

Российские долговые рынки - 2006

Перспективы роста

US-Treasuries

В 2005 году ФРС продолжила повышать учетную ставку, в то время как доходности долгосрочных облигаций остались на прежнем уровне. Эта тенденция привела к частичной инверсии кривой доходности us-treasuries к концу 2005 г.

В следующем году, согласно официальным «сигналам» и ожиданиям рынка, ФРС прекратит повышение учетной ставки. К концу 2006 года ее уровень должен составить 4,75% годовых. Учитывая историческое поведение рынка в преддверии момента завершения цикла повышения ставок, мы полагаем, что к концу 2006 г. кривая доходности us-treasuries на какое-то время примет окончательно инверсивный вид.

Согласно нашим предположениям, доходности 2-х- и 5-ти летних облигаций должны вырасти вслед за краткосрочной ставкой ФРС, доходности 10-летних бумаг практически не изменятся относительно текущих уровней (4,4% годовых), а доходности 30-летних бумаг опустятся до уровня 4,35% годовых.

Emerging markets

Стабильность рынка us-treasuries привела к значительному сокращению рискованной премии в облигациях emerging markets. Суверенные спрэды индексов EMBI+ снизились до минимальных исторических уровней. За последний год спрэд индекса EMBI сузился более чем на 100 б.п.. Завершение цикла повышения учетной ставки ФРС США должно привести к росту интереса к еврооблигациям стран emerging markets. По нашим оценкам, небольшой потенциал сокращения суверенных спрэдов в 2006 году остается, что подкрепляется серией повышений суверенных рейтингов стран emerging markets в конце 2005 года.

Внешний долговой рынок

Рынок российских еврооблигаций оказался среди лидеров роста долгов emerging markets. Успешное проведение переговоров с Парижским Клубом и завершение досрочных выплат на сумму около \$15,0 млрд. наряду с фантастически благоприятной конъюнктурой на сырьевых рынках привели к снижению страновой рискованной премии к кривой доходности us-treasuries до 100 б.п. Стремление России досрочно погасить долги было отмечено рейтинговыми агентствами. В результате к концу года Россия получила вторую ступень инвестиционного кредитного рейтинга по версии всех трех рейтинговых агентств.

На наш взгляд, в 2006 году небольшой потенциал сокращения суверенных спрэдов к кривой доходности UST сохранится. По нашим оценкам, спрэд «России-30» к концу 2006 года должен составлять порядка 80-90 б.п. Однако наиболее перспективные возможности, как и в 2005 году, будет представлять рынок корпоративных еврооблигаций. Среди наших фаворитов – бумаги Норникель-09, Банк Москвы-10, Татарстан-07 и Северсталь-14.

Внутренний долговой рынок

2005 год оказался удачным для инвесторов на рынке рублевых облигаций. Основным фактором, определяющим направление движения внутреннего долгового рынка на протяжении всего года, выступал уровень рублевой ликвидности.

В 2006 году волатильность котировок рублевых облигаций может усилиться в силу ряда фундаментальных факторов. Однако наш базовый прогноз динамики внутреннего долгового рынка предполагает небольшое снижение доходностей рублевых облигаций в пределах 50 б.п. Наибольшие перспективы есть у корпоративного сектора. Здесь мы ждем снижения среднего уровня доходности на 90 б.п..

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Российские долговые рынки

Объемы и перспективы роста

Внутренний долговой рынок

Внутренний долговой рынок продолжил планомерный рост в 2005 году. По итогам года, совокупный объем рынка рублевых облигаций в обращении вырос на 41,0% до 1350 млрд. руб. Лидером роста стал сектор корпоративных облигаций, продемонстрировавший рост на 89,0%. Объем рынка корпоративных облигаций к концу 2005 года увеличился до 474 млрд. руб. Активность корпоративных эмитентов в 2005 году превысила все ожидания. По нашим оценкам, совокупный объем заимствований корпоративных эмитентов составил в 2005 г. около 273 млрд. руб. по сравнению со 140,0 млрд. в 2004 году.

Первичный рынок в 2005 г. атаковали многочисленные корпоративные дебютанты. По итогам года, по нашим оценкам число новых эмитентов, вышедших на рынок составило около 90 по сравнению с 60 в 2004 году. Апогей «атак» на первичном рынке пришелся на декабрь 2005 года, когда участникам рынка было представлено 35 новых выпусков корпоративных облигаций на сумму около 70,0 млрд. руб. Тем не менее, средневзвешенное значение число лет до ближайшей оферты выросло с 1,7 в 2004 до 1,9 в 2005 году. Средний объем выпуска, напротив, немного снизился с 1,16 млрд. руб. до 1,08 млрд. руб., что свидетельствует о выходе на рынок большого числа некрупных эмитентов.

По нашим оценкам, в 2006 году пока запланировано разместить новых выпусков на сумму порядка 270 млрд. руб. Из них большая часть приходится на корпоративные выпуски (около 230 млрд. руб.). Исходя из оцениваемого нами объема рефинансирования старых корпоративных выпусков (около 110 млрд. руб.) мы полагаем, что совокупный объем рынка корпоративных облигаций вырастет на 20,0%-30,0% до 600,0 млрд. руб.

Параметры рублевого рынка облигаций в 2004-2005гг. и прогноз на 2006

Сегмент	Объем в обращении по номиналу, млрд. руб.				
	янв.04	дек.04	дек.05	Изм-е	Е2006
Корпоративные облигации	159.8	250.8	474.0	89%	604.0
Муниципальные облигации	85	142.1	160.0	13%	192.0
ГКО/ОФЗ	315	565.0	714.0	26%	870.0

Сегмент	Индикативная доходность, % годовых				
	янв.04	дек.04	дек.05	Изм-е, б.п.	Е2006
Корпоративные облигации	11.85	10.58	8.90	-168	8.00
Муниципальные облигации	10.03	8.72	6.93	-179	6.70
ГКО/ОФЗ	7.39	7.12	6.75	-37	6.50

Источники: оценки и прогнозы Банка Москвы



Источники: оценки Банка Москвы

Рынок субфедеральных облигаций не отличился в этом году темпами роста объема бумаг в обращении, зато среднее снижение доходности на этом рынке опередило снижение аналогичного показателя доходности корпоративных облигаций. К концу 2005 года, средневзвешенная доходность субфедеральных и муниципальных облигаций составила около 6,9% годовых. Исходя из наших фундаментальных прогнозов динамики внутреннего долгового рынка, мы полагаем, что доходность субфедеральных облигаций может опуститься в среднем на 20 б.п. до 6,7% годовых. На наш взгляд, в случае благоприятного развития событий, наибольшие перспективы имеет корпоративный сегмент, где потенциал снижения доходностей составляет в среднем до 1,0% годовых.

Внешний долговой рынок

Благоприятная конъюнктура на внешних долговых рынках привела к росту объемов заимствований со стороны российских корпораций.

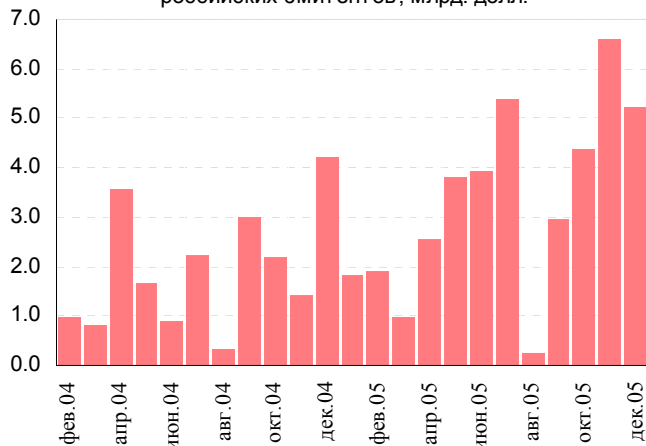
По итогам 2005 года российские эмитенты привлекли порядка \$40,0 млрд. (не считая кредитов Газпрома и Роснефтегаза, совокупный объем которых составляет около \$20 млрд.), что почти в два раза превышает объем заимствований на внешних рынках в 2004 году, когда совокупный объем займов корпораций составил около \$22,0 млрд. По нашим оценкам, объем рынка корпоративных еврооблигаций вырос к декабрю 2005 г. на 74% по сравнению с предыдущим годом.

Российские еврооблигации, параметры рынка

Сегмент	Объем в обращении, по номиналу, млрд. \$				
	дек.02	дек.03	дек.04	дек.05	Изм-е
Суверенные	39.2	34.5	34.5	30.6	-11.3
MINFIN	7.7	7.7	7.7	7.7	0.0
ARIES	-	-	6.1	6.1	0.0
Корпоративные	3.9	12.8	21.5	37.4	74.1
Субъектов РФ	0.78	0.88	1.1	1.2	10.9
	51.5	55.8	70.8	83.0	17.1

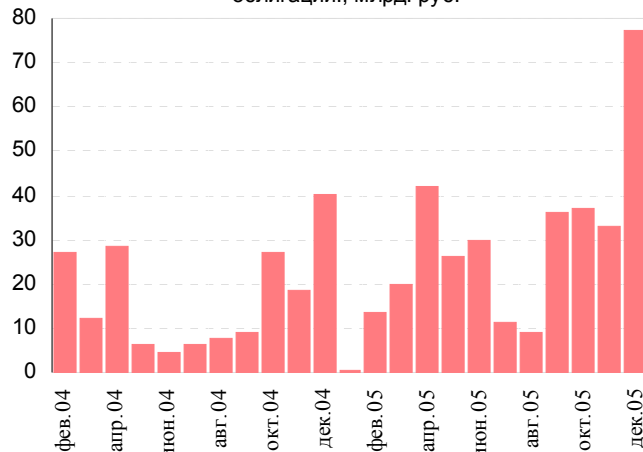
Источники: ИА Cbonds, оценки Банка Москвы

Внешние заимствования российских эмитентов, млрд. долл.



Источники: оценки Банка Москвы

Размещения негосударственных рублевых облигаций, млрд. руб.



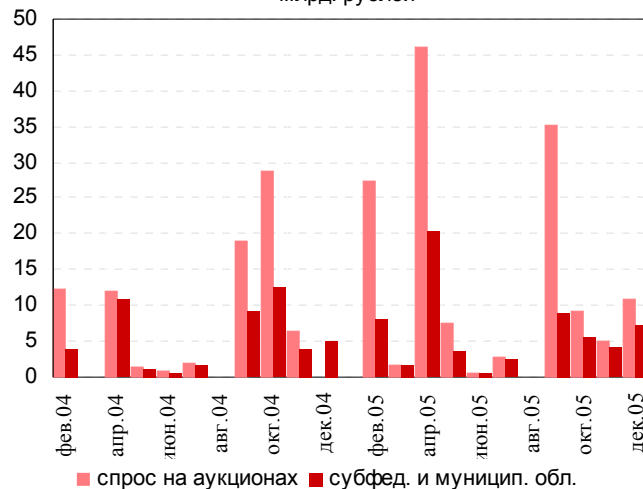
Источники: оценки Банка Москвы

Первичный рынок корпоративных облигаций, млрд. рублей



Источники: оценки Банка Москвы

Первичный рынок субфед. и муницип. облигаций, млрд. рублей



Источники: оценки Банка Москвы

US-Treasuries

2006 г. - переход в другое измерение

Ключевой тенденцией уходящего года на долговом рынке США стало значительное сокращение спредов в доходности между долгосрочными и краткосрочными процентными ставками. Покидающий свой пост председатель ФРС США А. Гринспен, еще в начале года обратил на это внимание участников рынка, найдя такую динамику странной.

В 2005 году ФРС продолжила повышать учетную ставку, в то время как доходности долгосрочных облигаций остались на прежнем уровне. Эта тенденция привела к частичной инверсии кривой доходности us-treasuries к концу 2005 г.

В следующем году, согласно официальным «сигналам» и ожиданиям рынка, ФРС прекратит повышение учетной ставки. К концу 2006 года ее уровень должен составить 4,75% годовых. Учитывая историческое поведение рынка в преддверии момента завершения цикла повышения ставок, мы полагаем, что к концу 2006 г. кривая доходности us-treasuries на какое-то время примет окончательно инверсивный вид.

Согласно нашим предположениям, доходности 2-х и 5-ти летних облигаций должны вырасти вслед за краткосрочной ставкой ФРС, доходности 10-летних бумаг практически не изменятся относительно текущих уровней, а доходности 30-летних бумаг опустятся до уровня 4,35% годовых.

Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

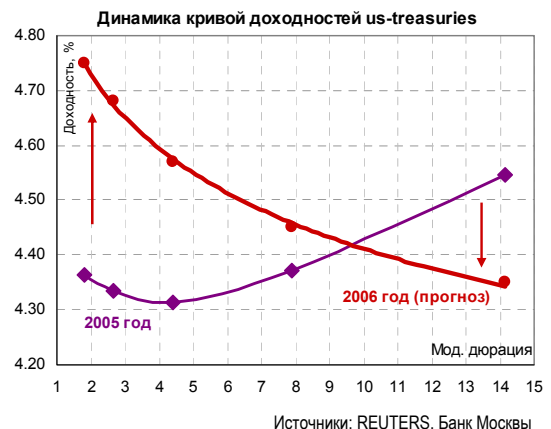
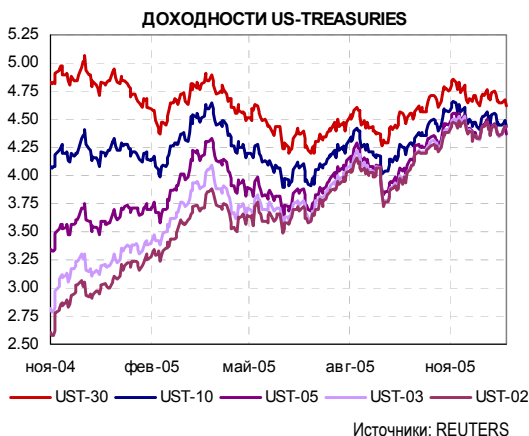
	22.12.05	Изм-е, б.п.			Прогноз на 2006	Прогноз изм-я
		За 6 мес.	За 12 мес.	За 24 мес.		
Fed Funds Rate	4.25	125	200	325	4.75	50
UST-02	4.43	86	143	257	4.75	32
UST-05	4.37	67	80	118	4.57	20
UST-10	4.43	51	23	24	4.45	2
UST-30	4.61	39	-22	-37	4.35	-26

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Итоги 2005 года

Можно сказать, что рынок us-treasuries пережил 2005 год без серьезных потрясений, несмотря на то, что ФРС продолжила планомерное повышение учетной ставки. Поступавшие на протяжении всего 2005 года противоречивые сигналы со стороны экономики, заставляли инвесторов довольно часто менять свои ожидания относительно того, когда будет прекращена монетарная политика ужесточения. Кроме того, рынок тревожило, то бегство инвесторов из «high yield bonds» (когда кредитные рейтинги крупнейших автомобильных компаний «Ford» и «General Motors» были понижены до спекулятивных уровней), то ожидание последствий разрушительных ураганов на территории Мексиканского залива. ФРС не отвлекалась на краткосрочные факторы и сохранила приверженность своей политике вплоть до последнего заседания. Ставка Fed funds повышалась на 0,25% по итогам каждой из восьми встреч 2005 года. В итоге ее уровень вырос с 2,25% в начале до 4,25% годовых.

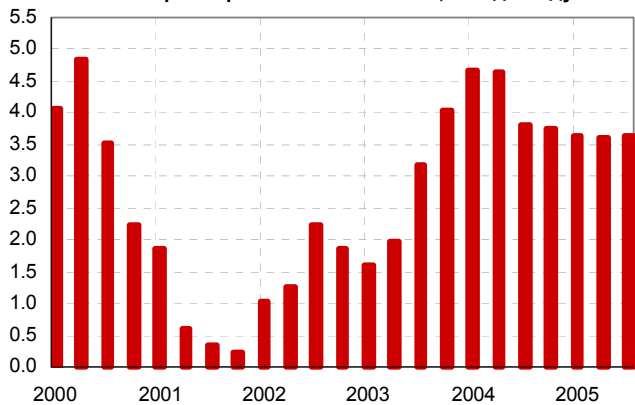
За это время доходности 10-летних us-treasuries выросли всего на 23 б.п. до 4,43% годовых. Среднегодовое значение доходности 10-летних бумаг (4,28% годовых) не сильно отличается от аналогичного показателя за 2003 год. Однако граница колебаний доходностей 10-летних бумаг в 2005 году оказалась уже - от 3,89% до 4,66%, по сравнению с минимумом 3,70% и максимумом 4,89% годовых в 2004 году. Доходности 30-летних бумаг снизились за год на 22 б.п. до уровня 4,61% годовых. В итоге, кривая доходности us-treasuries стала частично инверсивной – доходности 2-х летних бумаг, более чувствительных к изменениям краткосрочных ставок, стали превышать доходности 5-ти и 10-летних облигаций Казначейства США.



Экономика США - инфляционные риски снижаются

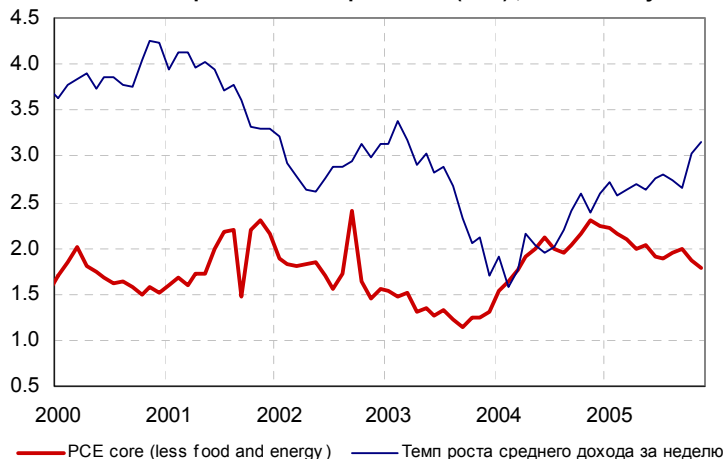
Риск ускорения инфляции, которого опасались многие участники рынка в 2005 г., лишь на короткое время нашел место в официальной статистике. Небольшое ускорение совокупных индексов цен, которое произошло в первом и середине 4-го квартала, имевшее, по сути, разную природу, так и не переросло в тенденцию. Ураганы, приведшие к чудовищным разрушениям в Мексиканском заливе и всплеску цен на нефть, привели к краткосрочному шоку в экономике, но не сказались на долгосрочных тенденциях. В декабре практически все индексы, засвидетельствовали не только замедление совокупного индекса инфляции, вследствие снижения цен на энергоносители, но и продолжение замедления роста базовых индексов инфляции – индикаторов, на которые опирается ФРС при выборе будущей монетарной политики.

Темпы роста реального ВВП США, % год к году



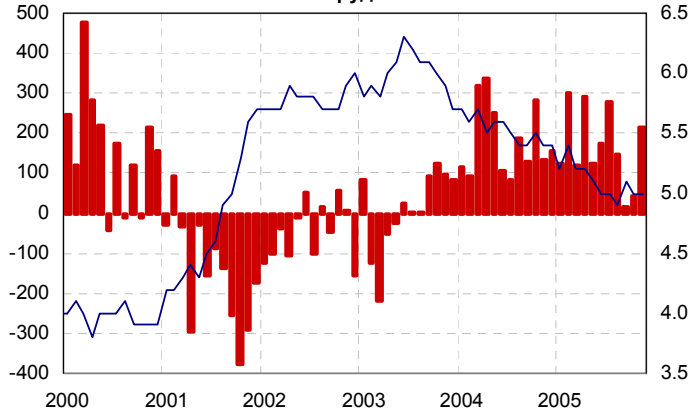
Источники: FRED II data

Индекс потребительских расходов (PCE), % год к году



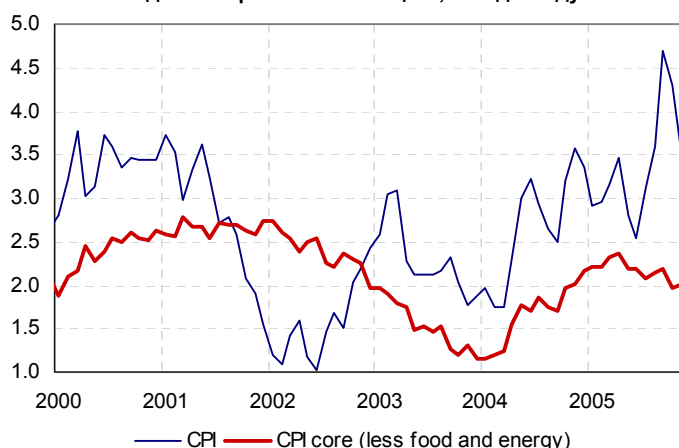
Источники: FRED II data

Рынок труда США



Источники: FRED II data

Индекс потребительских цен, % год к году



Источники: FRED II data

Таким образом, по итогам года ФРС удалось сдержать рост базовых показателей инфляции, а темпы роста экономики остались на удовлетворительном уровне и составили в годовом исчислении: +3,7% в первом квартале, +3,3% во втором, +4,3% по итогам третьего квартала.

Рынок труда, продемонстрировал значительное укрепление по итогам 11 мес. 2005 года. Так, среднемесячный прирост числа новых рабочих мест в экономике составил 167,3 тыс. человек, по сравнению с аналогичным показателем 2004 года на уровне 182,8 тыс. человек. Исключая из расчета низкие показатели сентября и октября (отражение негативного влияния ураганов), среднемесячный прирост числа новых рабочих мест в экономике в 2005 г. составил 197,7 тыс. новых рабочих мест.

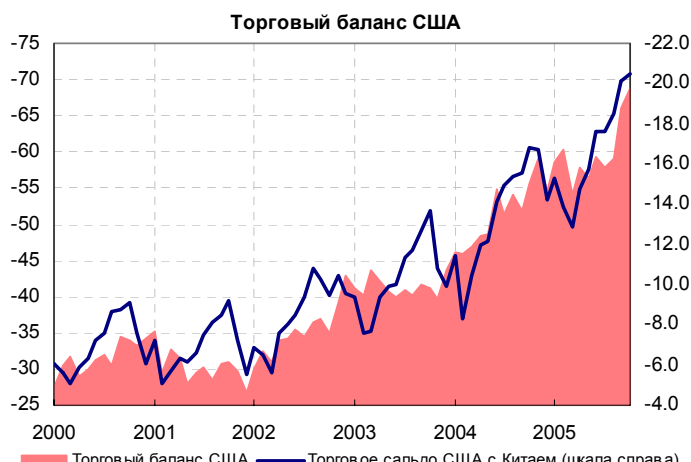
Разрушительные ураганы вызвали снижение индекса потребительской уверенности, что вызывало вопросы относительно будущих темпов роста потребительских расходов. Однако к концу 2005 г. значение индекса практически восстановилось до «предураганных» уровней.

Завершая обзор тенденций ключевых экономических индикаторов США, нельзя не упомянуть про рост дефицита торгового баланса США. По итогам 10 месяцев 2005 года дефицит торгового баланса США вырос на 26% до \$68,9 млрд. с \$54,6 млрд. в январе 2005 г. Одним из главных факторов, способствовавших ухудшению этого показателя, стал показатель внешней торговли с Китаем. Так, по итогам октября 2005 г. отрицательный торговый баланс США с Китаем вырос на 40,0% и составил около \$24,5 млрд. (около 30,0% от размера отрицательного торгового сальдо). Такой рост отрицательного сальдо торгового баланса страны должен быть профинансирован дополнительным

притоком капитала в США. Рынок us-treasuries представляет один из сегментов финансового рынка США, который принимает часть иностранных финансовых потоков. Мы полагаем, что в случае продолжения роста дефицита торгового баланса в 2006 году, рынок us-treasuries будет чувствовать себя весьма неплохо, оставаясь одним из приоритетных активов для иностранных инвесторов. Одним из доказательств тому является почти 30,0% рост объема долговых обязательств Казначейства США у Китая. За 10 месяцев 2005 г. Поднебесная увеличила объем us-treasuries с \$193,8 млрд. в декабре 2004 г. до \$247,6 млрд. в октябре 2005 г.



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data

По итогам последнего в 2005 г. заседания Комитет по открытым рынкам США оценил текущий рост экономики как устойчивый, а инфляционные риски умеренными, несмотря на возросшие цены на энергоносители и негативные последствия ураганов. Однако возможный рост инфляции все же вызывает опасения FOMC. Члены Комитета считают, что «возможный рост использования производственных мощностей вместе с возросшими ценами на энергоносители могут привести к росту инфляционного давления». Действительно, официальная статистика засвидетельствовала, что промышленный рост компенсируется за счет повышения использования производственных мощностей. Так, в ноябре этот показатель составил 80,2% против 79,8% в октябре. Рост показателя среднечасовой оплаты труда в годовом исчислении вырос в ноябре до 3,2% с 3,0% в октябре. Комитет по Бюджету Белого Дома США (Office of Management and Budget, OMB) в июле 2005 года опубликовал скорректированные прогнозы ключевых макроэкономических показателей для бюджета на 2006 год в сравнении с консенсус прогнозом «Blue Chip Consensus», публикуемым агентством «Aspen Publishers». Так, согласно официальным прогнозам рост реального ВВП США в 2006 году ожидается на уровне 3,4% по сравнению с 3,6% в 2005 г. Темпы роста инфляции замедлятся до 2,5% годовых, а доходность 10-летних us-treasuries составит 4,8% годовых.

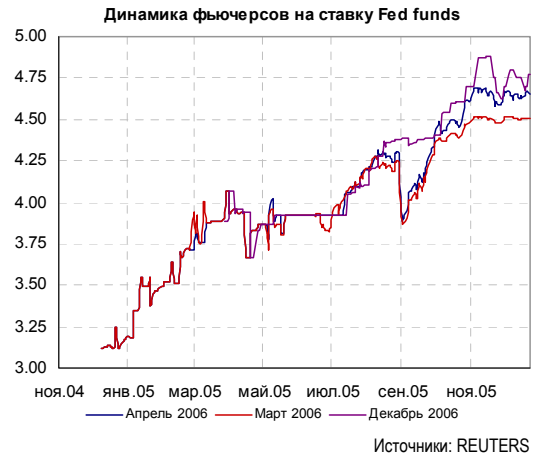
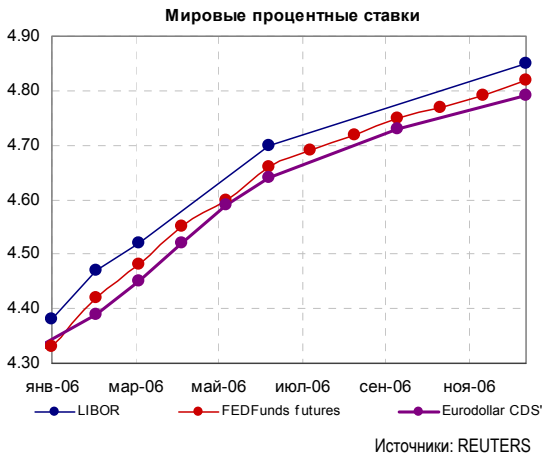
Прогнозы ключевых экономических показателей США на 2005-2010 гг.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Реальный ВВП, темпы роста%						
Прогноз OMB (от 13.07.2005 г.)	3.60	3.40	3.30	3.30	3.10	3.10
Параметры бюджета 2006	3.60	3.50	3.30	3.20	3.10	3.10
Blue Chip Consensus	3.60	3.30	3.20	3.00	3.20	3.40
Индекс потребительских цен (CPI), год к году, %						
Прогноз OMB (от 13.07.2005 г.)	3.0	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
Параметры бюджета 2006	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4
Blue Chip Consensus	3.0	2.5	2.4	2.5	2.4	2.4
Уровень безработицы, %						
Прогноз OMB (от 13.07.2005 г.)	5.2	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0
Параметры бюджета 2006	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.1
Blue Chip Consensus	5.2	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0
3-мес. казначейские векселя						
Прогноз OMB (от 13.07.2005 г.)	3.0	3.4	3.5	3.6	3.8	4.0
Параметры бюджета 2006	2.7	3.5	3.8	4.0	4.1	4.2
Blue Chip Consensus	3.2	4.0	4.4	4.2	4.1	4.2
10-летние казначейские облигации						
Прогноз OMB (от 13.07.2005 г.)	4.3	4.8	5.2	5.4	5.5	5.6
Параметры бюджета 2006	4.6	5.2	5.4	5.5	5.6	5.7
Blue Chip Consensus	4.3	4.8	5.5	5.5	5.5	5.5

Источники: Office of Management and Budget (OMB)

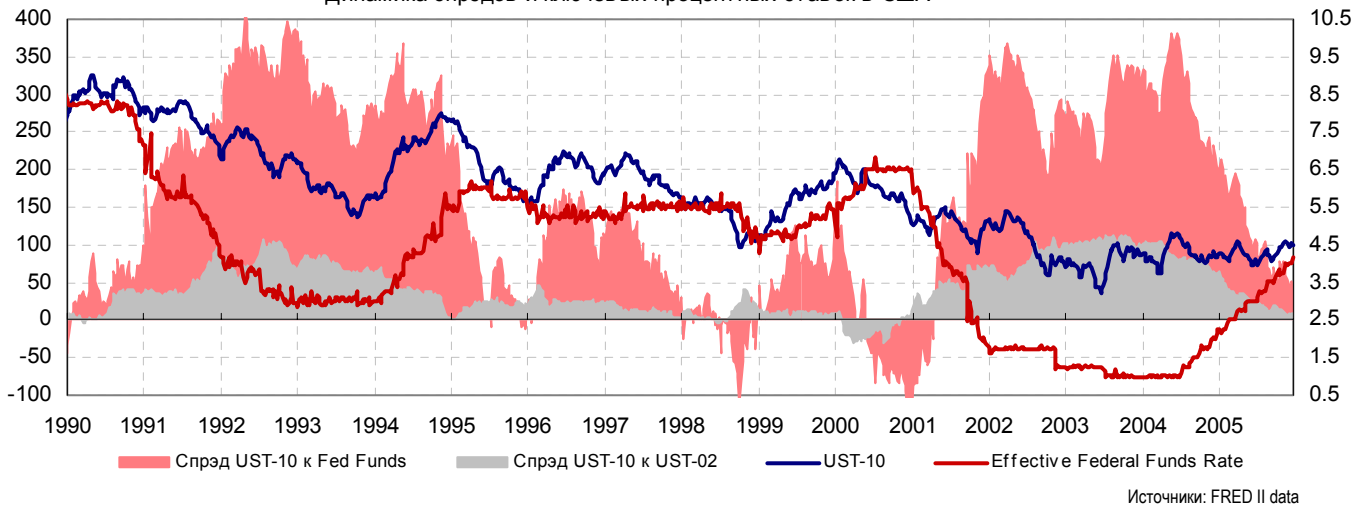
Политика ФРС - ключ к прогнозированию динамики рынка

К концу 2005 г. ФРС дала понять, что цикл повышения ставок близок к завершению. В последнем пресс-релизе Комитет изменил ключевые формулировки относительно будущей монетарной политики. По сообщению ФРС «взвешенное ужесточение монетарной политики, вероятно, потребует еще какое-то время для сохранения баланса между устойчивостью экономического роста и ценовой стабильностью». Рынок воспринял эти слова как сигнал к завершению цикла повышения ставок. В настоящее время, фьючерсы на ставку Fed funds с исполнением в декабре 2006 г. торгуются с доходностью 4,75% годовых, что на 50 б.п. выше текущего значения учетной ставки. Таким образом, ФРС еще потребует какое-то время, чтобы повысить учетную ставку до оптимального, с ее точки зрения, уровня.

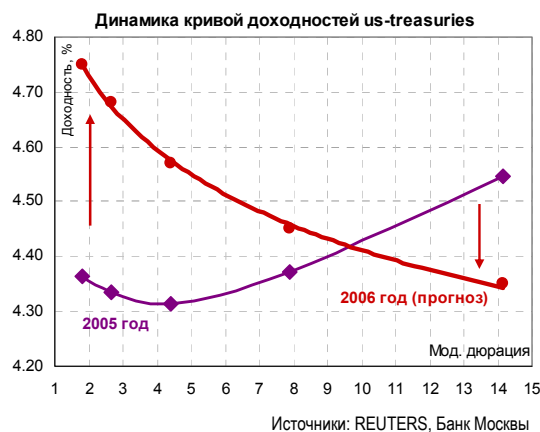


Кривая доходности us-treasuries в конце 2005 г. частично приняла инверсивный вид. Доходности 2-х летних бумаг, более чувствительных к изменениям краткосрочных ставок, превысили доходности 5-ти и 10-летних облигаций Казначейства США. Мы полагаем, что тенденция к росту инверсии кривой доходности us-treasuries может продолжиться в 2006 г. Наш базовый прогноз, предполагает, что на какое-то время вид кривой доходности us-treasuries примет окончательно инверсивный вид. Масштабы и продолжительность таких изменений будут зависеть от будущей политики ФРС.

Динамика спрэдов и ключевых процентных ставок в США



Прогнозируя вид кривой доходности us-treasuries, мы взяли за основу средние показатели значений спрэдов за 2000 год, когда ФРС завершила очередной цикл повышения учетной ставки. Так, среднее значение спреда между 10-летними us-treasuries и ставкой Fed funds составило порядка -30 б.п., спред между 2-летними облигациями и ставкой Fed funds составил -7 б.п., спред для 5-летних и 30-летних облигаций составил около -20 и -40 б.п. соответственно. Проецируя эти спрэды на предполагаемый уровень ставки Fed funds к концу 2006 года и сглаживая полученные значения с помощью логарифмической кривой, мы получили прогнозные значения доходностей us-treasuries. По нашим оценкам доходность 2-х летних us-treasuries составит к концу 2006 г. около 4,75% годовых, 5-летних – 4,57% годовых, 10-летних – 4,45% годовых и 30-летних – 4,35% годовых.



Одно из наших предположений базируется на том, что ФРС в будущем, возможно, начнет корректировать уровень учетной ставки в сторону снижения. Именно такой сценарий происходил раньше, когда ближе к началу 2001 года рынок ожидал снижения учетной ставки ФРС США, что позволило кривой доходности стать инверсивной.

Приход Бернанке на пост председателя ФРС США, вероятно, изменит некоторые приоритеты в политике ФРС. Считается, что будущий председатель установит политику с целевым уровнем инфляции. В этом случае политика ФРС будет зависеть от динамики инфляционных показателей. В случае если к концу 2006 г. года будет происходить замедление базовых инфляционных показателей (какое наблюдалось в конце 2005 г.), рынок будет ждать соответствующей корректировки учетной ставки ФРС США. В любом случае, ожидания сыграли не последнюю роль в сокращении спредов между долгосрочными и краткосрочными процентными ставками в 2005 году.

Спрос на госдолг США будет зависеть от институциональных инвесторов

Вторым ключевым фактором, который определит вид кривой доходности us-treasuries в 2006 году, станет спрос нерезидентов на обязательства Казначейства США. С одной стороны, 2005 г. стал годом роста дефицита торгового баланса США (см. выше), который активизировал рост положительного сальдо капитального счета США и сохранил спрос на рынке us-treasuries, с другой стороны центральные банки и другие иностранные финансовые власти снизили свою активность на этом рынке.

По итогам 3 кв. 2005 года совокупный объем государственного долга США, принадлежащего иностранцам, вырос на 8,6% до \$2,1 трлн. При этом доля иностранцев, владеющих us-treasuries, составила к концу 2005 г. около 26% в совокупном госдолге США по сравнению с 25% в конце 2004 года.

В начале 2005 года представители некоторых Центральных Банков, в частности Южной Кореи, заявили, что хотели бы сократить долю долларовых активов в портфелях золотовалютных резервов своих стран. Вслед за этим, появились опасения, что такое поведение примет массовый характер. Более того, появились серьезные опасения относительно того, что ключевой владелец облигаций Казначейства США – Япония, последует примеру Южной Кореи и начнет сокращать долю us-treasuries. Объем us-treasuries, принадлежащих Южной Корее снизился по итогам 10 мес. 2005 г. на 11% до \$61,4 млрд. Объем us-treasuries, принадлежащих Японии, действительно незначительно снизился. Однако их доля к совокупным золотовалютным резервам страны составляет около 81,0% по сравнению со средним с 2004 г. значением на уровне 82%, и максимальной 85,0% доли в ноябре 2004 г.

Основные иностранные владельцы us-treasuries

	окт.05	дек.04	изм-е, %	январ.04	изм-е, %
Япония	681.6	711.8	-4.2	583.2	22.1
Китай	247.6	193.8	27.8	156.2	24.1
Великобритания	187.1	163.7	14.3	91.8	78.3
Страны Карибского бассейна	113.5	69.4	63.5	48.1	44.3
Южная Корея	61.4	69.0	-11.0	59.6	15.8
ОПЕС	63.8	59.8	6.7	43.4	37.8
Тайвань	71.6	58.8	21.8	53.1	10.7
Остальные страны	675.4	609.5	10.8	535.5	13.8
Всего	2102.0	1935.8	8.6	1570.9	23.2

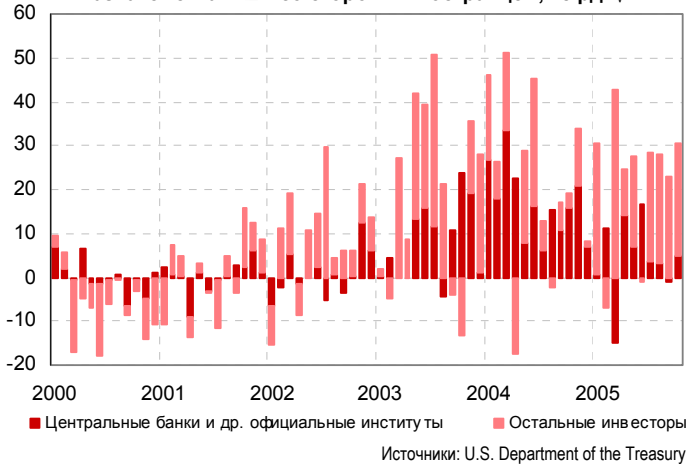
Источники: U.S. Department of the Treasury

Таким образом, рост объема us-treasuries во владении иностранцев растет, однако его темпы имеют тенденцию к замедлению. Поведение кривой us-treasuries будет сильно зависеть оттого, насколько сильным будет спрос на us-treasuries со стороны институциональных инвесторов.

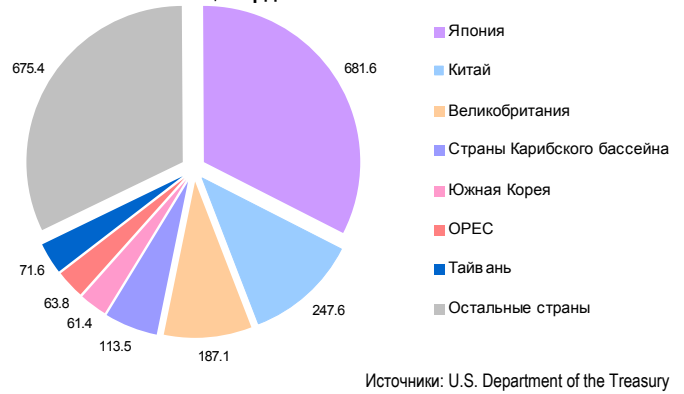
Беспокойство Гринспена относительно сужения спреда между долгосрочными и краткосрочными облигациями может быть усилено, если взглянуть на структуру транзакций нерезидентов на рынке us-treasuries. Так, среднемесячный объем чистых покупок со стороны официальных органов составил в 2005 г. \$4,5 млрд. в то время как остальные иностранные участники (институциональные инвесторы) в среднем приобретали \$19,5 млрд. В 2004 и 2003 гг. картина была иной. Среднемесячный объем чистых покупок us-treasuries со стороны иностранных финансовых властей составил порядка \$16,8 и \$7,9 млрд. долл. Чистый объем покупок us-treasuries со стороны институциональных инвесторов составил \$8,8 млрд. в 2004 г. и \$14,3 млрд. в 2003 году.

Таким образом, предугадать поведение иностранных участников в отношении их активности на долговом рынке США затруднительно. С одной стороны центральные банки, возможно, будут продолжать сокращать активность на рынке us-treasuries. С другой – поддержку рынку, возможно, будет оказывать Китай и другие игроки. На наш взгляд, сохранение тенденции роста дефицита торгового баланса США, наряду с завершением цикла повышения учетной ставки, может сыграть в пользу роста стоимости долгосрочных us-treasuries.

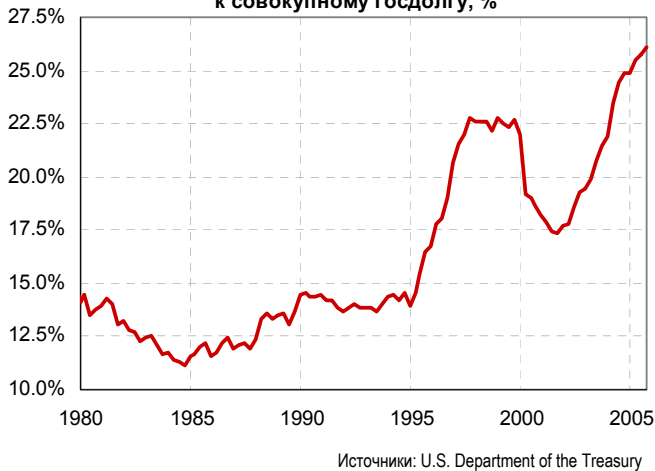
**Ежемесячные "чистые" покупки облигаций
Казначейства США со стороны иностранцев, млрд. \$**



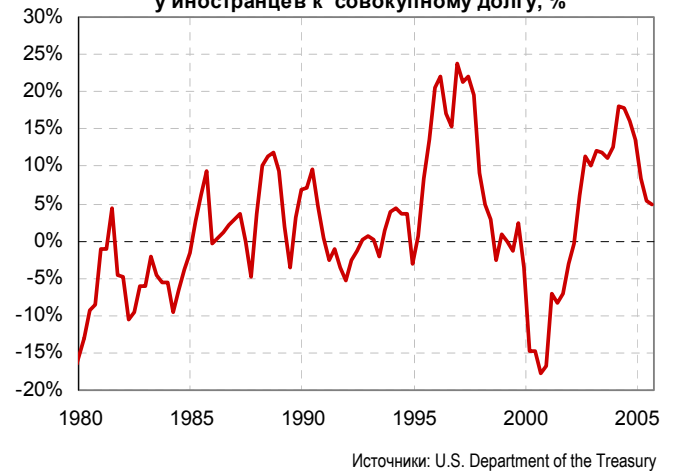
**Основные иностранные владельцы us-treasuries,
\$ млрд. по сост. на окт. 2005**



**Объем госдолга США у иностранцев
к совокупному госдолгу, %**



**Годовой темп роста объема госдолга США
у иностранцев к совокупному долгу, %**



Emerging markets

Риски продолжают снижаться

Стабильность рынка us-treasuries привела к значительному сокращению рискованной премии в облигациях emerging markets. Суверенные спреды индексов EMBI+ снизились до минимальных исторических уровней. За последний год спред индекса EMBI сузился более чем на 100 б.п.. Завершение цикла повышения учетной ставки ФРС США должно привести к росту интереса к еврооблигациям стран emerging markets. По нашим оценкам, небольшой потенциал сокращения суверенных спредов в 2006 году остается, что подкрепляется серией повышений суверенных рейтингов стран emerging markets в конце 2005 года.

Конъюнктура emerging markets

	22.12.05	Изм-е*		
		За 6 мес.	За 12 мес.	За 24 мес.
EMBI+	366.7	6.1	11.4	24.8
EMBI+ Spread	241.0	-80.0	-114.0	-189.0
EMBI+ Russia	424.7	3.1	13.3	26.5
EMBI+ Russia Spread	114.0	-53.0	-102.0	-155.0
EMBI+ Mexico	328.7	3.2	7.7	17.1
EMBI+ Mexico Spread	124.0	-53.0	-38.0	-82.0
EMBI+ Brasil	501.7	8.8	13.3	30.1
EMBI+ Brasil Spread	304.0	-120.0	-82.0	-182.0
EMBI+ Turkey	241.9	6.1	9.1	20.4
EMBI+ Turkey Spread	216.0	-82.0	-47.0	-100.0

Источники: J.P.Morgan, REUTERS

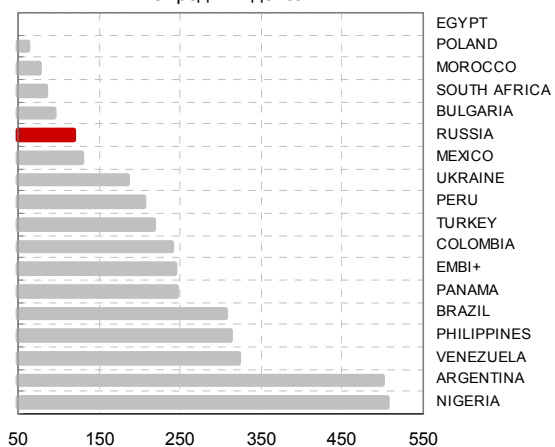
*Изменение для индексов - %, для спредов - б.п.

2005 год стал годом сохранения главной тенденции последних лет – рискованная премия обязательств стран emerging markets продолжила снижаться. Несмотря на рост краткосрочных ставок на рынке базовых активов, по итогам 12 месяцев индекс EMBI+ прибавил 11,4%, в то время как значение его спреда сузилось на 114 б.п. до 240 б.п.

Относительно благоприятная конъюнктура позволила суверенным эмитентам вплотную заняться вопросами выпуска новых долгов. Согласно официальной статистике Банка Международных Расчетов (BIS) чистый объем заимствований стран emerging markets по итогам 3-х кварталов составил \$59,7 млрд. руб. по сравнению со \$59,6 за аналогичный период 2004 года. Совокупный объем долга стран emerging markets к концу 3-го квартала 2005 года составил порядка \$831,5 млрд.

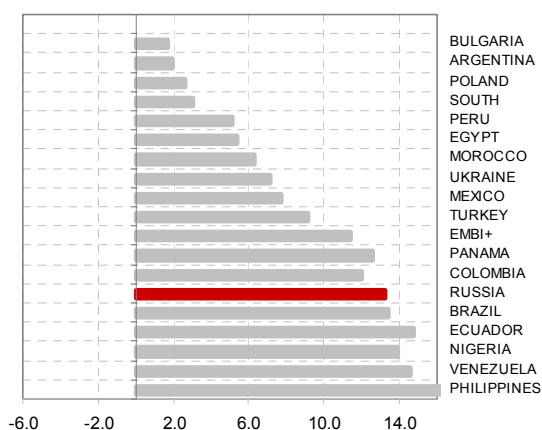
Из отслеживаемых нами сегментов рынка еврооблигаций emerging markets наиболее значительное снижение спредов произошло именно в российском сегменте, что было фундаментально оправдано на фоне проведения успешных переговоров о досрочном погашении долга Парижскому Клубу Кредиторов и последующим повышением «потолка» суверенного кредитного рейтинга.

Спреды индекса EMBI+



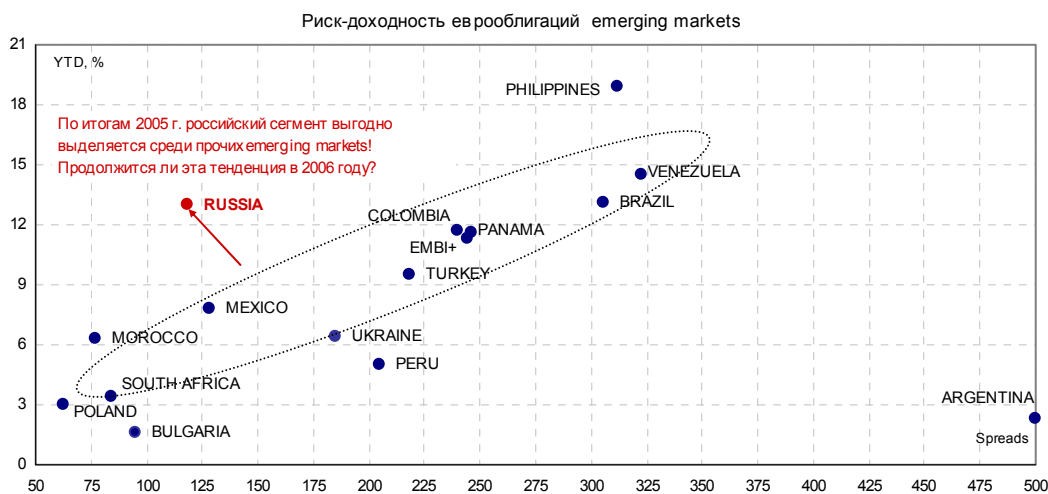
Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Рост индексов EMBI+ за 12 мес. (по сост на 22.12.2005)



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Динамика российского сегмента еврооблигаций emerging markets в 2005 г оказалась не только одной из лучших по абсолютному приросту по итогам 2005 г., но и принесла большой доход инвесторам при сопоставимом риске. В 2006 году продолжение этой тенденции маловероятно. Согласно, нашим базовым предположкам российская премия за риск должна сократиться до 80-90 б.п. с текущих 115-120 б.п., что предполагает незначительный рост капитализации российского сегмента.



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Завершение цикла повышения учетной ставки ФРС США приведет к укреплению стабильности долговых рынков emerging markets. Благополучная ситуация на сырьевых рынках и внешних долговых рынках привела к цепному повышению суверенных рейтингов стран emerging markets.

РЕЙТИНГИ EMERGING MARKETS

Дата	Агентство	Страна, эмитент	Новый рейтинг	Новый прогноз	Прежний рейтинг	Прежний прогноз
14 ноя 05	Fitch Ratings	Венесуэла	BB-	Стаб.	B+	Стаб.
6 дек 05	Fitch Ratings	Турция	BB-	Позитив.	BB-	Стаб.
7 дек 05	Fitch Ratings	Мексика	BBB	Стаб.	BBB-	Стаб.
15 дек 05	Moody's	Турция	Ba3	Стаб.	B1	Стаб.
15 дек 05	S&P	Россия	BBB	Стаб.	BBB-	Стаб.
19 дек 05	S&P	Словакия	A	Стаб.	A-	Стаб.

Источники: REUTERS, рейтинговые агентства

Emerging markets – динамика суверенных спрэдов



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Российские еврооблигации

Рынок российских еврооблигаций оказался среди лидеров роста долгов *emerging markets*. Успешное проведение переговоров с Парижским Клубом и завершение досрочных выплат на сумму около \$15,0 млрд. наряду с фантастически благоприятной конъюнктурой на сырьевых рынках привели к снижению суверенных российских спрэдов к кривой доходности *us-treasuries* до 100 б.п. Стремление России досрочно погасить долги было отмечено всеми рейтинговыми агентствами. В результате к концу года Россия получила вторую ступень инвестиционного кредитного рейтинга по версии всех трех рейтинговых агентств.

На наш взгляд, в 2006 году небольшой потенциал сокращения суверенных спрэдов к кривой доходности *UST* сохранится. По нашим оценкам, спред «России-30» к концу 2006 года должен составлять порядка 80-90 б.п. Однако наиболее перспективные возможности, как и в 2005 году, будет представлять рынок корпоративных еврооблигаций.

Конъюнктура российских еврооблигаций

	22.12.05	Изм-е*		
		За 6 мес.	За 12 мес.	За 24 мес.
Доходн. UST-10	4.43	51	23	24
Стоимость России-30	112.500	1.1	9.8	17.4
Доходн. Россия 30 YTM	5.57	-6	-98	-157
Спред России 30 и UST-10	114	-58	-121	-181

Источники: REUTERS

*Изменение для стоимости - %, для спрэдов и доходности - б.п.

Благоприятная конъюнктура внешних долговых рынков в сочетании с целым рядом известных факторов привели к сокращению российской рискованной премии.

Так, за 12 месяцев стоимость еврооблигаций «Россия-30» выросла на 9,8%, а спред «России-30» к 10-летним казначейским облигациям США снизился к концу 2005 года на 120 б.п. до уровня 115-120 б.п., доходя в течение года до уровня 80 б.п.



В нашем базовом прогнозе спред российских еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 достигнет в 2006 году 80 б.п. В случае если доходности *us-treasuries* сохранятся на уровне 4,45% годовых, стоимость «России-30» должна вырасти до уровня 115,5% годовых (что предполагает 2,2% рост в стоимости относительно текущей цены).

Стоимость России-30 в зависимости от сценария

	Баз. прогноз	Оптимист.	Пессимист.	Текущее**
Доходность UST-10	4.45	4.10	4.80	4.37
Доходность России-30	5.25	4.80	6.00	5.52
Спред России-30, б.п.	80	70	120	115
Стоимость России-30	115.48	119.47	108.83	113.12
Потенциал роста* цены, %	2.17	5.70	-3.72	0.08

Источники: расчеты Банка Москвы

*Текущая(расчетная) цена 113.03

**Расчет стоимости России-30 исходя из предполагаемого спреда

Корпоративные риски

Ниже мы представили таблицу, в которой собрали 20 еврооблигаций, обращавшихся на рынке в конце 2004 года, чьи спрэды в доходности продемонстрировали наибольшее снижение.

На протяжении 2005 года мы рекомендовали инвесторам обратить внимание на корпоративные риски. Некоторые наши рекомендации оправдали себя. Так, спрэд еврооблигаций Сибнефти по итогам 2005 года продемонстрировал самое значительное снижение, после того как Газпром приобрел компанию. Еврооблигации Северстали и Вымпелкома, также вошли в список лидеров.

Корпоративные еврооблигации - лидеры 2005 года

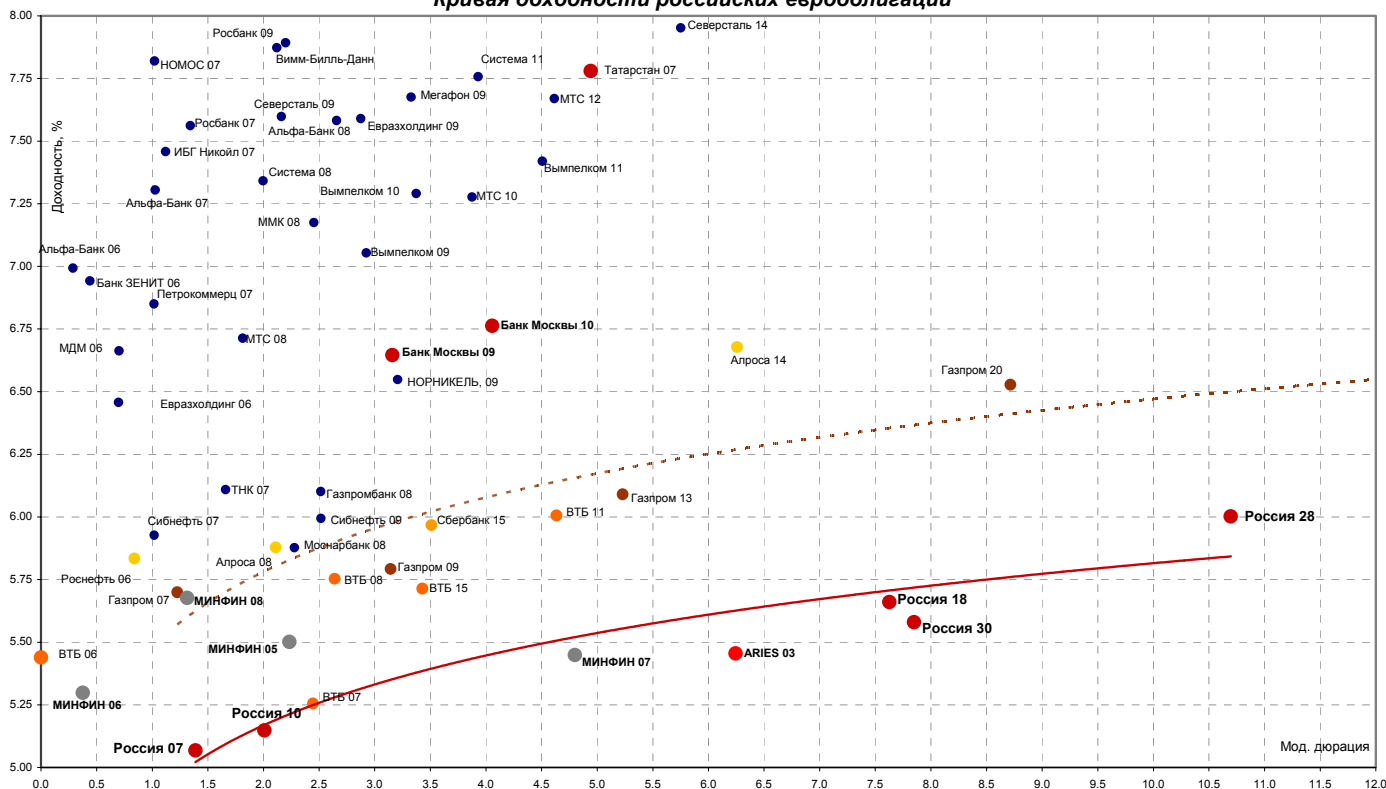
Эмитент - погашение	Изм-е стоимости за 12 мес.	Bid	Ask	YTM (Bid), %	Значение спреда на 22.12.05	Изм-е спреда за 12 мес.	Объем выпуска	Дата погашения	Mod. dur
ALROSA - 2014	12.48	115.3	116.3	6.57	217	-211	500.0M	17.11.14	6.26
RUSSIA - 2028	12.33	183.9	184.9	5.94	144	-84	2.5B	24.06.28	10.72
RUSSIA - 2030	9.88	112.8	113.2	5.54	100	-66	21.1B	31.03.30	7.85
SEVERSTAL - 2014	8.47	108.0	108.8	7.92	356	-155	375.0M	19.04.14	5.75
GAZPROM - 2034	8.26	126.7	127.4	6.54	202	-28	1.2B	28.04.34	12.10
VIMPELCOM - 2011	7.84	104.6	105.6	7.38	306	-214	300.0M	22.10.11	4.50
RUSSIA - 2018	6.16	148.0	148.8	5.62	124	-110	3.5B	24.07.18	7.62
SIBNEFT - 2009	6.10	113.0	113.5	5.99	165	-351	500.0M	15.01.09	2.50
VIMPELCOM - 2009	5.13	109.1	110.1	6.99	256	-249	450.0M	16.06.09	2.91
NORILSK NICKEL - 2009	5.09	101.9	102.7	6.54	221	-211	500.0M	30.09.09	3.20
MOSCOW - 2011	4.64	111.4	111.8	4.17	102	-86	374.0M	12.10.11	4.79
WIMM BILL DANN - 2008	3.71	101.6	102.1	7.74	351	-251	150.0M	21.05.08	2.11
MEGAFON - 2009	3.59	101.7	102.2	7.48	315	-151	375.0M	10.12.09	3.32
AFK SISTEMA - 2011	3.12	105.1	105.5	7.64	331	-155	350.0M	28.01.11	3.92
EVRAZ HOLDING - 2009	2.96	110.2	111.1	7.58	313	-233	300.0M	03.08.09	2.87
GAZPROM - 2010	2.69	114.9	115.2	4.25	116	-96	1.0B	27.09.10	3.94
MTS - 2010	2.59	104.6	105.6	7.20	284	-152	400.0M	14.10.10	3.87
SEVERSTAL - 2009	2.58	103.0	103.8	7.52	311	-178	325.0M	24.02.09	2.65
GAZPROM - 2013	2.55	120.7	121.2	6.01	169	-75	1.7B	01.03.13	5.22
IBG NIKOIL - 2007	2.42	102.2	102.7	7.09	272	-332	150.0M	19.03.07	1.11

Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Мы полагаем, что в 2006 году динамика сокращения спрэдов доходностей между корпоративными эмитентами и суверенной кривой должна продолжиться на фоне стабилизации рынка базовых активов.

Среди наших фаворитов – бумаги Норникель-09, Банк Москвы-10, Татарстан-07 и Северсталь-14. Перспективы снижения кредитных рисков этих эмитентов в долгосрочном плане страхуют инвесторов от возможного роста процентных ставок.

Кривая доходности российских еврооблигаций



Источники: REUTERS

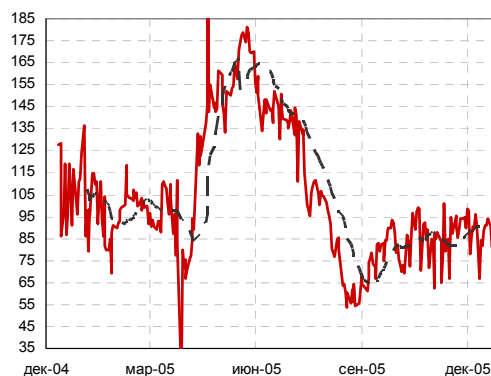
Динамика индикативных спрэдов

Спрэд еврооблигаций Сибнефти 09 к России 10



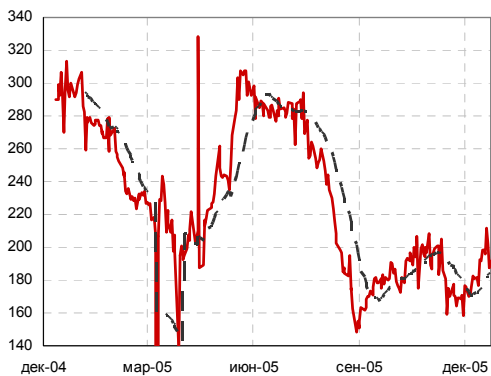
Источники: REUTERS

Спрэд еврооблигаций ТНК 07 к России 10



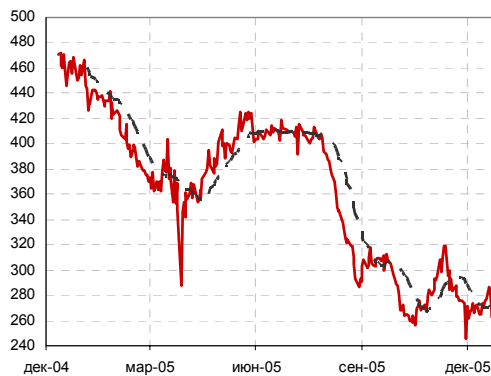
Источники: REUTERS

Спрэд еврооблигаций ММК 08 к России 10



Источники: REUTERS

Спрэд еврооблигаций Северсталь 14 к России 10



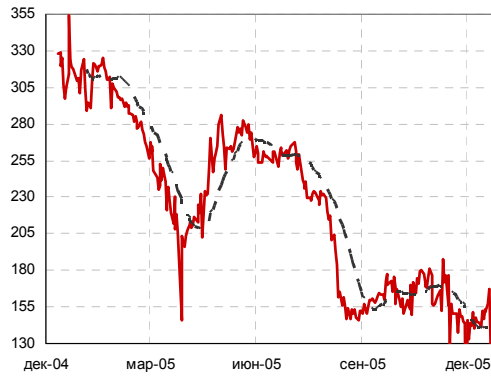
Источники: REUTERS

Спрэд еврооблигаций Евразхолдинг 09 к России 10



Источники: REUTERS

Спрэд еврооблигаций Норникель 09 к России 10



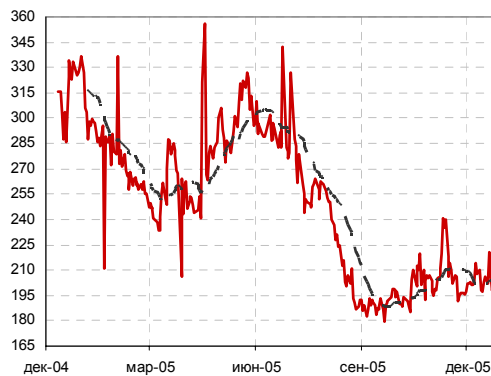
Источники: REUTERS

Спрэд еврооблигаций Вымпелком 11 к России 10



Источники: REUTERS

Спрэд еврооблигаций МТС 10 к России 10



Источники: REUTERS

Внутренний долговой рынок

2005 год оказался удачным для инвесторов на рынке рублевых облигаций. Основным фактором, определяющим направление движения внутреннего долгового рынка на протяжении всего года, выступал уровень рублевой ликвидности.

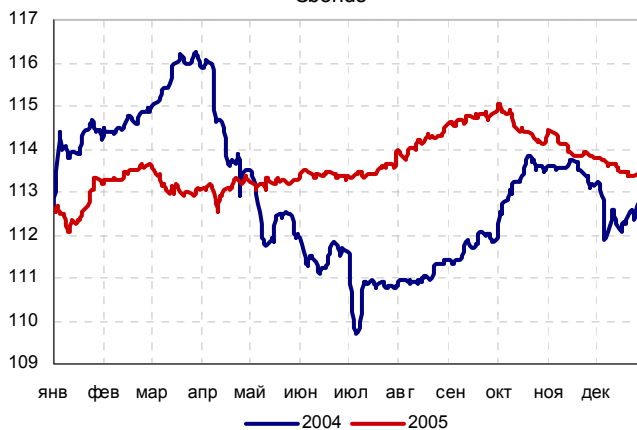
В 2006 году волатильность котировок рублевых облигаций может усилиться в силу ряда фундаментальных факторов. Однако наш базовый прогноз динамики внутреннего долгового рынка предполагает небольшое снижение доходностей рублевых облигаций в пределах 50 б.п.

Итоги 2005 года

Волатильность котировок рублевых облигаций в 2005 году снизилась. Отсутствие существенных потрясений как со стороны внутренних, так и со стороны внешних факторов не давали повода инвесторам для волнений. В результате практически весь год котировки на рынке рублевых облигаций демонстрировали рост. Исключением, пожалуй, стал конец четвертого квартала, когда обострение на денежном рынке начало оказывать давление на котировки рублевых облигаций (см. ниже).

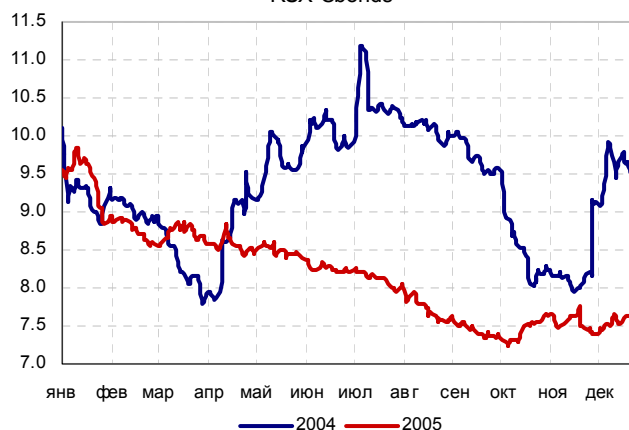
По итогам года ценовой индекс корпоративных облигаций RUX-Cbonds вырос на 0,79%, по сравнению с ростом на 0,13% в 2004 году.

Динамика ценового индекса корпоративных облигаций RUX-Cbonds



Источники: ИА Cbonds

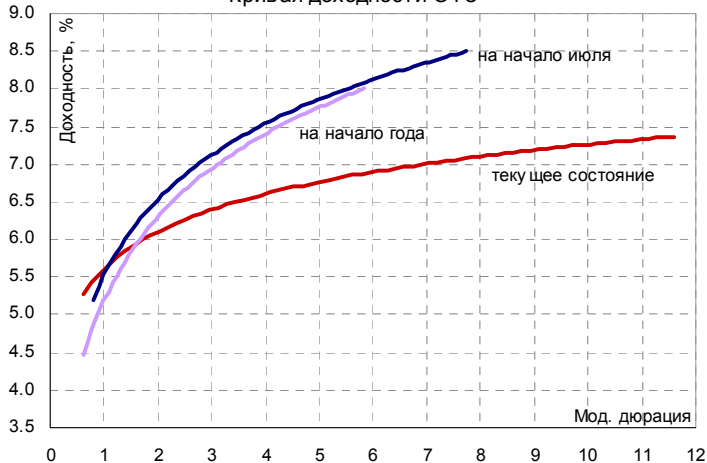
Индекс средневзв. доходности корпоративных облигаций RUX-Cbonds



Источники: ИА Cbonds

Стоит отметить активизацию рынка государственных рублевых облигаций во второй половине 2005 года. На графике, приведенном ниже видно, что первую половину 2005 года кривая доходности государственных облигаций находилась на уровнях января, однако ближе к концу года доходности на рынке ОФЗ продемонстрировали резкое снижение. По итогам второй половины 2005 года, доходности долгосрочных бумаг Минфина снизились на 100-150 пунктов.

Кривая доходности ОФЗ



Источники: ММББ, REUTERS, Банк Москвы

Средневзв. доходность портфеля ОФЗ, % год



Источники: Центральный Банк

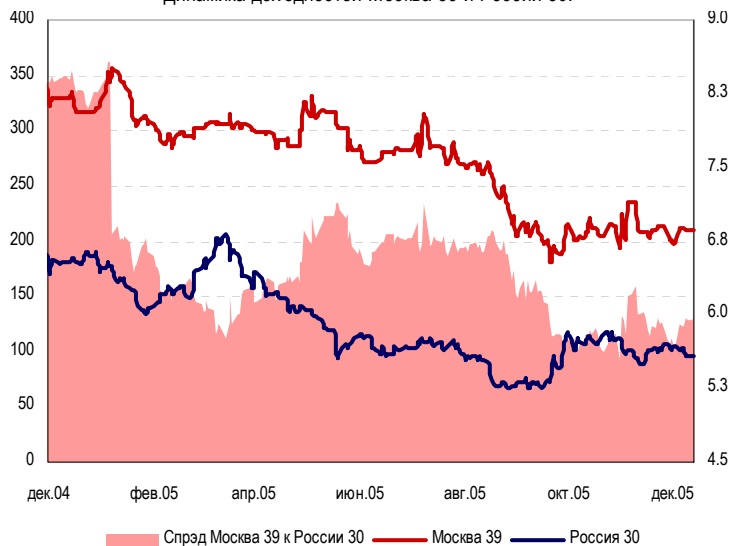
На наш взгляд, подобная динамика движения котировок на рынке государственных облигаций обусловлена следующими факторами.

Во-первых, это существенное расширение спредов между доходностями внутренних и внешних долговых инструментов Минфина. С конца прошлого года рост котировок на внешнем долговом рынке нашел отражение в наиболее качественных облигациях внутреннего долгового рынка за исключением ОФЗ. В следствие чего рост внутреннего долгового рынка игнорировал сегмент государственного долга. Спред между длинным концом кривой доходности ОФЗ к еврооблигациям Россия на протяжении первого полугодия 2005 г. сохранялся на высоком уровне. В то время как спреды остальных наиболее качественных бумаг к внешнему рынку сократились на 50-70 б.п.

Во-вторых, высокий уровень рублевой ликвидности способствовал приливу средств на рынок облигаций Москвы. В результате, разность в доходностях рублевых облигаций Москвы и ОФЗ достигла отрицательных значений. Данная неэффективность привлекла интерес участников рынка.

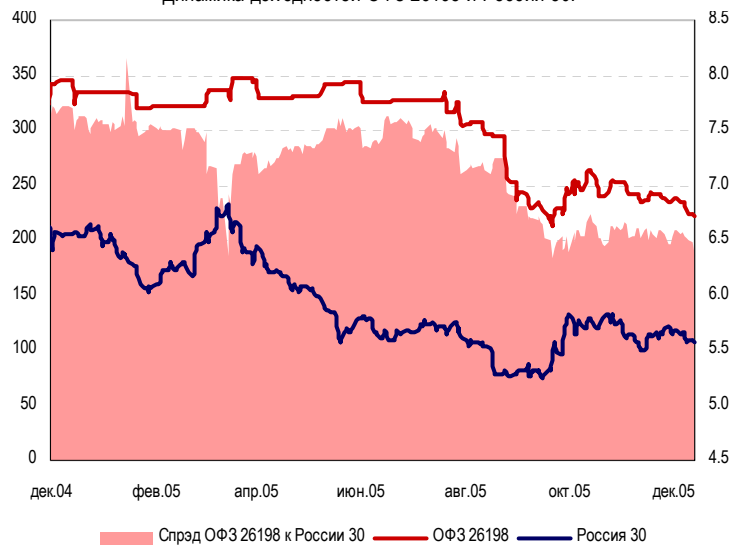
В-третьих, более активное развитие ЦБ процентных инструментов регулирования денежного предложения способствовало перетоку части средств крупных участников с рынка ОФЗ на рынок краткосрочных долговых инструментов ЦБ. Так, по итогам 2005 года, значительно возросли операции Банка России по предложению/изъятию рублевой ликвидности, посредством операций РЕПО, операции БМР и др. Развитие операций РЕПО в значительной степени определило осеннее поведение денежного рынка. В период резкого снижения уровня рублевой ликвидности, спасательным кругом для банков выступал ЦБ, предлагая рублевые кредиты (через аукционы РЕПО) под 6% годовых, что ограничивало рост ставок на МБК.

Динамика доходностей Москва 39 и России 30.



Источники: REUTERS

Динамика доходностей ОФЗ 26198 и России 30.

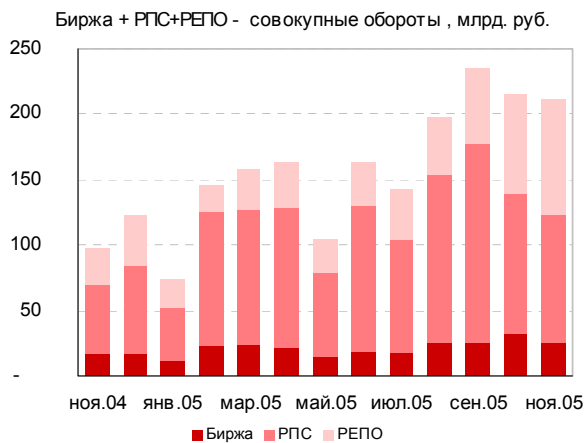


Источники: REUTERS

Динамика индексов корпоративных облигаций ММВБ

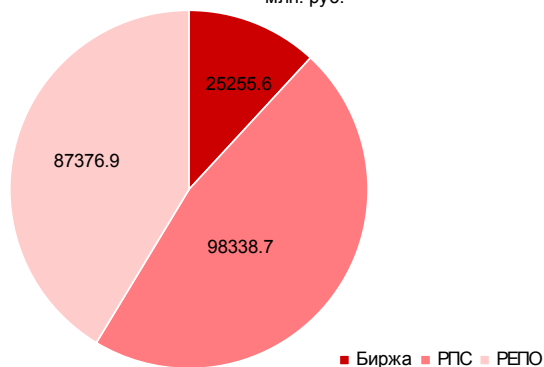


Биржевые обороты с рублевыми облигациями на ММВБ



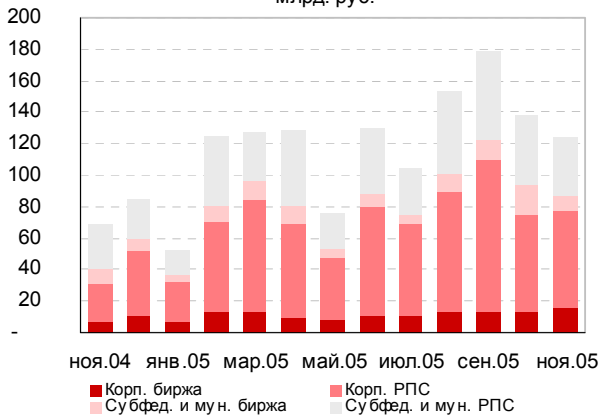
Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Ноябрь 2005: Биржа + РПС+РЕПО - совокупные обороты, млн. руб.



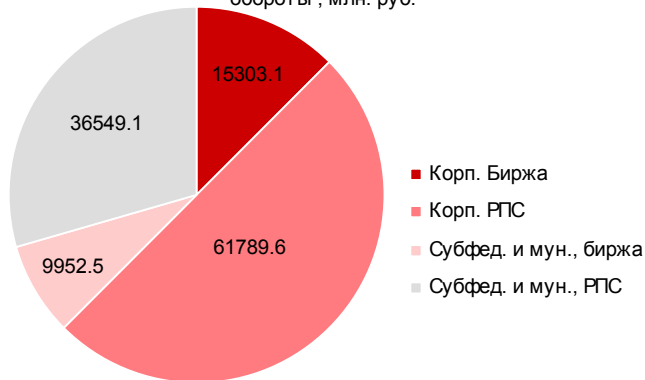
Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Негосударственные облигации - совокупные обороты, млрд. руб.



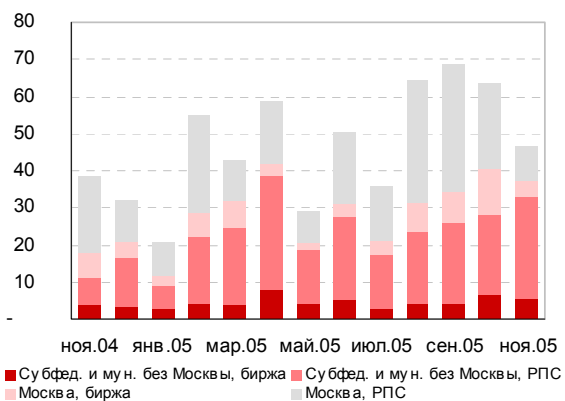
Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Ноябрь 2005: Негосударственные облигации - совокупные обороты, млн. руб.



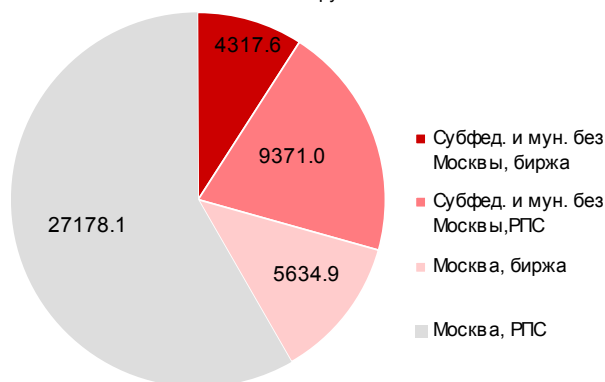
Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Субфед. и мун. облигации - совокупные обороты, млрд. руб.



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Ноябрь 2005: Субфед. и мун. облигации - совокупные обороты, млн. руб.



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Фундаментальные факторы

Как мы уже отмечали ранее, в трех первых кварталах основную роль в формировании уровней доходностей на рынке рублевых облигаций сыграло наличие огромного количества свободной денежной ликвидности в банковской системе. Ситуация с денежной ликвидностью в 2005 году существенно отличалась от 2004 года, когда деятельность органов власти, направленная против отдельных элементов крупного бизнеса, и начало цикла роста процентных ставок на мировых рынках снизили инвестиционную привлекательность России. Так же стоит отметить летний «кризис доверия» 2004 года, спровоцированный отзывом Центральным Банком России лицензии у «Соцбизнесбанка». Опасения возможного повторения действий ЦБ к другим банкам, значительно снизили возможности кредитования на МБК, и как следствие вызвали рост стоимости заимствований.

В 2005 году благоприятная конъюнктура на международных товарных рынках, и в первую очередь на рынке нефти обеспечивала поступление в денежную систему России валюты. Хотя разработанный правительством инструмент стерилизации излишних поступлений ликвидности в экономику - «Стабилизационный фонд», в течение года сохранял положительную динамику, его возможностей явно не хватало. С другой стороны росту рублевой ликвидности способствовало сокращение оттока капитала и рост внешних заимствований российских предприятий. Таким образом, в 2005 году валютные поступления в Россию увеличились. Для снижения влияния роста валютных поступлений на стабильность рубля Центральный банк вынужденно отсекал часть поступлений путем расширения своих операций на валютном рынке, что приводило к росту золотовалютных резервов.

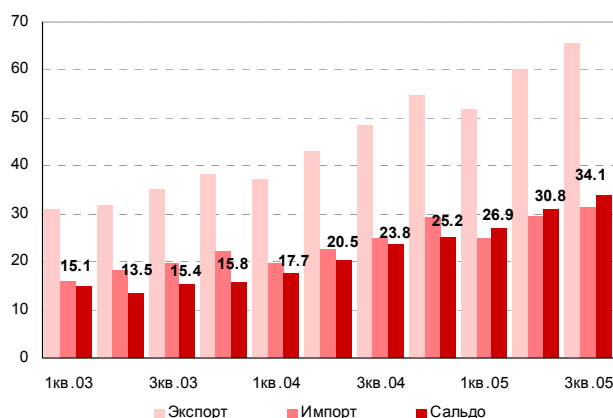
Внеэкономическая деятельность

По оценкам Центрального Банка, внешнеторговый оборот Российской Федерации по итогам первых трех кварталов составил \$263,4 млрд., что выше показателя аналогичного периода прошлого года на 34%. Экспорт российских товаров в январе- сентябре вырос на 38%, в то время как импорт за тот же период увеличился на 28%. В результате по итогам девяти месяцев 2005 года сальдо торгового баланса РФ увеличилось на 48% до \$91,8 млрд.

По нашим оценкам основной вклад в рост номинального выражения экспортной составляющей торгового баланса в 2005 году внесли высокие цены на сырье и энергоресурсы. Так по данным ЦБ, средняя контрактная цена на нефть в 2005 году была на 46,7% выше, чем в тот же период 2004 года, цены на природный газ - на 35,5%, нефтепродукты подорожали на 49,5%. Физические объемы экспортируемой продукции за тот же период росли более скромными темпами: объем экспорта нефтепродуктов вырос на 15,6%, природного газа - на 5,3%, экспорт нефти сократился на 1,7%. То же самое можно сказать и про экспорт металлов, темпы роста контрактных цен которых также существенно превышали физические объемы экспорта.

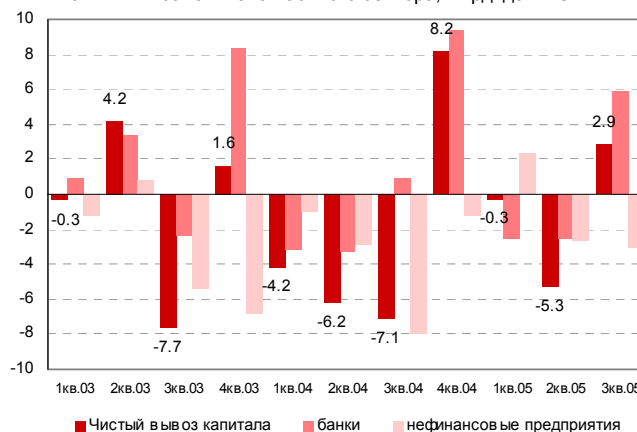
Таким образом, учитывая, что эти два типа товаров (энергоресурсы и металлы) занимают наибольший вес в структуре экспорта (порядка 62,7% и 15,7% соответственно), можно отметить, что увеличения объемов экспорта в 2005 году в основном стало следствием благоприятной конъюнктуры мировых товарных рынков, нежели рост физического объема экспортируемой продукции. Стоит также отметить, что за счет расширения доли энергоресурсов (+5,5%) в общем объеме экспорта, в 2005 году произошло сокращение долей других российских товаров, ранее игравших более важную роль в структуре экспорта. Доля древесины и целлюлозно-бумажных изделий сократилась на 0,6%, доля продукции химической промышленности на 0,3%, доля машин и оборудования на 2%. Таким образом, можно констатировать, что в 2005 году российская экономика повысила свою зависимость от цен на нефть.

Внешняя торговля России, млрд. долл. США



Источники: Центральный Банк РФ

Чистый вывоз капитала частного сектора, млрд. долл. США



Источники: Центральный Банк РФ

Положительным моментом уходящего года можно назвать сокращение оттока капитала из частного сектора. По итогам девяти месяцев, темпы чистого вывоза капитала частным сектором сократились, что благотворно влияло на расширение рублевого предложения. По данным ЦБ, чистый отток капитала из России по итогам первых девяти месяцев 2005 года составил \$2,7 млрд. по сравнению с оттоком на уровне \$17,5 рублей за аналогичный период 2004 года. Несмотря на существенное сокращение совокупного оттока капитала за девять месяцев, в третьем квартале 2005 года чистый вывоз капитала составил \$5,3 млрд., что по нашему мнению в основном было спровоцировано негативным движением валютного рынка, вызванного укреплением доллара США относительно мировых валют. Мы полагаем, что усиление оттока в третьем квартале стало одной из причин сокращения рублевого предложения на денежном рынке, что стимулировало рост дефицита рублей на межбанковском рынке.

Федеральный бюджет

Благоприятная обстановка на мировых товарных рынках отразилась и на исполнении федерального бюджета РФ. Кроме того, росту доходов федерального бюджета способствовало усиление налоговой политики и повышения экспортных пошлин. По предварительным данным Министерства финансов, за январь-ноябрь 2005 года, федеральный бюджет исполнен по доходам на 92,5% к уточненной росписи поступлений доходов на 2005 год и составили 24% по предварительным данным по объему ВВП за январь-ноябрь 2005 года.

Расходы федерального бюджета по итогам одиннадцати месяцев исполнены на 84,4% к уточненной росписи расходов на 2005 год. Увеличение расходной части бюджета происходило более медленными темпами, по итогам января – ноября общая сумма расходов составила 18% от ВВП.

Таким образом, существенное увеличение доходной части бюджета, на фоне с запаздыванием роста расходной части, привело к образованию профицита федерального бюджета на уровне 1,6 трлн. рублей или 113% от первоначально планируемого значения. По отношению к ВВП, профицит федерального бюджета достиг уровня 8%. В результате увеличение профицита явно не способствовало росту денежного предложения. Стоит отметить, что по итогам одиннадцати месяцев, финансирование ранее утвержденных программ из федерального бюджета прошло практически в полном объеме. Исключением стали лишь программы по ЖКХ (выполнено на 62,8% относительно уточненной бюджетной росписи на 2005 год) и проекты национальной экономики (88,3%), однако мы не ожидаем, резкого увеличения расходов в декабре. В противном случае стремление более полного исполнения финансирования, может привести к разгону инфляции в декабре. Таким образом, мы полагаем, что по итогам 2005 года разрыв между доходной и расходной частью федерального бюджета может увеличиться.

Бюджет на 2006 год сверстан исходя из прогноза цен на нефть на уровне \$40 за баррель. Однако позже Минфин пересмотрел этот прогноз, подняв его до \$45. Министр финансов А.Кудрин заявил, что его ведомство пересматривает финансовый план, в котором предусмотрено повышение прогнозов цен на нефть с \$40 до \$45 в 2005 году, с \$35 до \$40 в 2004 году и с \$36 до \$40 в 2007 году. По словам министра финансов, пересмотр прогнозов цен на нефть не приведет к изменению параметров бюджета-2006 – дополнительные доходы, которые получит бюджет, не будут использованы на увеличение текущих расходов. Отметим, что наши прогнозы цен на нефть более оптимистичны, мы ожидаем среднюю цену на Urals в 2006 -2007 гг. на уровне \$50 за баррель.

Итоги 2005 года продемонстрировали явные разногласия между органами власти относительно расходований дополнительно полученных доходов. К тому же, последние годы перед очередными выборами, могут стимулировать правительство к увеличению расходов на социальные проекты. Таким образом, мы полагаем, что уже по итогам исполнения бюджета в первом квартале следующего года, параметры бюджета могут быть пересмотрены в сторону повышения.

Федеральный бюджет РФ

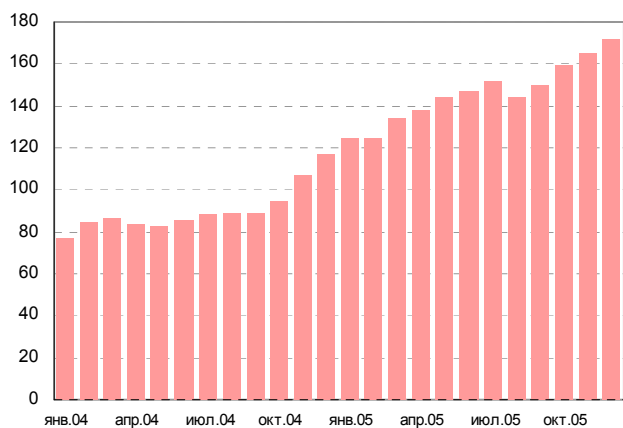
	2004	2005 план	2006 прогноз
Доходы			
млрд. рублей	3 429	4 971	5 046
в % к ВВП	20.4	23.7	20.7
Расходы			
млрд. рублей	2 699	3 498	4 270
в % к ВВП	16.1	16.7	17.5
в т.ч. непроцентные расходы			
млрд. рублей	2 494	3 269	4 068
в % к ВВП	14.9	15.6	16.7
Профицит			
млрд. рублей	730	1 473	776
в % к ВВП	4.4	7.0	3.2
Стабилизационный фонд			
поступления в течение года, млрд. рублей	633	1 240	857
в % к доходам бюджета	18.5	25.0	17.0
в % к ВВП	3.8	5.9	3.5
использование средств стабфонда, млрд. рублей	0.0	660.4	40.9
в % к поступлениям	0.0	53.3	4.8
на конец года, млрд. рублей	739	1 426	2 242
на конец года, \$млрд.	25.7	50.4	78.4
в % к ВВП	4.4	6.8	9.2

Источники: Минфин

Денежная система

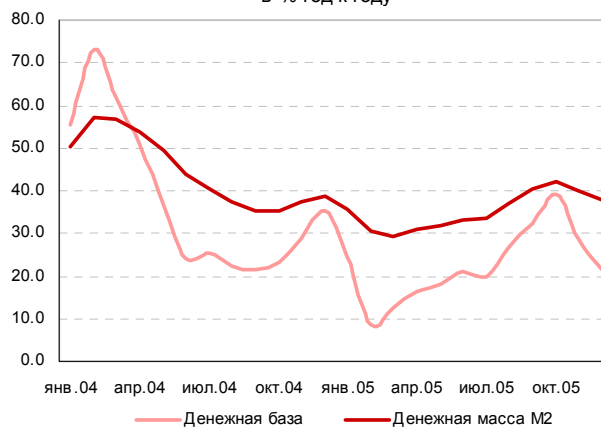
Действия российских монетарных властей, призванные сдержать излишнее укрепление курса рубля, обеспечивали постоянный рост международных резервов ЦБ. С другой стороны активные операции Банка России, направленные на покупку иностранной валюты, привели к росту предложения рублевой ликвидности, и как следствие, произошло расширение денежной массы. По итогам января – ноября денежная масса (M2) выросла на 24,6%, по сравнению с ростом на 22,6% за тот же период 2004 года. Золотовалютные резервы за 11 месяцев 2005 года выросли на 35%, достигнув на начало декабря \$168,4 млрд.

Золотовалютные резервы России, млрд. долл. США



Источники: Центральный Банк РФ

Динамика денежной базы и денежного агрегата M2, в % год к году



Источники: Центральный Банк РФ

Понятно, что на фоне роста рублевого предложения со стороны ЦБ, уровень ликвидности в банковской системе поддерживался на высоком уровне. Практически весь год ставки на МБК держались на низком уровне. По итогам года среднегодовое значение ставки на однодневный кредит в 2005 году составляло 2,7%, по сравнению с 3,3% в 2004 году. Таким образом, 2005 год был более спокойным и не нес в себе существенных потрясений, как в политическом, так и в финансовом плане. По итогам года среднедневные остатки на банковских счетах в ЦБ составили 307 млрд. рублей, что намного выше показателей 2004 года (270,5 млрд. рублей). Стоит отметить, что разрыв мог бы быть и более существенным. Однако в четвертом квартале 2005 года ситуация с денежной ликвидностью начала ухудшаться, что не является характерным для конца года.



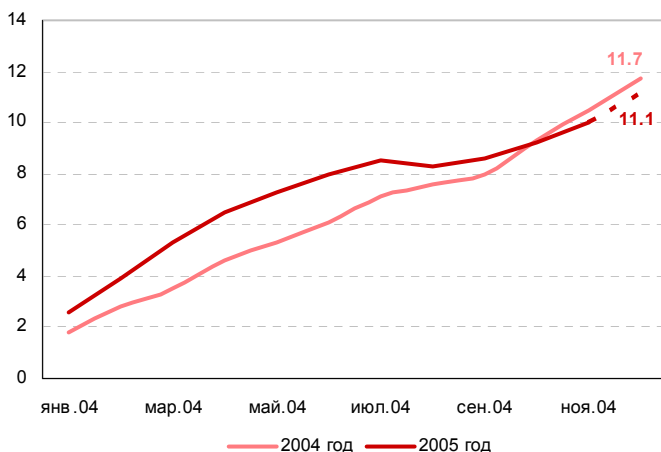
Возвращаясь к денежным агрегатам, стоит отметить, что стремительное расширение денежной массы помимо роста ликвидности в банковском секторе, сопряжено с таким негативным эффектом как рост инфляции. Надо отдать должное действиям Министерства финансов по четкой политике сокращения расходов расширенного правительства в четвертом квартале и активным операции Банка России по абсорбированию свободной денежной ликвидности в банковском секторе посредством краткосрочных долговых инструментов ЦБ, что внесло вклад в снижение годовых темпов инфляции до 11% с более чем 12% в начале года.

С другой стороны немалую роль в более умеренном росте цен, сыграло снижение скорости обращения денег, что в основном было вызвано увеличением доли безналичных денег в составе денежной массы и значительного роста срочных вкладов и депозитов. Однако, учитывая снижение темпов роста экономики России, мы полагаем, что сохранение высоких темпов роста денежной массы в будущем может более существенно отразиться на уровне инфляции.

Инфляция

Рост потребительских цен в ноябре составил 0,7% по сравнению с 0,6% в октябре и 1,1% в ноябре прошлого года. С начала года цены выросли на 10,0%, а накопленным итогом за последние 12 месяцев - на 11,2%. Показатель годового роста цен оказался минимальным за последние 16 месяцев. Базовый индекс потребительских цен, исключая краткосрочные неравномерные изменения цен под влиянием отдельных факторов, которые носят административный, событийный, а также сезонный характер, вырос на 0,6% (7,7% с начала года).

Динамика инфляции на потребительском рынке, в процентах к декабрю предыдущего года



В текущем году сохраняющийся рост доходов населения, пожалуй, в наибольшей степени оказал влияние на уровень розничных цен. Расширение потребительского спроса, в том числе за счет проводимой в начале года правительством монетизации льгот, привело к более существенному росту индекса цен потребительских товаров в первом полугодии 2005 года. Однако в большей степени влияние роста доходов населения выразилось в растущем спросе на услуги,

предоставляемые населению. По итогам января – ноября ИПЦ платных услуг населению вырос на 19,3%, по сравнению с 16,6% за тот же период прошлого года. В большей степени рост стоимости платных услуг обусловлен образовавшимся дефицитом предложения на данном рынке, что является как следствием слабого развития сектора, так и сокращением доли бесплатных услуг, финансирование которых ранее осуществлялось из бюджета. Мы полагаем, что в ближайший два-три года данная диспропорция будет уменьшаться, и как следствие уровень цен на рынке услуг стабилизируется. Впрочем, в краткосрочной перспективе рост цен на услуги похоже сохранится на достаточно высоком уровне. Однако многое будет зависеть от темпов прироста тарифов, в частности на услуги ЖКХ, и от направления проводимой властями социальной политики.

По итогам 2005 года монетарным властям, скорее всего, не удастся удержать инфляцию в рамках запланированного ранее ориентира 8,5%, пересмотренного позже до 10%. По нашей оценке, инфляция составит 11,1% годовых. В 2006 году мы ожидаем, что потребительские цены вырастут не более чем на 10,5%. По нашему мнению, сокращению инфляции в 2006 году должна способствовать разработанная правительством программа, направленная на снижение темпов инфляции. В частности в 2006 году планируется ужесточить тарифную политику. Темп прироста цен на газ планируется снизить до 11% против 23% в 2005 году, рост тарифов на электроэнергию для конечных потребителей и грузовых тарифов на железнодорожные перевозки не выше 7,5%, рост тарифов на жилищно-коммунальные услуги для населения на уровне 15-20%. Введение более жесткого тарифного регулирования, позволит повысить влияние на уровень цен роста доходов населения и денежного предложения, что в большей степени поддается регулированию со стороны ЦБ.

Валютный рынок

Динамика внутреннего валютного рынка в 2005 году в меньшей степени определяла поведение инвесторов на внутреннем долговом рынке. Большую часть года краткосрочные колебания внутреннего валютного рынка практически полностью игнорировались участниками рынка, т.к. основным ориентиром для них стали среднесрочные и долгосрочные ожидания укрепления рубля.

Причинами таких ожиданий стали сохраняющиеся на высоком уровне мировые цены на энергоресурсы, что обеспечивало большие поступления валюты в страну, и ускорение инфляции в первом квартале 2005 года.

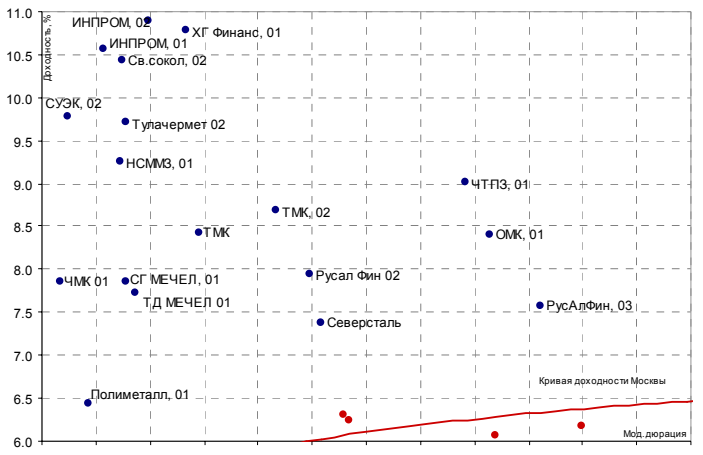
В четвертом квартала рост ставок в США (доходность 10-летних us-treasuries в начале ноября достигла годового максимума в 4,66% годовых) вызвал укрепление доллара на мировых рынках. Это привело к некоторому оттоку средств с emerging markets, что вместе с сокращением валютного предложения со стороны российских экспортеров привело к снижению уровня ликвидности в банковской системе. Однако стоит продажи рублевых облигаций в четвертом квартале нельзя назвать активными, что свидетельствует о повышении роли внутренних участников российского долгового рынка.

Важным моментом 2005 года стал переход Центрального Банка России к регулированию курса рубля на основе бивалютной корзины. В соответствии с новым механизмом ЦБ, коридор колебаний национальной валюты устанавливается исходя из изменения курса рубля как по отношению к доллару, так и по отношению к евро. Первоначально доля евро в корзине валют составляла всего 10%, а к концу 2005 года его вес увеличился до 40%. По мере увеличения доли евро в бивалютной корзине происходило снижение волатильности курса евро/рубль, в то время как доллар/рубль, напротив, становился всё более волатильным. При этом, не смотря на существенное изменение рубля относительно доллара и евро, бивалютная корзина остается относительно стабильной.

Принятые направления денежно-кредитной политики ЦБ на 2006 год допускают укрепление реального эффективного курса рубля на уровне 9%, это позволяет предположить, что в следующем году бивалютная корзина остается относительно стабильной. Соответственно динамика курса рубля относительно доллара и евро по большей степени будет определяться поведением данных валют на мировом рынке FOREX.

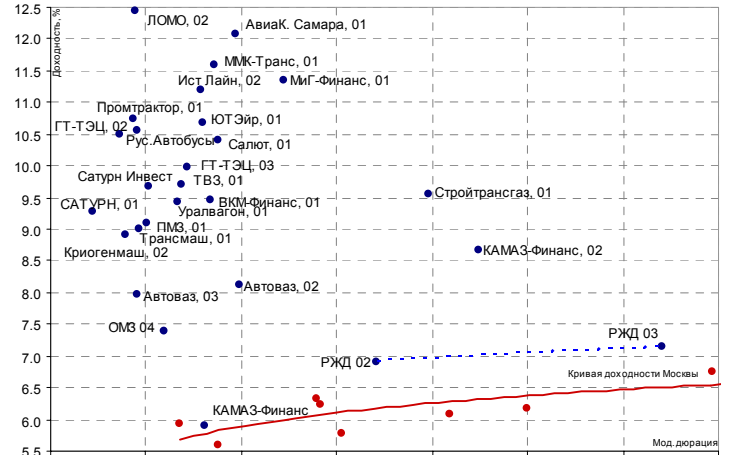
В отношении прогнозов динамики мировых валют, мы занимаем умеренную позицию, полагая, что завершение цикла повышения ставок в США и спекуляции на тему более агрессивного повышения ставок в Европе воспрепятствуют чрезмерно сильному укреплению курса американской валюты. Наш базовый прогноз в отношении динамики евро/доллар предполагает среднегодовой курс на уровне 1,15 с диапазоном возможных колебаний 1,10-1,22. Исходя из этого, среднегодовой курс рубля к американской валюте мы оцениваем в диапазоне 28,50-29,00.

Металлургия и горно-рудный сектор



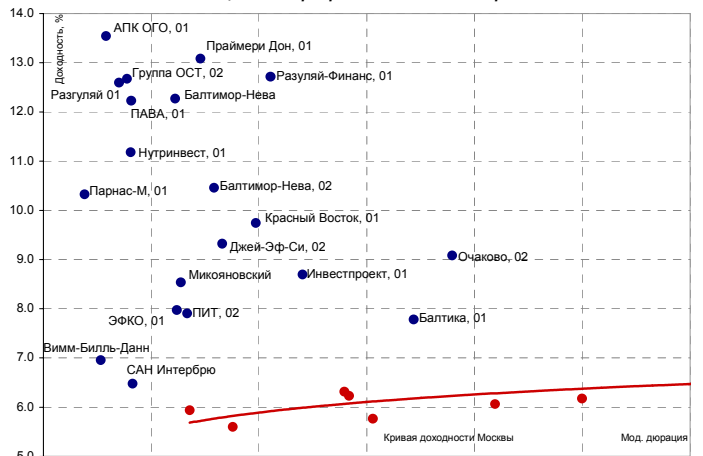
Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Машиностроение и транспорт



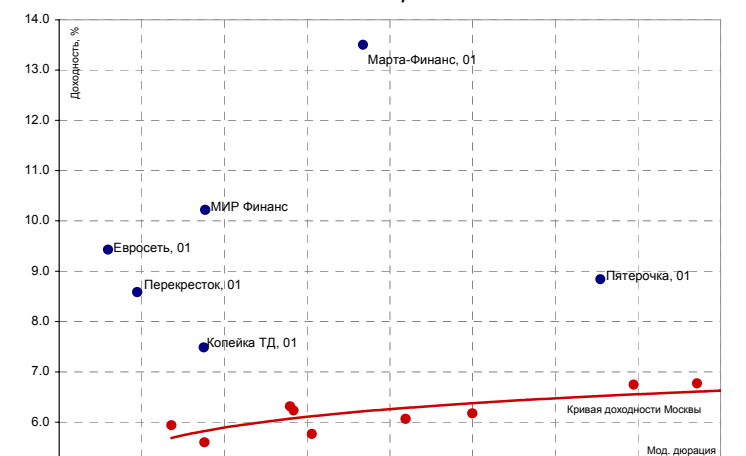
Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Пищевой и агропромышленный сектора



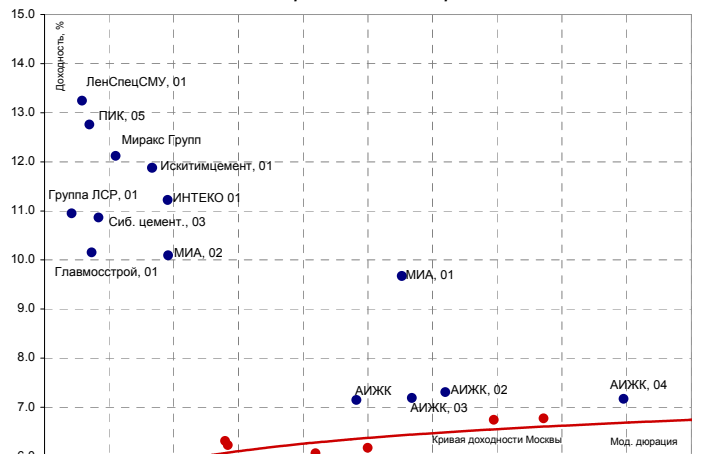
Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Розничная торговля



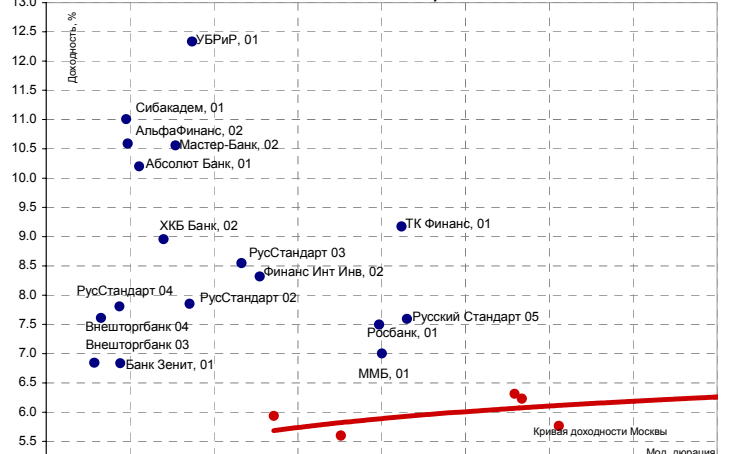
Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Строительный сектор



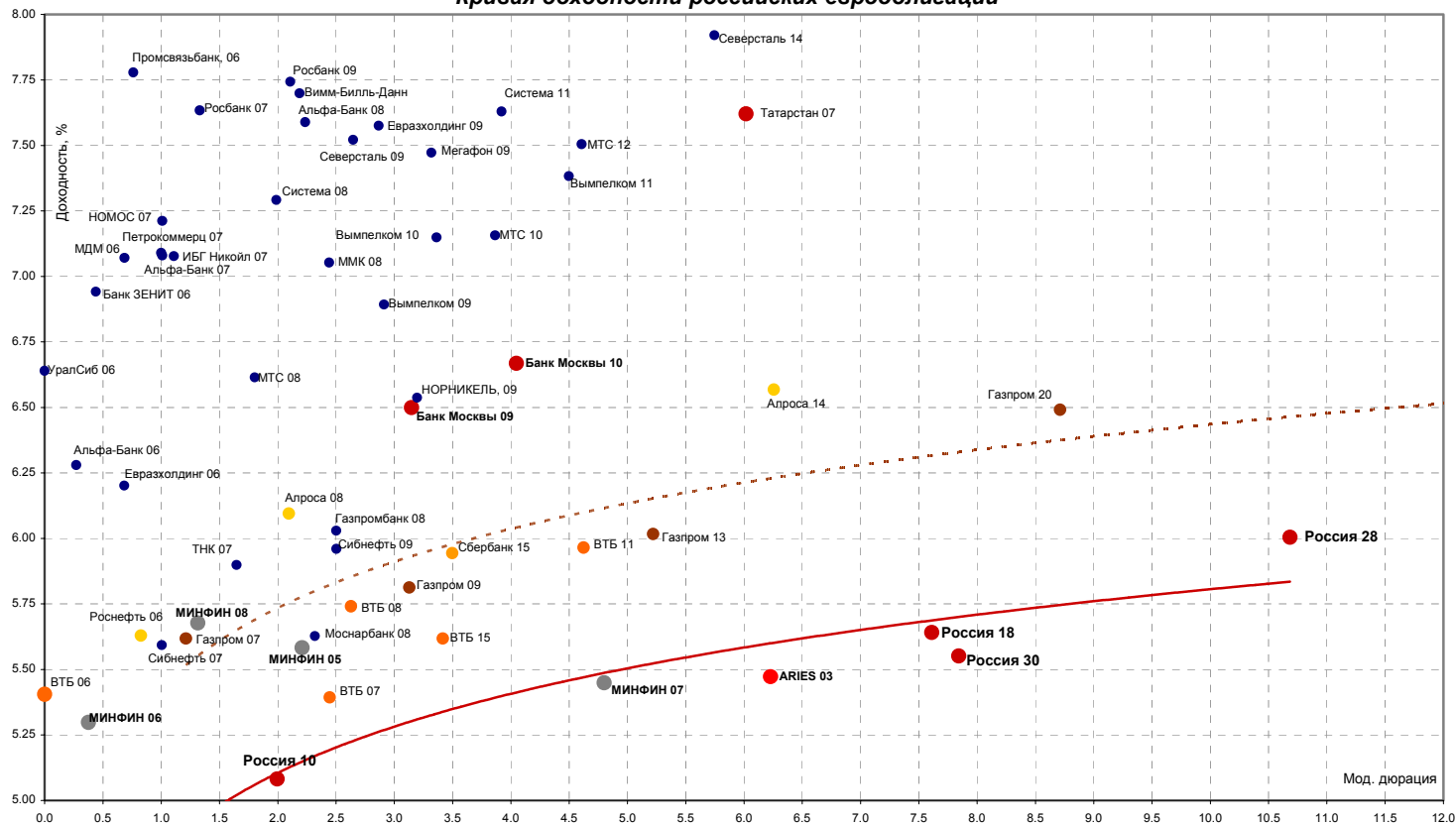
Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Финансовый сектор

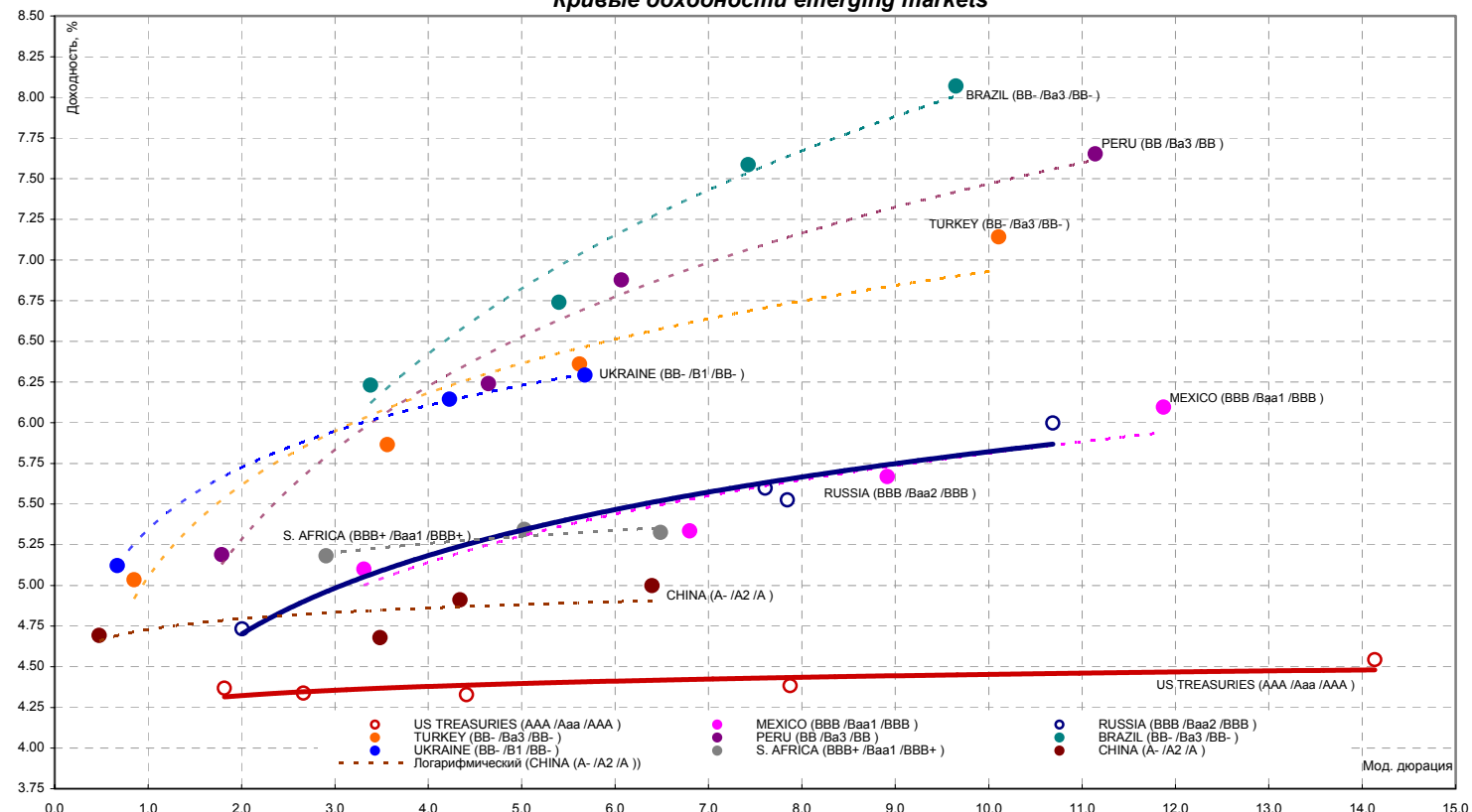


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривая доходности российских еврооблигаций



Кривые доходности emerging markets



Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.

Контактная информация**www.mmbank.ru****+7 (095) 105-8000, +7 (095) 924-0080**

		<u>e-mail</u>	<u>вн. тел.</u>
<u>ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ</u>	Сытников Алексей		
<u>НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ ДОВЕРИТЕЛЬНЫХ ОПЕРАЦИЙ</u>	Касьянова Елена	Kasyanova_EA@mmbank.ru	4679
<u>СОПРОВОЖДЕНИЕ КЛИЕНТОВ</u> Менеджер по работе с клиентами	Шухова Алла	Shuhova_AG@mmbank.ru	4263
<u>АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ</u> Начальник отдела	Тремасов Кирилл	Tremasov_KV@mmbank.ru	4592
Анализ акций	Веденев Владимир	Vedeneev_VY@mmbank.ru	2817
Анализ акций	Скворцов Дмитрий	Skvortsov_DV@mmbank.ru	2832
Анализ акций	Веселова Ольга	Veselova_OV@mmbank.ru	2892
Анализ долговых рынков	Федоров Егор	Fedorov_EY@mmbank.ru	4233
Анализ долговых рынков	Лямин Михаил	Lyamin_MY@mmbank.ru	2844
<u>ОТДЕЛ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ</u> Начальник отдела	Беспалов Алексей	Bespalov_AV@mmbank.ru	4220
Долговые инструменты	Храмцовский Станислав	HSS@mmbank.ru	2895
Акции	Волков Алексей	Volkov_A@mmbank.ru	2837