

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Стратегия на 2006 год

Мы полагаем, что уровень ставки к концу года сложится на уровне 4.75-5%, а доходности 2-летних и 10-летних бумаг – на уровне 4.9-5.1% и 5-5.2% соответственно.

Наши оценки перспектив суверенного сектора в 2006 году умеренно-позитивны: несмотря на вероятное продолжение компрессии спреда, масштабы сужения (около 30 б.п.) делают его малопривлекательным для покупки. Кроме того, по-прежнему открытие длинных позиций в суверенных бумагах сопряжено с рисками роста доходностей базовых активов, и лишь положительные всплески последних будут создавать удачные возможности для спекулятивных покупок.

Мы рекомендуем инвесторам искать возможности для покупок в корпоративных еврооблигациях. Среди обращающихся бумаг мы выделяем бонды Северстали, Евразхолдинга, Синека-15, а также спрэды Банка Москвы-15 и Русского Стандарта-15 к их необеспеченным выпускам, и Россельхозбанка-10 к ВТБ-11.

Мы придерживаемся нейтрального взгляда на динамику процентных ставок по рублевым бумагам в 2006 году: позитивный эффект от ожидаемого нами укрепления курса рубля не сможет пересилить давление со стороны растущей доходности базовых активов. В то же время, учитывая, что в течение года динамика доходностей на рынке еврооблигаций, скорее всего, будет неоднородной, в выпусках длинной дюрации будут периодически возникать хорошие возможности для спекулятивной покупки.

В этой связи при формировании инвестиционной стратегии на 2006 год инвесторам, на наш взгляд, стоит сочетать выбор в пользу длинной дюрации и подход *relative value*, направленный на выпуски второго – третьего эшелонов приемлемого кредитного качества.

Содержание:

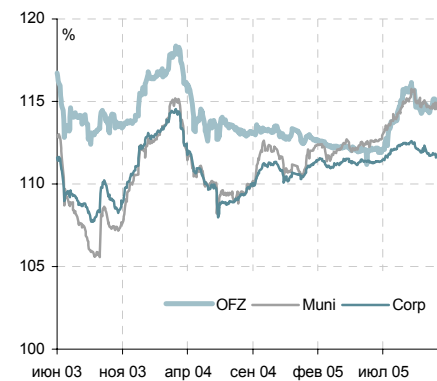
Рынок еврооблигаций	2
Прогноз базовых активов	2
Развивающиеся рынки	5
Российский сегмент	6
Рублевые облигации	10
Приложение	15

Динамика EMBIG Sovereign Spread



Источник: J.P. Morgan

Динамика ценовых индексов ZETBI



Источник: Банк ЗЕНИТ

Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

www.zenit.ru

Рынок еврооблигаций

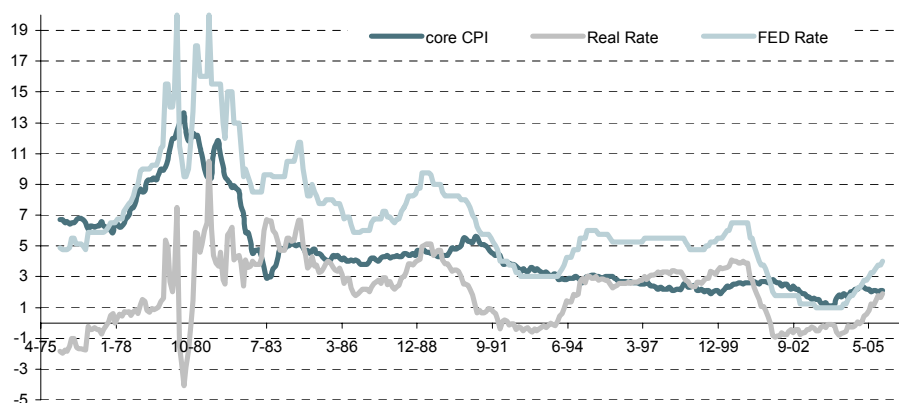
Уходящий год изрядно потрепал нервы инвесторам: предположения относительно дальнейших действий ФРС бросали рынок Treasuries «то в жар, то в холод». Между тем, регулятор, демонстрируя изрядную выдержку и игнорируя отдельные сигналы о возможном замедлении экономики, продолжал процесс ужесточения монетарной политики умеренными темпами, поднимая тем самым ставку 8 раз по 25 б.п. до 4.25%. В отличие от чиновников, многие участники рынка, и мы в том числе, не могут похвастаться аналогичной последовательностью и летом строили прогнозы по поводу возможных пауз на осенних заседаниях. Безусловно, стоит признать, что выходящие данные давали для этого достаточно поводов, а форс-мажор в лице ураганов Катрины и Риты значительно расширил армию сторонников пауз. Однако экономика оказалась готовой к подобным проблемам, успешно противостояв высоким ценам на нефть, и, тем самым, заставила поверовать в непрерывность процесса, начатого регулятором в июне 2004 года.

Несмотря на непрерывное повышение ставки, в силу ряда причин доходность казначейских бумаг на длинном участке кривой продемонстрировала весьма умеренный рост, что в совокупности с конъюнктурой товарных рынков и ростом мировой экономики позитивно сказалось на состоянии развивающихся рынков. Гипотетический портфель на основе индекса EMBIG мог принести инвесторам годовой доход около 9%, при этом российский сегмент выглядел «лучше рынка», оказавшись в числе лидеров по совокупному доходу (порядка 12%, спрэд -100 б.п.). Не упустили шанса и другие развивающиеся рынки, чей рост был подкреплен улучшением макроэкономических показателей и, как следствие, высокими оценками со стороны рейтинговых агентств.

Прогноз базовых активов

Судя по макроэкономическим данным и заявлениям самих чиновников, ФРС приближается к нейтральному уровню. Мы предполагаем, что к концу первого полугодия ставка достигнет 4.75-5%, и на этом двухлетний цикл повышения ставки исчерпает себя. Доводы в пользу подобного прогноза лежат как в области макроэкономики, так и в области возможной корректировки политики ФРС с приходом нового председателя. Макроэкономические суждения сводятся к тому, что пока уровень ставки не соответствует темпам роста экономики, и инфляционное напряжение заставит ФРС повышать ставку. Хотя темпы роста базовой составляющей индекса потребительских цен, не учитывающей динамику цен на энергоносители и продовольствие, замедлились к концу года до 2.1%, непосредственно сам индекс к ноябрю вырос на 4.3% в годовом выражении, что является максимальным с начала девяностых годов значением. В связи с этим, несмотря на то, что за полтора года ставка выросла на 325 б.п., ее реальное значение остается на сравнительно низком уровне.

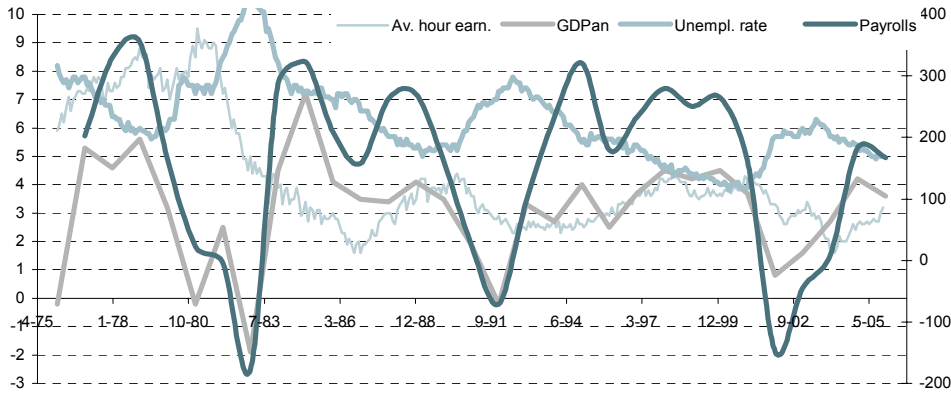
Реальная процентная ставка



Источник: Bloomberg

При этом особенно важным является тот факт, что стабильный рост экономики, несмотря на замедление с 4.2% до 3.6% в 2005 году, оставляет пространство для ужесточения денежной политики. Один из ключевых для ФРС индикаторов, рынок труда, развил позитивные тенденции предыдущего 2004 года: уровень безработицы сократился до четырехлетнего минимума 5%. Среднемесячное количество создаваемых рабочих мест составляло к сентябрю 195 тыс., и лишь из-за злосчастной стихии сократилась по итогам года до 167 тыс.

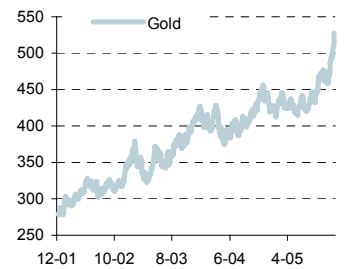
Динамика ВВП и статистика по рынку труда



Источник: Bloomberg

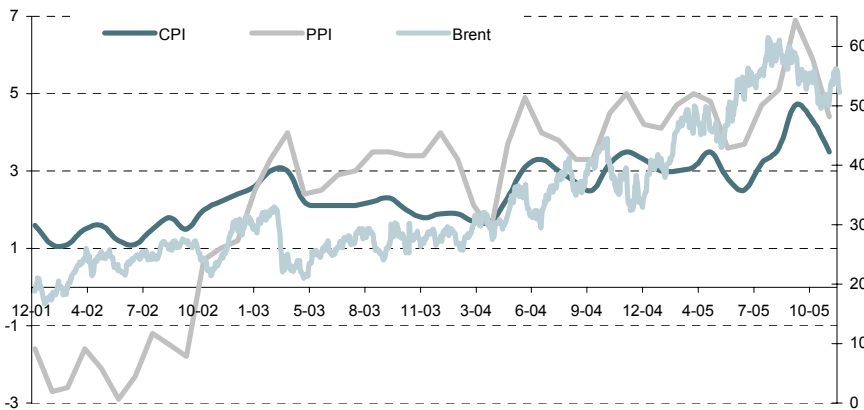
Таким образом, именно рост экономики и потребительских расходов может стать катализатором для базовых инфляционных индикаторов. При этом особая роль в поведении инфляционных индикаторов останется за рынком нефти. Несмотря на то, что участники рынка, и ФРС в том числе, опасались в первую очередь замедления экономики, в большей степени рост цен на «черное золото», на фоне ураганов и разрушений нефтеперерабатывающих мощностей, сказался на инфляционных процессах, развенчав все ожидания пауз. На данный момент пик на нефтяном рынке, судя по всему, пройден, что, возможно, ослабит ценовое давление, однако дальнейшее снижение стоит под большим вопросом. Между тем, не секрет, что высокие нефтяные цены в первую очередь сказались на росте индекса цен производителей, который не полностью трансформировался в потребительские цены, что дает дополнительную пищу для размышлений о возможном ускорении CPI. Косвенным свидетельством сохраняющихся инфляционных беспокойств является рост до максимальных уровней цен на золото.

Динамика цен на золото (\$/тр. унция)



Источник: Bloomberg

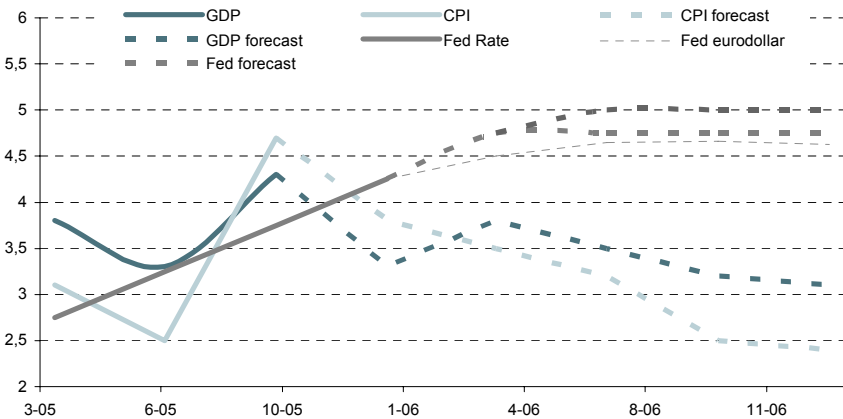
Индекс потребительских цен и цен производителей (%), динамика цен на Brent (\$/баррель)



Источник: Bloomberg

Все это в конечном итоге задаст ФРС курс на еще 2-3 повышения. Затем, мы ожидаем, что ужесточение денежной политики даст о себе знать, и темпы экономического роста вкпе с инфляцией будут замедляться (3.3-3.4% и 2.4% к концу года соответственно), что будет способствовать прекращению режима ужесточения монетарной политики.

Консенсусные прогнозы по ВВП, CPI и ставке, прогноз по ставке банка Зенит, %



Источник: Bloomberg, оценка Банка Зенит

В то же время, мы не исключаем сценария, когда регулятор с целью обуздания инфляции поднимет ставку до пикового уровня, а затем, по мере ослабления инфляционного напряжения, незначительно снизит ее до так называемого нейтрального уровня, не угрожающего экономическому росту и обеспечивающему ценовую стабильность. Однако такая поднастройка, скорее всего, будет весьма осторожной, поскольку резкие колебания в политике могут негативно отразиться на вере инвесторов в контролируемость процессов, тем более в первый год нового председательства ФРС Бернанке.

Мы неоднократно в течение года писали о новом председателе, видя в нем поддержку рынку Treasuries. Мы по-прежнему считаем, что его позиция может способствовать смягчению политики регулятора. Отличительным во взглядах Бернанке является тяга к таргетированию инфляции. Что это может означать для экономики и рынка казначейских бумаг? Наиболее весомым аргументом сторонников таргетирования является более открытая политика регулятора: считается, что если будут установлены ориентиры по инфляции, рынок будет более понятным и, как следствие, менее волатильным. При этом существование ориентиров будет прямо указывать на контролирование инфляции и соответственно создавать благоприятную атмосферу на рынке казначейских бумаг, примером чему может служить Англия, где Центробанк обязан удерживать инфляцию в диапазоне 1-2.5% и ежеквартально публикует ориентиры по инфляции. Инверсия кривой процентных ставок в Англии, в частности, как раз отражает низкие инфляционные ожидания. Однако подобная политика имеет обратную сторону: слишком строгая приверженность ориентирам может негативно отразиться на экономическом росте и состоянии рынка труда. Центробанк лишается поля для маневра в тех случаях, когда слабость экономики требует принятия таких низких процентных ставок, которые не позволяют удерживать инфляцию ниже заданного уровня. Показательным в этом случае является ЕЦБ, который, борясь с тем, чтобы инфляция была ниже 2% в 2001 году, не понижал ставку, допустив замедление экономики и рост безработицы, в то время как ФРС активно боролась с рецессией. Согласно уставу ФРС, целью политики регулятора является поддержание баланса между полной занятостью и ценовой стабильностью. Поэтому, сам Бернанке прекрасно понимает всю трудность претворения взглядов в жизнь, и вряд ли в первый же год своего председательства будет активно настаивать на этом.

Если наш прогноз относительно ставки в целом был достаточно жизнеспособен, то события, разворачивавшиеся на рынке казначейских бумаг, в особенности на дальнем участке кривой, заставили нас несколько раз корректировать ожидания. Участники рынка вновь убедились, что рассчитывать на агрессивный рост доходностей не приходится, и факторы, обеспечивающие поддержку Treasuries, весьма сильны.

Во-первых, как уже говорилось, рынок до определенного момента был охвачен ожиданиями ослабления монетарных пут ФРС: низкие показатели инфляции вкупе с отдельными сигналами замедления роста. Во-вторых, несмотря на крушение ожиданий, сам рост ставки был постепенным и давал понять, что долгосрочная инфляция остается контролируемой.

В-третьих, спрос на американские активы оставался весьма значительным. Несмотря на то, что НРБ Китая начал ослаблять валютную политику, позволив юаню ревальвироваться на 2.1% до 8.11 юаня/\$, резервы азиатских Центробанков продолжает расширяться от объема американских бумаг. Если Япония сохранила уровень вложений порядка \$700 млрд., то Китай даже увеличил резервы на 13% до \$250 млрд. А наиболее активными покупателями стали европейские инвесторы. Дифференциал процентных ставок между Еврозоной и США остается в пользу последних, что подкрепляется неопределенностью ЕЦБ относительно дальнейшей политики. На этом фоне доллар укрепился к евро до 1.17.

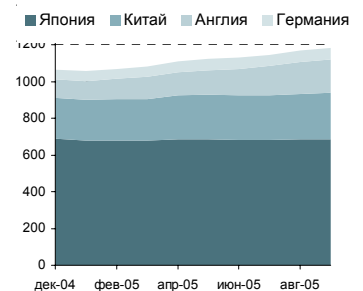
Последним фактором, выступившим в защиту Treasuries, стал удар по корпоративному сектору со стороны автопроизводителей GM и Ford. Понижение рейтингов крупнейшим автогигантам, а также судебные разбирательства периодически вызывали на рынке апатию к рисковому активам, сопровождающуюся "flight to quality".

Таким образом, несмотря на то, что ставка за год выросла на 200 б.п., доходность 2-летних бумаг повысилась на 130 б.п., в то время как доходность UST10 лишь на 30 б.п. При этом доходность последних вот уже на протяжении последней пары лет балансирует в достаточно узком диапазоне 4-4.6%.

Какие факторы будут ключевыми для рынка Treasuries в наступающем году? Естественно, политика ФРС сохранит за собой роль первой скрипки. Однако повышение ставки, как мы видим, оказывает влияние, прежде всего, на краткосрочные ставки. На этом фоне кривая принимает все более плоский вид, и дискуссии о возможной инверсии становятся все жарче. В феврале Гринспен охарактеризовал происходящее как «conundrum», отметив, что не понимает, почему на фоне роста краткосрочных ставок долгосрочные ставки не растут. Поскольку команда знатоков так и не смогла за отведенное время дать правильный ответ на вопрос, решение через полгода было представлено самим автором: низкие долгосрочные инфляционные ожидания и высокий уровень глобальных сбережений, трансформирующийся в спрос на ликвидные надежные бумаги.

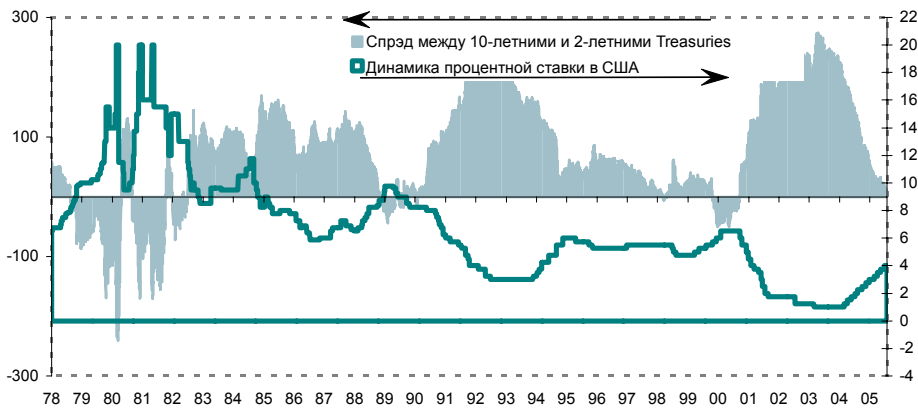
В принципе, подобное положение вещей не является для США чем-то из ряда вон выходящим. Конец цикла повышения ставки зачастую сопровождается тем, что спред между доходностями длинных и коротких бумаг становится отрицательным, что подчеркивает уверенность рынка в действенности ужесточения монетарной политики и, как следствие, в низкую инфляцию. Последний раз инверсия наблюдалась на пике повышений в 2000 – тогда ФРС, игнорируя сигналы о приближении рецессии, повышала ставку до максимального с 1990 года уровня 6.5%. Опираясь на прошлый опыт, участники рынка ошибочно считали, что плоский вид кривой является одним из сигналов замедления роста в этом году.

Крупнейшие держатели казначейских бумаг, млрд.\$



Источник: Bloomberg

Спрэд между 10-летними и 2-летними Treasuries



Источник: Bloomberg

Однако текущая ситуация отличается тем, что экономика сохраняет завидную устойчивость, в то время как обычно к концу цикла повышений на рынке сформировывались устойчивые сигналы замедления экономики, трансформирующиеся в ожидания снижения ставки. Сейчас же пока мы не видим четких сигналов, которые могли бы означать приближение серии понижений. В связи с этим, формирование инверсивной кривой не выглядит для нас столь очевидным процессом, и мы полагаем, что, скорее всего, кривая сохранит плоский вид. Если предположить развитие сценария на коротком участке, то, как правило, локальный максимум доходности 2-летних бумаг совпадал с локальным максимумом ставки, после чего спред между короткими Treasuries и ставкой на некоторое время становился отрицательным, а затем возвращался в положительную зону. В этой связи мы ожидаем, что доходность 2-летних бондов вырастет до 4.75-5%, и, несмотря на возможное краткосрочное снижение ниже ставки, к концу 2006 года доходность сложится на уровне 4.9-5.1%.

Куда более спорным представляется прогноз длинного участка кривой. Все выдвигаемые аргументы до сих пор оказывались слабыми для того, чтобы доходность UST10 уверенно закрепилась выше 4.6%: часть инвесторов и сейчас ожидает, что доходность на длинном участке кривой будет демонстрировать снижение. Однако, как мы уже отметили, мы не видим веских поводов для подобных настроений. На наш взгляд, столь умеренную реакцию на повышение ставки 10-летние Treasuries демонстрировали во многом благодаря запасу прочности или, иными словами, наличию премии над ставкой. Сейчас же с ее сужением практически до нуля, бумаги должны стать более чувствительными к действиям ФРС, и доходность 10-летних бумаг к концу года окажется на уровне 5-5.2%.

Помимо ставки, негативный курс Treasuries может задать валютный рынок, где существуют ожидания снижения доллара по отношению к мировым валютам. Остановка повышения ставок в США и возможное начало серии повышений в Еврозоне снизит привлекательность дифференциала ставок, а также может включить старую пластинку про экстремально высокий дефицит бюджета США, что позволит евро вернуть утраченные позиции. Кроме того, Банк Китая, вероятно, продолжит ослабление валютной политики: согласно годовому валютному фьючерсу на юань, участники рынка прогнозируют ревальвацию китайской валюты еще на 5%. Хотя степень отрицательного влияния столь плавной ревальвации на аппетиты азиатских ЦБ к американским активам остается загадкой, мы считаем, что это не добавит очков покупателям.

Таким образом, мы полагаем, что уровень ставки к концу года сложится на уровне 4.75-5%, а доходности 2-летних и 10-летних бумаг — на уровне 4.9-5.1% и 5-5.2% соответственно.

Развивающиеся рынки

Вопреки осторожным ожиданиям, развивающиеся рынки в большинстве своем продемонстрировали сильную положительную динамику, вылившуюся в значительное сужение спредов. Подобная реакция стала отражением как умеренного роста доходностей базовых активов и сохраняющихся темпов роста мировой экономики, так и благоприятных внутренних факторов. Пожалуй, стоит выделить самые яркие события уходящего года, оказавшие наибольшее влияние на развивающийся сектор. Аргентинское правительство сумело реструктурировать свои долги, и, хотя условия приняли не все инвесторы, данный шаг позитивно был встречен участниками рынка и позволил Аргентине возобновить выпуски как в национальной валюте, так деноминированные в долларах. Турция начала переговоры о вступлении в ЕС, а также близка к соглашению с МВФ о предоставлении нового кредита. Бразилия смогла погасить внутренний политический кризис и готова последовать за Россией, планируя досрочное погашение долга перед МВФ. Кроме того, высокие нефтяные цены положительно сказываются на макроэкономических показателях стран-экспортеров нефти. Все это не могло не повлиять позитивно на рейтинговые оценки стран, примером чему могут служить Бразилия (Moody's до Ba3), Мексика (BBB/Baa1/BBB), Аргентина (S&P до B-, Moody's до B3), Венесуэла (S&P до B+, Fitch до BB-), Турция (Moody's до Ba3, Fitch до BB-).

Оценка перспектив развивающихся рынков на следующий год оставляет двойственное впечатление. С одной стороны, даже самые пессимистичные прогнозы по рынку базовых активов говорят о том, что рост доходностей будет весьма умеренным. Рост мировой экономики, также определяющий аппетиты инвесторов к рисковому активам, согласно ожиданиям, сохранится на уровне 2005 года (3-3.3%). С другой стороны, наступающий электоральный цикл в Латинской Америке будет основным сдерживающим фактором для участников рынка. В этой связи вряд ли в следующем году мы увидим столь же впечатляющее сужение спредов.

Изменение спредов в 2005 году

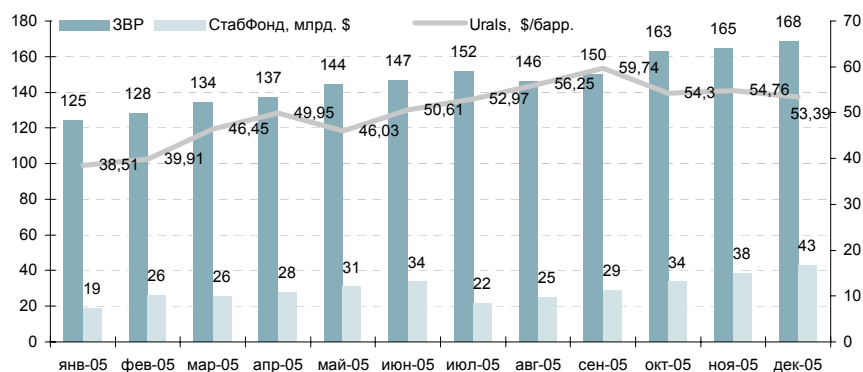
Сегмент	Спрэд	Изм.
Composite	236	-111
Argentina	511	-4016
Brazil	315	-61
Bulgaria	87	10
Chile	78	14
China	68	11
Colombia	241	-91
Cote D'Ivoire	3035	-86
Croatia	166	-21
Dominican Republic	361	-463
Ecuador	639	-51
Egypt	44	-57
El Salvador	227	-18
Hungary	71	39
Korea	89	14
Lebanon	246	-88
Malaysia	83	5
Mexico	143	-31
Morocco	92	-78
Nigeria	330	-127
Pakistan	174	-59
Panama	237	-37
Peru	241	2
Philippines	314	-143
Poland	59	-10
Russia	116	-97
South Africa	84	-18
Thailand	45	-16
Tunisia	79	-12
Turkey	224	-40
Ukraine	176	-79
Uruguay	309	-79
Venezuela	314	-89

Источник: J.P. Morgan

Российский сегмент

Динамика российского сегмента еврооблигаций в уходящем году превзошла все самые смелые прогнозы. Неоправдавшийся агрессивный рост доходностей базовых активов, с одной стороны, и возросшие аппетиты инвесторов к рискованным активам, с другой, создали благоприятный внешний фон, который с успехом был реализован за счет сильных внутренних фундаменталий. Конъюнктура сырьевого рынка, где традиционно наиболее важную роль играл рынок нефти, обеспечила стабильный долларový поток, способствовавший дальнейшему увеличению золотовалютных резервов (\$168 млрд.) и стабилизационного фонда (\$43 млрд.).

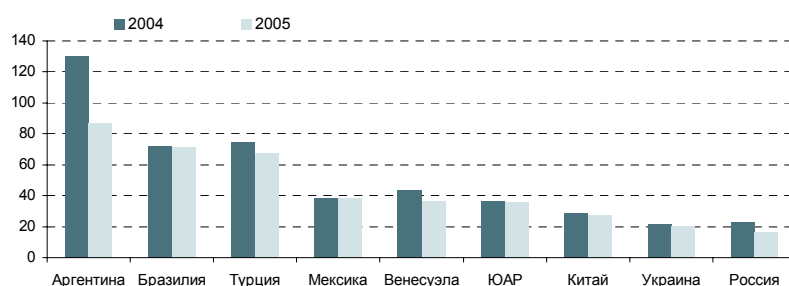
Стабилизационный фонд и ЗВР (млрд. \$), динамика цен на нефть марки Urals



Источник: Bloomberg, ЦБП

Пока дискуссия вокруг целесообразности использования фонда не утихает, правительство успешно претворяет в жизнь идею досрочного погашения средствами фонда долга Парижскому клубу кредиторов. Проходившие на протяжении всей весны переговоры дали к началу мая результат в виде договоренностей на сумму \$15 млрд. из \$40 млрд. и посеяли среди инвесторов надежду на высокие оценки со стороны рейтинговых агентств. Надо сказать, что впоследствии все ожидания оправдались: осуществившееся в самом начале года повышение до инвестиционного уровня рейтинга S&P оказалось не последним реверансом в адрес России со стороны большой тройки. Сначала Fitch, затем Moody's, и в самом конце года S&P повысили суверенный рейтинг до второго инвестиционного уровня (BBB/Baa2/BBB), присвоив стабильный прогноз. Пресс-релизы во всех случаях оказались близкими по содержанию: несмотря на проблемы со структурными реформами, необходимость борьбы с коррупцией, агентства отметили устойчивый рост экономики, значительный профицит бюджета и торгового баланса, рост золотовалютных резервов и стабилизационного фонда, желание и возможность досрочного погашения долга. Действительно, если проанализировать соотношение государственного долга к ВВП, то Россия отличается одним из наиболее низких показателей.

Соотношение госдолга/ВВП, %



Источник: CSFB

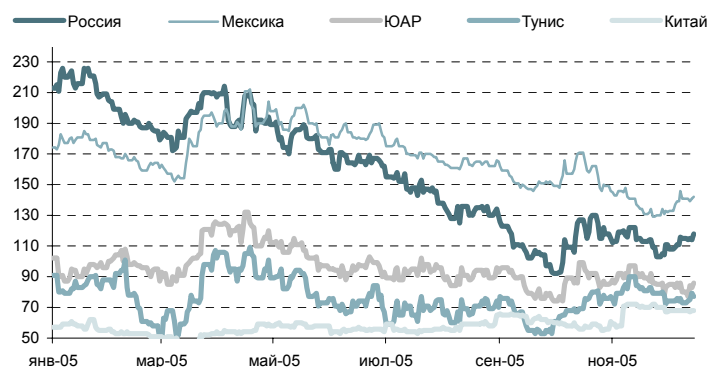
Немалую положительную роль сыграла политическая стабильность: рейтинг президента Путина остается высоким и не вызывает у инвесторов сомнений в резкой смене экономического и политического курса. При этом фактор «дела Юкоса» практически потерял свою значимость: несмотря на достаточно большое количество исков в уходящем году, все компании сумели договориться об уплате значительно меньшей, нежели предъявлялось налоговыми органами, суммы.

Наиболее крупные налоговые иски в 2005 году

	Первоначальные требования	Скорректированная сумма иска
ТНК-ВР	\$870 млн.	\$250 млн.
Сибнефть	\$1 млрд.	\$300 млн.
Вымпелком	\$157 млн.	\$17.6 млн.
РАО ЕЭС	\$129 млн.	\$12.7 млн.
МТС	\$13,3 млн.	\$1,03 млн.

На этом фоне суверенный спрэд показал сильную положительную динамику, сузившись на 100 б.п. с 215 б.п. до 115 б.п., при этом в начале октября на пике спроса в развивающихся рынках спрэд установил исторический минимум в 92 б.п. Таким образом, российский сегмент сумел обогнать установленный еще в предыдущем году первоначальный ориентир Мексику (BBB/Ваа1/BBB), чей спрэд сейчас составляет лишь 139 б.п. Надо сказать, что даже когда разница в спредах была не в пользу России, мы писали, что Мексика в марафоне сужения спредов окажется лишь промежуточным соперником, и России по силам уже в этом году догнать убежавших далеко вперед ЮАР (BBB+/Ваа1/BBB+) и Тунис (BBB/Ваа2/BBB). И хотя полностью осуществить задуманное не удалось, российский сегмент значительно сократил отставание - со 113 б.п. до 30 б.п. (минимум 16 б.п.) и со 124 б.п. до 40 б.п. (минимум 24 б.п.).

Динамика спредов EMBIG отдельных стран



Источник: Bloomberg

Рассуждая о перспективах российского сегмента, можно утверждать, что все благоприятные факторы останутся в силе. Российская экономика сохранит существенные темпы роста, правительство выражает намерение продолжать досрочные выплаты (на данный момент фигурирует сумма порядка \$12 млрд.), цены на нефть пока не демонстрируют резкого снижения. При этом если отдельные развивающиеся рынки могут оказаться под прессом политических рисков в свете назревающих президентских выборов (Бразилия, Мексика, Венесуэла), то в России до выборов главы государства остается еще 2 года, и текущие рейтинги нынешней власти пока не дают поводов к негативным ожиданиям. В этой связи мы не исключаем, что если не произойдет каких-либо существенных негативных событий, Россия заслужит очередное повышение рейтинга по версии либо Moody's, либо Fitch.

Нельзя не отметить ту роль в динамике российских еврооблигаций, которую играет рынок базовых активов. Ожидаемое окончание цикла повышений ставки в США будет подогревать спрос на российские бумаги со стороны участников рынка. Тем не менее, очевидно, что на достигнутых уровнях потенциал сужения спреда не столь впечатляющий. Мы прогнозируем, что 2006 год ознаменуется сужением спреда на 30 б.п. до 80 б.п. (70 б.п. при наиболее оптимистичном сценарии), что будет означать достижение уровня риска ЮАР и Туниса. В более долгосрочной перспективе мы предполагаем, что следующим ориентиром могут стать страны из группы А, к примеру Китай (А-/А2/А), чья экспортноориентированная экономика продолжает демонстрировать значительные темпы роста, а также имеет близкие к российским макроэкономические показатели. Если касаться отдельных суверенных выпусков, то потенциал сужения разнороден: стремление к плоскому виду, судя по всему, будет присуще и российскому сегменту. Сейчас спрэд России-07 к UST2 равен порядка 60 б.п. (123 б.п. в 2004), и вряд ли на коротком участке суверенной кривой нас ждет существенное сужение. Поэтому мы продолжаем считать наиболее интересным дальней конец. Мы полагаем, что спрэд России-30 сможет сузиться к 10-летним Treasuries с нынешних 115 б.п. до 80 б.п., спрэд России-28 к UST30 с нынешних 140 б.п. до 100-110 б.п.

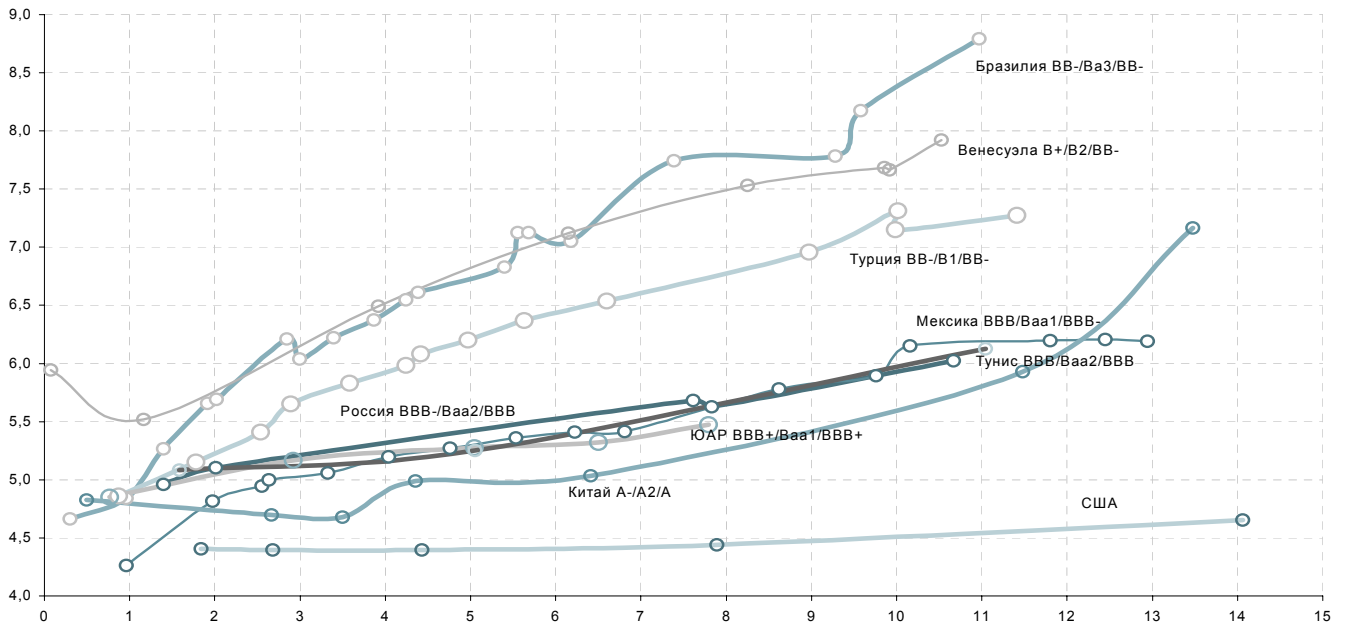
Таким образом, наш взгляд на перспективы суверенного сектора выдержан в умеренно-позитивных тонах: сужение спреда на 30 б.п. по итогам года делает его малопривлекательным для покупки. Кроме того, по-прежнему открытие длинных позиций в суверенных бумагах сопряжено с рисками роста доходностей базовых активов, и лишь положительные всплески последних будут создавать удачные возможности для спекулятивных покупок.

Макроэкономические показатели России и Китая

	Китай	Россия
ВВП,%	9,2	5,8
ВВП/чел., \$	1460	5230
Экспорт/ВВП,%	43,5	37,2
Уровень безработицы,%	4,5	7,5
Счет текущих операций/ВВП,%	7,2	12,5
Торговый баланс, млрд.\$	120,1	126,9
Гос долг/ВВП,%	27,4	16,6

Источник: CSFB

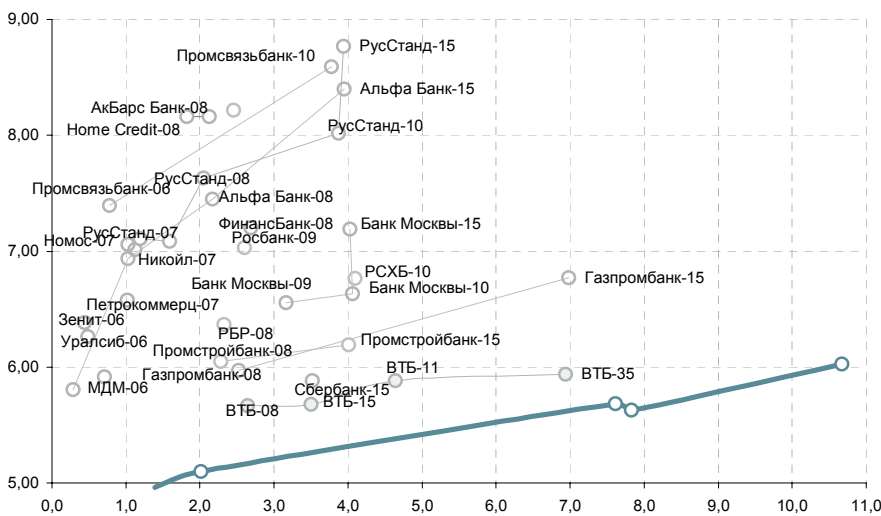
Кривые доходностей еврооблигаций развивающихся стран



Источник: Bloomberg

Если лейтмотивом поведения суверенных еврооблигаций было сокращение внешнего долга, то корпоративный сектор активно использовал создавшуюся атмосферу для привлечения займов. Объем размещений в 2005 году вырос практически в два раза: с \$8.9 млрд. до \$15.6 млрд. Из секторов экономики, наиболее активно на внешнем рынке долга проявил себя банковский сектор, одолживший \$9.02 млрд. или порядка 60% всего объема.

Кривые доходности банковского сектора



Источник: Bloomberg

При этом из значимых событий отдельно хочется отметить тягу организаций к более сложным структурам выпуска: первые попытки секьюритизации активов (Росбанк, Банк Союз, ХКФ-Банк), а также рост популярности субординированных выпусков (треть всех банковских размещений).

Банковские субординированные выпуски

	Дата размещения	Объем, \$ млн.	Купон	Дата погашения	Текущая доходность	Рейтинг выпуска	Рейтинг необеспеченных займов
ВТБ-15	1/31/2005	750	6,32	2/4/2015	5,61	ВВ+/А3/ВВВ-	ВВВ-/А2/ВВВ
Сбербанк-15	2/4/2005	1000	6,23	2/11/2015	5,87	-/А3/ВВВ-	-/А2/ВВВ
ПСБ-15	9/22/2005	400	6,20	9/29/2015	6,28	-/Ва2/В	-/Ва1/В+
БанкМосквы-15	11/18/2005	300	7,50	11/25/2015	7,19	-/Ваа1/ВВ+	-/Ваа1/ВВ-
Альфа банк-15	12/2/2005	225	8,63	12/9/2015	8,48	В/Ва3/В-	ВВ-/Ва2/В+
РусскийСтандарт-15	12/13/2005	200	8,88	12/16/2015	8,83	В-/Ва3е/-	В+/Ва2/-

Источник: Bloomberg



При этом в зависимости от размеров банка инвесторы по-разному относятся к премии за субординированность, отражающей по сути вероятность дефолта, что, в частности, отражается и в рейтингах выпусков по сравнению с необеспеченными бумагами. Так, евробонды ВТБ и ПСБ, процесс покупки которого заканчивает ВТБ, торгуются на уровне необеспеченных выпусков. В то же время, БанкМосквы-15 имеет премию к необеспеченному БанкМосквы-10 на уровне 60 б.п., что для такого банка, по нашему мнению, излишне, и мы оцениваем потенциал ее сужения в 30 б.п. Мы также считаем завышенной премию за субординированность в 80 б.п. выпуска крупнейшего розничного частного банка РусскийСтандарт-15, полагая, что этот спрэд должен составлять порядка 60 б.п. Таким образом, мы выделяем для покупки спрэды субординированных выпусков Банка Москвы-15 и Русского Стандарта-15 к их необеспеченным бондам (БанкМосквы-10 и РуссСтандарт-10).

Стоит отметить то факт, что крупные финансовые организации, вероятно, продолжат эксперименты с различной структурой выпуска. Так, в уходящем году в казахстанском банковском секторе уже появился первый бессрочный выпуск Казкоммерцбанка, и мы не исключаем, что кто-либо из крупнейших российских банков выпустит в следующем году что-нибудь подобное.

Несмотря на существенный рост предложения корпоративного риска, инвесторы без особых проблем абсорбировали его, и лишь осенняя неопределенность относительно развития событий в США заставила отложить выпуски нескольких эмитентов. Спрэд индекса RUBI за год сузился на 180 б.п. до 211 б.п. Наши рекомендации на 2005 год оказались оправданными: в частности длинные бумаги Алросы и Северстали стали лидерами среди евробондов корпораций. Кроме того, кривая Вымпелкома, благодаря успешному решению проблем с налоговыми органами и ослаблению конфликта между акционерами, практически сравнялась с кривой МТС.

Кто будет фаворитом в следующем году? Мы полагаем, что развитие событий будет предрасполагать к продолжению увеличения объемов размещений, и мы рекомендуем уделять внимание первичному рынку. Среди обращающихся выпусков мы продолжаем считать привлекательными бумаги Северстали-09 и Евразхолдинга-09 с возможностью снижения доходности на 20-40 б.п. Аналогичный потенциал сохраняет Северсталь-14, а наиболее привлекательным среди металлургов остается Евразхолдинг-15, имеющий потенциал сужения 70-80 б.п. В банковском секторе, помимо упомянутых субординированных бондов, мы выделяем на данный момент Россельхозбанк-10, 100% государственный банк, входящий в ТОП-40 по размеру активов. Исходя из того, что РБР, также государственный банк, торгуется с премией 60-70 б.п. к ВТБ, мы считаем, что спрэд Россельхозбанка к ВТБ-11 должен сузиться на 30-40 б.п. с нынешних 100 б.п. и рекомендуем его к покупке. Кроме того, нам по-прежнему нравятся еврооблигации Синек-15, по сути субфедерального выпуска: премию к суверенной кривой мы считаем весьма завышенной и предполагаем ее сужение на 70-80 б.п.

Лидеры роста в корпоративном секторе

Топ-10 RUBI	Total return
	9,09%
Алроса-14*	19,82%
Северсталь-14*	16,35%
Сибнефть-09	14,74%
Газпром-34	14,05%
Вымпелком-11*	13,62%
Вымпелком-09*	13,40%
Евразхолдинг-09*	13,38%
Росбанк-09	11,78%
Система-11	11,55%
ВБД-08*	10,87%

*рекомендованные нами выпуски в 2004 г.

Источник: J.P. Morgan

Рынок рублевых облигаций

2005 год прошел для инвесторов в рублевые облигации под счастливой звездой. Базовые предпосылки, с которых этот год начинался, вряд ли позволяли рассчитывать на такой успех: продолжающееся ужесточение монетарной политики в США делало наиболее вероятным сценарием рост доходностей базовых активов, со всеми вытекающими последствиями как для рынка еврооблигаций, так и для внутреннего долга. В частности, мы прогнозировали повышение доходностей по рублевым голубым фишкам средней дюрации к концу года в пределах 75 – 125 б.п., предполагая при этом постепенное укрепление рубля на валютном рынке. На практике, картинка получилась обратной: повинуясь глобальному тренду на FOREX, доллар укрепился к рублю на 4%, а доходности рублевых бумаг снизились с начала года в пределах 0.45% (госбумаги) – 1.79% (субфедеральный сегмент). При этом, полученный инвесторами Total Return оказался сравнимым с уровнем 2004 года: по индексу ZETBI Corp, например, он составил порядка 12.09% (в 2004 году – 12.17% годовых).

Доходность вложений в рублевые облигации в 2004-2005 гг.:

Сегмент	Доход в 2004 году	YTM по индексу на начало 2005 года	Доход в 2005 году (оценочно по состоянию на 13 декабря)	YTM по индексу на 13 декабря 2005
ZETBI OFZ	9.30	6.73	10.04	6.28
ZETBI MUNI	11.84	8.56	13.63	6.77
ZETBI Corp	12.17	10.33	12.09	8.64
ZETBI Corp 10	10.93	8.81	11.77	7.23

Источник: Банк ЗЕНИТ

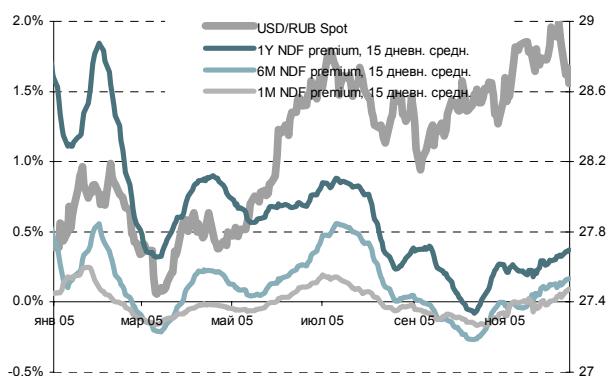
В целом лучшими, чем ожидалось, результатами рынок рублевого долга обязан удачному стечению сразу нескольких факторов, как внешнего, так и внутреннего происхождения.

В числе первых – более чем умеренная реакция Treasuries на повышение учетной ставки, особенно на длинном отрезке кривой доходности. Это позволило российским еврооблигациям в полной мере отразить позитивный эффект от сужения суверенного спреда, происшедшего на фоне растущих оценок кредитоспособности России со стороны рейтинговых агентств.

В свою очередь, «источником питания» растущей кредитоспособности стали рекордные цены на сырьевых рынках: нефть марки Brent большую часть года торговалась выше отметки 50 долл. за баррель, обеспечивая стабильный приток валюты в страну. Хотя большая часть этого притока непосредственно оседала в стабилизационном фонде, российская финансовая система не осталась не удел: высокий объем денежной ликвидности, за исключением нескольких летних месяцев и четвертого квартала, обеспечивал минимальные ставки денежного рынка и избыток средств у банков, находивший выход на рынке рублевых облигаций.

Динамика валютных курсов в 2005 году, на первый взгляд, должна была бы добавить серых красок в общую картину, складывающуюся на внутреннем долговом рынке. Евро в течение года потерял порядка 11% по отношению к доллару на FOREX, что, хотя и в меньшей степени, нашло отражение и в динамике курса доллара к рублю (+3% с начала года по состоянию на 15.12.2005). Между тем, долговой рынок в течение года проявлял завидную инертность к обесценению национальной валюты: настроения инвесторов во многом определялись не фактическим движением курсов, а среднесрочными ожиданиями.

Динамика курса доллара и премии 12, 6, 1 месячных NDF контрактов USD/RUB к спот-курсу:



Источник: Reuters

Если в качестве барометра девальвационных ожиданий рассматривать форвардные премии по NDF контрактам, видно, что предполагаемые темпы годовой девальвации рубля с весны не превышали 1%, даже в период довольно резкого роста доллара во втором квартале (когда евро заметно упал на политических проблемах в еврозоне). Более того, в марте-апреле и октябре 6 месячные контракты торговались с дисконтом к спот-курсу, предполагая тем самым ожидаемое укрепление рубля. Причины столь стойкой веры в нераскрытый потенциал национальной валюты, как мы полагаем, все те же, что и раньше. Раскручивание инфляционной спирали уже в первом квартале на фоне существенно превысившего ожидания роста тарифов ЖКХ/естественных монополий и не самой удачной кампании по монетизации льгот заставили участников рынка вспомнить избитую тему о

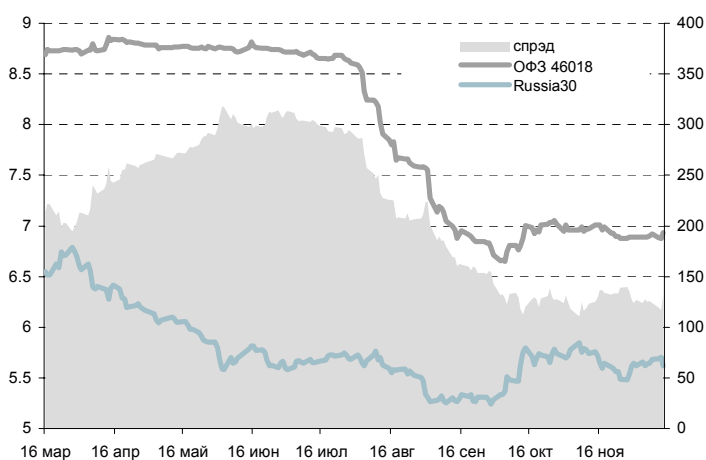
первостепенности целей макроэкономической политики: контроль за укреплением рубля или контроль за инфляцией. Ожидания того, что ЦБ вот-вот даст слабину и уменьшит объемы покупки поступающей на валютный рынок экспортной выручки, удерживали форвардные премии на низком уровне.

Однако же регулятор предпочел воздержаться от принятия волевых решений: курс доллара к рублю следовал за динамикой FOREX, в то время как инфляция оказалась куда выше официальных прогнозов (ожидаемый по итогам года CPI – 11.5%, при ориентире 7.5%-8.5%).

В целом, роль главного инструмента кредитно-денежной политики ЦБ в уходящем году осталась за валютным курсом – хотя вмешательство регулятора в процесс ценообразования и было минимальным. В то же время, последнее стоит расценивать скорее как следствие нежелания принимать противоречивые с точки зрения потенциального эффекта решения, нежели намеренный отказ от практики манипулирования курсом национальной валюты: процентные методы регулирования в России пока не на том уровне, чтобы обеспечить заметное воздействие на экономику.

Справедливости ради стоит отметить, что в прошлом году несколько подвижек в сторону процентных методов все-таки было сделано. Первой, и наиболее важной с точки зрения долгового рынка, стала смена политики регулирующих органов в отношении госбумаг. Летнее ралли в суверенных евробондах, совпавшее с укреплением курса рубля и дефицитом предложения на первичном рынке, сделали очевидным неадекватность ставок на длинном отрезке кривой госбумаг, расширивших к августу спрэд к валютной кривой (на примере ОФЗ 46018 и России-30) до 300 б.п.

Доходность России-30 и ОФЗ 46018, март-декабрь 2005:

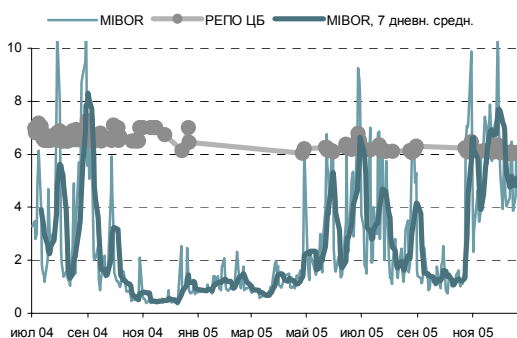


Источник Bloomberg, расчеты Банка ЗЕНИТ

Как следствие, в длинные ОФЗ хлынул спекулятивный спрос со стороны нерезидентов и испытывающих избыток ликвидности российских участников, а Минфин не стал этому препятствовать, отказавшись от прежней тактики удерживания ставок по ОФЗ через механизм доразмещений. В итоге в августе – октябре спрэд рублевых и валютных суверенных бумаг сузился с 300 б.п. до 120 б.п., а сегмент ОФЗ фактически вернул себе статус рыночного benchmark.

Вернувшаяся в сегмент госбумаг ликвидность и их возросшая привлекательность для инвесторов, вместе с существенным расширением списка принимаемых в залог ценных бумаг, сделали возможным для ЦБ увеличить роль сделок прямого РЕПО в сглаживании колебаний межбанковского рынка. Наиболее заметный рост предоставления коммерческим банкам ликвидности через сделки РЕПО произошел осенью, когда на волне роста доллара к евро банки придерживались длинных позиций по американской валюте, провоцируя тем самым дефицит рублей в периоды налоговых выплат. При этом, ставка по аукционам РЕПО, колебавшаяся около уровня 6%, стала своего рода ориентиром стоимости денег на межбанке для банков первого круга в условиях сжатой ликвидности, что можно считать еще одним успехом ЦБ в области освоения процентных инструментов монетарной политики.

Ставки МБК (MIBOR) и доходность аукционов прямого РЕПО ЦБ:



Источник Reuters

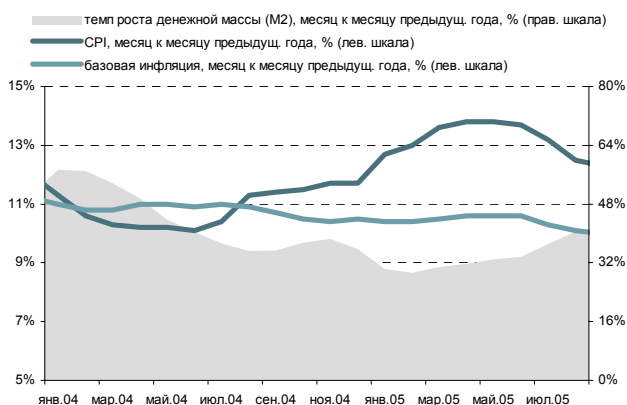
Наконец, еще один важный фактор неэкономического характера, сказавшийся на настроениях инвесторов в российские активы в 2005 году, о котором нельзя не вспомнить - отсутствие поводов для опасений новой серии «охоты на ведьм» в отношениях власти и крупного бизнеса. Хотя претензии к ряду крупных компаний и возникали в течение года, их некритичный масштаб и готовность налоговых органов идти на компромисс позволили инвесторам сгладить болезненные воспоминания о деле ЮКОСа и сосредоточиться на макроэкономическом позитиве.

Подводя черту, 2005 год начинался с целого набора внешних и внутренних рисков, которые могли бы внести порцию негатива в динамику долгового рынка, но на практике так и остались не реализованными. В этом свете стартовые условия, с которыми мы встречаем год 2006, определенно дают меньше поводов для волнений, нежели год назад.

Очевидно, что внутренние факторы, предопределяющие конъюнктуру на долговом рынке, по-прежнему будут находиться в тесной зависимости от целей и методов реализации денежно-кредитной политики государства (в лице Правительства, МинФина и Центрального Банка).

Что касается целей, то мы полагаем, что «задачей номер один» для ЦБ должна стать контролируемая инфляция. 2005 год в этом плане оказался провальным: при прогнозе в 8.5% рост потребительских цен, по всей видимости, достигнет 11.5%. «Подвел», во-первых, стремительный рост стоимости услуг для населения, вклад которого в ИПЦ, согласно данным МЭРТ, составит 4.4%. Остальное – это инфляция спроса, являющаяся прямым следствием растущих потребительских доходов, расширяющейся, несмотря на стерилизующую функцию стабфонда, денежной массы, и наметившегося тренда на послабление бюджетной политики.

Инфляция и темпы роста денежной массы M2, 2004-2005:



Источник: ЦБ РФ

Наиболее тревожным представляется последний фактор: помимо экономической логики, он имеет под собой сильную политическую подоплеку, причем ее вклад в определение бюджетной политики накануне выборов (депутатов в думу в 2006 году и президента в 2008) может стать решающим. В октябре в закон о бюджете на 2005 год были внесены поправки, в результате которых вместе с ростом доходов (+50%) и профицита (в 4 раза), выросли и расходы (+16%), обеспечив бюджетную эмиссию чуть менее 500 млрд. рублей. Принятый бюджет на 2006 и проект на 2007-2008 гг. предполагают дальнейший рост непроцентных расходов, при этом, профицит, по сути, отражающий возможности государства по стерилизации избыточной ликвидности, в 2006 году сокращается почти вдвое. При этом, нет гарантий, что в 2006 году сумма расходов не будет пересмотрена в сторону увеличения. Кроме того, еще одним сугубо политическим мотивом, способным внести вклад в инфляционный процесс, потенциально может стать все чаще звучащее предложение потратить средства стабфонда на «что-нибудь полезное», помимо погашения внешнего долга.

Основные параметры федерального бюджета РФ, 2005-2008:

	2005	2006П	2007П	2008П
Доходы, млрд. руб.	4979.8	5046	5360.4	6142.9
% к предыдущему году	45.2%	1.3%	6.2%	14.6%
Расходы, млрд. руб.	3539.5	4270	4696.2	5481.9
% к предыдущему году	31.1%	20.6%	10.0%	16.7%
Профицит	1440.3	776	664.2	661
% к предыдущему году	97.3%	-46.1%	-14.4%	-0.5%

Источник: ЦБ РФ

В целом, рисков, что ориентиры по инфляции (8.5% в годовых терминах) не будут достигнуты и в следующем году, предостаточно, и тем большую значимость, в том числе политическую, имеет достижение этой цели для ЦБ. Учитывая неразвитость процентных инструментов влияния на денежную массу и растущие расходы бюджета, в 2006 году вероятность того, что чаша весов между сдерживаемым укреплением рубля и более контролируемой инфляцией качнется в сторону последней, все-таки выше, чем в 2005.

При этом, даже если этого и не произойдет, у курса рубля может оказаться достаточно внешних поводов для роста. На мировом валютном рынке в 2006 году, похоже,

складываются все предпосылки для снижения доллара. Учитывая тот факт, что ФРС готовится остановить повышение ставок, а ЕЦБ, вероятно, только ступает на этот путь, американская валюта может лишиться главного в этом году фактора поддержки в лице растущего дифференциала процентных ставок между Европой и США. Если главный довод в пользу покупки доллара ослабнет, инвесторы могут вспомнить и про проблему двойного дефицита, и про ожидаемую ревальвацию юаня, что лишь укрепит негативный настрой в отношении американской валюты.

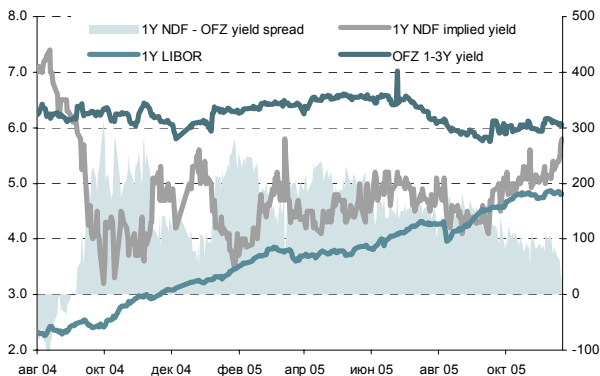
Вероятное укрепление рубля, вкуче с высокими нефтяными ценами, дает все поводы рассчитывать на сохранение благоприятной ситуации с рублевой ликвидностью в будущем году, что будет оказывать поддержку спросу на рублевые облигации.

В то же время, было бы ошибочно оценивать перспективы рынка рублевых бумаг в отрыве от глобальной тенденции роста стоимости денег в мировой экономике. Хотя в 2006 году пауза в серии повышений ставок ФРС, вероятно, приостановит этот процесс, о снижении процентных ставок речь пока не идет, да и уровень, на котором закончится рост, еще не достигнут. Растущая стоимость привлечения капитала обуславливает растущую требуемую доходность на осуществляемые инвестиции. Российский долговой рынок в этом плане – не исключение, учитывая активное участие нерезидентов, а также тот факт, что крупные российские участники довольно часто привлекают средства на западе, импортируя в страну риски глобального роста ставок.

Растущая стоимость фондирования выступает естественным барьером, ограничивающим потенциал снижения доходностей рублевых облигаций. Мы попытались проиллюстрировать этот факт в простой модели, увязывающей стоимость фондирования и доходность по госбумагам средней дюрации. В качестве стоимости фондирования мы рассматриваем годовую LIBOR. Ориентиром по доходности облигаций выступает доходность взвешенного по капитализации портфеля, состоящего из выпусков срочностью 1-3 года. Сразу стоит отметить, что сравнение является довольно грубым ввиду существующей разницы в срочности: дюрация портфеля на рассматриваемом горизонте как правило превышала год. В то же время, на коротком отрезке существует явный дефицит ликвидных выпусков, которые могли бы служить ориентиром по доходности. Премия за срочность (использование ставки LIBOR сроком 1.5 – 2 года) уменьшила бы спрэд между доходностью портфеля и стоимостью фондирования – таким образом, наша оценка спрэда, основанная на годовых ставках, является своего рода «наиболее оптимистичным сценарием».

Для корректного отражения дохода, на который могут рассчитывать инвесторы, занимая под LIBOR и вкладывая в ОФЗ, необходима корректировка на валютный риск, связанный с инвестированием в рублевые активы. Величина этого риска количественно отражается в форвардной премии годовых NDF контрактов на рубль по отношению к текущему спот-курсу: эта величина может служить приблизительным рыночным девальвационных ожиданий. Аналогом форвардной премии является премия, которую дает к ставке привлечения средств на мировом рынке (т.е. все тот же годовая LIBOR) вмененная доходность форварда (implied yield) – величина, поддерживающая паритет процентных ставок, т.е. исключающая возможность арбитража. Таким образом, вмененная доходность по сути представляет собой скорректированную на валютный риск («рублевую») ставку заимствования на мировом рынке, которую можно сравнивать с доходностью размещения средств внутри страны.

Доходность среднесрочных ОФЗ, вмененная доходность 12мес.NDF на USD/RUB и ставка LIBOR:



Источник: Reuters, расчеты Банка ЗЕНИТ

С осени 2004 года, когда вмененная доходность впервые опустилась ниже доходности ОФЗ благодаря переоценке долгосрочных перспектив курса рубля, спрэд между двумя показателями снизился с уровня, превышающего 200 б.п., до 50-100 б.п. (ноябрь-декабрь). При этом, «линией поддержки» для доходности годового форварда на протяжении всего рассматриваемого периода служила ставка годового LIBOR, что говорит о том, что на годовом отрезке преобладающими были ожидания пусть умеренной, но все-таки девальвации рубля (не считая краткосрочного скачка форвардной премии в отрицательную зону в октябре).

Мы полагаем, что в следующем году премия годового форварда к спот-курсу может оказаться нулевой, на фоне высокой вероятности укрепления рубля, с одной стороны, и сохраняющейся сложностью прогнозов по динамике FOREX на долгосрочном горизонте, с другой. Таким образом, рублевая стоимость фондирования будет полностью определяться динамикой LIBOR. Отталкиваясь от нашего прогноза учетной ставки в США на уровне 4.75% на конец 2006 года и среднего спрэда годового LIBOR в текущем году на уровне 85 б.п., стоимость фондирования может составить порядка 5.6%. Таким образом, даже если спрэд между доходностью среднесрочных ОФЗ, которая сейчас находится на уровне 6% годовых, и рублевой стоимостью фондирования сузится до нуля, потенциал снижения

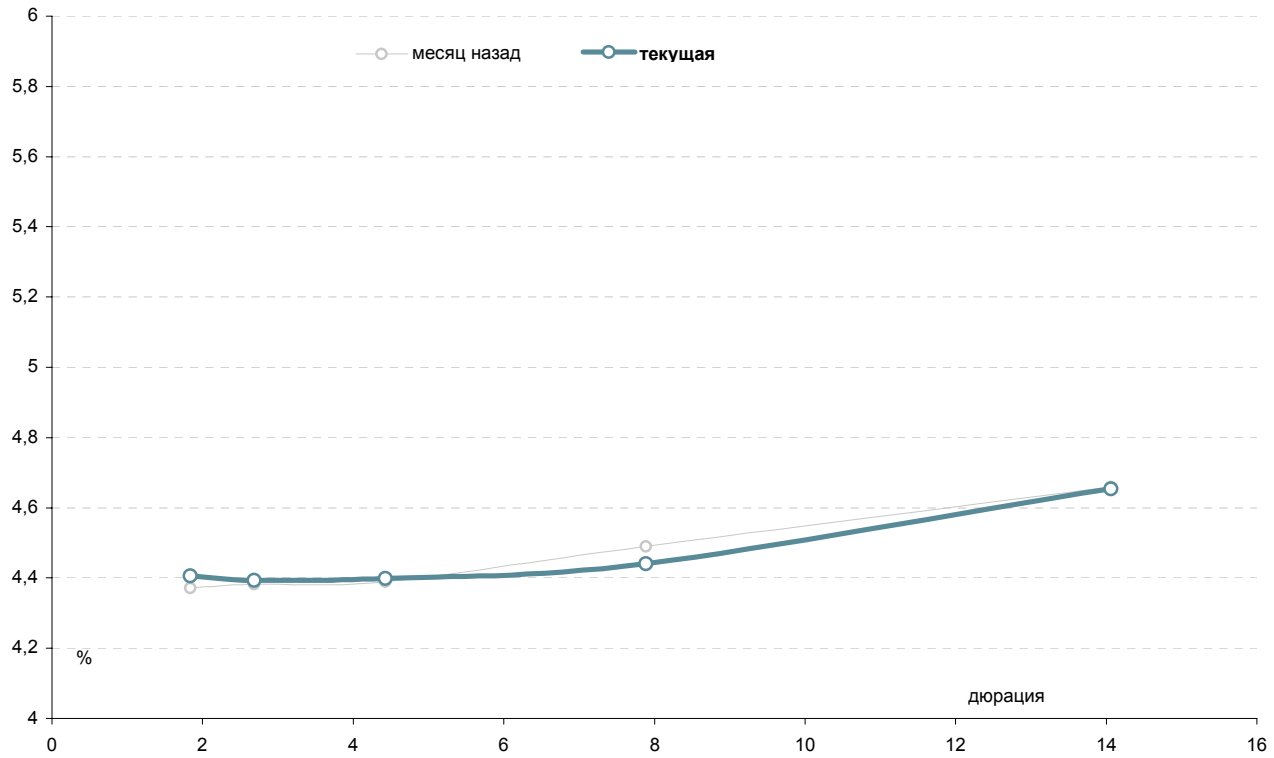
доходности составит всего 40 б.п. Однако на этом уровне рублевые бумаги полностью потеряют какую-либо привлекательность. Это позволяет говорить об отсутствии потенциала снижения ставок на среднем отрезке дюрации кривой ОФЗ.

Что касается длинного отрезка кривой доходности, как в сегменте ОФЗ, так и в корпоративных/субфедеральных сериях, то здесь ситуация будет во многом определяться настроениями на рынке российского внешнего долга. После того, как длинные ОФЗ ликвидировали свою глобальную недооцененность к валютным бумагам, существенно сократив спрэды, их чувствительность к колебаниям внешнего рынка долга заметно выросла, свидетельством чего стала резкая коррекция в октябре. Таким образом, мы можем говорить о том, что опосредованно увеличилась корреляция между российским внутренним долгом и динамикой базовых активов. В соответствии с нашим прогнозом, в 2006 году доходности последних могут вырасти на 40-60 б.п., что, впрочем, для российских еврооблигаций будет сглаживаться существующим потенциалом сужения спрэда (в пределах 30 б.п.). У рынка рублевого долга, скорее всего, будет дополнительный амортизатор, смягчающий возможный негативный эффект от роста доходности treasuries: укрепление рубля, способное сузить спрэд между рублевыми и валютными выпусками. В целом, мы придерживаемся нейтрального взгляда по уровню доходности на длинном отрезке кривой ОФЗ к концу 2006 года - фактически ставки могут остаться на том же уровне. При этом, учитывая, что в течение года динамика доходностей на рынке еврооблигаций, скорее всего, будет неоднородной, в выпусках длинной дюрации будут периодически возникать хорошие возможности для спекулятивной покупки. Однако роста, подобного ралли августа-сентября этого года, в складывающихся условиях ждать не приходится.

В этой связи при формировании инвестиционной стратегии на 2006 год инвесторам, на наш взгляд, стоит сочетать выбор в пользу длинной дюрации и подход *relative value*, направленный на выпуски второго – третьего эшелонов, тем более, что бум первичных размещений в 4 квартале 2005 года, скорее всего, приведет к появлению большого числа инвестиционных возможностей в январе-феврале, когда все размещившиеся выпуски выйдут на вторичный рынок. В частности, на настоящий момент привлекательное сочетание риска/доходности обеспечивают такие выпуски, как ММК-Транс, Маир, Мидлэнд, Нутритэк, Свердловэнерго и Ленэнерго, Главмосстрой.

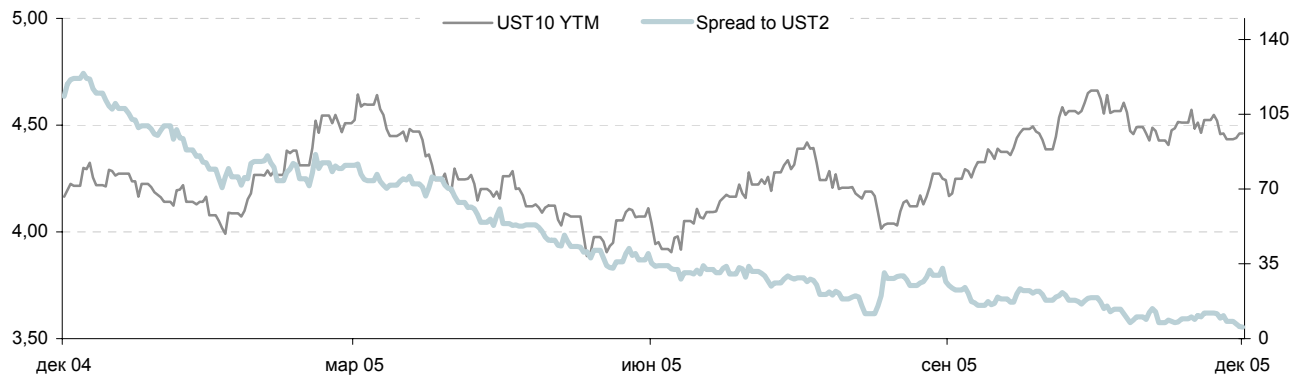
Приложение 1. US Treasuries

Кривая доходности Treasuries



Источник: Bloomberg

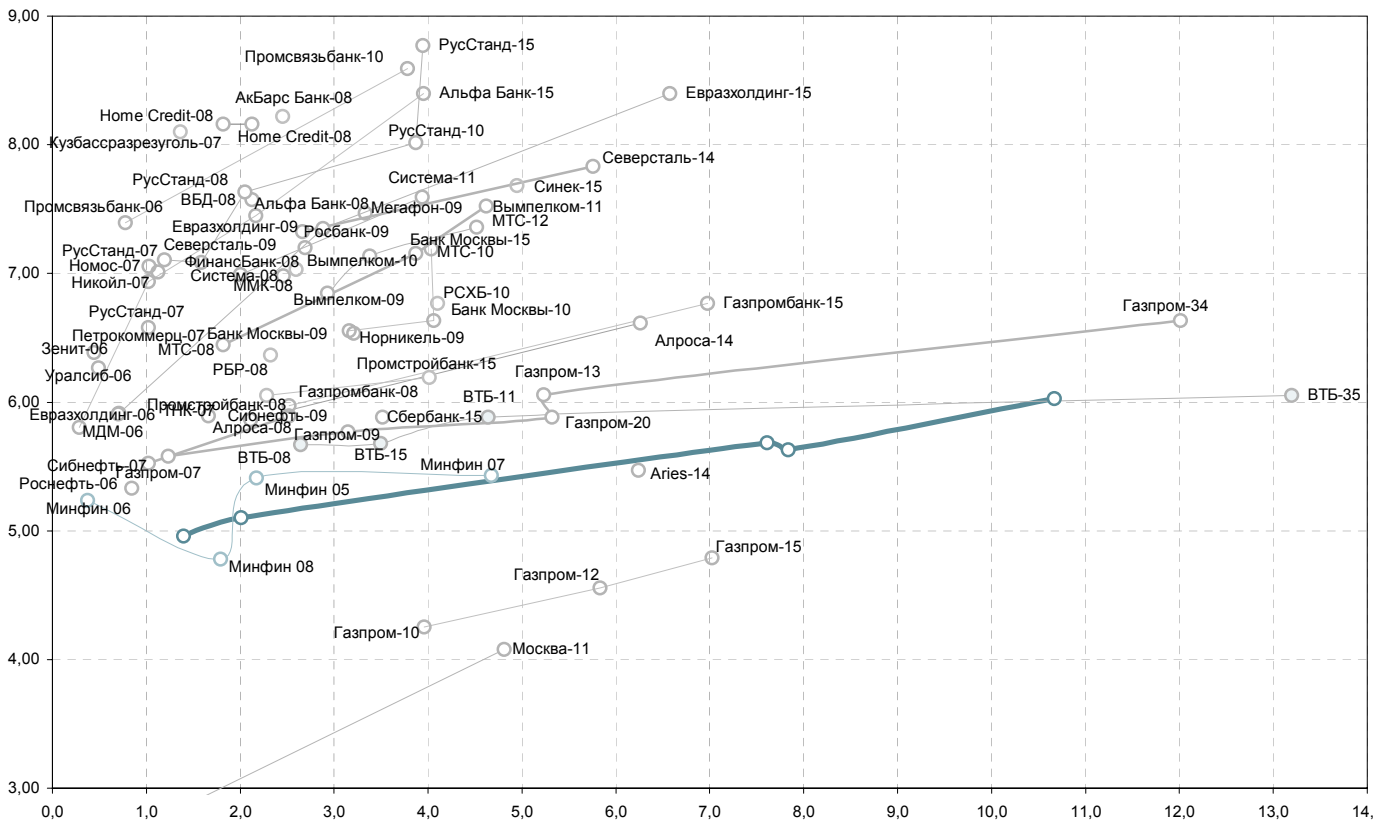
Динамика доходности UST10 и спреда к UST2



Источник: Bloomberg

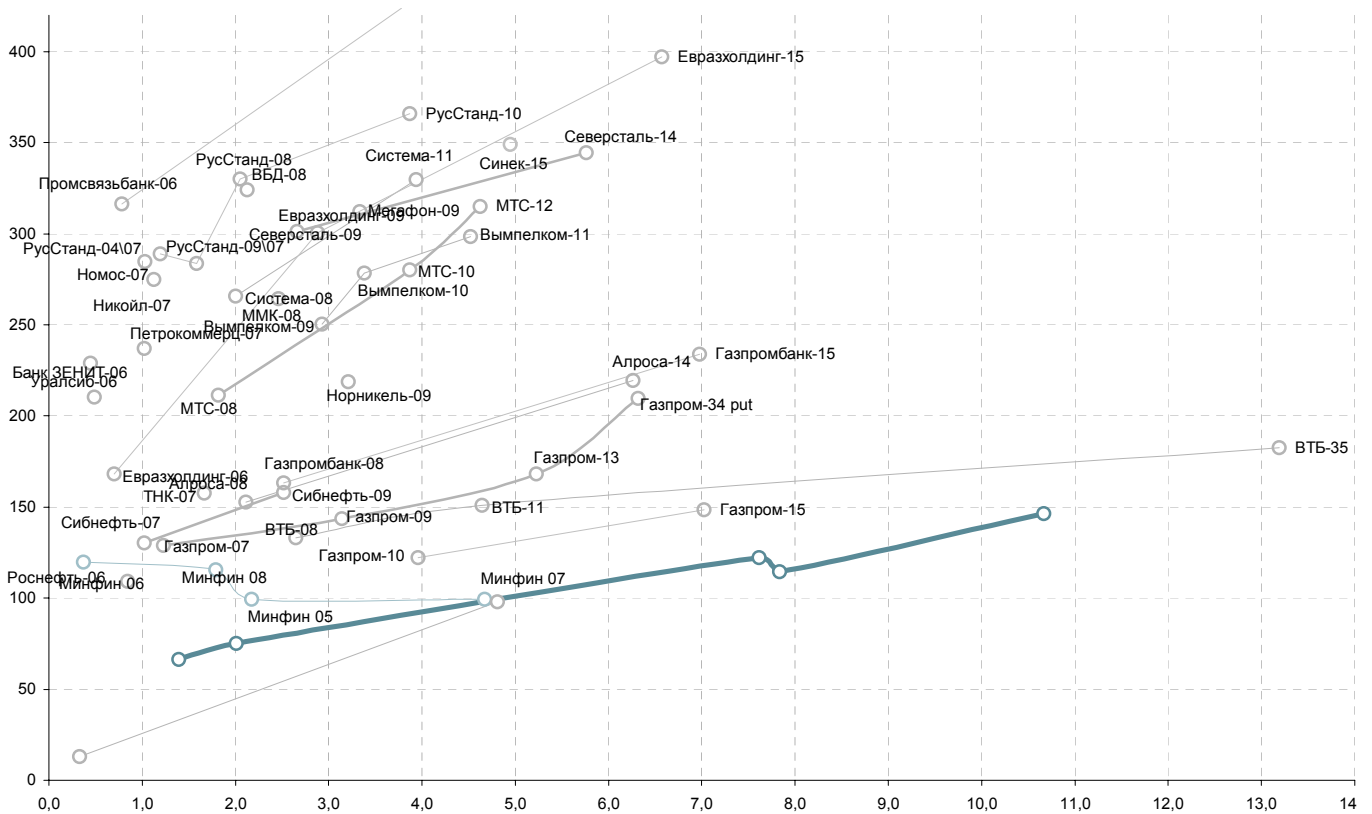
Приложение 2. Еврооблигации

Кривая доходности российских еврооблигаций



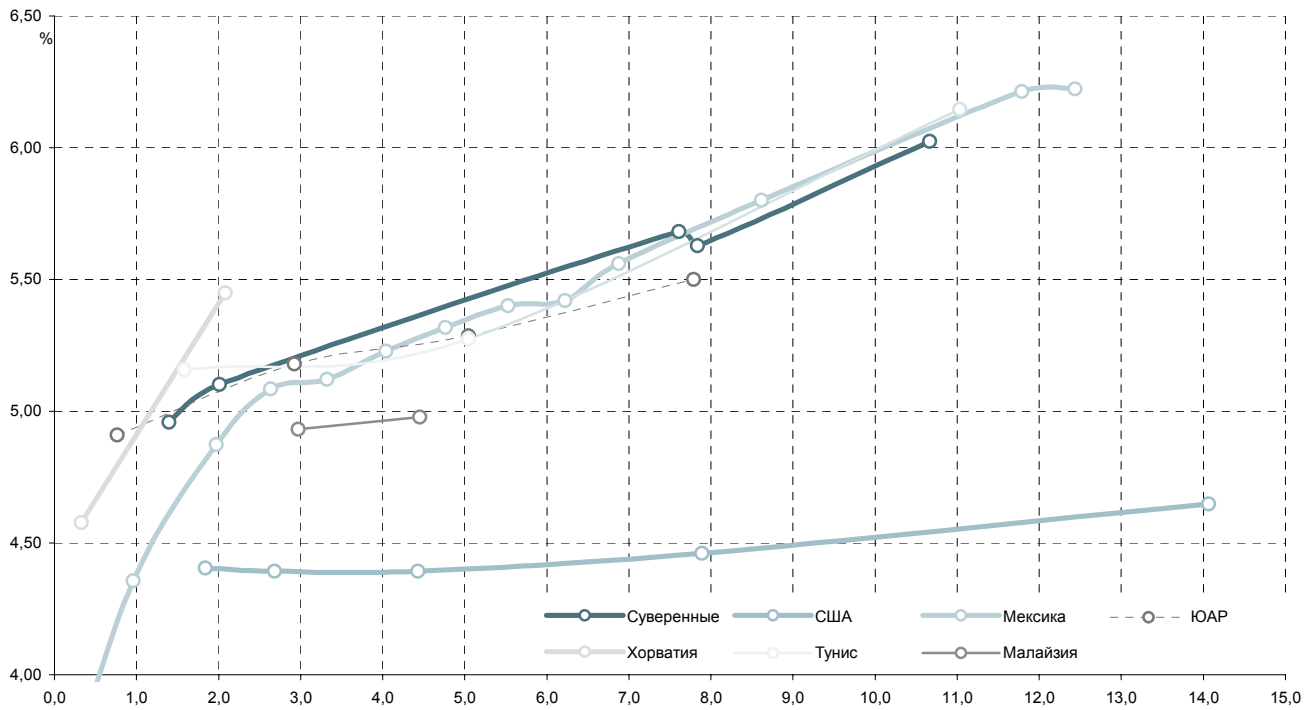
Источник: Bloomberg

Кривая спредов российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg

Кривая доходности российских еврооблигаций в сравнении с другими странами с инвестиционным рейтингом начального уровня



Источник: Bloomberg

Котировки российских еврооблигаций

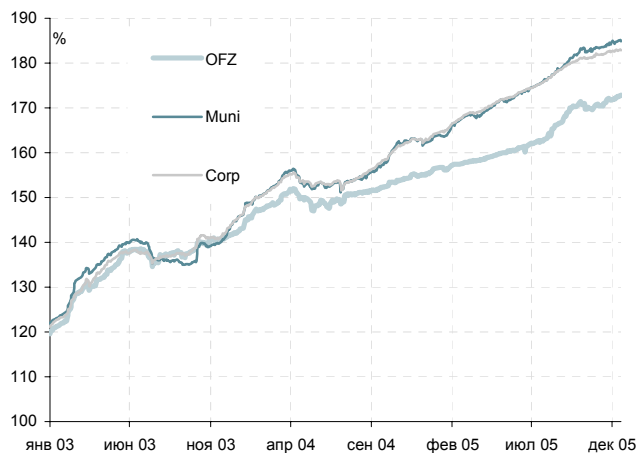
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,00	Baa2/BBB/BBB	106,99	107,19	5,025	1,39	64
Russia-10 \$	3/31/2010	2 820	8,25	Baa2/BBB/BBB	106,37	106,50	5,106	2,01	210
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,00	Baa2/BBB/BBB	146,95	147,32	5,698	7,61	120
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,75	Baa2/BBB/BBB	181,75	182,25	6,038	10,67	142
Russia-30 \$	3/31/2030	18 400	5,00	Baa2/BBB/BBB	111,92	112,02	5,634	7,83	100
Minfin-6 \$	5/14/2006	1 750	3,00	Baa2/BBB/BBB	99,08	99,13	5,302	0,37	104
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,00	BBB/BBB	96,58	96,83	4,854	1,79	45
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,00	Baa2/BBB/BBB	94,52	94,73	5,46	2,17	99
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,00	Baa2/BBB/BBB	88,64	88,89	5,461	4,67	99
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Baa3/BBB	105,10	105,19	-	-	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,75	Baa3/BBB	114,54	114,79	3,577	3,33	59
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,60	Baa3/BBB	128,18	128,58	5,497	6,24	105
Regional									
Moscow-06 EUR	4/28/2006	400	10,95	Baa2/BBB-/BBB	102,69	102,75	2,556	0,33	22
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,45	Baa2/-/BBB	111,63	112,00	4,112	4,81	98
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,13	BB	104,32	104,46	5,635	1,23	125
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,50	BB	115,59	115,99	5,823	3,15	143
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,80	BB/BB+	114,59	114,94	4,29	3,96	123
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,63	BB	119,99	120,49	6,098	5,23	167
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,88	Baa1	107,60	108,05	4,818	7,02	150
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,20	BBB/BBB	106,13	106,38	6,515	8,71	200
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,63	Baa1/BB/BB /*+	125,03	125,28	6,642	12,01	199
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,50	Ba3 /*+/BB-	106,18	106,43	5,636	1,02	126
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,75	Ba3 /*+/BB-	112,97	113,37	5,963	2,52	157
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,00	Ba2/BB/BB+	108,60	108,85	5,959	1,67	156
Rosneft-06 \$	11/20/2006	150	12,75	Baa2/B+	106,27	106,40	5,406	0,85	104
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,75	Ba3/BB-	106,11	106,36	6,507	1,82	210
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,38	Ba3/BB-	104,60	104,85	7,188	3,87	279
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,00	Ba3/BB-	102,02	102,27	7,552	4,62	314
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,00	B1/BB	109,34	109,59	6,886	2,93	249
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,00	B1/BB	102,78	103,03	7,171	3,38	278
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,38	(P)B1/BB	104,48	104,73	7,384	4,52	298
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,00	B2/B+	101,53	101,78	7,507	3,33	311
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,25	B/B+	106,54	106,79	7,048	2,00	265
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,88	B3/B/B+	104,90	105,32	7,642	3,94	325
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,13	Ba2/BB+	101,67	101,92	6,574	3,21	218
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,00	Ba3/BB-/BB-	102,30	102,55	7,03	2,46	264
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,63	B2/B+	103,19	103,59	7,397	2,66	300
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,25	B2/B+/B+	108,03	108,53	7,871	5,76	343
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,50	B3/B+	101,74	101,99	7,63	2,13	323
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,13	Ba3/B	104,65	104,90	5,919	2,11	152
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,88	Ba3/B	114,75	115,00	6,631	6,26	218
Evrazholding-06 \$	9/25/2006	200	8,88	B1/BB-	102,00	102,11	5,985	0,702	162
Evrazholding-09 \$	8/3/2009	325	10,88	B1/BB-	110,70	110,95	7,39	2,882	300
Kuzbassrazrez-07	7/13/2007	150	9,00	-/-	-	-	-	-	-
Amtel-07	6/30/2007	175	9,25	-/-	-	-	-	-	-
SINEK-15	8/3/2015	250	7,70	Ba1/BB	99,84	100,09	7,704	4,949	329
Banks									
Sberbank-06	10/24/2006	1 000	5,96	A2/BBB	101,09	101,18	4,851	0,08	-
Sberbank-17	2/11/2015	1 000	6,23	A3/BBB-	101,00	101,25	6,631	3,52	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,88	A2/BBB	102,99	103,24	5,714	2,65	132
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,50	A2/BBB	107,58	107,83	5,907	4,64	150
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,32	A3/BBB-	102,05	102,30	6,703	3,50	132
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,25	A2/BBB	102,46	102,71	6,061	13,19	141
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,25	Baa1/BB-	103,04	103,29	6,018	2,52	162
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,00	Baa1	104,48	104,73	6,591	3,16	220
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,38	Baa1	102,80	103,05	6,665	4,06	227
MDM-06 \$	9/23/2006	200	9,38	Ba2/B+/BB-	102,16	102,35	6,041	0,71	159
Bank ZENIT-06 \$	6/12/2006	125	9,25	B1/B	101,15	101,27	6,511	0,45	220
Uralsib-06 \$	7/6/2006	140	8,88	B/B	101,19	101,32	6,393	0,49	204
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	Ba3/B	101,92	102,19	7,182	1,03	281

Источник: Bloomberg

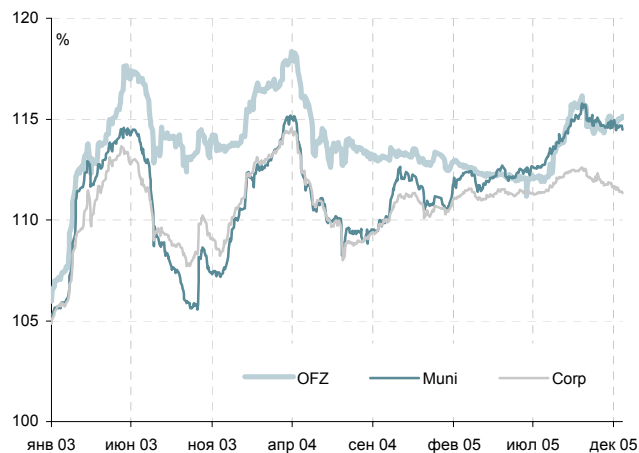
Приложение 3. Российский долговой рынок

Индексы рынка рублевых облигаций

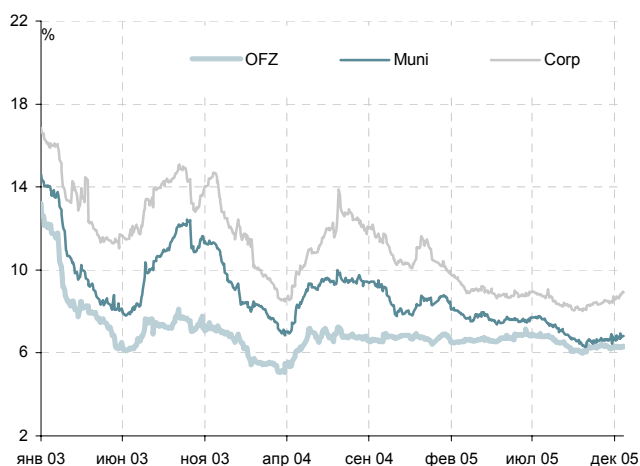
Индекс совокупного дохода



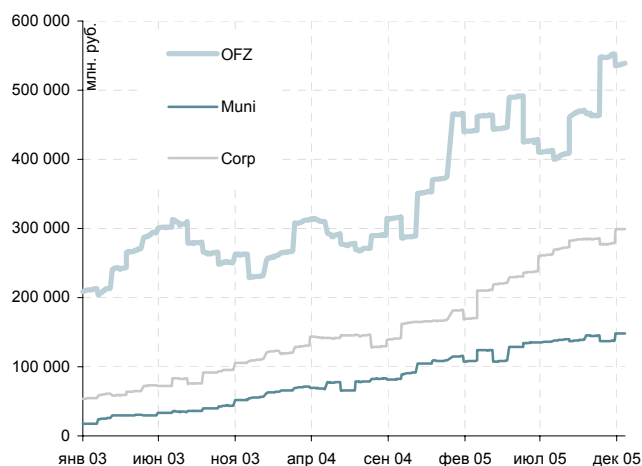
Индекс цен



Динамика доходности



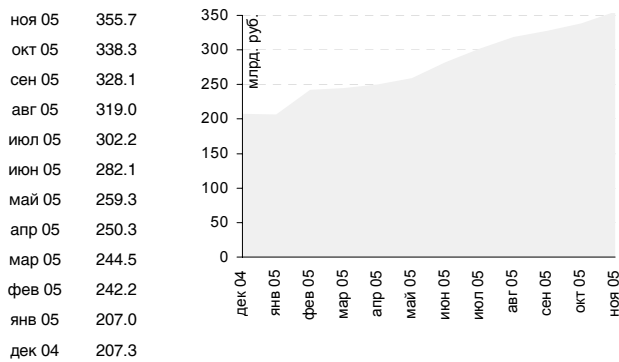
Динамика капитализации



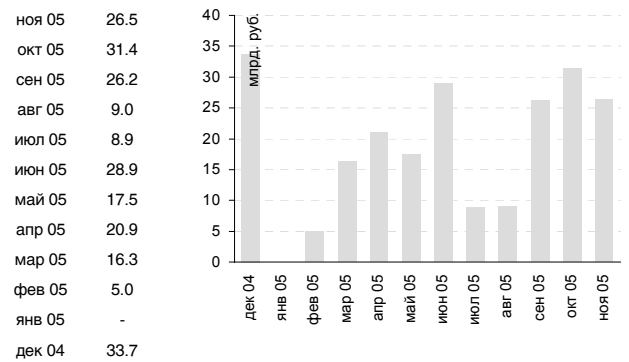
Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ
Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytcs/index/>

Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

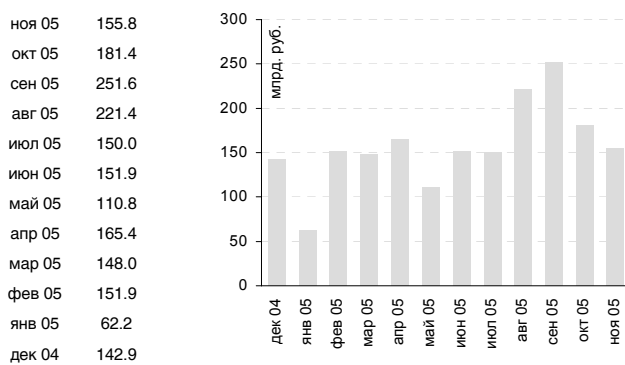
Емкость рынка*



Первичные размещения



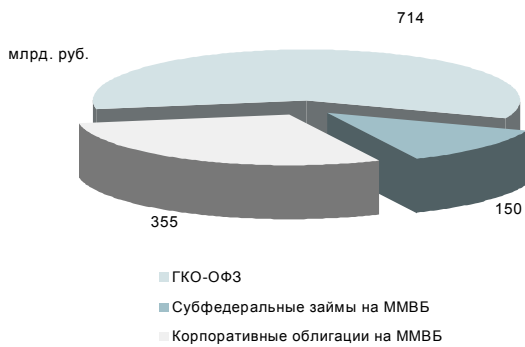
Биржевой оборот** (ММВБ)



Динамика показателей денежного рынка



Структура рынка по объему в обращении



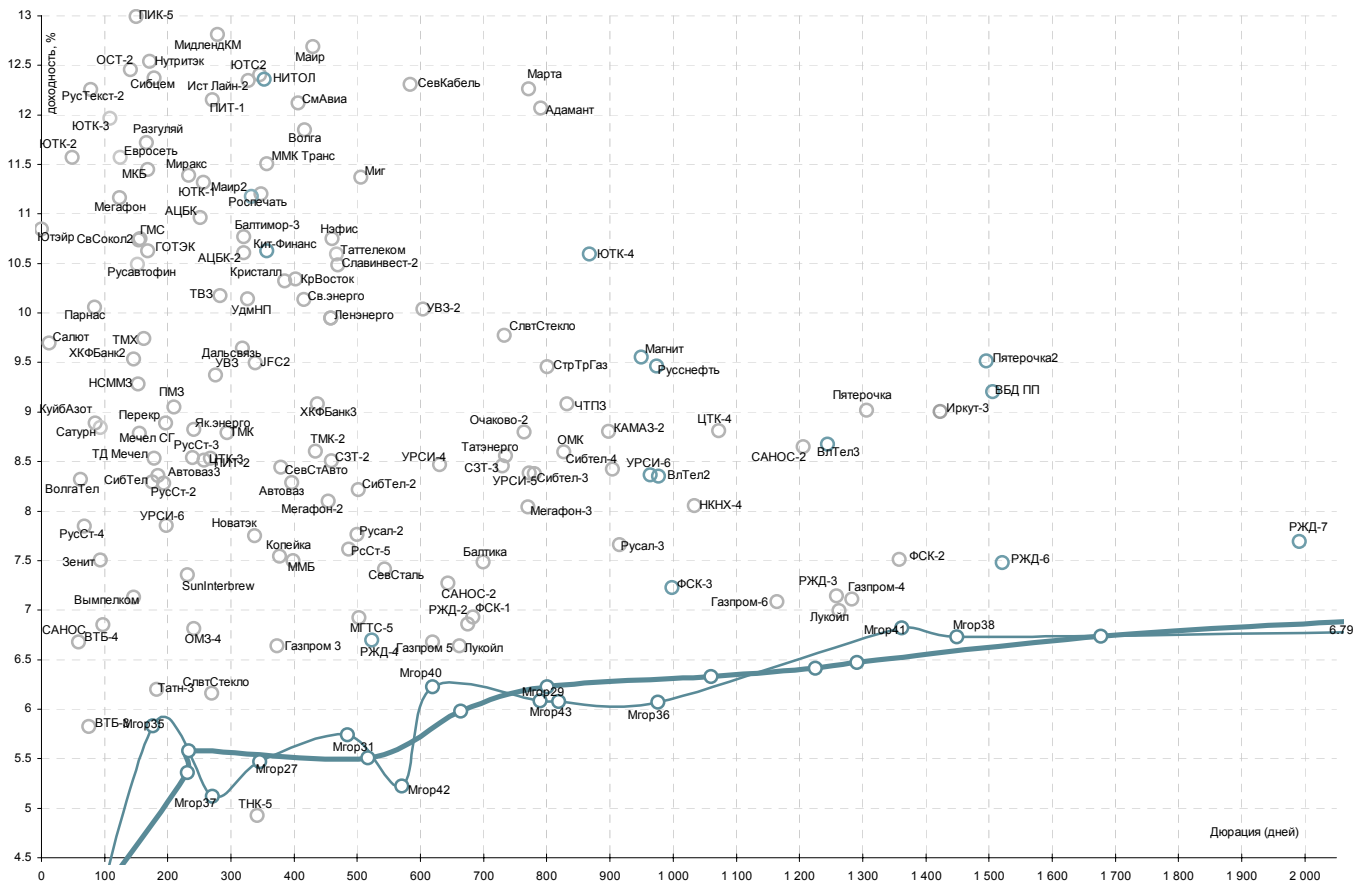
Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Примечания к таблице:

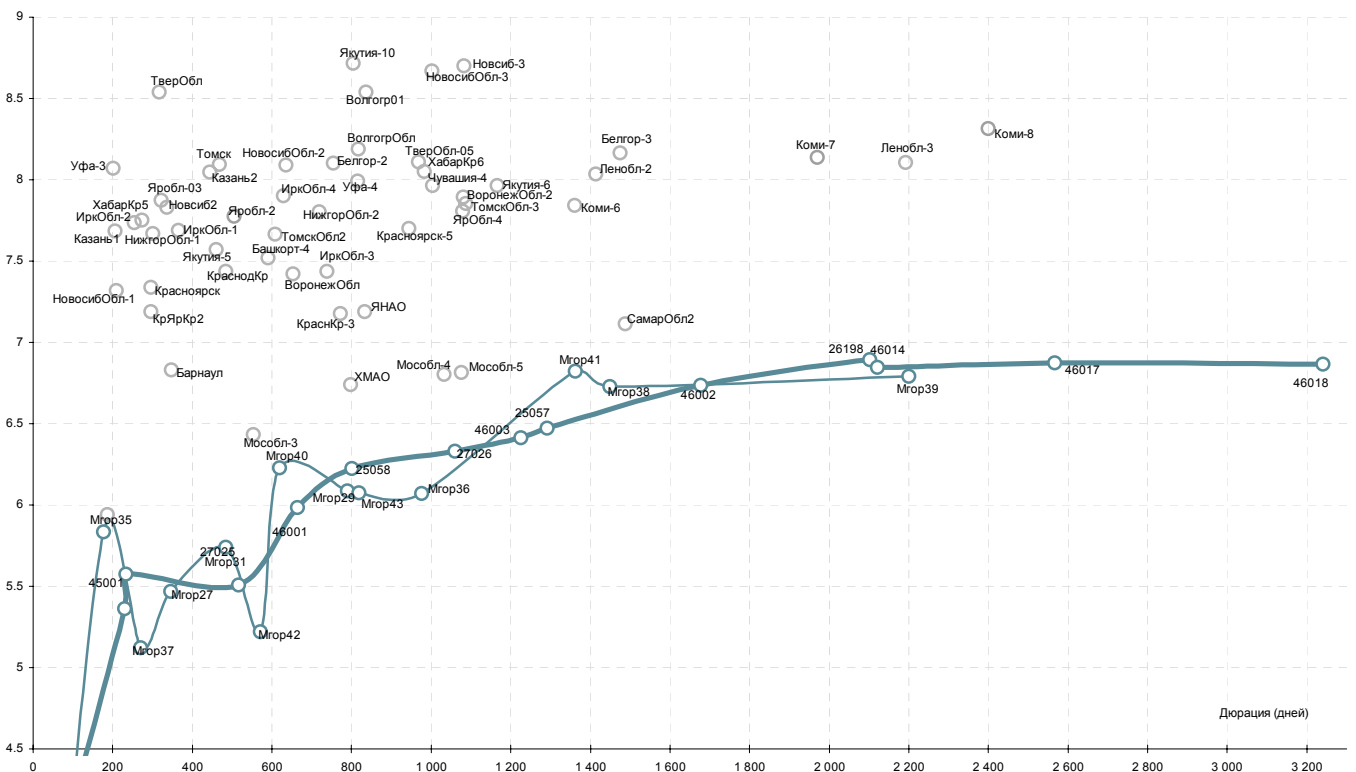
* Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

** В объеме торгов учитываются только выпуски, включенные в емкость рынка

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Вадим Соломахин	vadim@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Еврооблигации	Владислав Григорьев	v.grigoriev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Акции	Игорь Чемолосов	i.chemolosov@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Конверсионные операции	Алексей Воробьев	a.vorobiev@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Акции	Евгений Суворов	e.suvorov@zenit.ru
Акции	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Управление валютно-финансовых операций		gko@zenit.ru
Начальник управления	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Управление корпоративного финансирования		
Начальник управления	Максим Васин	vasin@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2003 Банк ЗЕНИТ.