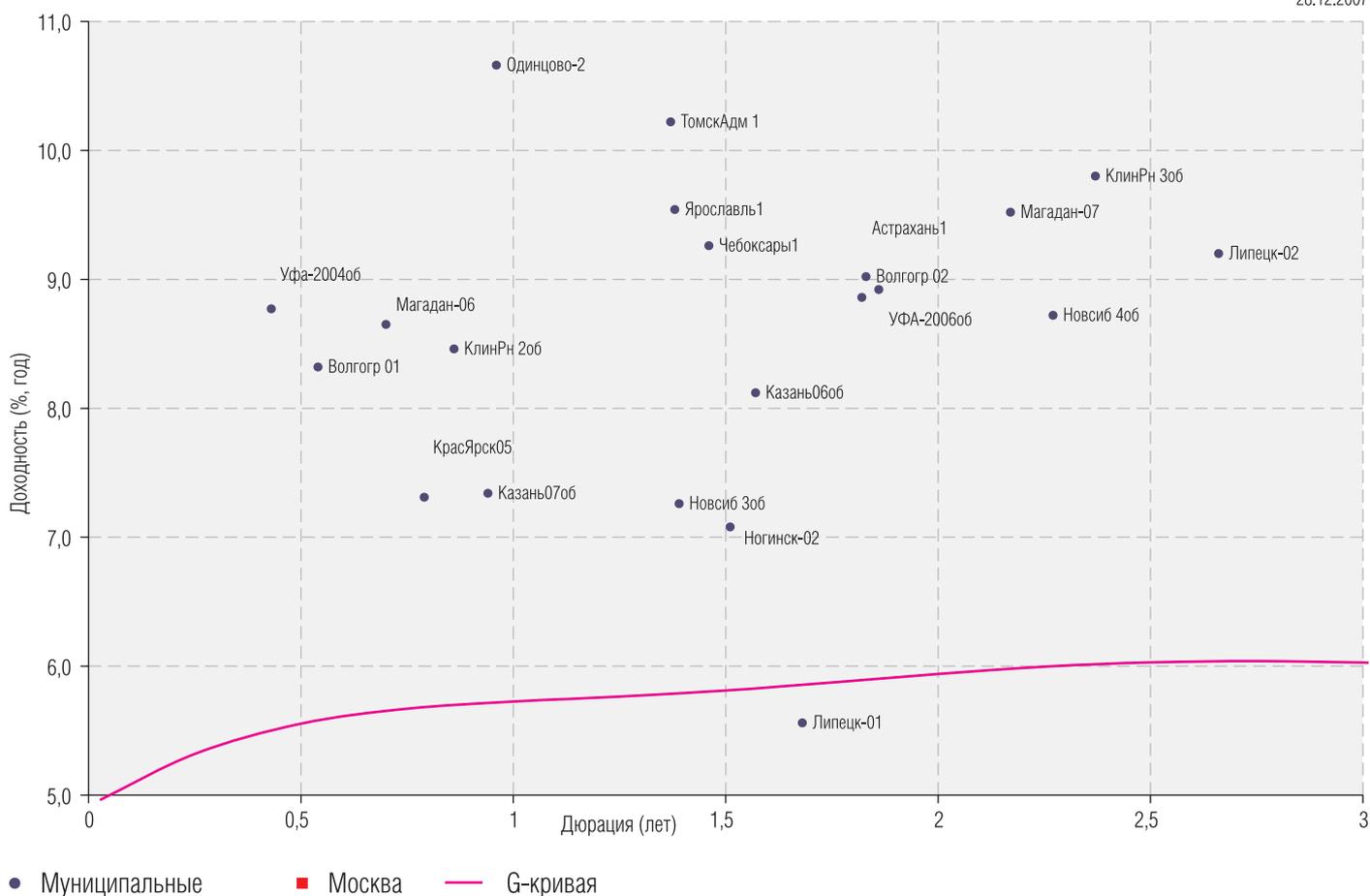
28.12.2007



Источник: ГК «РЕГИОН»

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ МУНИЦИПАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

28.12.2007



Источник: ГК «РЕГИОН»

ОПЕРАЦИИ С АКЦИЯМИ

Руководитель департамента:

Павел Ващенко (доб. 335; e-mail: pvaschenko@regnm.ru)

Клиентское обслуживание:

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: vladimirov@regnm.ru)

Антон Коновалов (доб. 507; e-mail: konovalov@region.ru)

Маргарита Петрова (доб. 333; e-mail: rita_petrova@regnm.ru)

Трейдеры:

Марина Муминова (доб. 157; e-mail: muminova@regnm.ru),
(495) 984-55-30 (прямой)

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: java@regnm.ru)

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Павел Голышев (доб. 303; e-mail: golyshev@regnm.ru)

Виктория Скрыпник (доб. 301; e-mail: vvs@regnm.ru)

Елена Шехурдина (доб. 463; e-mail: lenash@regnm.ru)

Крищенко Богдан (доб. 580; e-mail: valentine@regnm.ru)

ОПЕРАЦИИ С ОБЛИГАЦИЯМИ

Сергей Гуминский (доб. 433; e-mail: guminskiy@regnm.ru)

Петр Костиков (доб. 471; e-mail: kostikov@regnm.ru)

Игорь Каграманян (доб. 575; e-mail: kia@regnm.ru)

Нестерова Анна (доб. 549; e-mail: nesterova@regnm.ru)

ОРГАНИЗАЦИЯ ПРОГРАММ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Олег Дулебенец (доб. 584; e-mail: dulebenets@regnm.ru)

Константин Ковалев (доб. 547; e-mail: kovalev@regnm.ru)

АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Начальник управления:

Константин Комиссаров (доб. 428; e-mail: komissarov@regnm.ru)

Долговой рынок:

Александр Ермак (доб. 405; e-mail: aermak@regnm.ru)

Фондовый рынок:

Константин Гуляев (доб. 140; e-mail: gulyaev@region.ru)

ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Сергей Малышев (доб. 120; e-mail: smalyshev@regnm.ru)

Данила Шевырин (доб. 178; e-mail: she_dv@regnm.ru)

Группа компаний «РЕГИОН» объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО «РЕГИОН ЭСМ»), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО «РЕГИОН ФК»). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА — высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (495) 777 29 64

Факс: (495) 777-29-64 доб. 234

www.region.ru

Страницы компании в информационной системе REUTERS: <REGION>

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. «РЕГИОН» не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.