

**Ключевые прогнозы 2007**

- ФРС снизит ставку на 25 б.п. до 5,0%, долгосрочные ставки по итогам года несколько повысятся
- Ситуация на emerging markets останется стабильной, суверенные риски будут снижаться, а приток капитала продолжится
- Россия войдет в группу стран с рейтингом «А-», суверенный спрэд сократится до 80 пунктов
- Ситуация с ликвидностью в следующем году будет хуже, чем в 2006-ом, ставки на денежном рынке останутся высокими
- Доходности ОФЗ, «blue chips» и регионов в течение года существенно не изменятся
- Наибольший потенциал роста сосредоточен в облигациях второго эшелона
- Наибольший риск представляет третий эшелон, где с ростом количества эмитентов, увеличивается вероятность дефолта

**US-Treasuries**

Темпы роста экономики США замедляются, а отдельные сектора демонстрируют признаки снижения экономической активности. Основным предметом для беспокойства является рынок жилья. На наш взгляд, наиболее вероятным сценарием дальнейшего развития экономики США является «мягкая посадка»: постепенное снижение темпов роста с последующей стабилизацией и постепенное ослабление инфляционного давления. Это может стать поводом для снижения ставки fed funds на 25 б.п. и спровоцировать умеренное снижение доходностей us-treasuries в I квартале 2007 года.

Резкое замедление экономики США в настоящий момент представляется маловероятным. Ближе к концу 2007 года – в III – IV кварталах – экономика может начать восстанавливаться, что будет способствовать изменению ожиданий рынка и может привести к росту доходностей us-treasuries.

**Emerging markets**

В следующем году ухудшение ситуации и рост рисков emerging markets вряд ли возможен. Исходя из наших предпосылок о развитии экономики США и динамики базовых процентных ставок, мы считаем, что еврооблигации emerging markets продолжат пользоваться спросом в первой половине 2007 г., а общий спрэд продолжит снижаться. Во второй половине года мы не исключаем некоторого охлаждения этих рынков.

**Российские еврооблигации**

В 2007 году мы ждем сужение суверенного спреда до 70 – 80 б.п., чему будет способствовать улучшение макроэкономических показателей страны, а также вероятное повышение суверенного рейтинга до уровня «А-». Сдерживающим фактором будут выступать парламентские выборы как фактор политической нестабильности.

**Денежный рынок**

Стабилизация цен на нефть, опережающий рост импорта приведут к сокращению положительного сальдо торгового баланса. Ввоз капитала со стороны частного сектора достаточно волатилен и может не покрыть разницу от сужения сальдо торгового баланса. Дополнительную нагрузку окажут платежи частного сектора по внешним долгам. Такой сценарий может привести к сокращению рублевой ликвидности и незначительному росту ставок на денежном рынке.

**Внутренние долговые рынки**

В 2007 году мы не ждем какого-либо ухудшения ситуации на внутреннем долговом рынке. Рынок будет расти как в объемах, так и количестве эмитентов. Мы занимаем консервативную позицию и ждем небольшого роста доходностей базовых активов (ОФЗ) в связи с возможным ухудшением рублевой ликвидности.

Перспективы дальнейшего снижения стоимости заимствования (доходности) есть у эмитентов второго эшелона. Активизация иностранного капитала на внутреннем рынке усилит конкуренцию «за эмитента», что приведет к большему снижению доходностей именно в этом сегменте.

Доходности облигаций «blue chips» станут больше зависеть от фундаментальных экономических факторов. На наш взгляд, интересны стратегии в облигациях эмитентов второго эшелона, имеющих перспективы стать «blue chips». Идеи, которые могут здесь реализоваться, есть практически в каждом секторе: металлургии, связи, авиа- и двигателестроении, банках и розничных сетях.

Эмитенты третьего эшелона представляют собой главную угрозу для внутреннего рынка долга. Любое ухудшение фундаментальных факторов может стать «триггером» для роста доходностей облигаций эмитентов третьего эшелона, долг которых относительно короток, а способность оперативно рефинансироваться – невелика. В то же время, рост предложения со стороны этого сектора должен привести к «конкуренции» эмитентов, что может снизить эффективность ценообразования и увеличить требуемые премии.

Федоров Егор  
[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

Ковалева Наталья  
[Kovaleva\\_NY@mmbank.ru](mailto:Kovaleva_NY@mmbank.ru)

Чупрына Татьяна  
[Chupryna\\_TV@mmbank.ru](mailto:Chupryna_TV@mmbank.ru)

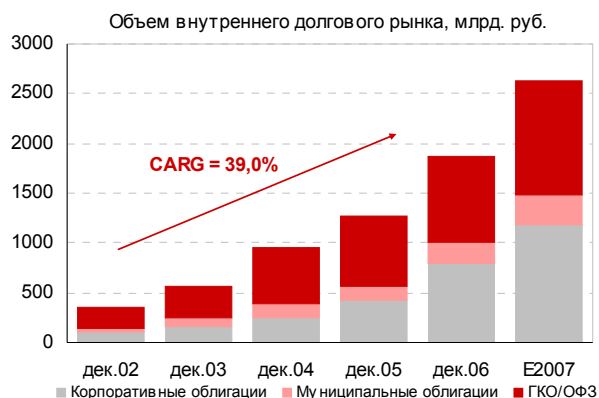
## Содержание

Российские долговые рынки. Объемы и перспективы роста.....	3
Внутренний долговой рынок .....	3
Внешний долговой рынок.....	5
US-Treasuries .....	6
Emerging markets .....	12
Российские еврооблигации.....	15
Денежный рынок.....	17
Внутренний долговой рынок .....	18
Российская статистика .....	20

## Российские долговые рынки. Объемы и перспективы роста

### Внутренний долговой рынок

2006 год завершился для внутреннего долгового рынка весьма позитивно. По итогам года, совокупный объем рынка рублевых облигаций в обращении вырос на 47,0% до 1,87 трлн. руб. Лидером роста стал сектор корпоративных облигаций, продемонстрировавший рост на 89,0%. Объем рынка корпоративных облигаций на начало декабря 2006 года составлял 796,7 млрд. руб. Декабрьское «цунами» размещений, которое по нашим оценкам должно составить не менее 80 млрд. руб., должно довести объем рынка корпоративных облигаций до 876,7 млрд. руб. к концу года.



Источники: Банк Москвы

Всего по итогам 2006 года (с учетом привлечений в декабре) корпоративные заемщики привлекут с рынка более 481,5 млрд. руб. по сравнению с 272,3 млрд. руб. в 2005 году. Количество новых эмиссий также заметно увеличится – до 255 со 163 в 2005 году. Рост объема рынка корпоративных облигаций во многом происходит за счет появлению новых эмитентов, не размещавших свои выпуски ранее. Так, число дебютных выпусков рублевых облигаций в 2006 году должно составить по нашим оценкам порядка 154, а их совокупный объем 210,2 млрд. руб., что составляет более 60% от количества выпусков и 43% от объема размещений. Для сравнения, число дебютных выпусков в 2005 году составило 89, а их объем составил 92 млрд. руб. (доля по числу выпусков - 28%, доля по объему размещений - 33,8%).

Средний срок до ближайшей оферты/погашения вырос в этом году до 2,07 лет с 2,01 лет в прошлом году. При этом средняя доходность корпоративных облигаций при размещении снизилась 10,5% годовых по сравнению с 11,2% по 2005 году. На наш взгляд, эта тенденция свидетельствует о качественном росте рынка. Корпоративные риски в условиях обилия денежного предложения оцениваются ниже, что позволяет эмитентам использовать более длинные финансовые ресурсы. По нашим оценкам, в 2007 году пока запланировано разместить новых выпусков на сумму порядка 500 млрд. руб. Из них большая часть приходится на корпоративные выпуски (около 360 млрд. руб.). Исходя из оцениваемого нами объема рефинансирования старых корпоративных выпусков (около 115 млрд. руб.) и ежегодного прироста данного сегмента на 49%, мы полагаем, что совокупный объем рынка корпоративных облигаций вырастет до 1180,0 млрд. руб.

Объем рынка муниципальных и корпоративных облигаций вырос в 2006 году на 34% до 210 млрд. руб. Доходность облигаций в этом секторе незначительно снизилась. По нашим оценкам средняя доходность облигаций регионов составила 7,25% на начало декабря 2006 г. по сравнению с 7,42% в начале декабря 2005 г. Исходя из наших фундаментальных прогнозов динамики внутреннего долгового рынка, мы полагаем, что доходность субфедеральных облигаций может вырасти на 25 б.п. до 7,5% годовых вслед за ростом доходностей базовых облигаций - ОФЗ (в среднем с 6,3 до 6,5% годовых).

Динамика сектора корпоративных облигаций будет значительно сегментирована. В среднем мы ждем незначительного роста доходностей за счет облигаций третьего эшелона с 9,50 до 9,75% годовых. Наши главные надежды связаны со вторым эшелонем, где мы ждем продолжения снижения среднего уровня доходности с 8,6% до 8,0% годовых.

**Параметры рублевого рынка облигаций в 2003-2006гг. и прогноз на 2007 год**

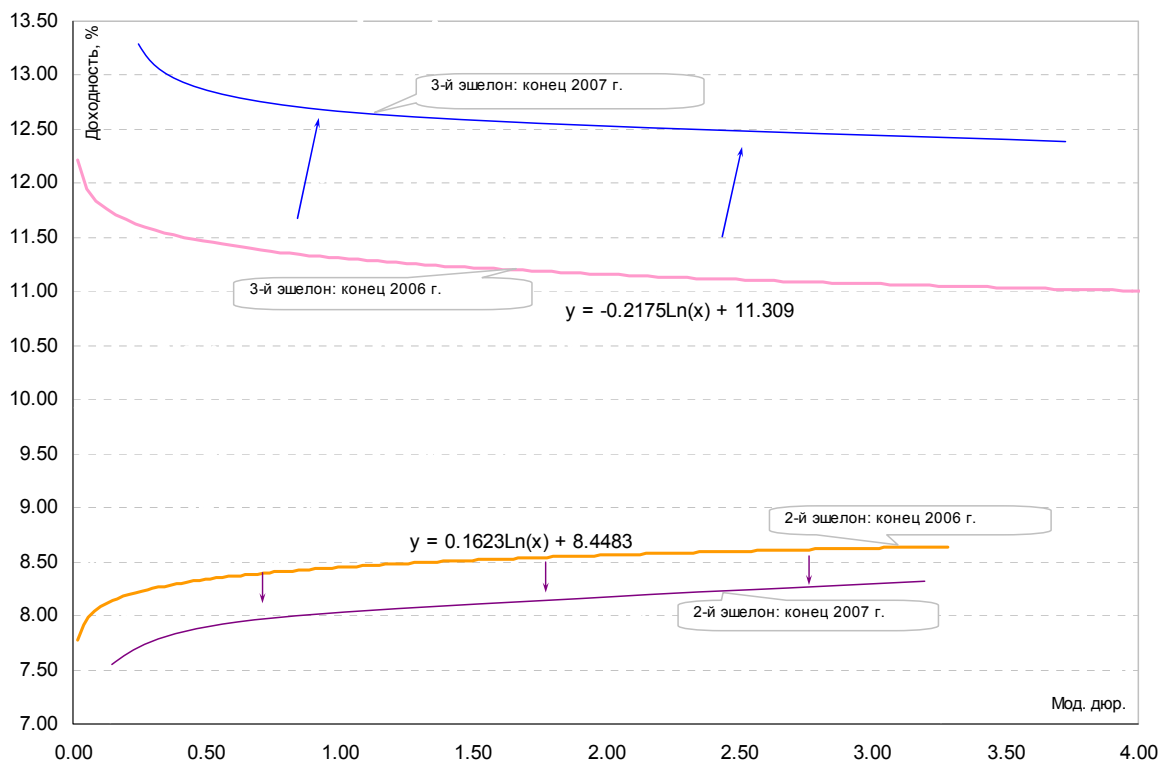
Сегмент	Объем в обращении по номиналу, млрд. руб.					
	дек.02	дек.03	дек.04	дек.05	дек.06	Е2007
Корпоративные облигации	108.6	159.8	250.8	416.3	796.7	1186.8
Муниципальные облигации	35	85	142.1	156.6	209.6	299.8
ГКО/ОФЗ	217	315	565.0	700.9	862.4	1136.4
	<b>360.6</b>	<b>559.8</b>	<b>957.9</b>	<b>1273.8</b>	<b>1868.6</b>	<b>2623.0</b>

Сегмент	Индикативная доходность, % годовых					
	дек.02	дек.03	дек.04	дек.05	дек.06	Е2007
Корпоративные облигации	16.48	11.85	10.58	10.35	9.49	9.75
Blue chips	-	-	-	7.09	6.68	6.40
2-й эшелон	-	-	-	9.53	8.63	8.00
3-й эшелон	-	-	-	12.30	11.44	12.50
Муниципальные облигации	14.98	10.03	8.72	7.42	7.25	7.50
ГКО/ОФЗ	13.43	7.39	7.12	6.64	6.31	6.50

Источники: оценки и прогнозы Банка Москвы

Корпоративные облигации 2007 - ключевые тенденции



Источники: Расчеты и прогнозы Банка Москвы

## Внешний долговой рынок

По нашим оценкам, за 11 мес. 2006 года частным сектором было привлечено порядка \$52,7 млрд., причем порядка \$28,3 млрд. (около 54%) было привлечено с помощью синдицированных кредитов и др. кредитных инструментов. Объем привлечений с помощью рыночных долговых инструментов (еврооблигаций, CLN, выпуска секьюритизированных инструментов) составил 24,4 млрд. руб. Главная тенденция 2006 года - рост доли заимствований банковского сектора до 45,6% по итогам 11 мес. 2006 года по сравнению с 24,5% в 2005 году.

По предварительным оценкам ЦБ чистый ввоз капитала частным сектором достиг по итогам 3-х месяцев порядка \$26,8 млрд. Большую часть этого притока средств обеспечил банковский сектор, чистый ввоз которого составил \$17,5 млрд.

### Российские еврооблигации, параметры рынка

Сегмент	Объем в обращении, по номиналу, млрд. \$					
	дек.02	дек.03	дек.04	дек.05	дек.06	Изм-е, %
Суверенные	39.2	34.5	34.5	30.6	30.1	-1.7
MINFIN	7.7	7.7	7.7	7.7	5.2	-31.6
ARIES	-	-	6.1	6.1	6.1	0.0
Корпоративные	3.9	12.8	21.5	37.4	58.6	56.5
Субъектов РФ	0.78	0.88	1.1	1.2	1.3	11.0
	<b>51.5</b>	<b>55.8</b>	<b>70.8</b>	<b>83.0</b>	<b>101.3</b>	<b>22.1</b>

Источники: ИА Cbonds, оценки Банка Москвы

### Внешние займы банков, млн. \$

	2004	2005	11М. 2006
Ценные бумаги	4295.0	11155.7	15491.4
Кредиты	2376.0	5750.4	8576.1
<b>Всего:</b>	<b>6671.0</b>	<b>16906.1</b>	<b>24067.5</b>
% от совокупного объема привлечений	27.9%	24.5%	45.6%

### Средние параметры кредитов банковского сектора

	2004	2005	11М. 2006
Объем, млн. долл.	103.3	173.8	210.0
Средний срок, лет	2.1	1.4	1.8
3М LIBOR, %*	1.62	3.57	5.18
Спрэд к LIBOR, б.п.	248	227	139

Источники: Банк Москвы

\* 3М LIBOR является основной для базы расчета плавающей ставки

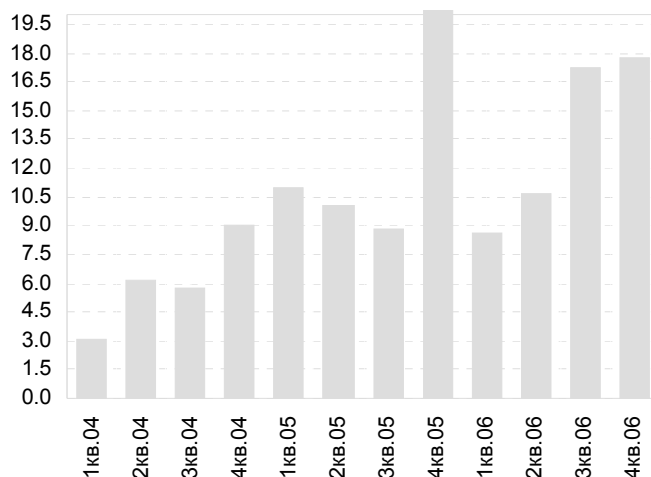
### Внешние займы нефинансовых предприятий, млн. \$

	2004	2005	11М. 2006
Ценные бумаги	7286.4	8428.8	8977.7
Кредиты	9962.8	43675.2	19747.8
<b>Всего:</b>	<b>17249.2</b>	<b>52104.1</b>	<b>28725.5</b>

**Всего** **23920.2** **69010.2** **52793.0**

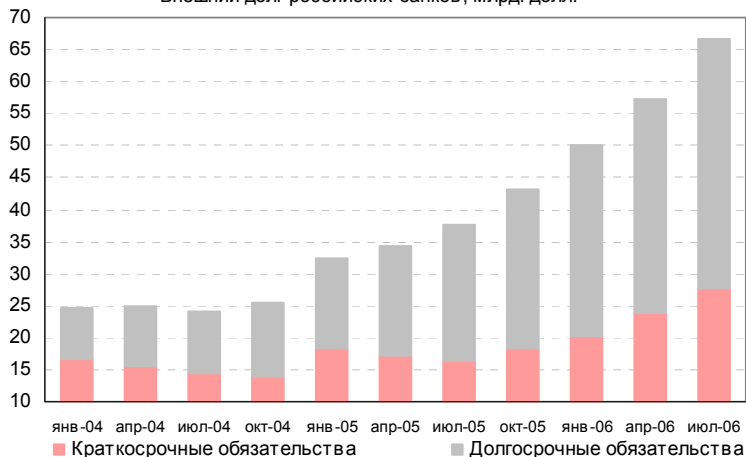
Источники: Банк Москвы

Внешние заимствования частного сектора, млрд. долл.



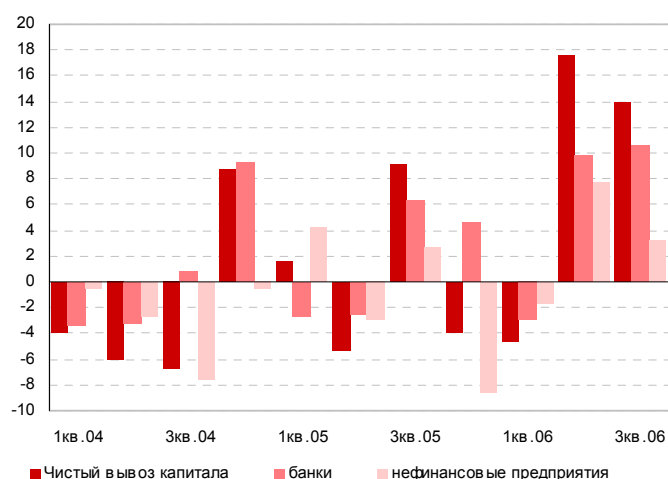
Источники: оценки Банка Москвы

Внешний долг российских банков, млрд. долл.



Источники: Центральный Банк РФ

Чистый вывоз капитала частного сектора, млрд. долл. США



Источники: Центральный Банк РФ

## US-Treasuries

В настоящее время темпы роста экономики США замедляются, а отдельные сектора демонстрируют признаки снижения экономической активности. Основным предметом для беспокойства является рынок жилья. На наш взгляд, наиболее вероятным сценарием дальнейшего развития экономики США является «мягкая посадка»: постепенное снижение темпов роста с последующей стабилизацией и постепенное ослабление инфляционного давления. Это может спровоцировать умеренное снижение доходностей us-treasuries и стать поводом для снижения ставки fed funds на 25 б.п. со стороны ФРС. Резкое замедление экономики США в настоящий момент представляется маловероятным. Ближе к концу 2007 года – в III – IV кварталах ускорение экономики может привести к росту доходностей us-treasuries.

### Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

	Изм-е, б.п.						
	30.11.06	Неделя	За месяц	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Fed Funds Rate	5.25	0	0	25	125	100	325
UST 02	4.62	-12	-8	-42	21	22	170
UST 05	4.44	-12	-13	-60	2	8	85
UST 10	4.46	-10	-14	-66	-3	7	23
UST 30	4.56	-9	-16	-66	-13	2	-33

Источники: REUTERS, Банк Москвы

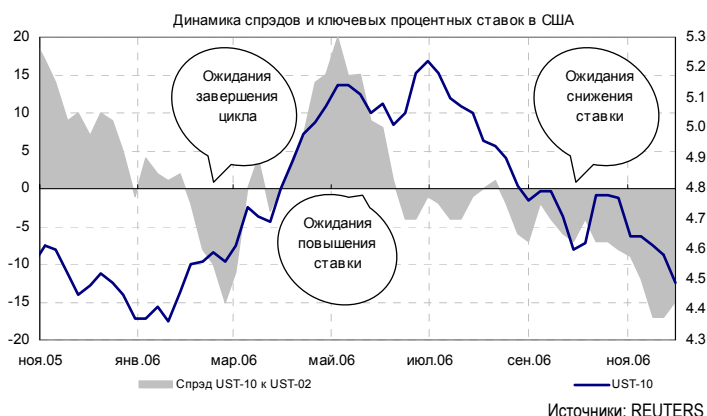
### Итоги 2006 года

В 2006 году ожидания инвесторов 2 раза претерпели кардинальные изменения относительно состояния экономики и действий ФРС. В начале года большинство участников рынка ожидало завершения цикла ужесточения монетарной политики, что в начале февраля привело к инверсивному виду кривой доходности us-treasuries.

Первый раз ожидания были пересмотрены в начале марта. Основной причиной стало чрезмерное укрепление рынка труда, несущее инфляционную угрозу на фоне максимальной загрузки производственных мощностей. Рост стоимости рабочей силы частично повлиял на рост базовых инфляционных показателей в производственной и потребительской сфере. Частично рост инфляционных показателей был спровоцирован ростом цен на энергоносители. Ожидания продолжения ужесточения монетарной политики спровоцировали существенный рост доходностей us-treasuries в первой половине года. С начала года до конца июня (когда доходности 10-летних облигаций достигли своего пика - 5,25% годовых), рост доходностей составил 85 б.п. Доходности 2-летних UST за этот период выросли на 88 б.п. – до 5,28% годовых.

Второй раз ожидания рынка поменялись после июльского выступления председателя ФРС Бена Бернанке перед Конгрессом с полугодовым докладом по монетарной политике. Бернанке отметил, что по оценкам FOMC замедление роста экономической активности, а также отложенное влияние от предыдущего ужесточения монетарной политики, будет способствовать, со временем, ограничению инфляционного давления.

На заседании Комитета по открытым рынкам в августе впервые за два года было принято решение оставить ключевую ставку на текущем уровне (5,25%), на всех последующих заседаниях она также оставалась неизменной. С июля доходности us-treasuries начали снижаться, и к концу года кривая опять приобрела частично инверсивный вид: спрэд между 2-летними и 10-летними us-treasuries в конце ноября расширился до максимальных уровней с конца 2000 года (18 – 19 б.п.), что является отражением растущих ожиданий снижения учетной ставки ФРС, на длинном конце кривая сохраняет нормальный вид.



## Прогнозы на 2007 год

Наиболее вероятным сценарием в 2007 году на наш взгляд является однократное снижение учетной ставки на 25 б.п. (с 5,25% до 5% годовых), которое, скорее всего, произойдет во II квартале 2007 года. После этого до конца года ставка с большой долей вероятности останется на уровне 5% годовых.

Прогнозируя динамику рынка us-treasuries, мы опирались на следующие предпосылки:

- Базовым сценарием дальнейшего развития экономики США является «мягкая посадка»: постепенное снижение темпов роста ВВП с последующей стабилизацией и постепенное ослабление инфляционного давления. Резкое замедление экономики США в настоящий момент представляется маловероятным. Ближе к концу 2007 года – в III – IV кварталах – экономика может начать восстанавливаться.
- Согласно рыночным сигналам, динамике фьючерсов на ставку fed funds, а также установившейся инверсии кривой us-treasuries, рынок настроился на снижение учетной ставки на 50 б.п. до сентября 2007 года. Стоит отметить, однако, что ожидания рынка – фактор весьма изменчивый, и во многом зависят от поступающих экономических данных. Например, в сентябре – октябре оценка вероятности снижения ставки на 25 б.п. в I квартале 2007 года то взлетала до 90%, то снижалась до нуля.
- Внешний фактор, определяющий спрос на us-treasuries со стороны нерезидентов, не окажет существенного воздействия на динамику доходностей базовых активов.

## Кривая доходности us-treasuries

Замедление экономического роста и стабилизация инфляционных показателей могут привести к снижению учетной ставки ФРС на 25 б.п. Слабость экономики и сохранение ожиданий относительно снижения учетной ставки предопределяют инверсивный вид кривой доходностей и могут стать одним из факторов умеренного снижения доходностей us-treasuries относительно текущих уровней.

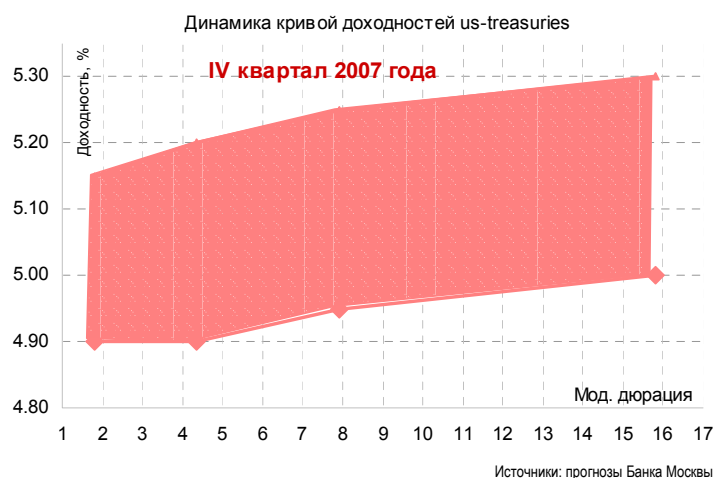
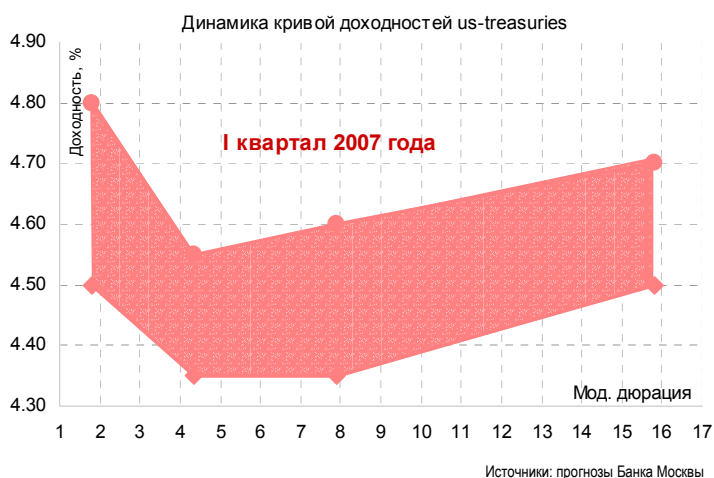
В конце III-го – IV-м квартале экономика США должна начать восстанавливаться, что будет способствовать росту доходностей us-treasuries и возвращению кривой доходности к нормальному возрастающему виду.

На наш взгляд, II и III кварталы 2007 года должны стать переходными. Динамика us-treasuries в этот период будет зависеть от того, когда именно произойдет понижение ставки, и как скоро экономика США начнет демонстрировать признаки ускорения роста.

Прогнозные диапазоны us-treasuries в 2007 г.

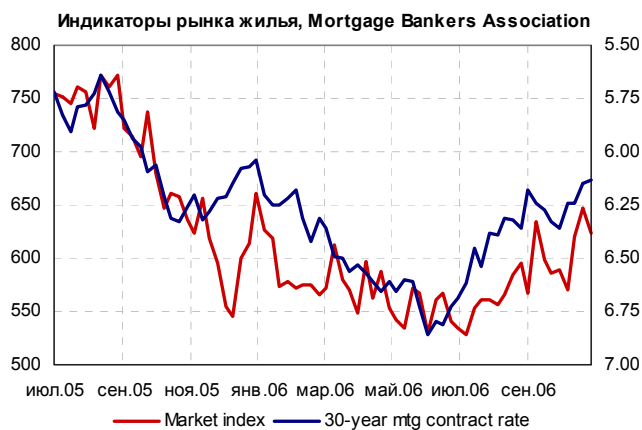
	I кв. 2007 г.	IV кв. 2007 г.
Fed Funds Rate	5.25	5
UST-02	4.5 - 4.80	4.90 - 5.15
UST-05	4.35 - 4.55	4.90 - 5.2
UST-10	4.35 - 4.60	4.95 - 5.25
UST-30	4.50 - 4.70	5.00 - 5.30

Источники: REUTERS, Банк Москвы



### Экономический фактор

Основной аргумент «за» снижение учетной ставки с экономической точки зрения - продолжающееся ослабление жилищного сектора США, которое дорого обходится американской экономике. В III квартале 2006 года темпы роста ВВП США снизились до 2,2% с 2,6% во II квартале (3,2% в 2005 году). Основной причиной снижения темпов роста стала ситуация на рынке жилья – инвестиции в жилищное строительство падают в течение 3-х кварталов, в III квартале снижение составило 18%. На октябрьском заседании Комитета по открытым рынкам жилищный сектор был отмечен при обсуждении как основной фактор, тормозящий экономический рост, и, по мнению членов ФРС, останется им в ближайшие несколько кварталов.



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data

В ноябре Белый Дом понизил прогноз экономического роста США на 2006 – 2007 годы. По новым оценкам в 2006 году ВВП вырастет на 3,1%, тогда как ранее прогнозировался рост на 3,6%. В 2007 году темпы роста замедлятся до 2,9% против 3,3%, озвученных ранее. Причина пересмотра прогнозов все та же – снижение активности на рынке жилья. При этом прогнозы по инфляции были также снижены. Индекс потребительских цен по итогам текущего года может вырасти на 2,3%, что существенно ниже 3%, о которых говорилось ранее. Прогноз роста CPI на 2007 год понижен с 2,6% до 2,4%, что, однако, по-прежнему выше комфортного уровня ФРС (2%).

#### Прогнозы ключевых экономических показателей США на 2006-2011 гг.

	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
<b>Реальный ВВП, темпы роста %</b>						
Параметры бюджета 2007	3.40	3.30	3.20	3.10	3.10	3.10
Прогноз White House (ноябрь 2006)	3.10	2.90	3.10	3.10	3.00	3.00
<b>Индекс потребительских цен (CPI), год к году, %</b>						
Параметры бюджета 2007	3.00	2.40	2.40	2.40	2.40	2.50
Прогноз White House (ноябрь 2006)	2.30	2.60	2.60	2.50	2.40	2.30
<b>Уровень безработицы, %</b>						
Параметры бюджета 2007	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
Прогноз White House (ноябрь 2006)	4.60	4.60	4.80	4.80	4.80	4.80
<b>3-мес. казначейские векселя</b>						
Параметры бюджета 2007	4.20	4.20	4.30	4.30	4.30	4.30
Прогноз White House (ноябрь 2006)	4.70	4.70	4.60	4.40	4.20	4.10
<b>10-летние казначейские облигации</b>						
Параметры бюджета 2007	5.00	5.40	5.50	5.60	5.60	5.60
Прогноз White House (ноябрь 2006)	4.80	5.00	5.10	5.20	5.30	5.30

Источники: Office of Management and Budget (OMB), REUTERS

**Внешний фактор**

В 2006 году все чаще стали звучать заявления официальных представителей Центральными Банков (в частности японского и китайского) о необходимости диверсификации золотовалютных резервов и сокращении доли долларовых активов. Обе страны являются ключевыми держателями казначейских облигаций: Япония занимает первое место, Китай – второе. Немалую роль в этом сыграло ослабление позиций американской валюты на мировом рынке. В реальности же, несмотря на многочисленные высказывания китайских властей, каких-либо действий Поднебесная пока не предпринимала. Можно констатировать лишь замедление темпов роста объема us-treasuries в китайском портфеле золотовалютных резервов. По итогам 9 месяцев 2006 года объем UST, принадлежащих Китаю, вырос на 10,4%, составив \$342,1 млрд. Объем us-treasuries, принадлежащих Японии, снизился, хотя и незначительно – на 4,5% до \$639,2 млрд. Помимо этого стоит отметить тенденцию к снижению их доли в золотовалютных резервах Японии: этот показатель снизился с 80,7% в декабре 2005 года до 74,2% в сентябре 2006 года.

В то же время Великобритания и страны ОПЕК, занимающие третье и четвертое место среди держателей американских казначейских облигаций, напротив, наращивали объемы – темпы роста составили 42,3% и 32,2% соответственно.

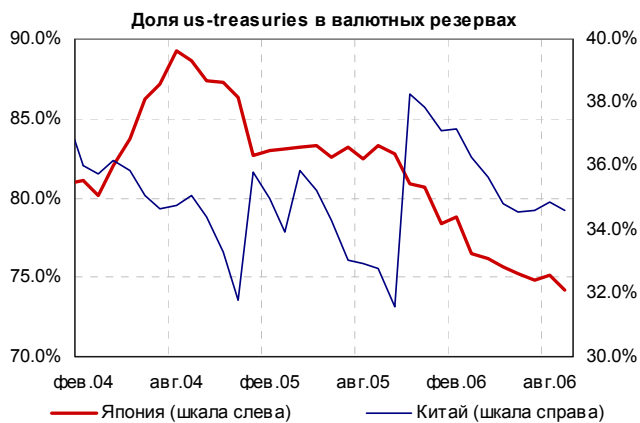
В совокупности объем us-treasuries, принадлежащих нерезидентам, за 9 месяцев 2006 года вырос на 2%. Таким образом, объем UST во владении иностранцев продолжает расти, однако его темпы постепенно замедляются.

Мы полагаем, что резкого сокращения спроса на us-treasuries со стороны официальных государственных органов нерезидентов США в 2007 году не будет. Более вероятным представляется продолжение постепенного снижения темпов роста.

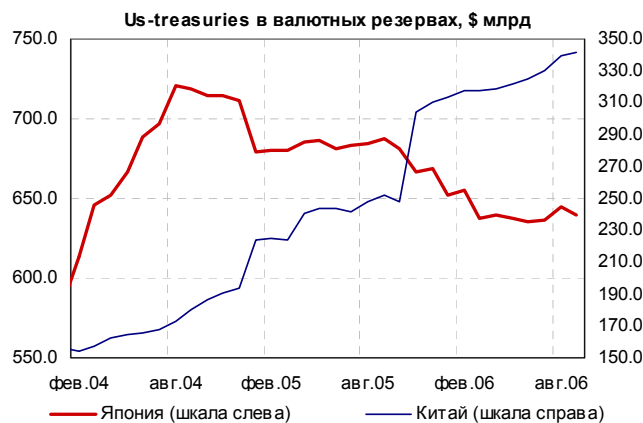
**Основные иностранные владельцы us-treasuries**

	сен.06	дек.05	изм-е, %	январ.05	изм-е, %
Япония	639.2	669	-4.5	679.3	-1.5
Китай	342.1	310	10.4	223.5	38.7
Великобритания	207.8	146	42.3	101.1	44.4
Страны Карибского бассейна	52.7	78.6	-33.0	94.2	-16.6
Южная Корея	69	69	0.0	53.6	28.7
ОПЕК	103.4	78.2	32.2	67	16.7
Тайвань	65	68.1	-4.6	68.3	-0.3
Остальные страны	656.2	615.5	6.6	622.1	-1.06
<b>Всего</b>	<b>2075.8</b>	<b>2034.8</b>	<b>2.0</b>	<b>1909.1</b>	<b>6.58</b>

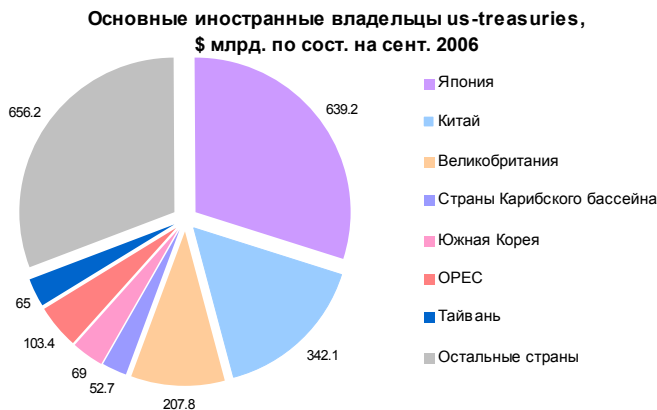
Источники: U.S. Department of the Treasury



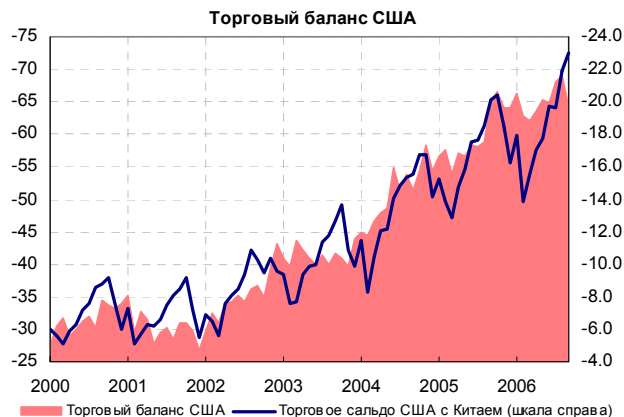
Источники: U. S. Department of the Treasury, Reuters



Источники: U. S. Department of the Treasury, Reuters



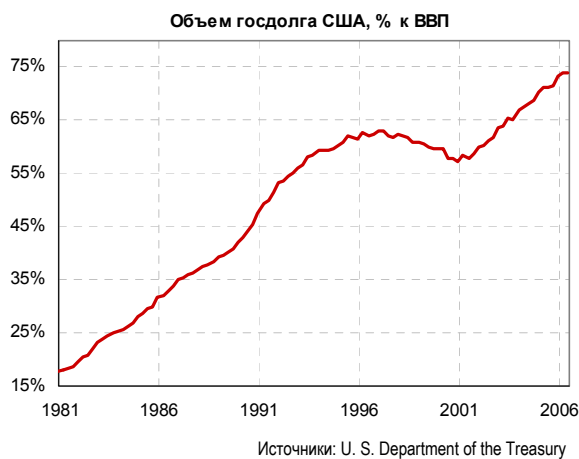
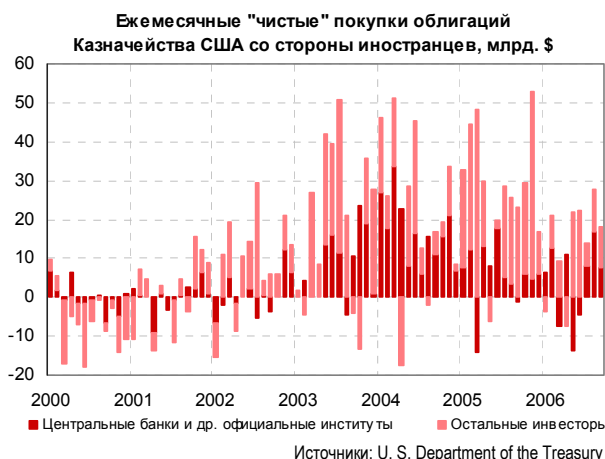
Источники: U. S. Department of the Treasury



Источники: FRED II data

Фактором поддержки для **us-treasuries** является тот факт, что они **воспринимаются рынком как «защитные» бумаги**, и спрос на них в периоды нестабильности существенно возрастает. Например, в мае-июне этого года можно было наблюдать отток средств с emerging markets и одновременно резкий рост активности частных инвестфондов на рынке treasuries. В июне чистые покупки us-treasuries со стороны частных фондов составили \$32,2 млрд., что в 3,8 раза выше среднего показателя за 9 месяцев 2006 года, составляющего \$8,5 млрд. В июле, когда ситуация успокоилась, можно было наблюдать «зеркальный» переток средств с рынка us-treasuries в более рискованные активы emerging markets. Эта ситуация также является хорошей иллюстрацией того, насколько волатилен спрос на американские казначейские бумаги со стороны нерезидентов. В 2007 году мы не ожидаем существенного пересмотра рисков сектора EM, и фактор «бегства в качество» в моменты нестабильности по-прежнему останется актуальным.

Еще одним аргументом в пользу сохранения спроса на us-treasuries является огромный **дефицит торгового баланса США**, который должен быть профинансирован притоком капитала в США. Несмотря на стабилизацию этого показателя в 2006 году (с декабря 2005 года дефицит вырос всего на 0,2%), он по-прежнему остается очень высоким.



### Политика центральных банков

В декабре 2005 года Европейский Центральный Банк впервые с 2000 года повысил ключевую ставку на 25 б.п. – с 2% до 2,25% годовых. В 2006 году цикл повышения ставки продолжился: в общей сложности ставка была повышена на 125 б.п. – до 3,5% годовых. Однако на декабрьском заседании комментарии главы ЕЦБ Жан-Клода Трише, традиционный ориентир для рынка относительно дальнейших действий ЦБ, оказались смешанными и носили более мягкий характер, чем ожидалось. Подав рынку сигнал на возможное повышение ставки в будущем, Трише оставил изрядную долю неопределенности относительно того, когда произойдет это повышение и каким оно будет.

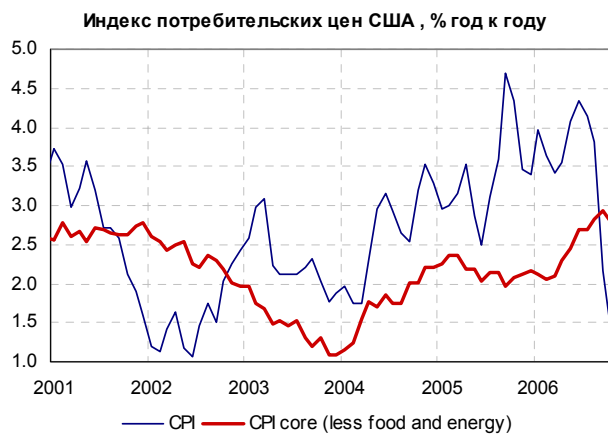
В марте о прекращении ультрамягкой денежной политики объявил Банк Японии. В рамках этой политики с 2001 года ЦБ «накачивал» финансовую систему деньгами, перечисляя их на резервные счета банков, чтобы оживить экономику, стагнировавшую даже в условиях нулевых процентных ставок. В июле было принято решение впервые за 6 лет повысить ставку с нулевого уровня до 0,25%. По словам главы ЦБ Тошико Фукуи, в дальнейшем Банк Японии будет придерживаться политики «предупреждения», постепенно повышая ставку, не дожидаясь негативных последствий от роста цен. Решение будет зависеть от данных об экономической активности и ценах, которые требуют «тщательного изучения».

Потенциально продолжение повышения учетных ставок в Европе и Японии может снизить эффект carry-trade и привести к постепенному снижению активности иностранных ЦБ на рынке us-treasuries, однако в 2006 году его влияние было ограничено. Ключевая ставка в Японии пока остается на исключительно низком уровне, относительно дальнейших действий ЕЦБ сохраняется высокая неопределенность. Мы полагаем, что и в 2007 году влияние этого фактора на рынок us-treasuries будет незначительным и компенсируется ослаблением курса доллара на мировом валютном рынке.

Макроэкономические индикаторы экономики США



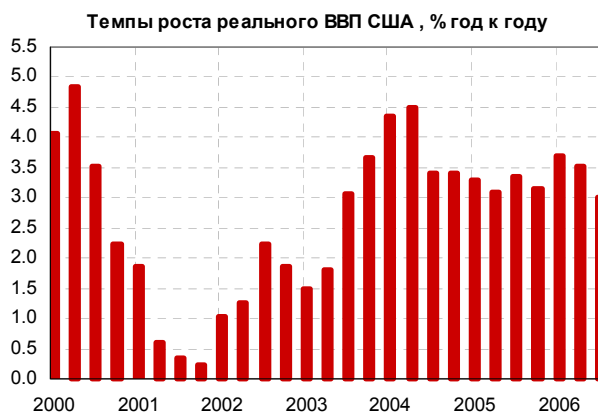
Источники: FRED II data



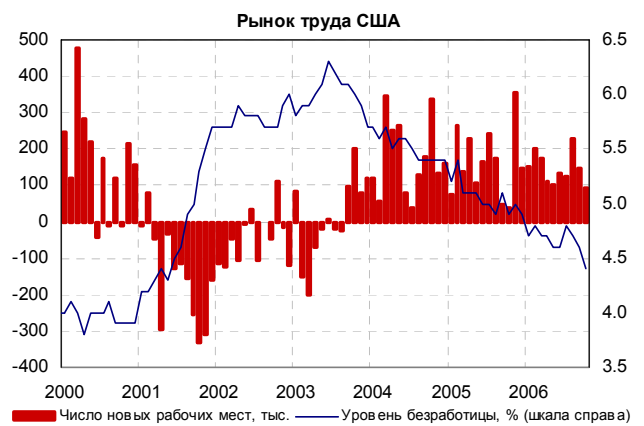
Источники: FRED II data



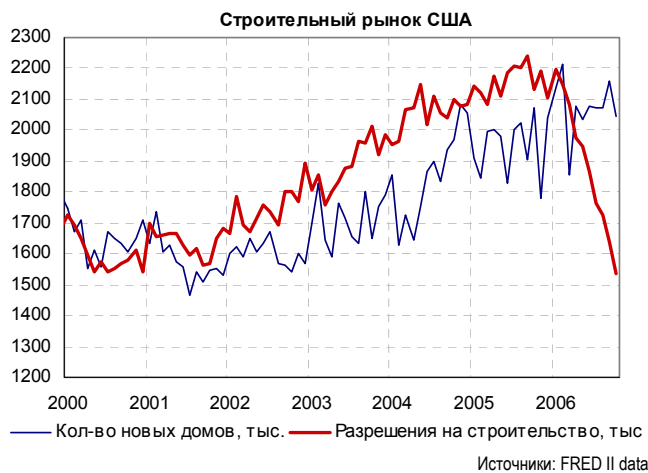
Источники: FRED II data



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data

## Emerging markets

Еврооблигации emerging markets стали приносить инвесторам постоянный доход, а их риски продолжают переоцениваться, что подтверждает общее повышение кредитных рейтингов стран emerging markets в течение 2006 года. Индекс EMBI+ принес за прошедшие 12 месяцев 11,7% годовых, а его спрэд сократился еще на 42 б.п. Основными драйверами роста рынка стали - приток капитала в начале года и переоценка рисков основных стран – Бразилии, Венесуэлы и Мексики. Благоприятная конъюнктура позволила досрочно расплатиться по внешним долгам не только России, но и Бразилии.

В следующем году ухудшение ситуации и рост рисков emerging markets вряд ли возможен. Исходя из наших предпосылок о развитии экономики США и динамики базовых процентных ставок, мы считаем, что еврооблигации emerging markets продолжат пользоваться спросом в первой половине 2007 г., а общий спрэд продолжит снижаться. Во второй половине года мы не исключаем некоторого охлаждения этих рынков.

### Конъюнктура emerging markets

	30.11.06	Неделя	За месяц	Изм-е			
				За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
<b>Полный доход, %</b>							
EMBI+	404.4	0.6	1.6	10.6	11.7	9.7	24.6
EMBI+ Russia	450.1	1.2	2.0	8.8	6.2	5.7	20.7
EMBI+ Mexico	348.6	0.5	1.0	10.1	6.2	5.4	15.5
EMBI+ Brasil	575.5	0.8	2.1	14.3	18.8	14.1	32.8
EMBI+ Venezuela	599.8	0.9	1.4	8.0	12.8	10.2	30.0
EMBI+ Argentine	117.7	1.0	2.5	25.6	42.5	40.2	46.5
EMBI+ Turkey	255.7	0.4	1.5	7.9	7.4	5.4	17.9
<b>Спрэды, б.п.</b>							
EMBI+ Spread	199	5	6	-12	-42	-40	-174
EMBI+ Russia Spread	113	-2	-2	-3	5	1	-102
EMBI+ Mexico Spread	120	4	8	-24	4	-1	-50
EMBI+ Brasil Spread	223	2	1	-45	-119	-82	-189
EMBI+ Venezuela Spread	233	-2	-2	25	-90	-79	-195
EMBI+ Argentine Spread	302	5	9	-61	-73	-196	-4942
EMBI+ Turkey Spread	245	7	10	19	17	28	-51

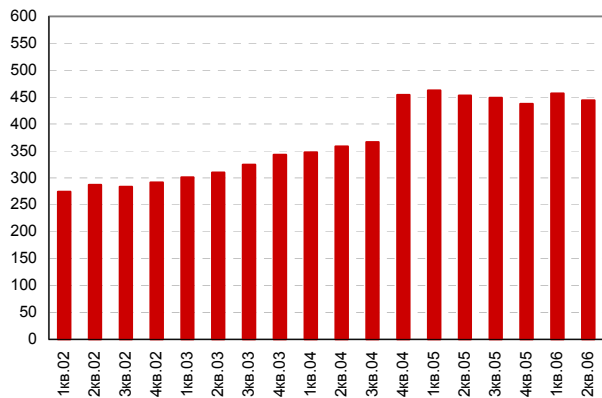
Источники: REUTERS

Сложившийся за последние пару лет равномерный рост индекса суверенных еврооблигаций развивающихся стран EMBI+ продолжился в 2006 году. Так, за прошедшие 12 месяцев индекс прибавил 11,7% по сравнению с 11,4% по итогам 2005 года. Сокращение спреда индекса за последние 12 месяцев составило 42 б.п. По данным на 30 ноября 2006 года спрэд индекса EMBI+ составил 199 б.п. Такой же уровень спреда был достигнут еще в первом квартале этого года, а по данным на начало мая уровень спреда составлял 175 б.п. Однако волна оттока капитала, захлестнувшая emerging markets в мае-июне этого года, вернула спрэды на уровни самого начала 2006 года.

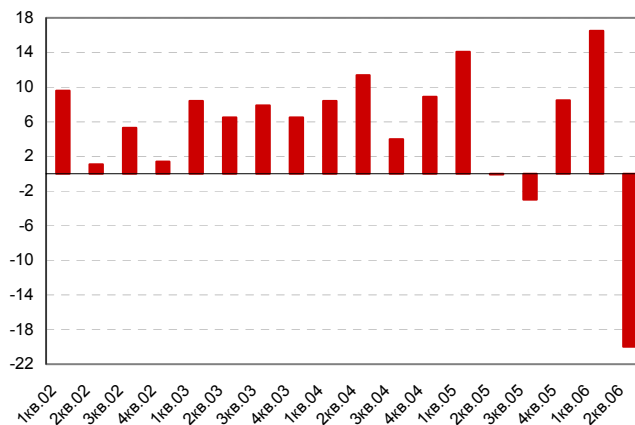
В последующие 5 месяцев конъюнктура emerging markets постепенно восстанавливалась. Замедление роста базовой инфляции и завершение череды повышений учетной ставки ФРС способствовало росту интереса инвесторов к долгу emerging markets.

Относительно стабильная ситуация на рынке развивающихся стран в 2006 году позволила странам emerging markets вплотную заняться вопросом погашения новых долгов. Согласно официальной статистике Банка Международных Расчетов (BIS), по данным на конец июня 2006 года объем долговых инструментов, находящихся в обращении составлял \$444,2 млрд. Так, если в 1-м квартале 2006 года объем выпуска новых долгов превалировал над погашениями уже обращающихся, то во 2-м объем внешнего долга (облигации) был значительно сокращен. Чистый объем выпуска долговых инструментов (размещения за вычетом погашений и корректировки на реструктуризацию) за 2-й квартал 2006 года составил -\$20 млрд. Более половины данного сокращения (-\$11,2 млрд.) составили погашения внешнего долга (долговые инструменты) Бразилией.

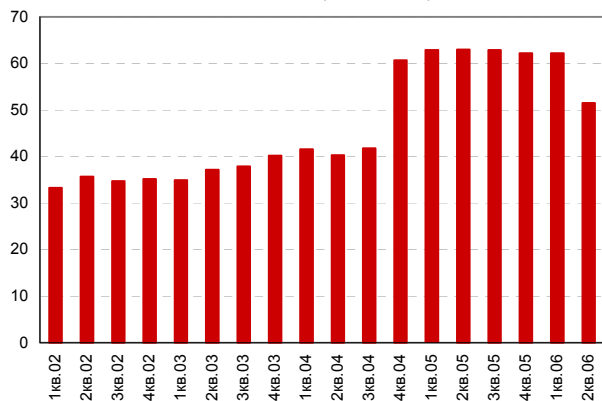
Совокупный объем долговых инструментов emerging market, находящихся в обращении, \$млрд.



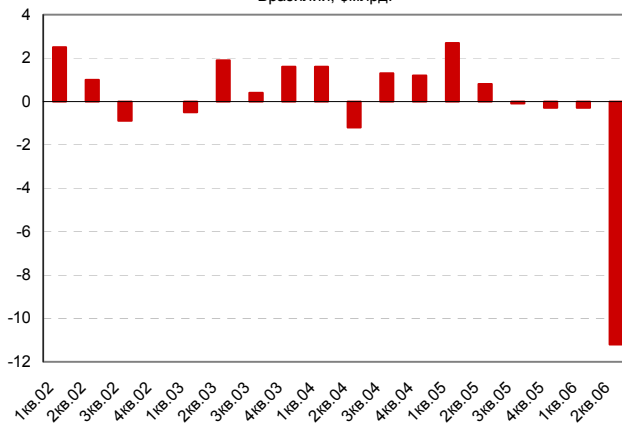
Чистый объем выпуска долговых инструментов, \$млрд.



Объем внешних долговых инструментов Бразилии, находящихся в обращении, \$млрд.



Чистый объем выпуска внешних долговых инструментов Бразилии, \$млрд.



**Кредитные рейтинги emerging markets**

По нашим данным в 2006 году были повышены рейтинги 20-ти странам emerging markets, в то время как рейтинги только 2-х стран были понижены, а рейтинги еще 32 стран были подтверждены.

Значимым событием стало повышение рейтингов России международными рейтинговыми агентствами «Fitch Ratings» и «Standard & Poor's» со ступеней «BBB» до «BBB+». Предпосылками к повышению явилось укрепление финансовых и макроэкономических позиций России, а также досрочное погашения \$22 млрд. долга перед Парижским Клубом кредиторов. Успехи по погашению внешнего госдолга повторила Бразилия. В течение 2006 г. страна погасила порядка \$18 млрд. долга перед Международным Валютным Фондом и Парижским Клубом кредиторов, что побудило «Standard & Poor's» повысить рейтинг латиноамериканской страны до уровня «BB» (раньше – «BB-»).

В итоге еврооблигации Бразилии продемонстрировали наибольший «апсайд» в секторе еврооблигаций emerging markets. С гигантским отрывом от остальных развивающихся стран Бразилия возглавила список лидеров роста. По итогам 12 месяцев индекс EMBI+ Бразилия прибавил 18,8%, а его спрэд сузился на 119 б.п.

**Прогнозы**

В 2007 году интерес к еврооблигациям emerging markets должен снизиться. Сужение спрэдов будет продолжаться, но его изменение вряд ли будет сравнимо с изменениями предыдущих лет. (-40 б.п. в 2006 г. и -130 б.п. в 2005 г.). Влияние локальных кризисов emerging markets на конъюнктуру внешних долговых рынков в целом будет довольно ограничено, а возникновение глобальных финансовых кризисов, на наш взгляд, крайне маловероятно. В этом плане большой вес приобретут изменчивые потоки капитала, реакция которых на динамику экономики и базовых активов очень чувствительна.



## Рейтинги Emerging Markets

Дата	Агентство	Страна, эмитент	Рейтинговое действие	Новый рейтинг	Новый прогноз	Прежний рейтинг	Прежний прогноз
28 фев 06	S&P	Бразилия	Повышение рейтинга	BB	Стаб.	BB-	Стаб.
1 мар 06	Moody's	Болгария	Повышение рейтинга	Baa3	Стаб.	Ba1	Стаб.
23 мар 06	S&P	Аргентина	Повышение рейтинга	B	Стаб.	B-	Стаб.
5 апр 06	S&P	Саудовская Аравия	Повышение рейтинга	A+	Стаб.	A	Стаб.
24 апр 06	Fitch Ratings	Иран	Понижение рейтинга	B+	Стаб.	BB-	Стаб.
3 май 06	S&P	Камерун	Повышение рейтинга	B-	Стаб.	CCC	Стаб.
6 май 06	Fitch Ratings	Доминиканская р-ка	Повышение рейтинга	B	Стаб.	B-	Стаб.
17 май 06	Moody's	Босния и Герцеговина	Повышение рейтинга	B2	Стаб.	B3	Стаб.
19 май 06	Moody's	Индонезия	Повышение рейтинга	B2	Стаб.	B1	Стаб.
12 июн 06	Fitch Ratings	Камерун	Повышение рейтинга	B	Стаб.	B-	Стаб.
13 июн 06	Fitch Ratings	Македония	Повышение рейтинга	BB+	Стаб.	BB	Стаб.
15 июн 06	S&P	Венгрия	Понижение рейтинга	BBB+	Негатив.	A-	Негатив.
12 июл 06	Fitch Ratings	Словения	Повышение рейтинга	AA	Стаб.	AA-	Стаб.
25 июл 06	Fitch Ratings	Россия	Повышение рейтинга	BBB+	Стаб.	BBB	Стаб.
27 июл 06	S&P	Китай	Повышение рейтинга	A	Стаб.	A-	Позитив.
1 авг 06	Fitch Ratings	Индия	Повышение рейтинга	BBB-	Стаб.	BB+	Стаб.
17 авг 06	Fitch Ratings	Саудовская Аравия	Повышение рейтинга	A+	Стаб.	A	Стаб.
22 авг 06	Fitch Ratings	Бермуды	Повышение рейтинга	AA+	Стаб.	AA	Стаб.
31 авг 06	Fitch Ratings	Румыния	Повышение рейтинга	BBB	Стаб.	BBB-	Стаб.
31 авг 06	Fitch Ratings	Перу	Повышение рейтинга	BB+	Стаб.	BB	Стаб.
4 сен 06	S&P	Россия	Повышение рейтинга	BBB+	Стаб.	BBB	Стаб.
23 окт 06	Fitch Ratings	Литва	Повышение рейтинга	A	Стаб.	A-	Стаб.

Источники: рейтинговые агентства

### Emerging markets – динамика ключевых суверенных спрэдов



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

## Российские еврооблигации

Основными событиями 2006 года стали осуществление платежей по досрочному погашению долга РФ Парижскому Клубу и повышение суверенного рейтинга России от двух ведущих рейтинговых агентств - Standard & Poor's и Fitch до уровня BBB+.

В 2007 году мы ждем сужение суверенного спреда до 70 – 80 б.п., чему будет способствовать улучшение макроэкономических показателей страны, а также вероятное повышение суверенного рейтинга до уровня «А-». Сдерживающим фактором будут выступать парламентские выборы как фактор политической нестабильности.

### Конъюнктура российских еврооблигаций

	30.11.06	Неделя	За месяц	За 6 мес.	Изм-е*		
					За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Россия-30, цена	113.4	1.1	1.4	6.3	1.5	0.6	11.4
Россия-30, YTM	5.61	-14	-18	-74	-4	6	-101
UST 10	4.46	-10	-14	-66	-3	7	23
Спрэд России 30 и UST-10	114	-4	-3	-8	-1	-1	-125

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

Основными событиями 2006 года стали осуществление платежей по досрочному погашению долга РФ Парижскому Клубу и повышение суверенного рейтинга России от двух ведущих рейтинговых агентств - Standard & Poor's и Fitch.

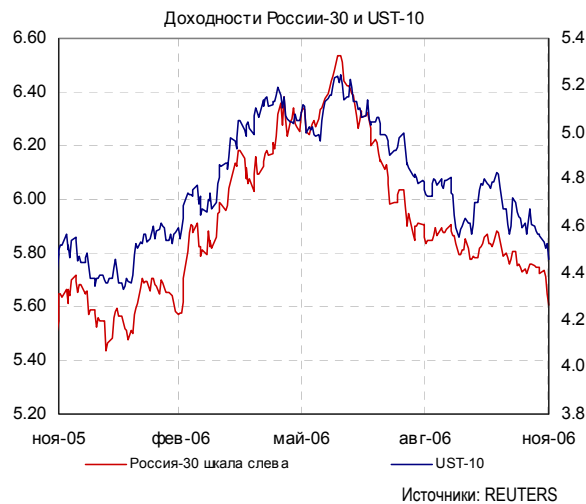
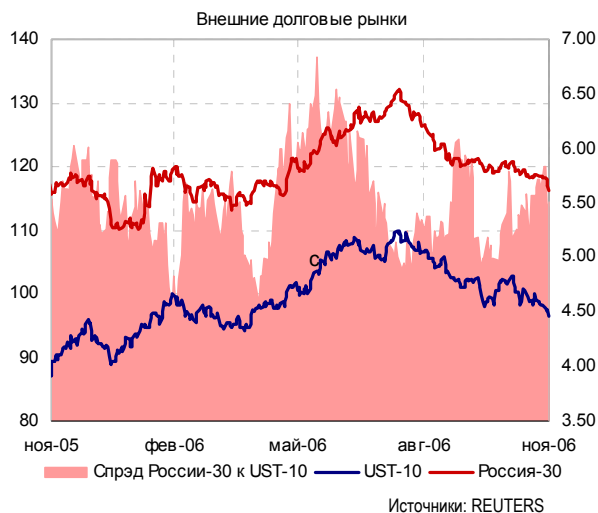
Подписание протокола с Парижским Клубом о полном погашении долга в июне совпало по времени с наиболее серьезным за год оттоком средств с emerging markets. Отчасти именно это стало причиной практически полного отсутствия реакции на рынке еврооблигаций.

В августе были проведены последние платежи в рамках досрочного погашения задолженности бывшего СССР перед Парижским клубом: плановые платежи на сумму \$1,3 млрд. и досрочные выплаты на \$22,5 млрд. Досрочное погашение долга было осуществлено с премией, что изначально вызвало много споров в правительстве РФ. По номиналу было погашено 51,4% долга (долг с плавающей процентной ставкой), оставшаяся часть, долг с фиксированной ставкой, был выплачен с премией в размере 4,8%, или \$1 млрд. Обсуждение возможности досрочного погашения началось еще в феврале, и сужение суверенного спреда ниже 100 б.п. происходило в моменты активизации спекуляций вокруг этой темы - феврале и апреле. «На фактах» же существенного сужения спреда не происходило.

В 2006 году Standard & Poor's и Fitch повысили суверенный рейтинг РФ на 1 ступень - до «BBB+» с «BBB», оставив Россию в одном шаге от группы А. Причем если Fitch повысило рейтинг еще до фактического осуществления платежей, то S&P - после завершения расчетов, предварив это долгими разговорами о том, что завершение выплат не повлечет за собой автоматического повышения рейтинга, так как «бюджетные и политические риски» остаются неизменными. Единственным агентством, не пересматривавшим рейтинги, стало Moody's. По версии этого агентства рейтинг России находится на уровне Baa2, на 1 ступень ниже (в сопоставимых шкалах) S&P и Fitch.

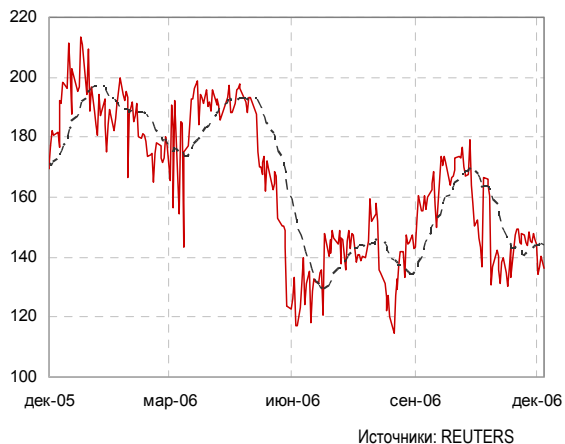
В течение года спред еврооблигаций Россия-30 к UST-10 колебался в широком диапазоне – от 98 б.п. до 137 б.п. Наиболее существенное расширение спреда происходило в рамках общих негативных настроений на emerging markets с середины мая до середины июля. Его сужение было вызвано активизацией спекуляций вокруг досрочного погашения долга. С начала года доходность еврооблигаций Россия-30 немного выросла – на 10 б.п. до 5,65% годовых, суверенный спред при этом крайне незначительно сузился – на 3 б.п. до 112 б.п.

В 2007 году мы ожидаем сужение российского спреда до 70 – 80 б.п., чему будет способствовать улучшение макроэкономических показателей страны, а также вероятное повышение суверенного рейтинга от Moody's. Сдерживающим фактором для рейтинговых агентств будут выступать парламентские выборы как неоднократно отмеченный всеми агентствами фактор политической нестабильности.

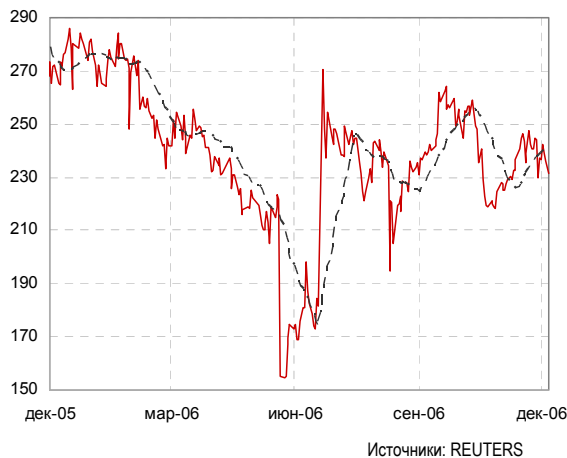


**Динамика индикативных спредов**

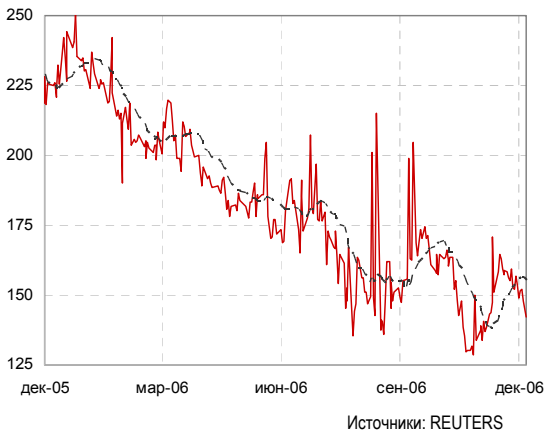
Спред еврооблигаций MMK-08 к России-10



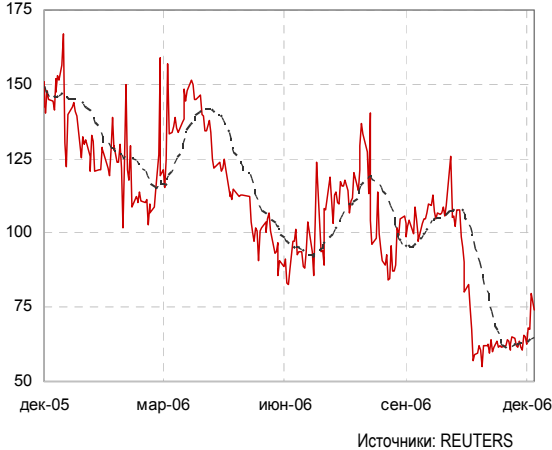
Спред еврооблигаций Северсталь-14 к России-10



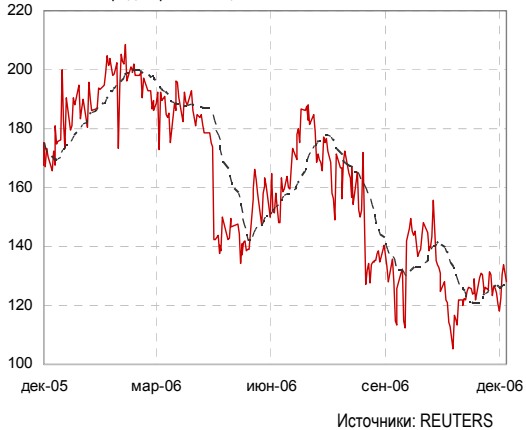
Спред еврооблигаций Евразхолдинг-09 к России-10



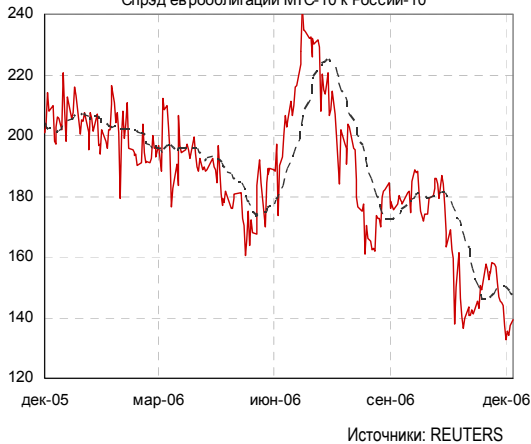
Спред еврооблигаций Норникель-09 к России-10



Спред еврооблигаций Вымпелком-11 к России-10



Спред еврооблигаций МТС-10 к России-10



## Денежный рынок

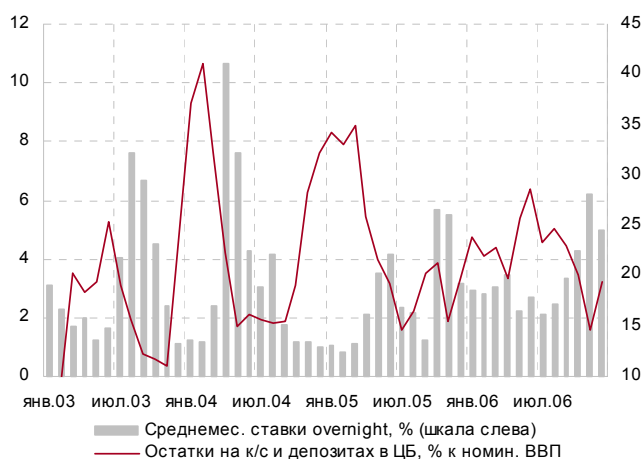
Стабилизация цен на нефть, опережающий рост импорта приведут к сокращению сальдо счета текущих операций. Ввоз капитала со стороны частного сектора достаточно волатилен и может не покрыть разницу от сужения сальдо торгового баланса. Дополнительную нагрузку окажут платежи частного сектора по внешним долгам. Такой сценарий может привести к сокращению рублевой ликвидности и незначительному росту ставок на денежном рынке.

Важнейшими тенденциями в денежной сфере в 2006 году явились существенное замедление инфляционных процессов и стремительное укрепление рубля, связанное не только с высокими ценами на нефть, но и с резко возросшим притоком иностранных инвестиций. По нашим оценкам в 2007-08 гг. инфляция продолжит замедляться, однако темпы укрепления рубля снизятся.

Нашей основной базовой предпосылкой относительно перспектив денежного рынка является стабилизация цен на нефть в 2007 году. Согласно нашим прогнозам среднегодовая цена нефти Urals составит порядка \$60 за баррель, что фактически соответствует текущим уровням (по итогам 2006 года среднегодовая цена российской нефти составит около \$61 за баррель).

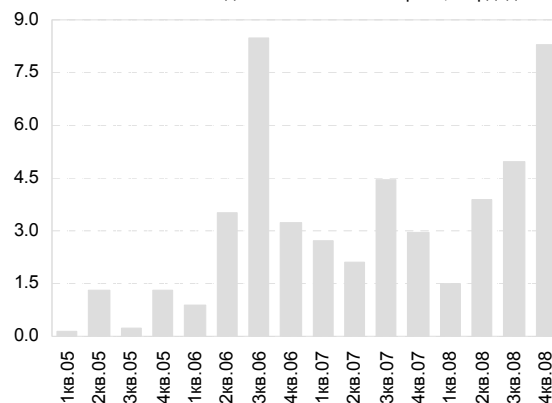
На наш взгляд, то обстоятельство, что цены на нефть в 2007 году практически не изменятся по сравнению с 2006 годом, будет иметь ряд значимых последствий для экономики РФ. Главным результатом станет сокращение сальдо счёта текущих операций, которое по нашим оценкам составит \$89 млрд. по сравнению со \$108 млрд. в 2006 году. Чистый ввоз частного капитала также может сократиться – ЦБ оценивает этот показатель в следующем году на уровне \$15 млрд. по сравнению с \$27 млрд. за девять месяцев 2006 года. Таким образом, чистый приток валюты в страну при сохранении цен на нефть на уровне \$60 за баррель может уменьшиться по сравнению с 2006 годом примерно на \$30-40 млрд.

Уровень ликвидности и ставки overnight



Источники: Центральный Банк, Росстат, расчеты Банка Москвы

Погашения внешнего долга частным сектором, млрд. долл.



Источники: оценки Банка Москвы

Это в свою очередь приведёт к ухудшению ситуации с ликвидностью на денежном рынке, и ослабит давление на доллар на валютном рынке. Мы ждем, что ставки «overnight» на денежном рынке незначительно вырастут с 4-6% в конце 2006 г. до 5-7% в 2007 году. Дефицит рублей заставляет уже сейчас Центральный Банк повышать ключевую ставку по регулированию ликвидности – ставку по операциям прямого РЕПО коммерческих банков с ЦБ РФ. В конце декабря были заключены сделки на уровне 6,47% годовых, по сравнению с 6,0–6,2% в течение года.

Мы полагаем, что в этих условиях у Центробанка не будет необходимости резко укреплять рубль, и это позволит сохранять стоимость бивалютной корзины в течение года стабильной. В результате динамика курса доллар/рубль и евро/рубль будет полностью определяться поведением пары евро/доллар. Если евро/доллар достигнет отметки 1,40, то доллар/рубль опустится до 25,55; движение пары евро/доллар на 1,25 приведёт к возвращению курса доллар/рубль на 27,0. Нарушить этот сценарий может либо непредсказуемое изменение потоков частного капитала, либо резкое движение на рынке нефти.

## Внутренний долговой рынок

В 2007 году мы не ждем какого-либо ухудшения ситуации на внутреннем долговом рынке. Рынок будет расти как в объемах, так и количестве эмитентов. Мы занимаем консервативную позицию и ждем небольшого роста доходностей базовых активов (ОФЗ) в связи с возможным ухудшением рублевой ликвидности в 2007 г.

Перспективы дальнейшего снижения стоимости заимствования (доходности облигаций) есть у эмитентов второго эшелона. Активизация иностранного капитала на внутреннем рынке усилит конкуренцию «за эмитента», что приведет к большему снижению доходностей именно в этом сегменте. Доходности облигаций «blue chips» станут больше зависеть от фундаментальных экономических факторов. На наш взгляд, интересны стратегии в облигациях эмитентов второго эшелона, имеющих перспективы стать «blue chips». Идеи, которые могут здесь реализоваться, есть практически в каждом секторе: металлургии, связи, авиастроении, банках и розничных сетях. Эмитенты третьего эшелона представляют собой главную угрозу для внутреннего рынка долга. Любое ухудшение фундаментальных факторов может стать «триггером» для роста доходностей облигаций эмитентов третьего эшелона, долг которых относительно короток, а способность оперативно рефинансироваться - невелика. В то же время, рост предложения со стороны этого сектора должен привести к «конкуренции» эмитентов, что может снизить эффективность ценообразования и увеличить требуемые премии.

### Рублевые облигации: доходность и совокупный доход по секторам в 2006 г.

Сектор	YTM/ YTP, %				HPR*, %
	дек.05	дек.06	изм-е, б.п.	дек.2007 П	
Корпоративные облигации**	10.35	9.49	-86	9.75	10.67
Blue chips	7.09	6.68	-41	6.40	7.57
Второй эшелон	9.53	8.37	-116	8.00	10.25
Третий эшелон	12.30	11.69	-61	12.50	12.08
Субфедеральные и муниципальные облигации	7.46	7.16	-30	7.50	7.60
Государственные облигации	6.64	6.31	-33	6.50	7.76

Источники: расчеты Банка Москвы

\*Совокупный доход за год (купон + изм-е цены), % годовых

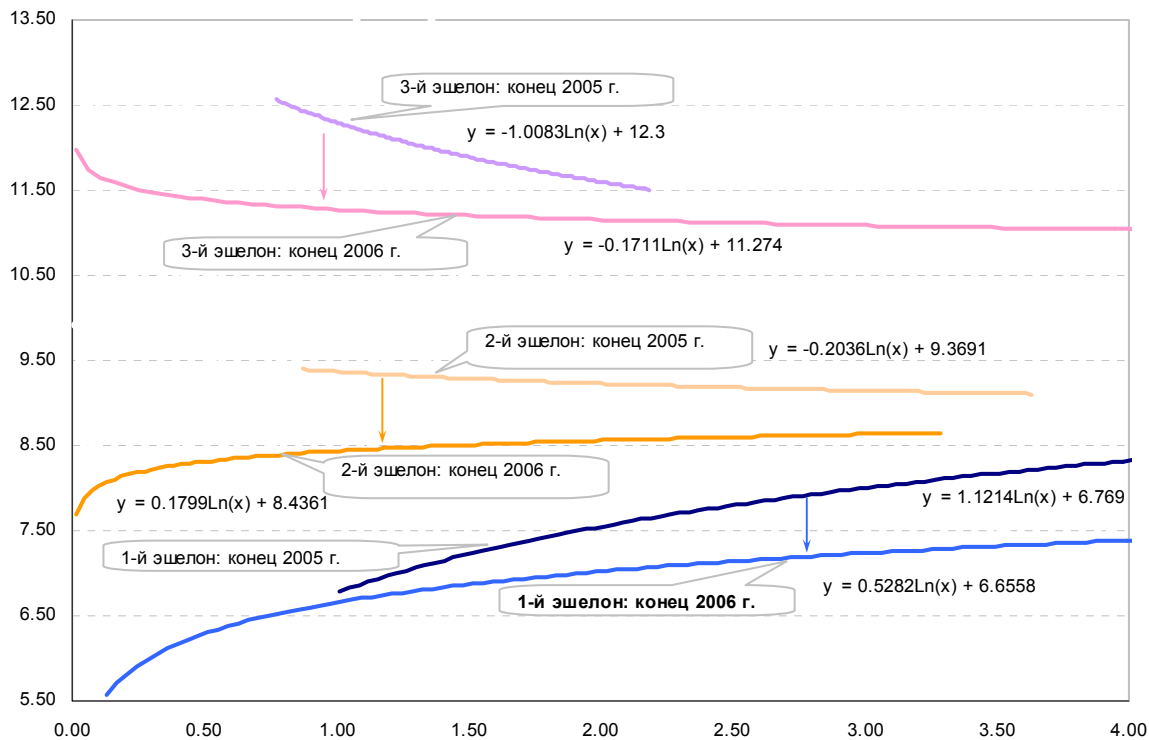
\*\*По бумагам обращающимся в конце 2005 г.

Снижение рисков российской экономики в целом, укрепление рубля, приток капитала и успешный контроль финансовых властей страны за инфляционными процессами привели к переоценке рисков инвестирования в рублевые инструменты с фиксированной доходностью. По нашим оценкам, стоимость заимствования для различных заемщиков снизилась в течение 2006 года от 30 б.п. (для региональных эмитентов) до 116 б.п. для эмитентов, которых можно отнести к второму эшелону.

В то же время, законная премия за больший риск к эмитентам третьего эшелона принесла владельцам облигаций этого сектора наивысшую доходность за расчетный период - более 12,0% годовых. При этом средняя доходность облигаций эмитентов, которых можно причислить к третьему эшелону снизилась, по нашим расчетам, всего на 61 б.п. Т.е. в два раза меньше, чем снижение стоимости заимствования для эмитентов второго эшелона. Совокупный доход владельцев облигаций второго эшелона составил по нашим оценкам порядка 10,25% годовых.

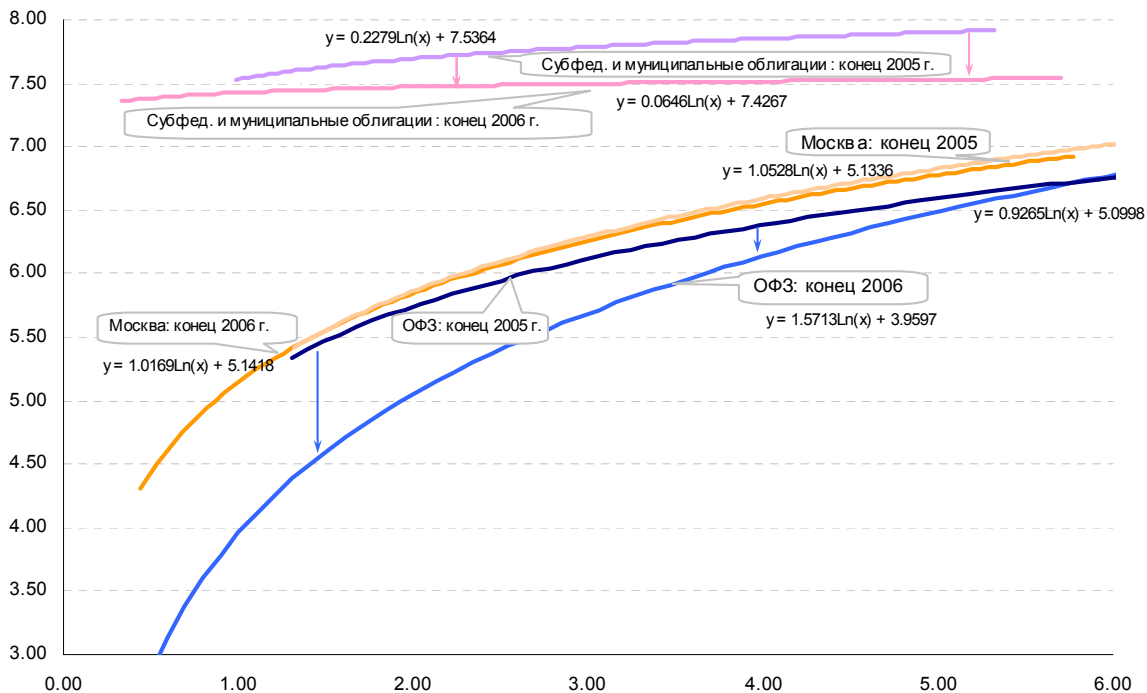
Таким образом, лишь инвестиции в диверсифицированный портфель корпоративных облигаций, а также портфели облигации второго и третьего эшелона принесли инвесторам доход, превышающий инфляцию (9,0%) за этот период.

Корпоративные облигации 2006: движение эшелонов



Источники: расчеты Банка Москвы

Москва, ОФЗ и муниципальный сектор

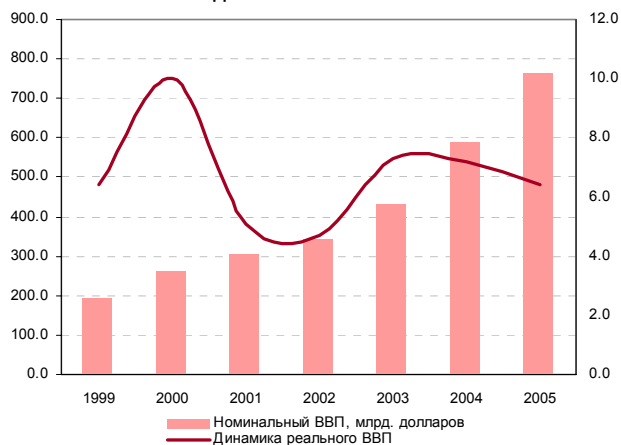


Источники: расчеты Банка Москвы

# Российская статистика

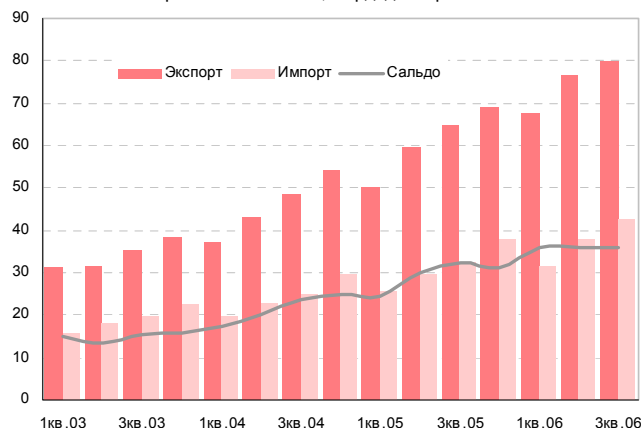
## Графики ключевых макроиндикаторов

Динамика ВВП России



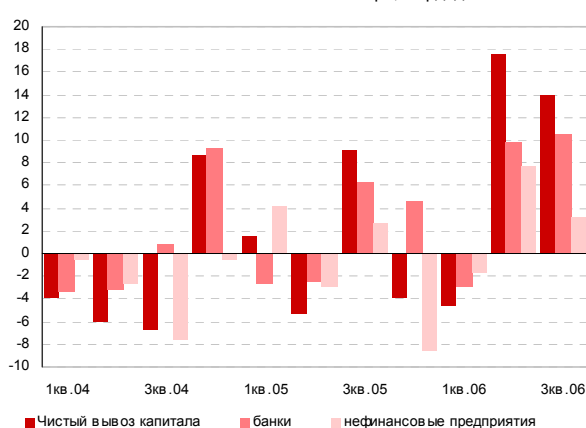
Источники: Центральный Банк РФ

Торговый баланс РФ, млрд. долларов



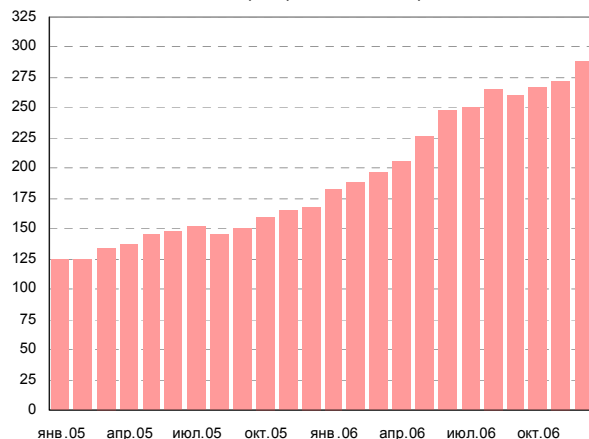
Источники: Центральный Банк РФ

Чистый вывоз капитала частного сектора, млрд. долл. США



Источники: Центральный Банк РФ

Золотовалютные резервы России, млрд. долл. США



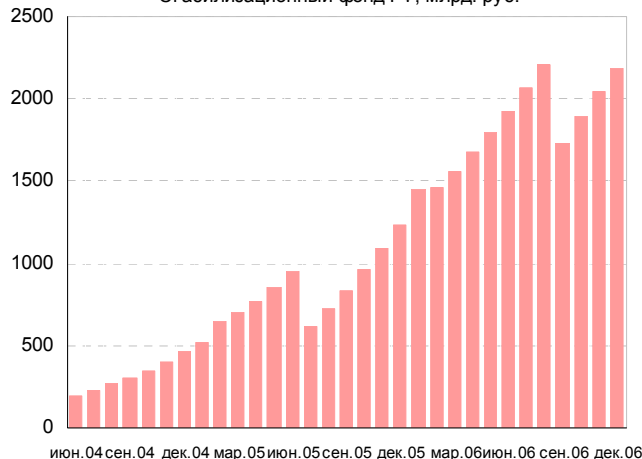
Источники: Центральный Банк РФ

Динамика денежного агрегата M2, в % год к году



Источники: Центральный Банк РФ

Стабилизационный фонд РФ, млрд. руб.

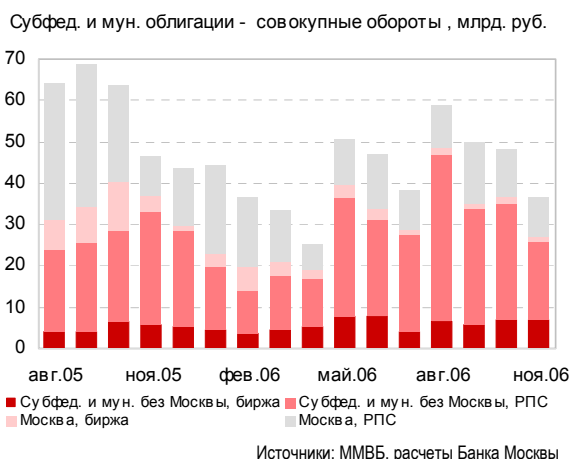
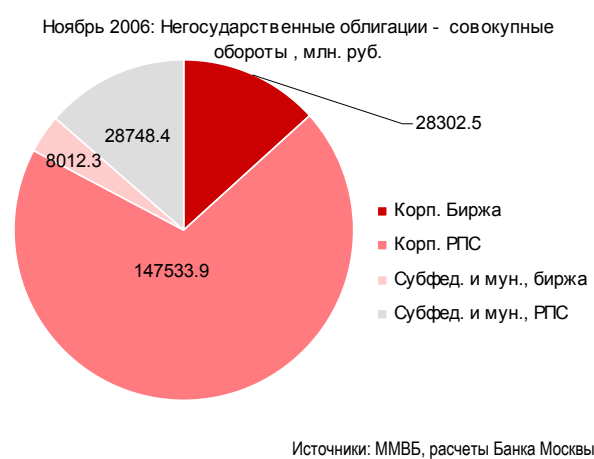
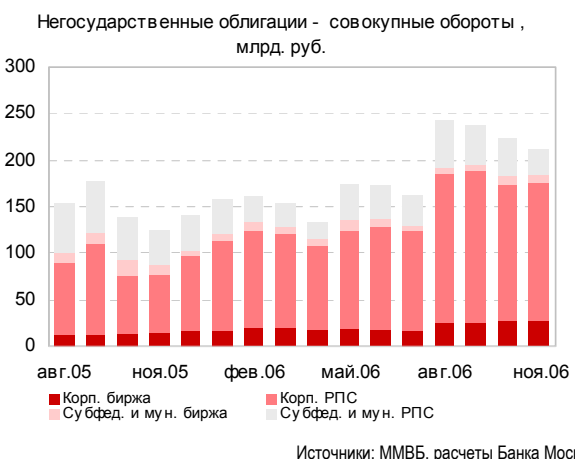
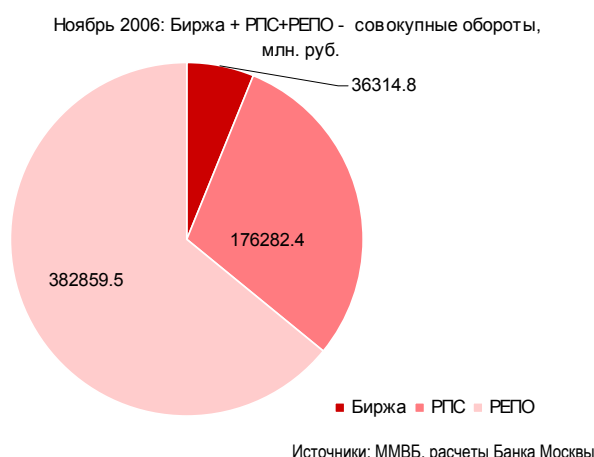
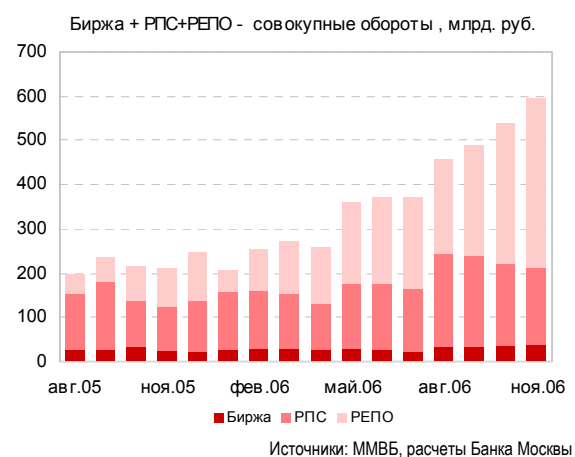


Источники: Минфин РФ

### Внутренний долговой рынок – динамика вторичного рынка

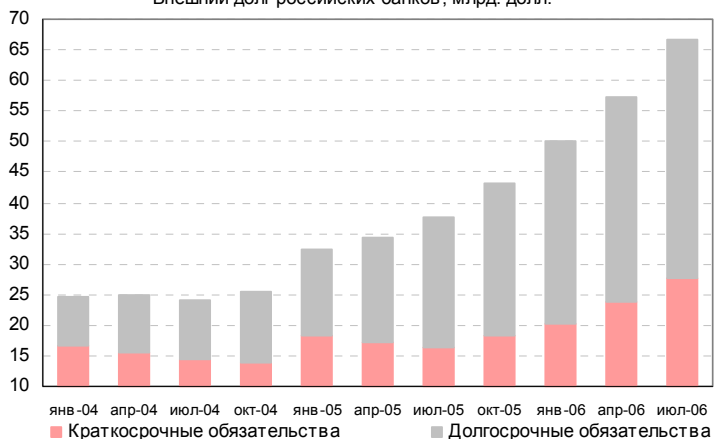


### Биржевые обороты с рублевыми облигациями на ММВБ



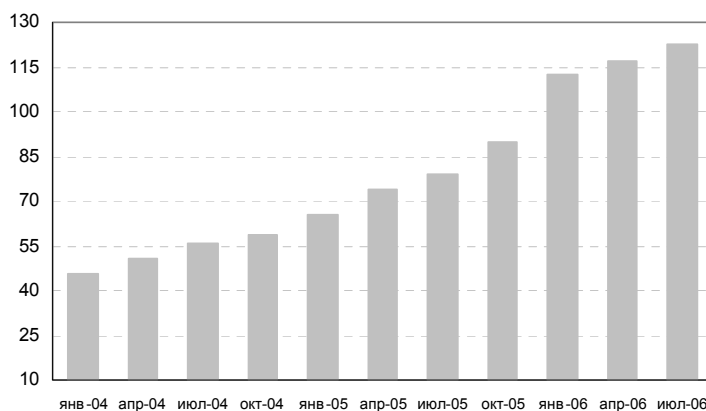
**Статистика внешнего долгового рынка**

Внешний долг российских банков, млрд. долл.



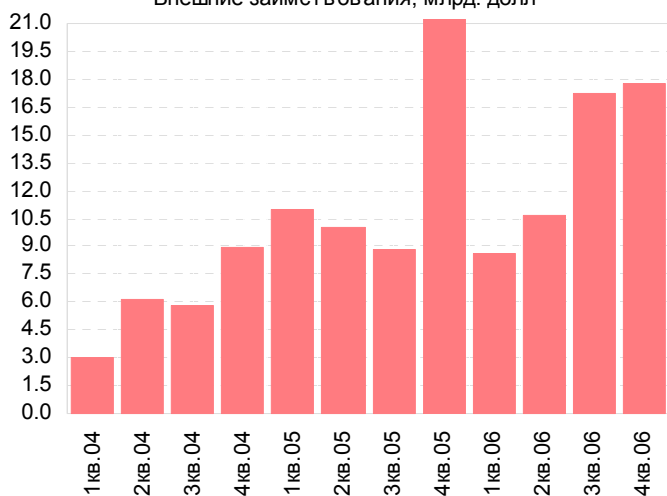
Источники: Центральный Банк РФ

Внешний долг нефинансовых предприятий, млрд. долл.



Источники: Центральный Банк РФ

Внешние заимствования, млрд. долл.



Источники: Информагентства, Банк Москвы

Погашения внешнего долга частным сектором, млрд. долл.



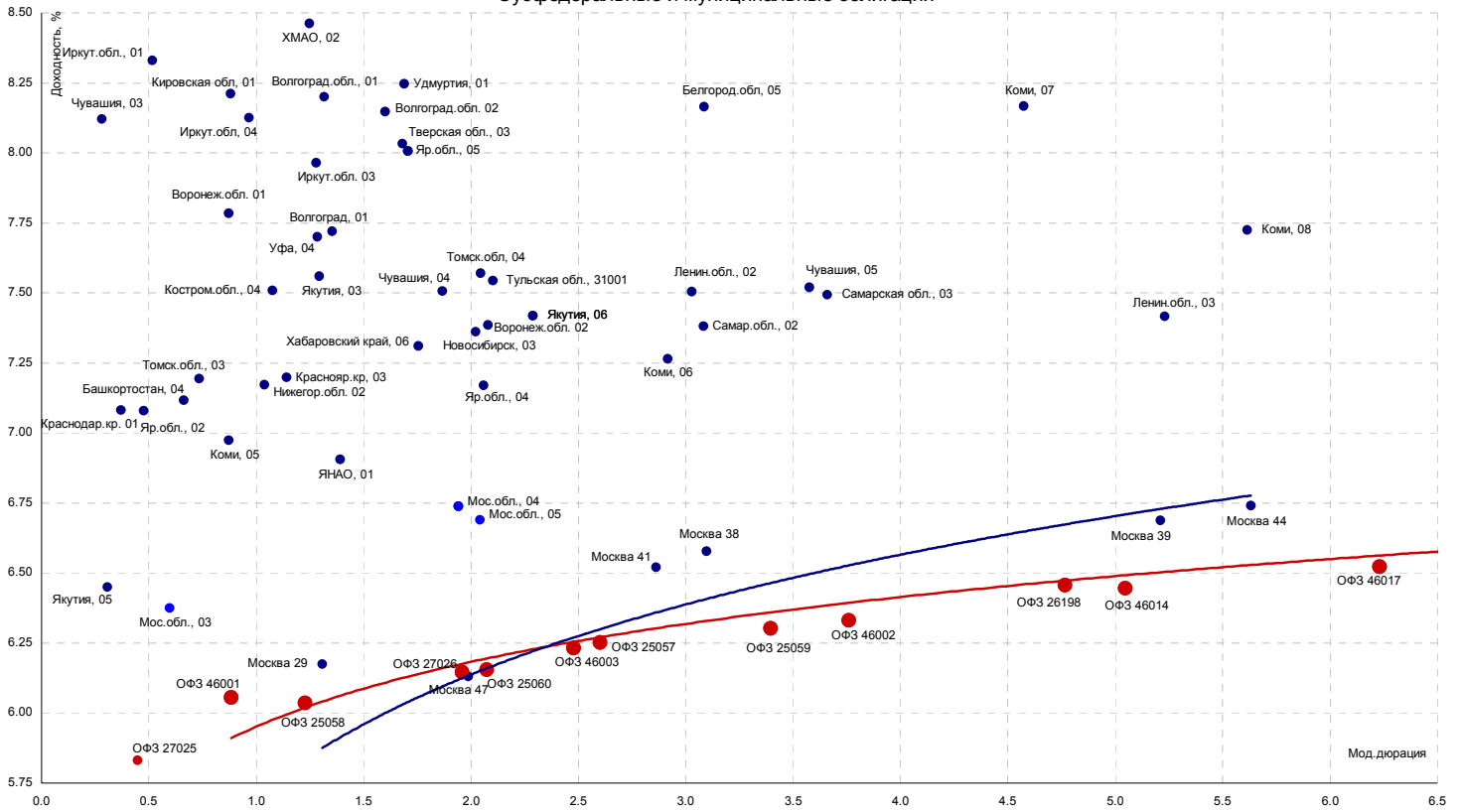
Источники: Центральный Банк РФ

**Внешний долг РФ, млрд. долл.**

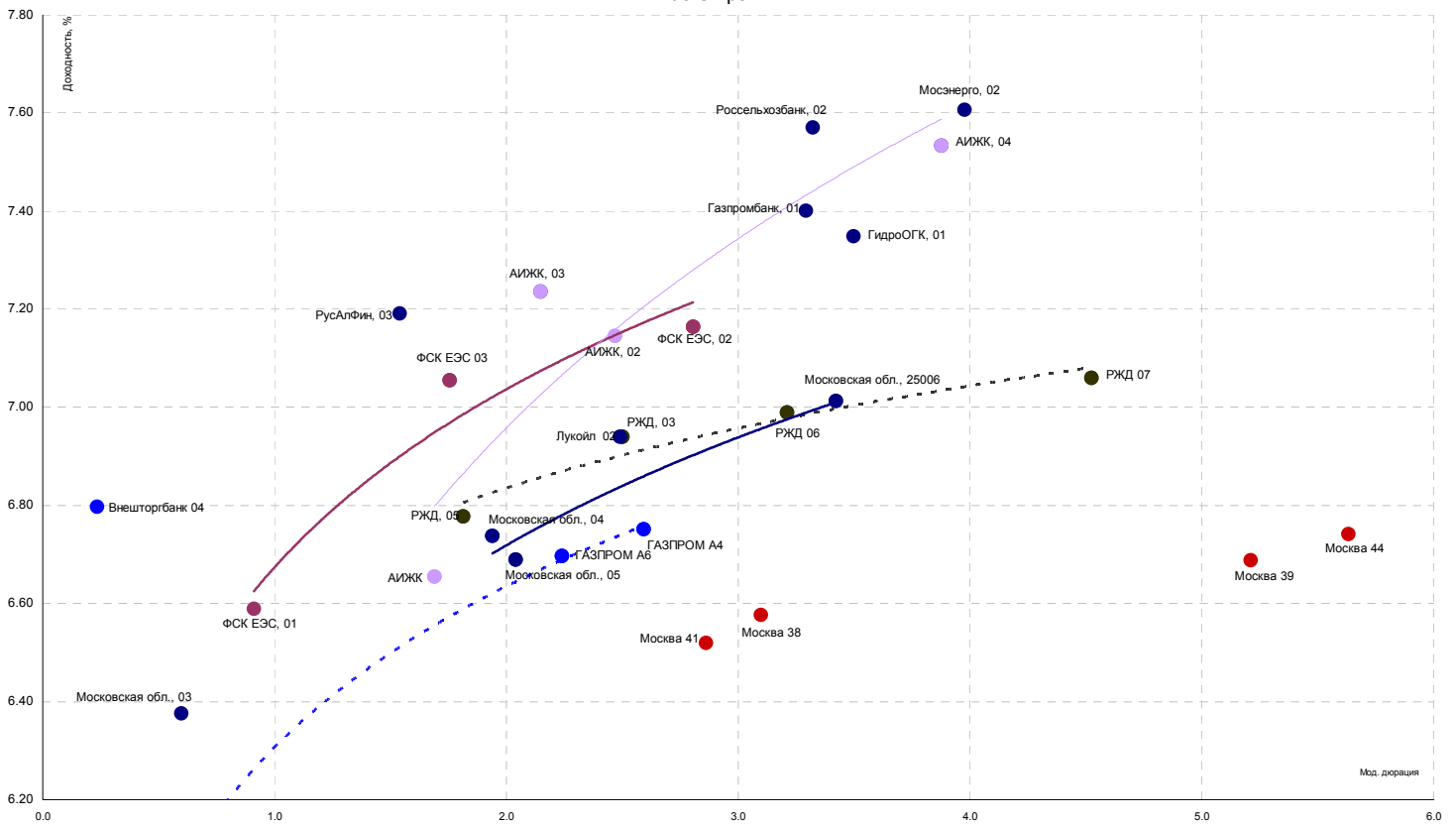
	1 янв 04	1 апр 04	1 июл 04	1 окт 04	1 янв 05	1 апр 05	1 июл 05	1 окт 05	1 янв 06	1 апр 06	1 июл 06
<b>Государственный долг РФ</b>	106.0	104.2	102.7	100.2	105.6	100.8	100.2	81.3	82.3	86.2	79.1
Краткосрочные обязательства	15.0	12.0	10.9	10.1	11.5	14.8	15.9	16.1	17.7	23.2	16.8
Долгосрочные обязательства	91.0	92.2	91.7	90.1	94.1	86.1	84.3	65.2	29.0	28.1	26.2
в т.ч.:											
Долговые ценные бумаги	28.6	30.9	30.2	31.2	32.2	33.2	34.2	35.2	36.2	37.2	38.2
Ссуды и займы*	57.4	56.7	57.4	56.0	59.1	55.7	52.7	36.3	0.0	0.0	0.0
Кредиты МВФ	5.1	4.6	4.1	3.6	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Банки</b>	24.8	25.0	24.2	25.4	32.4	34.4	37.6	43.3	50.0	57.2	66.6
Краткосрочные обязательства	16.5	15.5	14.5	13.8	18.2	17.3	16.3	18.2	20.3	23.9	27.8
в т.ч.:											
Ссуды и займы	6.6	5.6	6.5	5.7	8.2	7.4	6.6	7.0	8.2	10.5	11.6
Текущие счета и депозиты	8.3	8.0	5.9	6.1	8.1	7.7	7.4	8.8	9.9	10.6	12.8
Долгосрочные обязательства	8.2	9.5	9.7	11.6	14.2	17.1	21.3	25.1	29.7	33.3	38.9
в т.ч.:											
Ссуды и займы	6.4	7.6	7.9	9.5	11.7	14.3	18.0	21.5	26.4	29.4	33.3
<b>Нефинансовые предприятия</b>	45.8	50.6	55.8	58.7	65.5	73.8	78.8	90.0	112.6	117.0	122.9
Краткосрочные обязательства	4.5	4.4	6.2	6.2	6.4	6.3	6.4	5.8	5.8	6.5	8.4
в т.ч.:											
Ссуды и займы	4.5	4.4	5.4	5.4	6.3	6.2	5.3	5.3	5.5	6.4	6.2
Долгосрочные обязательства	41.3	46.2	49.6	52.5	59.1	67.6	72.4	84.3	106.8	110.6	114.6
в т.ч.:											
Долговые ценные бумаги	4.0	5.8	5.1	5.4	5.8	6.6	6.6	10.1	12.3	14.4	13.4
Ссуды и займы	37.3	40.4	44.5	47.2	53.3	61.0	65.8	74.2	94.5	96.1	101.2

Источники: Центральный Банк РФ

Субфедеральные и муниципальные облигации

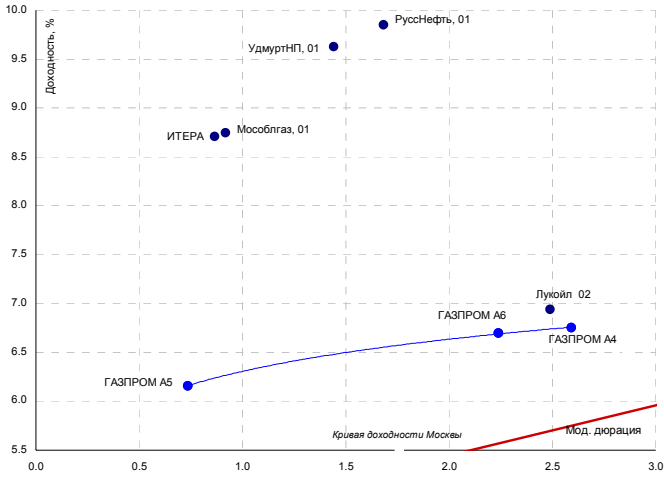


Blue Chips

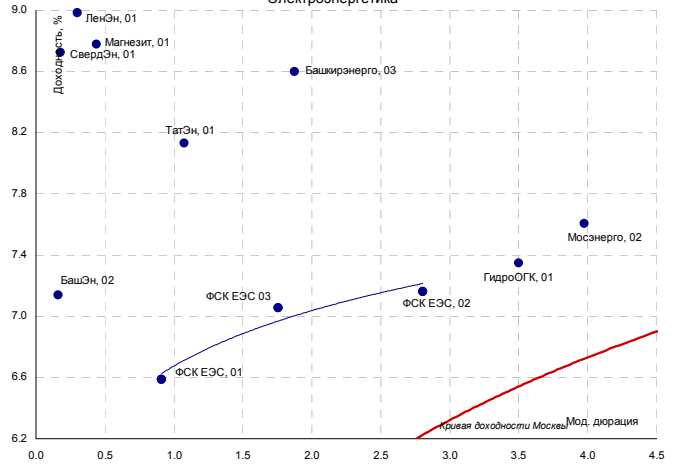


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

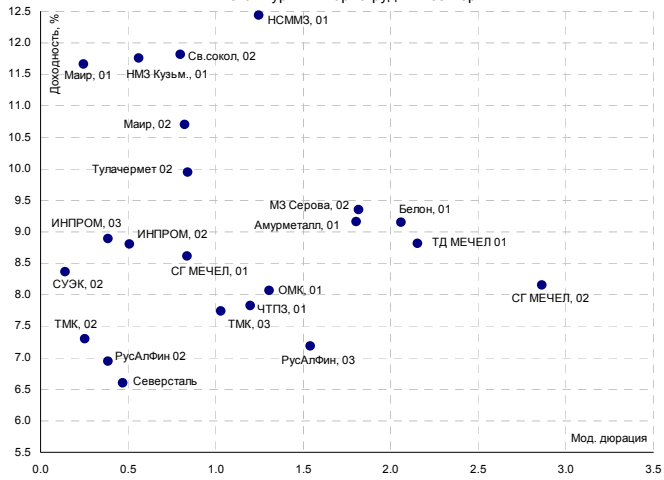
Нефть и газ



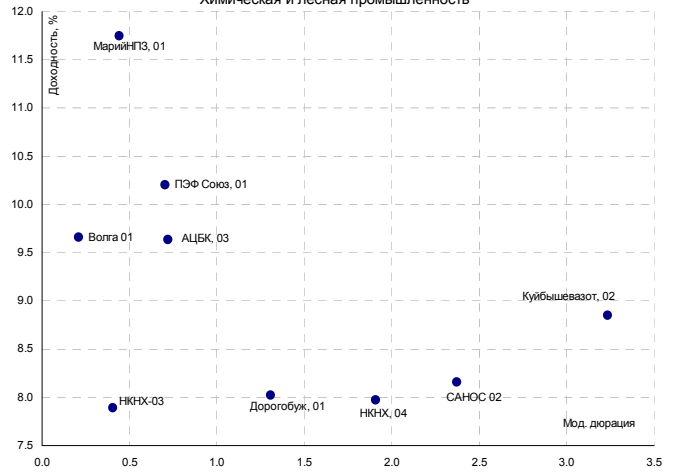
Электроэнергетика



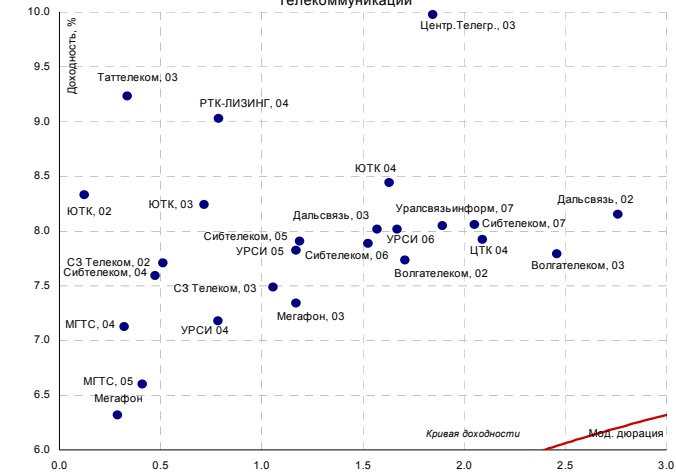
Металлургия и горно-рудный сектор



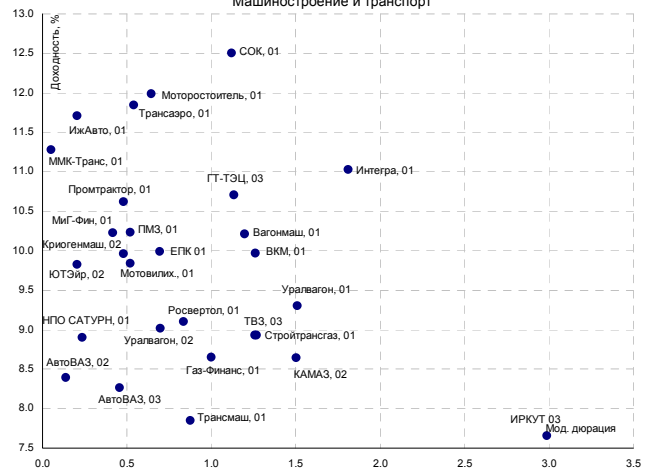
Химическая и лесная промышленность

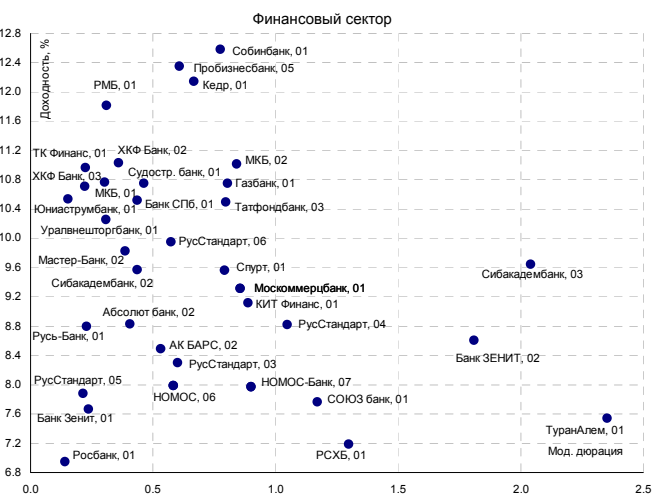
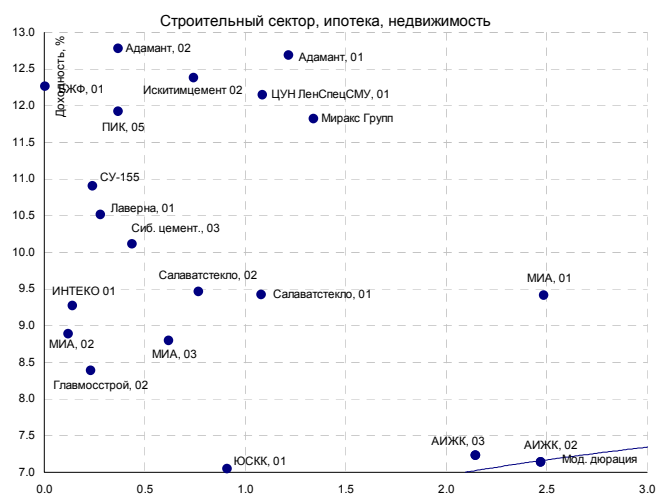
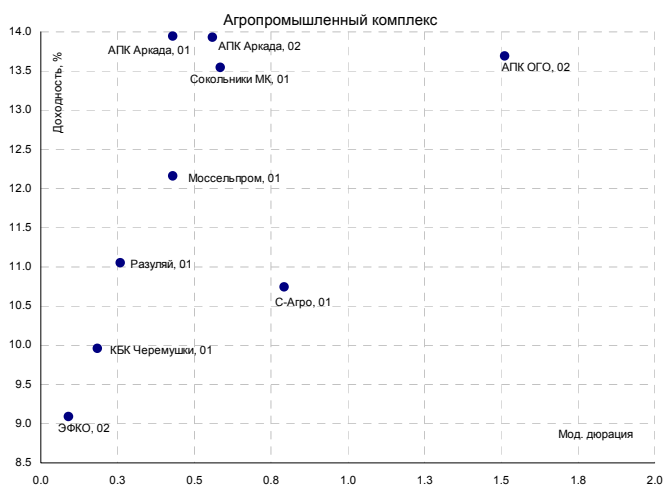
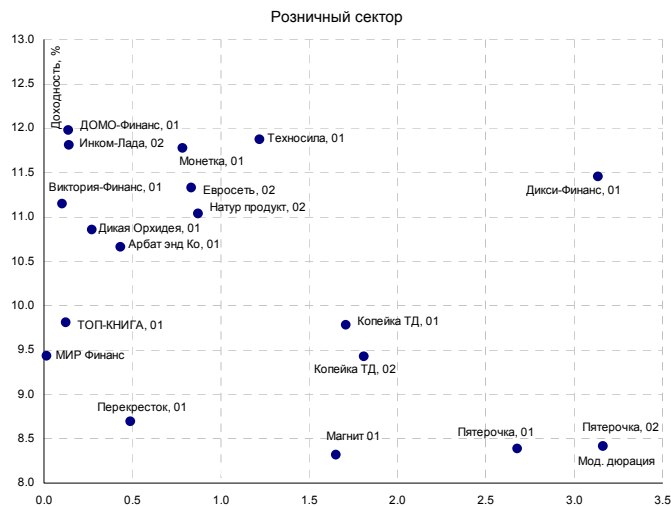
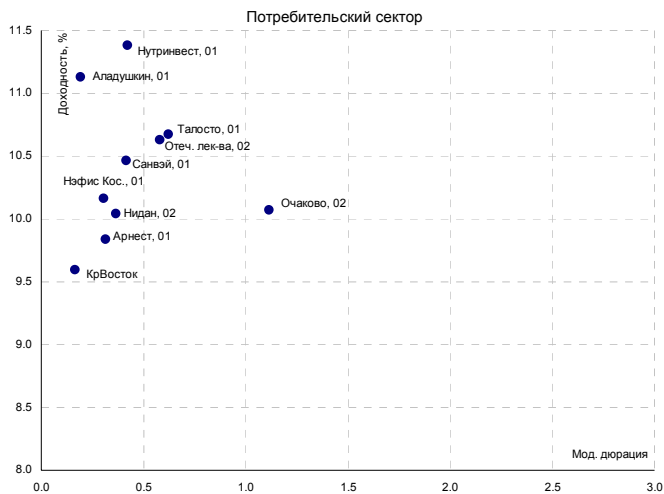


Телекоммуникации



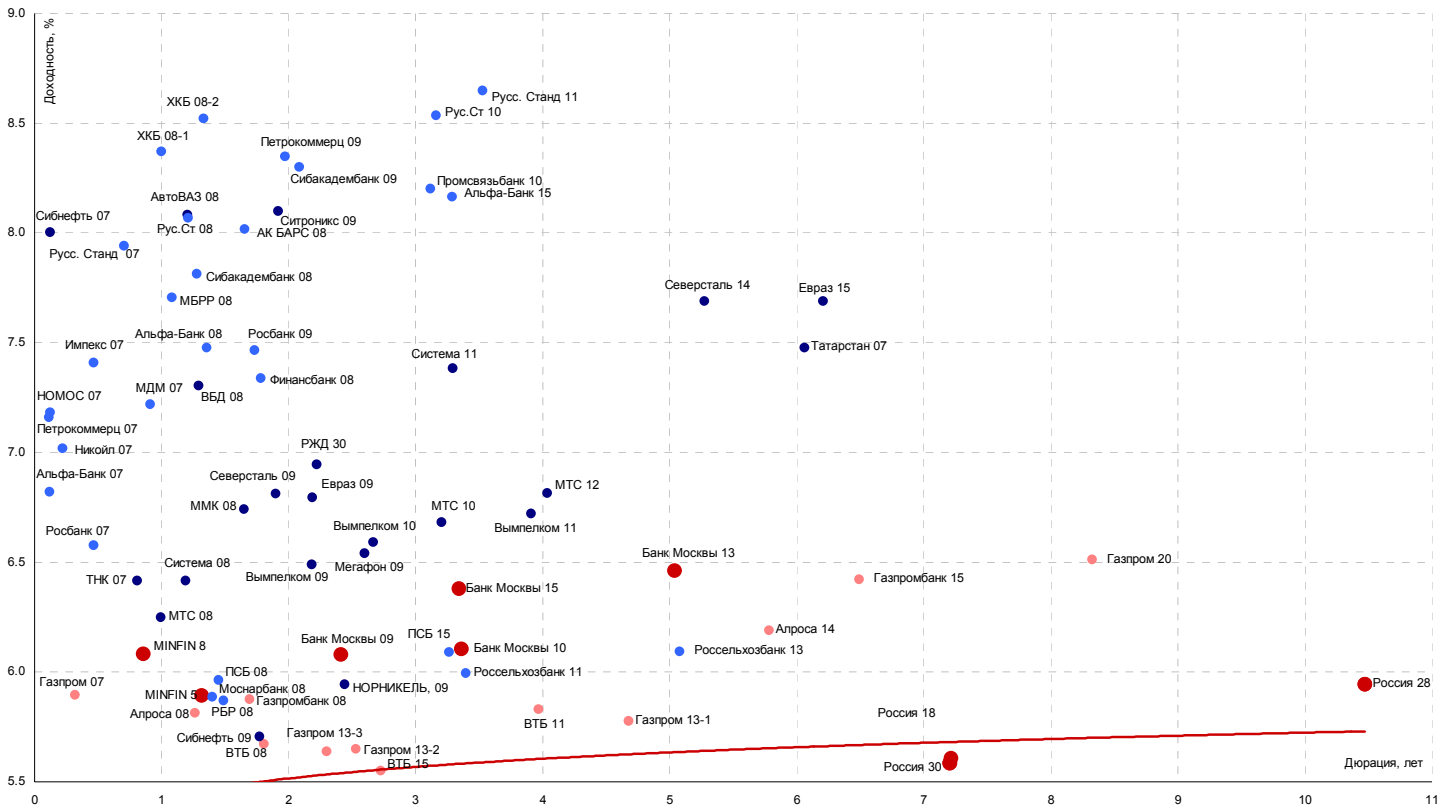
Машиностроение и транспорт





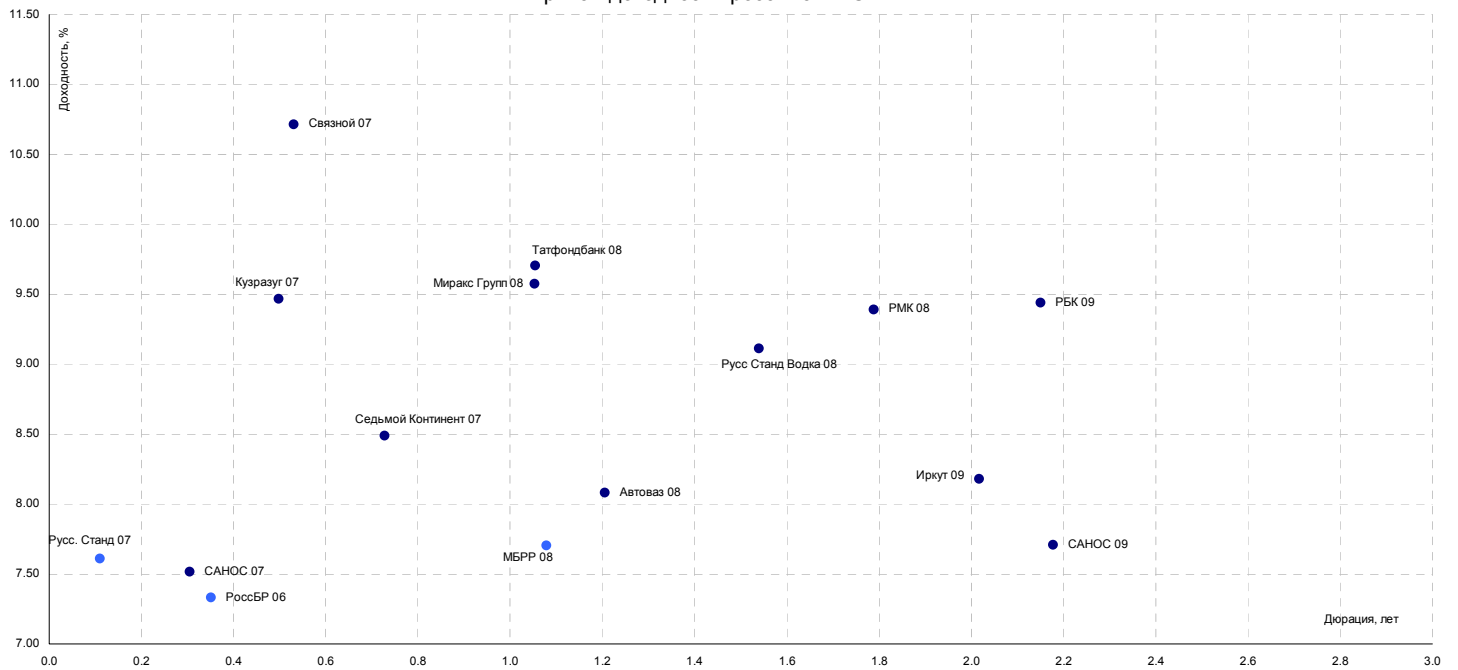
Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривая доходности российских еврооблигаций



Источники: REUTERS

Кривая доходности российских CLN



Источники: REUTERS

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 абсолютную 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.

<b>Контактная информация</b>	<b>www.mmbank.ru</b>	<b>+7 (495) 105-8000</b>	<b>+7 (495) 624-0080</b>
		<u>e-mail</u>	<u>вн. тел.</u>
<b><u>АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ</u></b> Директор департамента	Тремасов Кирилл	Tremasov_KV@mmbank.ru	45-92
<b><u>УПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА РЫНКА АКЦИЙ</u></b> Начальник управления	Веденеев Владимир	Vedeneev_VY@mmbank.ru	28-17
Старший аналитик	Скворцов Дмитрий	Skvortsov_DV@mmbank.ru	28-32
Старший аналитик	Лямин Михаил	Lyamin_MY@mmbank.ru	28-44
Аналитик	Веселова Ольга	Veselova_OV@mmbank.ru	28-92
<b><u>Отдел анализа долговых рынков</u></b> Начальник отдела	Федоров Егор	Fedorov_EY@mmbank.ru	42-33
Аналитик	Ковалева Наталья	Kovaleva_NY@mmbank.ru	17-51
Аналитик	Чупрына Татьяна	Chupryna_TV@mmbank.ru	42-81