

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежемесячный обзор

Нынешняя благоприятная ситуация с денежной ликвидностью - скорее временное явление. Определенного снижения ликвидности мы ждем уже в ближайшее время, а в мае денежный рынок должен окончательно избавиться от «эффекта крупных сделок». В долгосрочной перспективе мы не ожидаем столь высоких, как сейчас, объемов остатков и столь низких ставок МБК. Кроме того, мы по-прежнему придерживаемся мнения, что в этом году ожидать активных действий ЦБ по укреплению курса рубля к корзине валют не стоит.

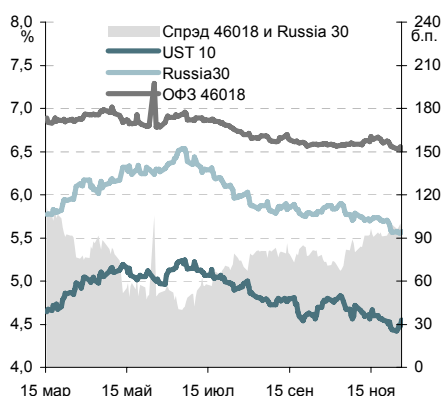
В этих условиях мы по-прежнему рекомендуем инвесторам не спешить с покупкой длинных выпусков. По мере того, как будет ослабевать поддержка со стороны высокой денежной ликвидности, мы не исключаем, что рублевый рынок может стать более чувствительным к внешней конъюнктуре, которая пока не дает особых поводов для оптимизма.

Исключение можно сделать лишь для бумаг, имеющих потенциал роста с точки зрения *relative value* – в частности, это облигации Пятерочки, по которым мы ждем дальнейшего сужения спреда в среднесрочной перспективе до 180-200 б.п.

Кроме того, в числе бумаг, которые, на наш взгляд, могут сформировать неплохой защитный портфель – выпуски 2-3 эшелонов короткой и средней дюрации, в частности, Юнимилк, Нутритэк, Техносила, Лэтуаль, Топ-Книга-2, Нитол-2, Инком-Авто-2, Карусель, УМПО-2, Дикси.

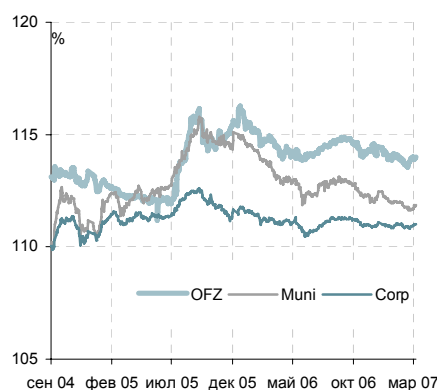
Рынок рублевых облигаций	2
Первичные размещения	5
Приложение	11

Спред ОФЗ 46018 к Russia 30



Источник: Bloomberg, ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Динамика ценовых индексов ZETBI



Источник: Банк ЗЕНИТ

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

www.zenit.ru

Рынок рублевых облигаций

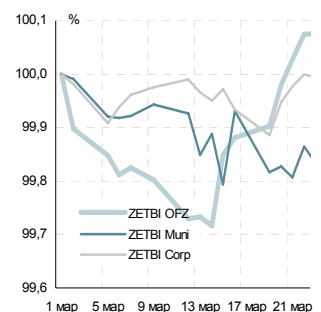
Вторая половина марта на рынке рублевого долга «приятно удивила» инвесторов. Казалось бы, было достаточно оснований для того, чтобы ожидать заметного охлаждения конъюнктуры, главным образом, из-за возможных проблем с ликвидностью. Во-первых, ставки МБК еще до начала налоговых выплат держались на довольно высоком уровне 5-6%, и конец квартала явно не предвещал их снижения. Во-вторых, существовали опасения, что экстренный отток ликвидности с рынка могут вызвать аукционы по продаже активов Юкоса. Резкий дефицит ликвидности на фоне довольно плотного потока новых размещений (больше 30 млрд. руб. в последние 2 недели марта) вполне мог бы пошатнуть котировки вторичного рынка.

На деле угроза кризиса ликвидности в этот раз «прошла стороной», и преодолеть трудные времена без роста ставок МБК выше 6-7% помогли как раз те факторы, которые изначально вызывали опасения участников рынка. Средства, необходимые для участия в аукционах, основные покупатели активов Юкоса (в частности, Роснефть) позаимствовали у иностранных банков. Как следствие, во второй половине марта ЦБ пришлось купить внушительный объем валюты: дневные объемы торгов на ММВБ часто превышали 4 млрд. долл., а золотовалютные резервы только за неделю 16 – 23 марта прибавили 10.9 млрд. долл. (максимальный недельный прирост с лета прошлого года). Учитывая, что оплата основной суммы стоимости приобретаемых активов по регламенту должна состояться в течение 14 дней после аукциона, активная «подготовка» к торгам по Юкосу обеспечила временный дополнительный приток ликвидности в финансовую систему, которую, скорее всего, получили крупнейшие банки. Кроме того, 27 марта был зарегистрирован отчет об эмиссии акций Сбербанка, и, соответственно, разблокированы средства, которые Сбербанк получил в ходе SPO. Хотя часть из этих средств, как и ожидалось, была стерилизована через выпуск ОБР 29 марта на 123.5 млрд. рублей, определенная доля попала и на денежный / долговой рынки.

Отсутствие каких-либо трудностей с ликвидностью, по крайней мере, у крупнейших участников рынка рублевого долга, оказало заметную поддержку спросу на длинные ОФЗ и голубые фишки, «просевшие» в конце февраля на негативном внешнем фоне (захлестнувшей развивающиеся рынки волны «flight to quality»). В итоге имевшее место в конце февраля – начале марта расширение спредов по некоторым сериям первого эшелона было полностью отыграно.

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Динамика ценовых индексов ZETBI в марте



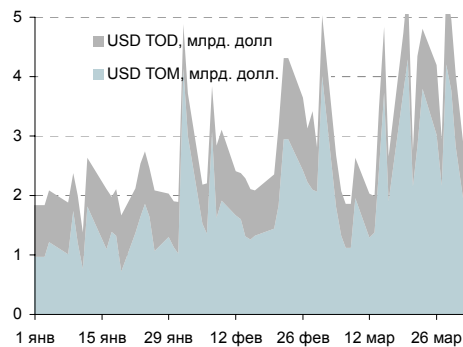
Источник: Банк ЗЕНИТ

Остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ и ставки МБК:



Источник: Reuters, расчеты Банка ЗЕНИТ

Объемы торгов валютой на ММВБ, млрд. долл.:



Источник: Reuters, расчеты Банка ЗЕНИТ

В целом создается впечатление, что ситуация на денежном рынке в последнее время слабо отражает какие бы то ни было реальные макроэкономические тенденции. Объемы остатков, а с ними и ставки МБК колеблются под влиянием крупных притоков / оттоков ликвидности «разового» характера – «замораживание» / размещение денег Сбербанка, временно свободные средства Роснефти на покупку активов Юкоса. И у нас есть все основания полагать, что такая волатильность сохранится и в апреле.

Во-первых, денежный рынок еще не испытал отток ликвидности, связанный с фактическим перечислением средств победителей недавних аукционов на счета кредиторов Юкоса. Если расплата с кредиторами будет проходить по мере поступления средств от продажи активов, и средства будут распределяться пропорционально долям кредиторов в основной сумме долга, то из общей суммы вырученных средств около 223 млрд. руб. получит Роснефть (из них 197.8 млрд. руб. – то, что сама Роснефть заплатила за первый аукцион), а порядка 113 млрд. руб. уйдут на счета ФНС. Причем, учитывая недавнюю новость о том, что

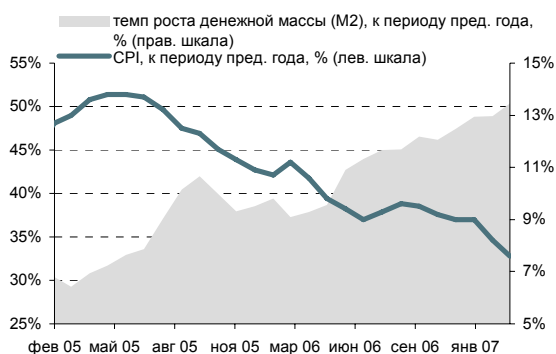
по аукциону 4 апреля покупатель уже перевел весь объем средств, а по аукциону 27 марта срок расчета истекает 9 апреля, можно предположить, что определенный отток ликвидности должен произойти уже в ближайшее время.

Во-вторых, еще несколько крупных аукционов по распродаже активов Юкоса должны состояться в мае – один 3 мая со стартовой ценой 166 млрд. руб. и три лота 10-11 мая на 183 млрд. руб. соответственно. С одной стороны, подготовка к аукционам может вновь вызвать всплеск продажи валюты ЦБ, что может поддержать денежный рынок в конце месяца. С другой, после расчетов по уже состоявшимся аукционам, «непогашенный» долг Юкоса перед Роснефтью будет составлять всего около 40 млрд. руб., а значит, основная часть вырученных средств пойдет в оплату долга перед государством, что фактически означает стерилизацию и отток ликвидности из системы.

Таким образом, похоже, что денежный рынок будет «лихорадить» вплоть до середины мая, пока не будет исчерпан эффект от крупных сделок по активам Юкоса. При этом стоит отметить, что мы не затронули еще один важный фактор – очередное «народное» IPO ВТБ. Однако пока оценить его влияние на денежное предложение довольно сложно – непонятно, сколько составит объем размещения именно в России. В любом случае, большого притока валюты в страну оно, скорее всего, не вызовет: согласно проспекту эмиссии, акции можно будет приобретать не только за рубли.

В любом случае, мы полагаем, что в мае объем денежного предложения будет в гораздо большей степени определяться фундаментальными факторами, в частности, объемом поступающих доходов от экспорта. Если не рассматривать возможность резкого роста цен на нефть (в случае начала военных действий против Ирана), в долгосрочной перспективе приток валюты в страну в этом году по сравнению с прошлым должен сократиться, главным образом как эффект от сокращающегося сальдо торгового баланса. При этом, приток частного капитала (последний прогноз ЦБ – 30 млрд. долл. в этом году) не сможет компенсировать этот эффект. По озвученным недавно оценкам Центрального Банка, чистый объем приобретения валюты в этом году сократится до 70-80 млрд. долл. со 118 млрд. долл. в 2006. Это должно замедлить темпы роста денежной массы, и помочь ЦБ в борьбе с инфляцией, с которой пока что регулятор и так довольно успешно справляется: темпы роста потребительских цен к аналогичному периоду прошлого года продолжают снижаться. Годовая инфляция в марте по сравнению с мартом прошлого года составила 7.4%, что прибавляет уверенности в том, что годовой ориентир в 8% будет достигнут.

Темпы роста денежной массы и индекс потребительских цен, год к году



Источник: ЦБ РФ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Как следствие, мы по-прежнему придерживаемся мнения, что в этом году ожидать активных действий ЦБ по укреплению курса рубля к корзине валют не стоит. Тем более, что у ЦБ есть и другие, хотя и менее эффективные инструменты связывания денежного предложения: в частности, начиная с апреля регулятор вновь поднял ставки по депозитам еще на 25 б.п. (до 2.25% по депозитам overnight и до 3% по недельным депозитам).

Подводя итоги, мы выделяем два наиболее важных с точки зрения рынка рублевого долга момента:

1. Нынешняя благоприятная ситуация с денежной ликвидностью может оказаться временным явлением. Определенного снижения ликвидности мы ждем уже в ближайшее время, а в мае денежный рынок должен окончательно избавиться от «эффекта крупных сделок». В долгосрочной перспективе мы не ожидаем столь высоких, как сейчас, объемов остатков и столь низких ставок МБК, учитывая ожидаемое снижение объема покупок валюты ЦБ.
2. Снижение денежного предложения поможет ЦБ достичь целей по инфляции, что не дает поводов ожидать активных действий по укреплению курса рубля к корзине, по крайней мере в среднесрочной перспективе.

В этих условиях мы по-прежнему рекомендуем инвесторам не спешить с покупкой длинных выпусков: по большинству ликвидных бумаг спреда уже заметно сузились в марте – начале апреля, и поводов для дальнейшего, более существенного снижения доходности до новых минимумов мы пока не видим. При этом, по мере того, как будет ослабевать поддержка со стороны высокой денежной ликвидности, мы не исключаем, что рублевый рынок может стать более чувствительным к внешней конъюнктуре, которая пока не дает особых поводов для оптимизма, учитывая снижающиеся ожидания понижения ставки ФРС в этом году и ожидаемое нами продолжение роста доходностей Treasuries до 4.8% - 4.9%.

Исключение можно сделать лишь для бумаг, имеющих потенциал роста с точки зрения *relative value*. К таким мы, в частности, относим облигации Пятерочки: недавно озвученные планы существенного привлечения средств в акционерный капитал компании позволили нам пересмотреть в меньшую сторону предполагаемый рост долговой нагрузки в этом году. Хотя спред к ОФЗ по наиболее ликвидному выпуску Пятерочка-2 с конца марта уже довольно существенно сократился – с 220 б.п. до 207 б.п. (на 05.04.2007), в среднесрочной перспективе мы ожидаем его дальнейшего сужения до 180-200 б.п.

Кроме того, в числе бумаг, которые, на наш взгляд, могут сформировать неплохой защитный портфель – выпуски 2-3 эшелонов короткой и средней дюрации, в частности, Юнимилк, Нутритэк, Техносила, Лэтуаль, Топ-Книга-2, Нитол-2, Инком-Авто-2, Карусель, УМПО-2, Дикси.

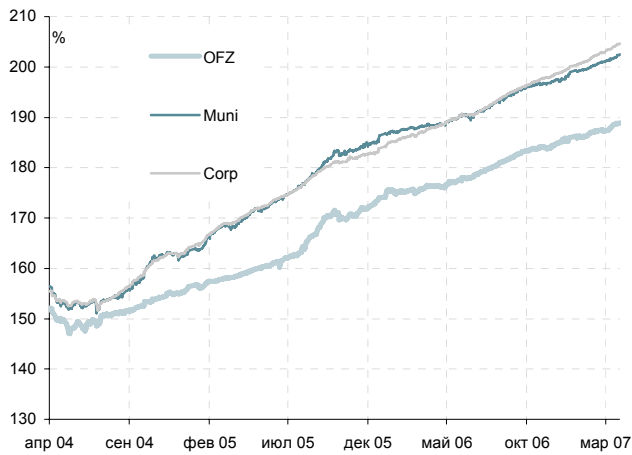
Приложение 1: Первичный рынок

Дата размещения	Эмитент	Сумма, млн.руб.	Срок до погашения / оферты	Доходность к погашению / оферте, % годовых	Прогноз организатора	Организатор
ПРОШЕДШИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ						
13 мар	Банк Глобэкс	2 000	3 года / 1 год	10.32% / 11.30%	н/д	Росбанк
15 мар	Якутскэнерго-2	1 200	5 лет / 2 года	- / 8.78%	8.7% - 9.2%	ТрансКредитБанк
20 мар	КМПО-Финанс	1 000	3 года / 1.5 года	- / 9.52%	9.5% - 9.75%	Алор-Инвест
20 мар	ТГК-1	4 000	7 лет / 3 года	- / 7.90%	7.9% - 8.1%	Райффайзенбанк
21 мар	КБ Восточный	1 500	3 года / 1 год	- / 10.57%	8.8% - 9.1%	Тройка Диалог
22 мар	Кокс-2	5 000	5 лет / 3 года	- / 8.89%	8.85% - 9.15%	ВТБ
23 мар	Разгуляй-Финанс-3	3 000	5 лет / 2 года	- / 11.29%	н/д	Газпромбанк
27 мар	МОИТК-2	4 000	3 года / 1 год	- / 13.1%	8.6% - 9.2%	РИГ групп
28 мар	Элемент Лизинг	600	3 года / 1 год	- / 13.1%	12.2% - 12.4%	Банк Союз
28 мар	Кировский завод	1 500	3 года / 1.5 года	- / 9.41%	9.46% - 9.62%	Номос-Банк
29 мар	Гражданские самолеты Сухого	5 000	10 лет / 2.5 года	- / 8%	8.02% - 8.12%	Тройка Диалог
30 мар	Магнит-Финанс-2	5 000	5 лет / 3 года (колл)	8.37% / 8.37%	8.65% - 8.85%	Тройка Диалог
3 апр	Севкабель-Финанс-3	1 500	5 лет / 1.5 года	- / 11.73%	11.65% - 11.75%	ВТБ
4 апр	АСПЭК	1 500	3 года / 1.5 года	- / 12.55%	12.55%	ВТБ-24
4 апр	МАИР-3	2 000	2 года	11.46%	11.5%	ВТБ
4 апр	ЗЕНИТ-4	3 000	3 года / 1 год	- / 8.29%	8.5% - 8.7%	Банк ЗЕНИТ
5 апр	ТД Русские масла-2	1 000	1.5 года	- / 12.89%	12.5%	Русские Фонды
5 апр	Тюменьэнерго-2	2 700	5 лет	- / 7.84%	8.2% - 8.5%	Агропромкредит, Дойчебанк
5 апр	АПК Аркада-3	1 200	5 лет / 2.5 года	- / 14.12%	14.06%	ИСТ Капитал
5 апр	Паркет-Холл-Сервис	300	4 года / 2 года	13.76% / 13.76%	13.4% - 13.8%	ИК Универ
5 апр	Холидей - Финанс	1 500	4 года	- / 11.46%	11.8%	ИФК Солид
6 апр	АвтовазБанк	800	3 года / 1 год	- / 12.5%	12.55% - 13.1%	Банк Москвы
ПРЕДСТОЯЩИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ						
10 апр	РМК-Финанс	3 000	3 года		9,4% - 9,7%	Альфа-Банк
10 апр	АИЖК Республики Алтай	300	3 года / 1.5 года		дож-ть 11.5% - 11.65%	КИТ Финанс
12 апр	Группа Магnezит-2	2 500	4 года / 2 года		9,4% - 9,7%	Росбанк
12 апр	ЕЭСК-2	1 000	5 лет / 3 года		9,7%	Агропромкредит
13 апр	Амазонит	100	3 года / 1.5 года		н/д	Алор-Инвест
17 апр	АИЖК Республики Алтай	300	3 года		11,5% - 11,65%	КИТ Финанс
17 апр	Юниаструмбанк-2	1 500	3 года / 1.5 года		н/д	ВТБ, Банк Союз
19 апр	Жилсоципотека-Финанс-2	1 500	3 года / 1 год		11,3% - 11,8%	ТрансКредитБанк
19 апр	ГК Заводы Гросс	1 000	3 года / 1 год		12,95% - 13,25%	Уралсиб
19 апр	Уфаойл-Оптан	1 500	3 года		н/д	МДМ-Банк
20 апр	Топпром-инвест	500	3 года / 1 год / 2 года		н/д	ВБРР
апрель	Мосмарт - Финанс	2 000	5 лет / 1 или 2 года		10,5% - 11,55%	Газпромбанк
апрель	Кд-Авиа	1 000	3 года / 1 год		13% - 13,5%	Банк ЗЕНИТ
апрель	ТД Полесье	500	3 года / 1 год		12,9% - 13,4%	КБ Электроника

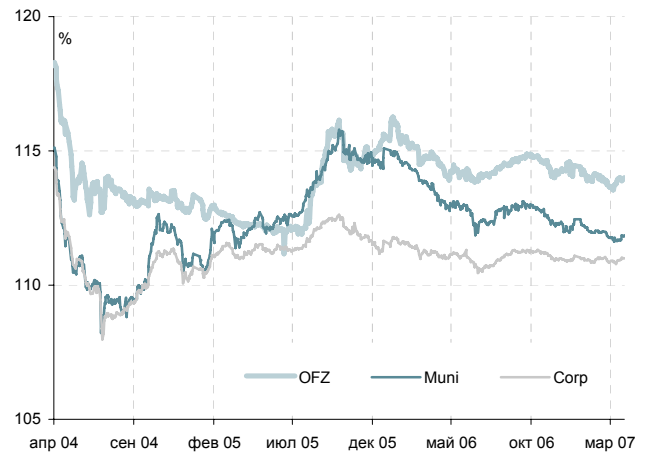
Приложение 2. Российский долговой рынок

Индексы рынка рублевых облигаций

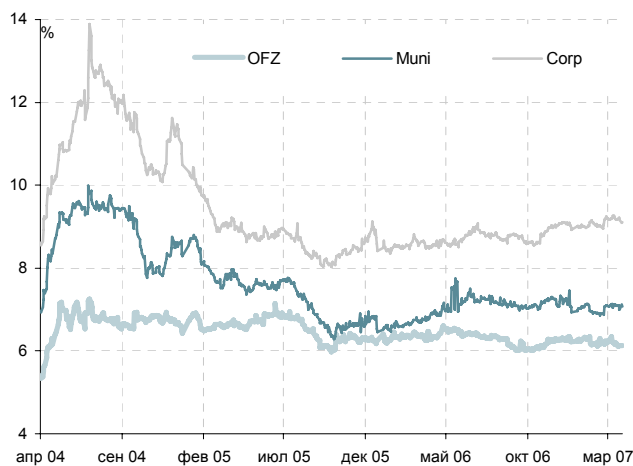
Индекс совокупного дохода



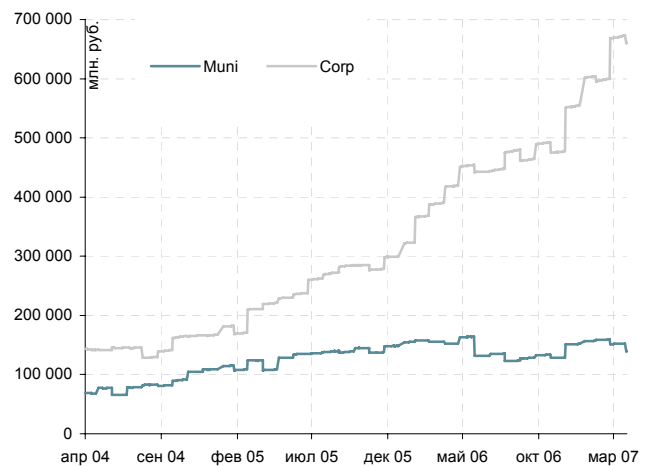
Индекс цен



Динамика доходности



Динамика капитализации

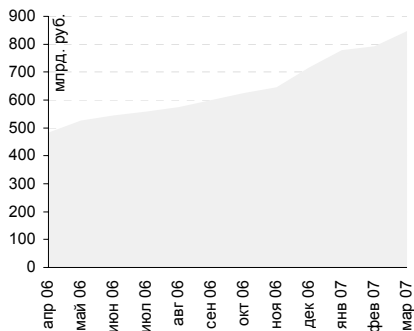


Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ
 Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytics/index/>

Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

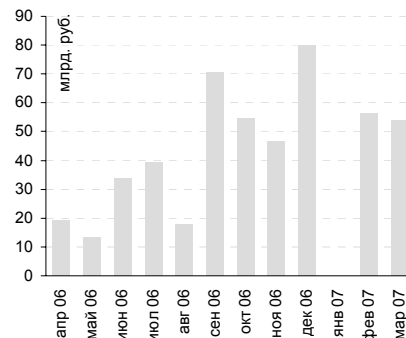
Емкость рынка*

мар 07	847,3
фев 07	791,7
январь 07	779,6
декабрь 06	716,9
ноябрь 06	646,2
октябрь 06	626,0
сентябрь 06	598,9
август 06	574,8
июль 06	559,1
июнь 06	545,5
май 06	527,4
апрель 06	484,3



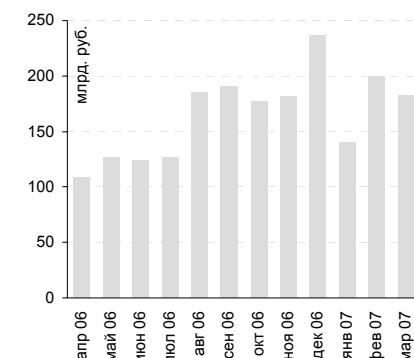
Первичные размещения

мар 07	53,8
фев 07	56,2
январь 07	0,0
декабрь 06	80,0
ноябрь 06	46,5
октябрь 06	54,6
сентябрь 06	70,4
август 06	17,8
июль 06	39,5
июнь 06	34,0
май 06	13,2
апрель 06	19,2

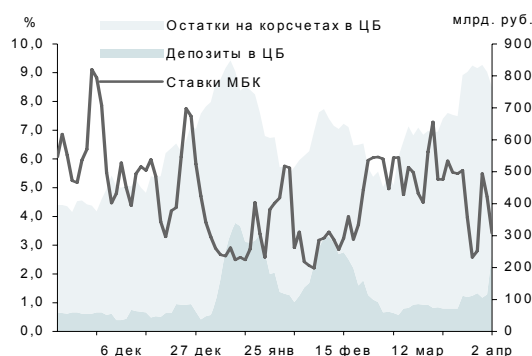


Биржевой оборот** (ММВБ)

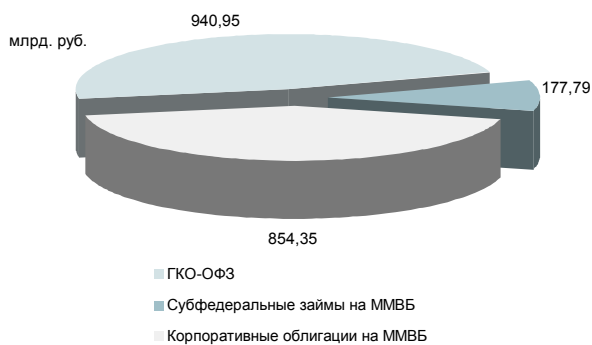
мар 07	182,4
фев 07	199,4
январь 07	140,6
декабрь 06	236,6
ноябрь 06	181,5
октябрь 06	177,2
сентябрь 06	190,6
август 06	185,5
июль 06	126,9
июнь 06	123,8
май 06	126,0
апрель 06	109,0



Динамика показателей денежного рынка



Структура рынка по объему в обращении



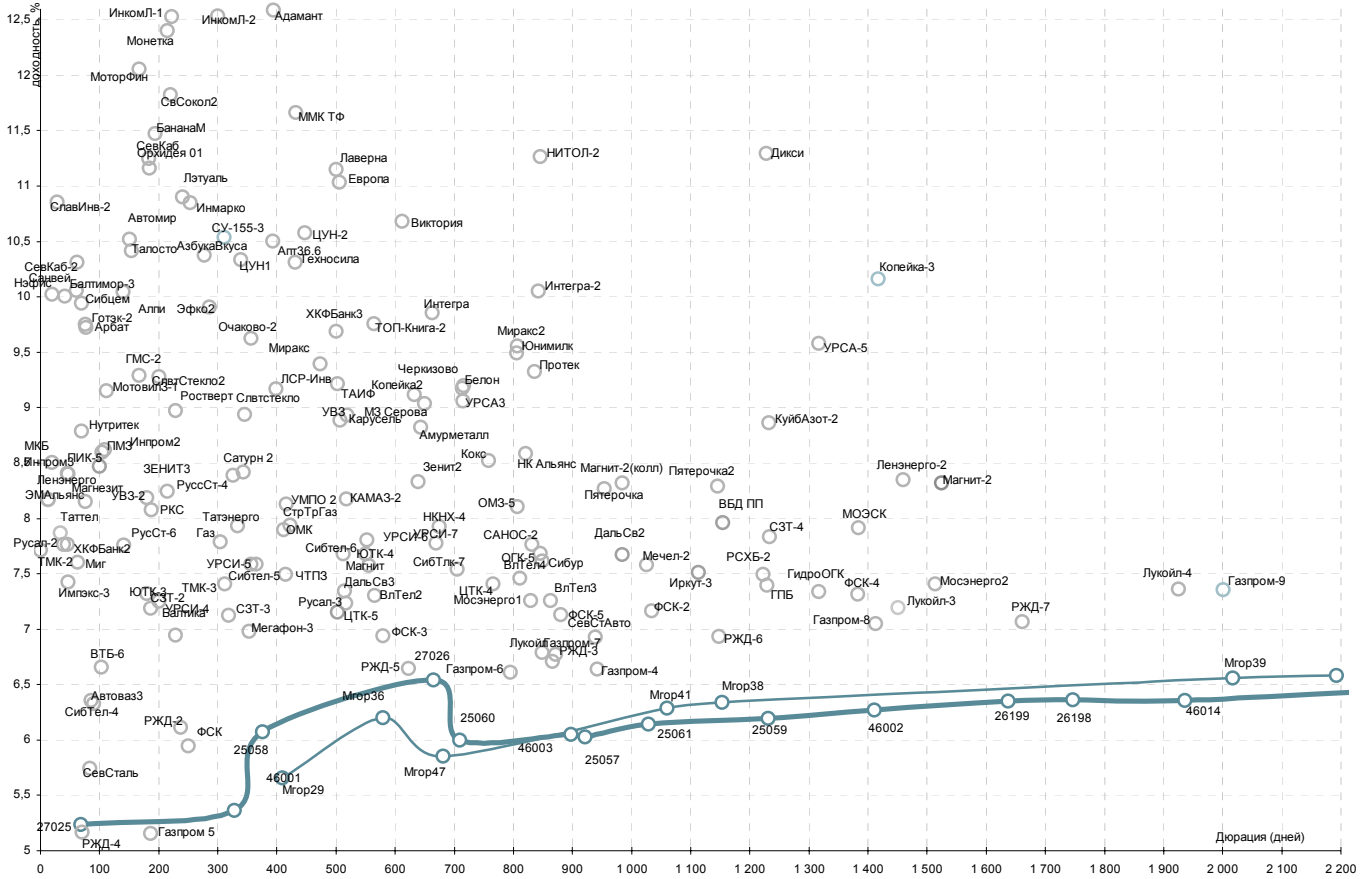
Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Примечания к таблице:

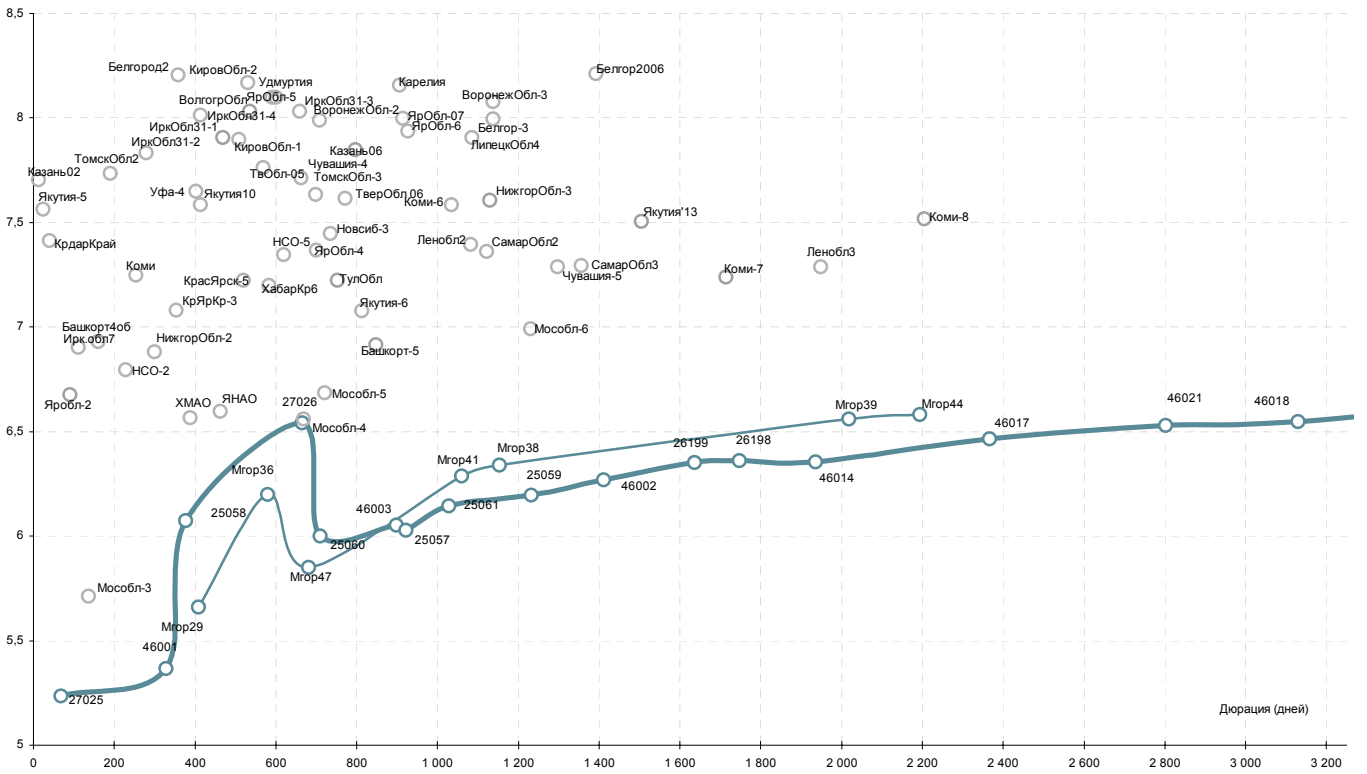
* Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

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

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

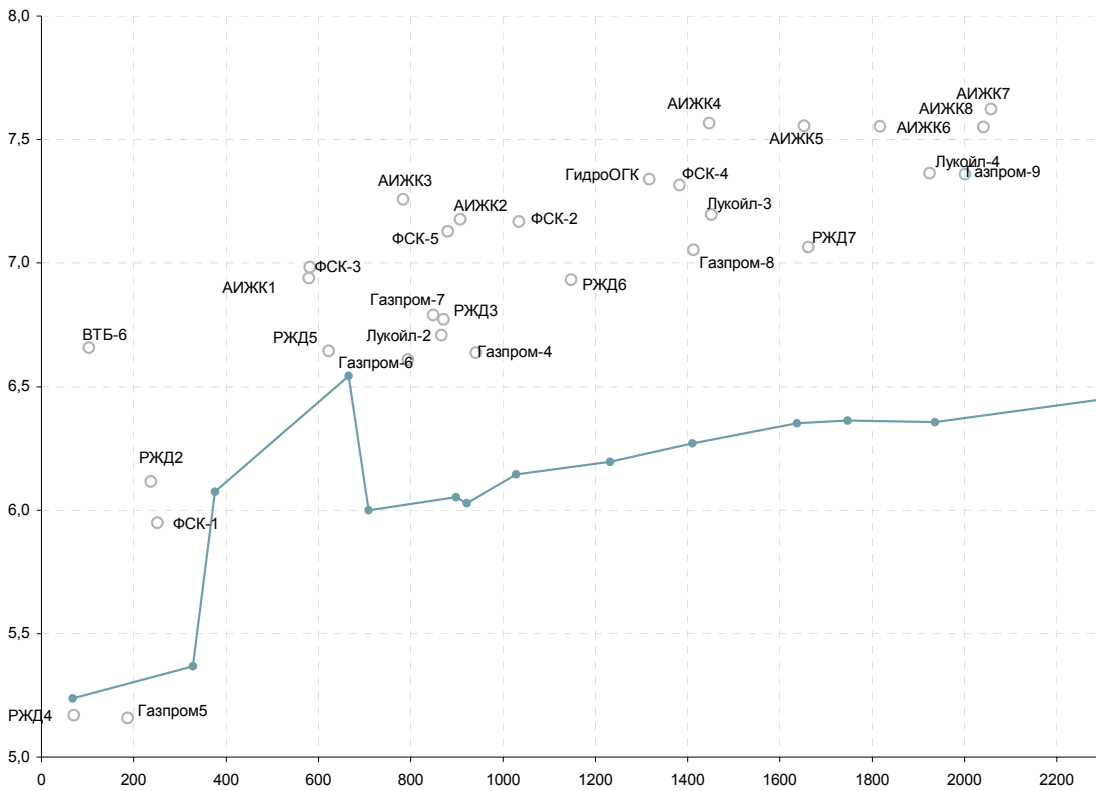


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

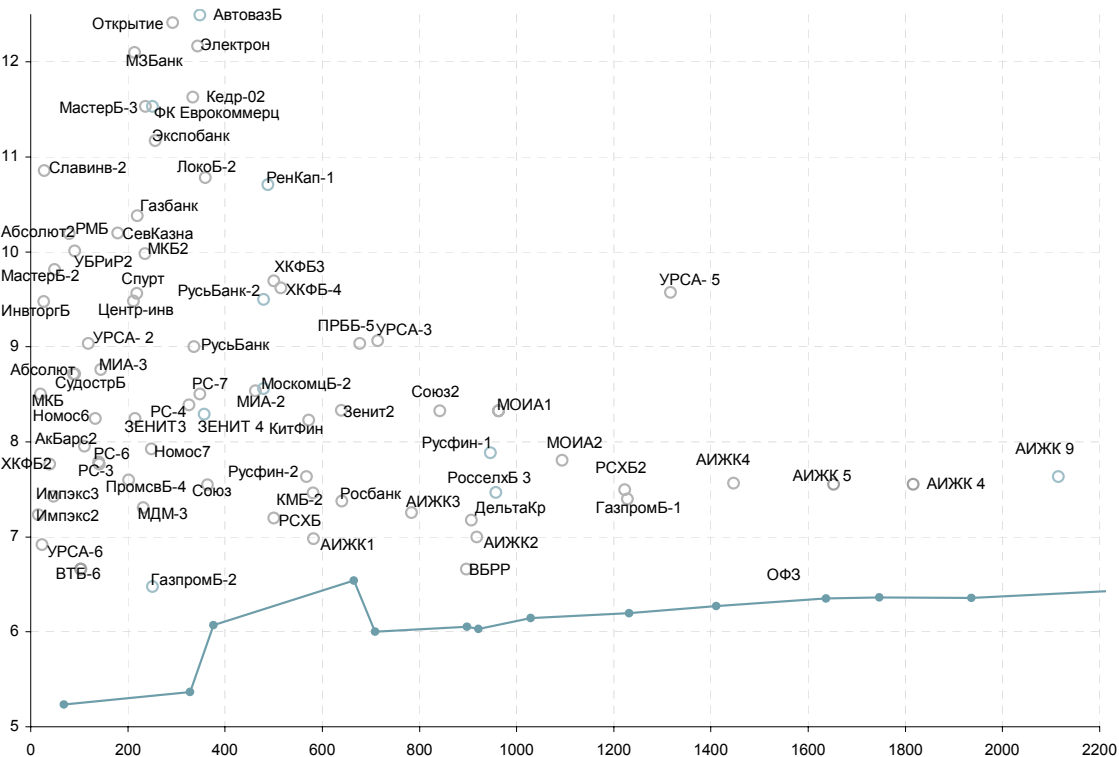


Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

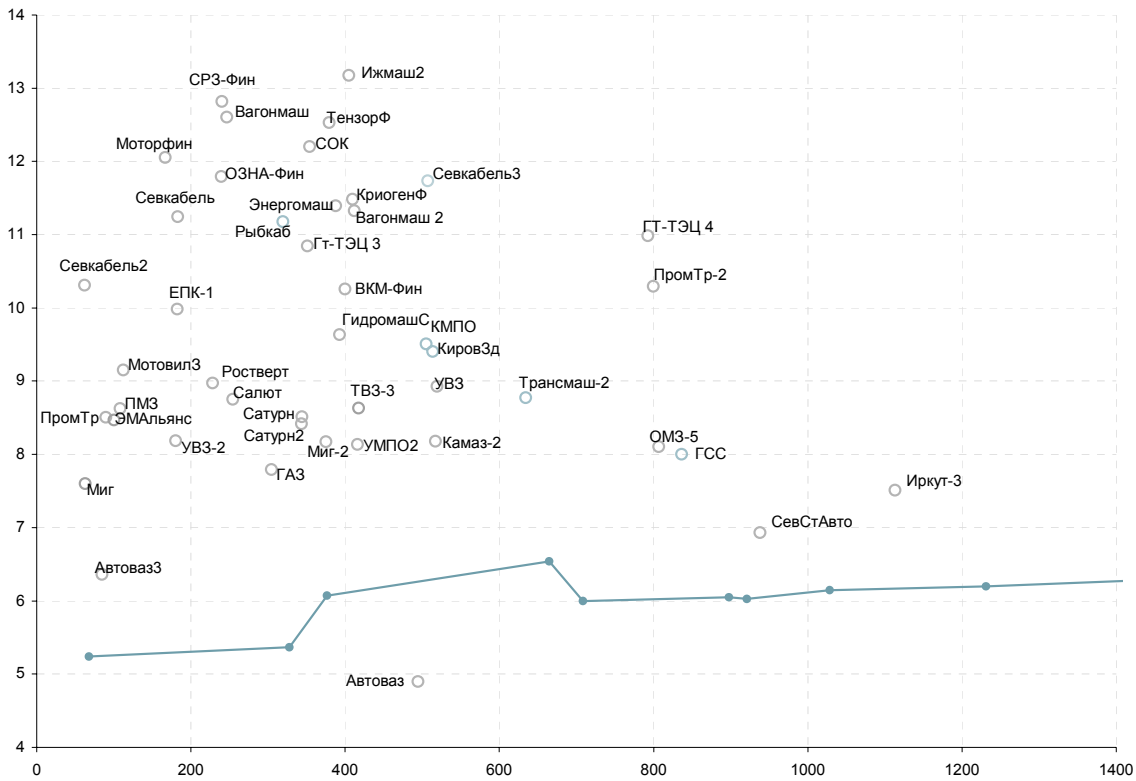
Blue chips



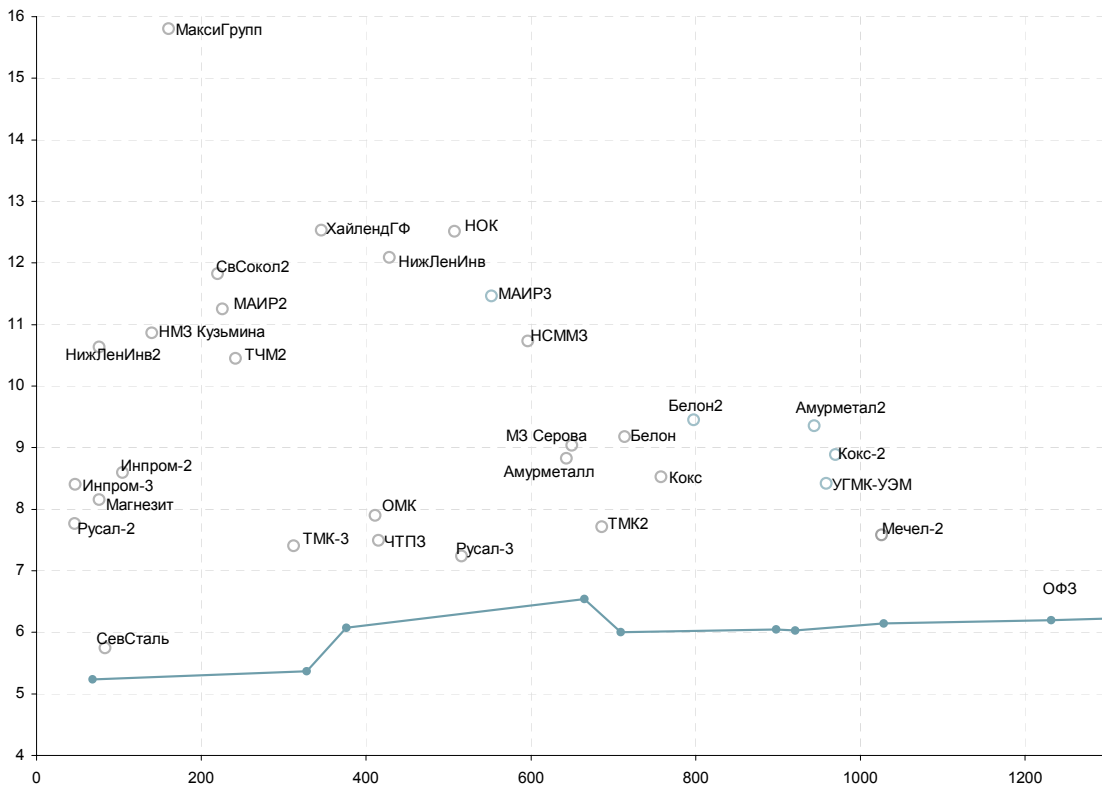
Банки, финансовые услуги



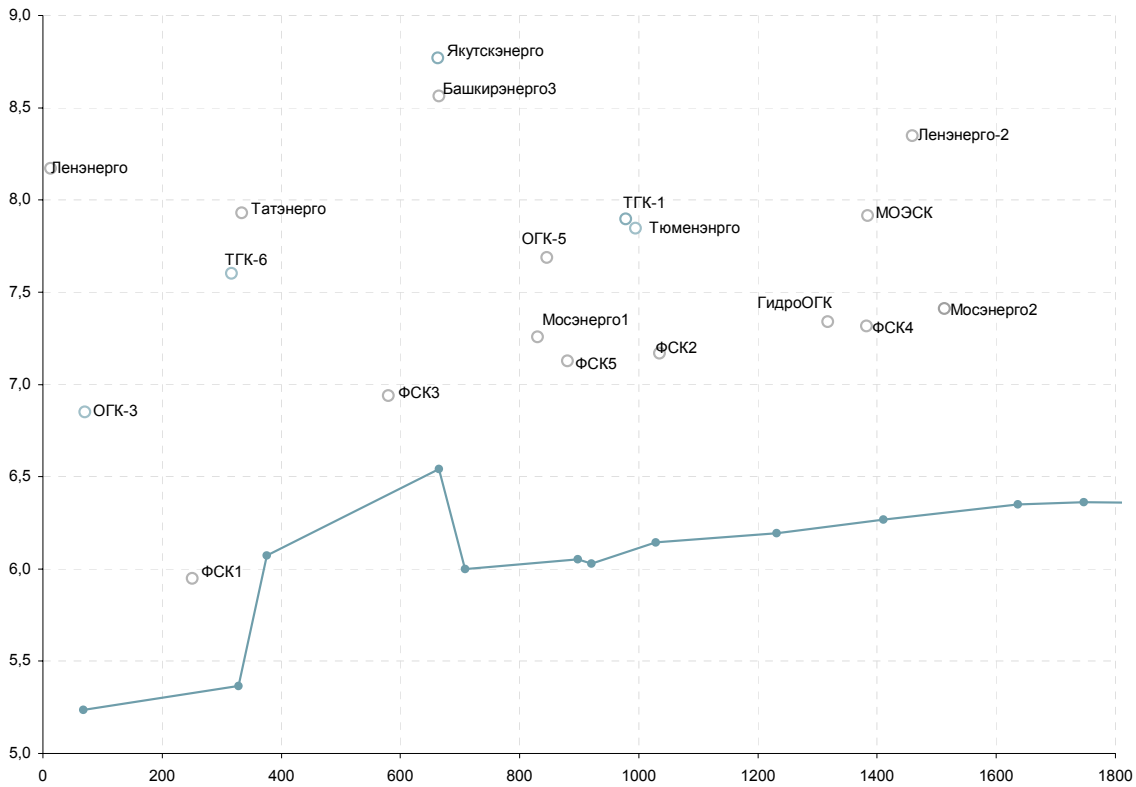
Машиностроение



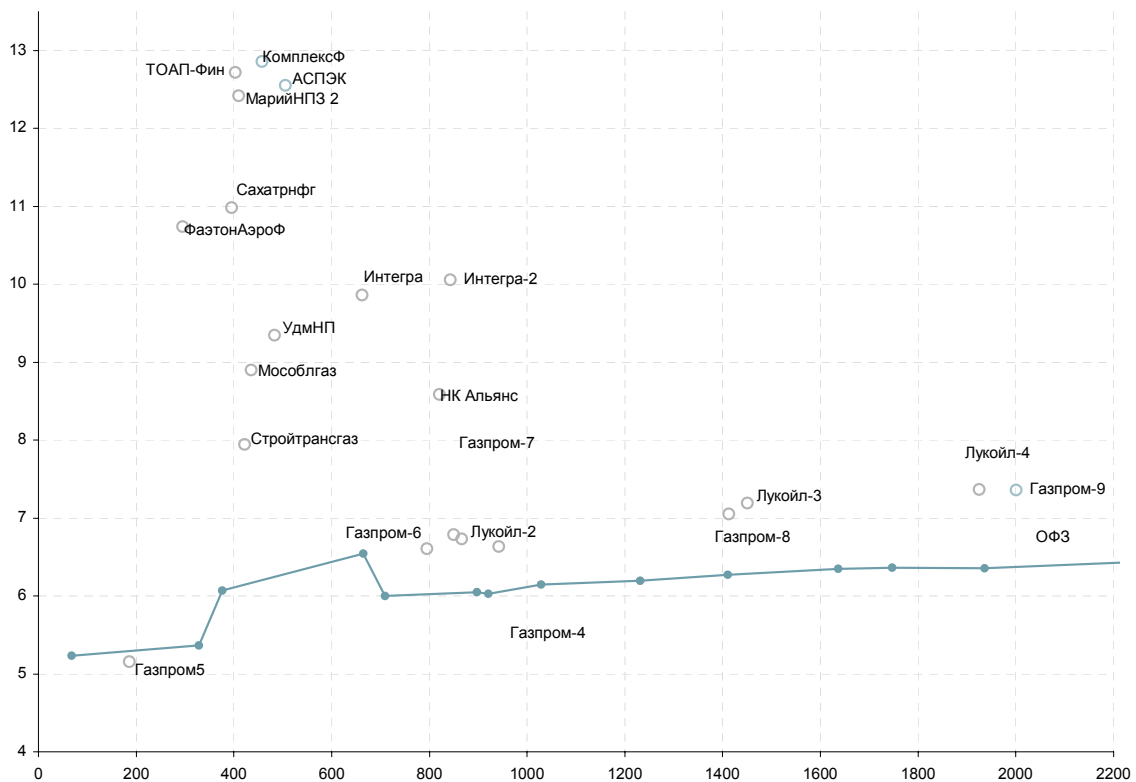
Металлургическая, добывающая, трубная промышленность



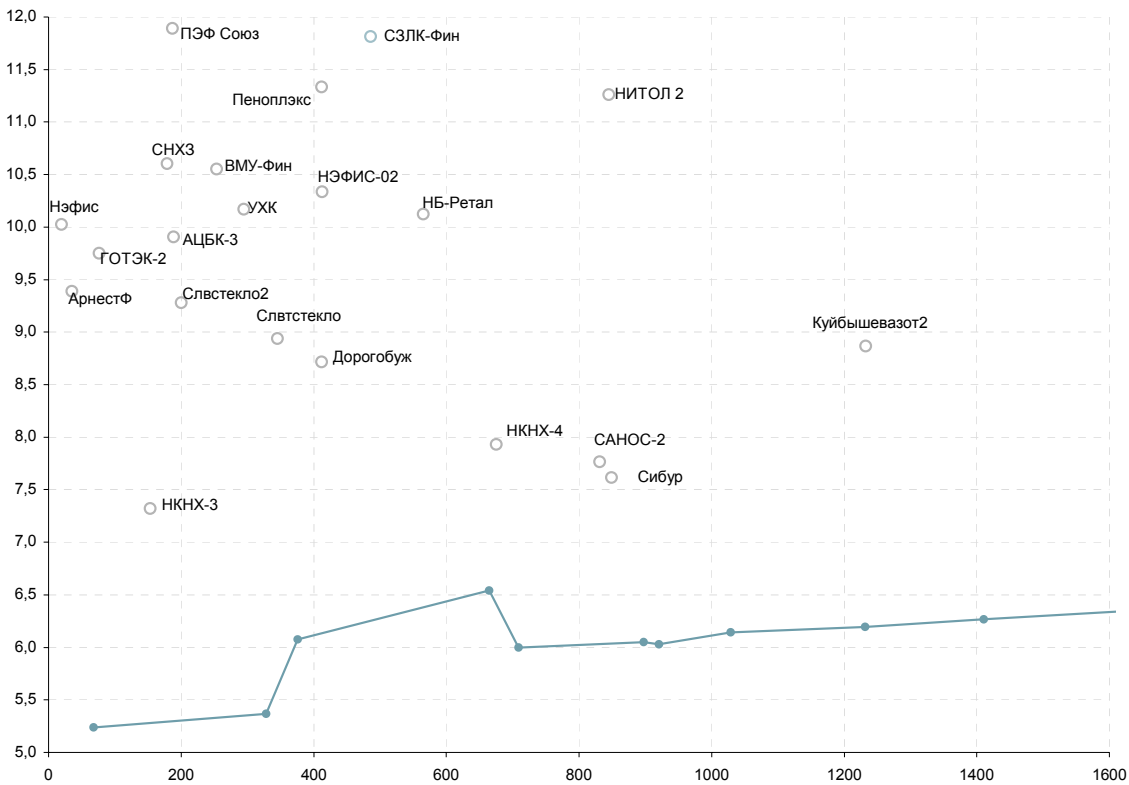
Энергетика



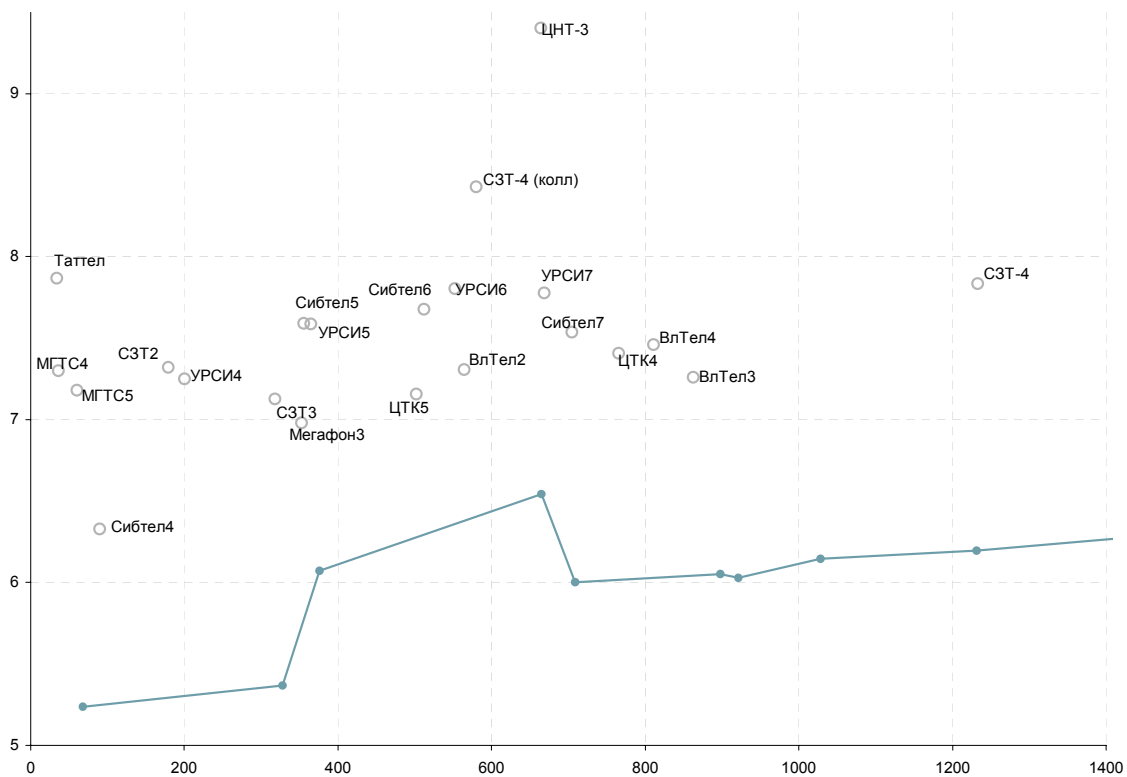
Нефтегазовая отрасль



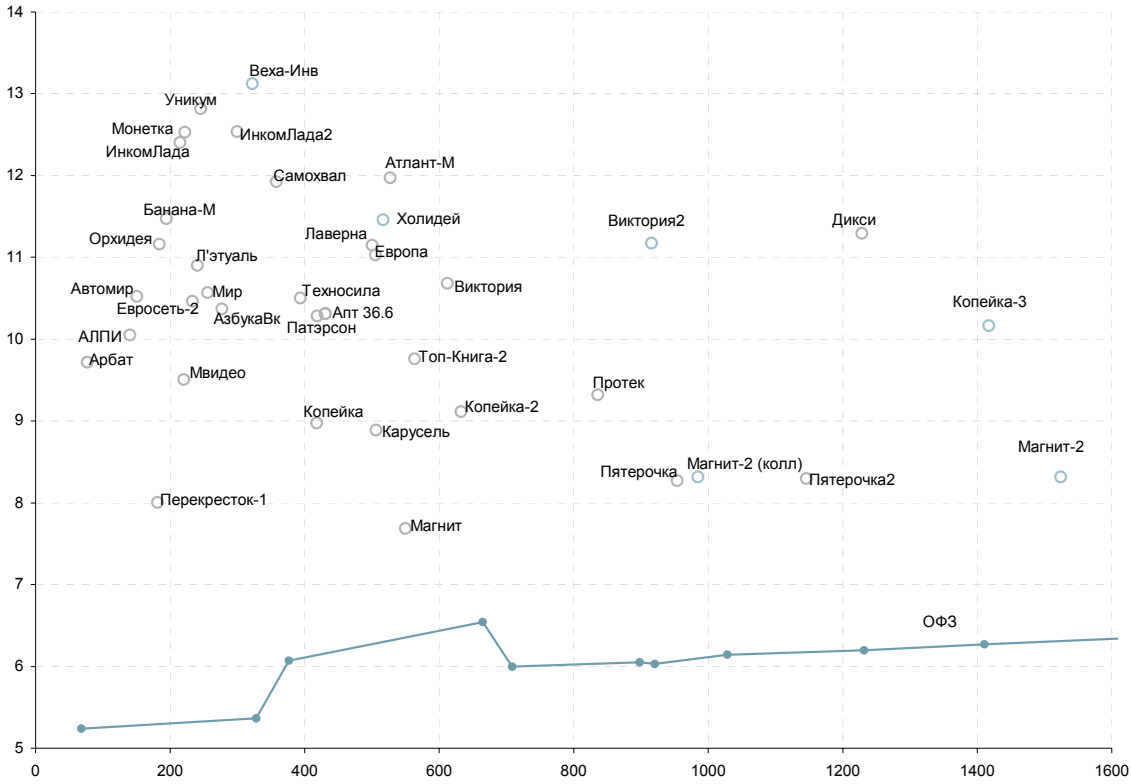
Химия и ЛПК



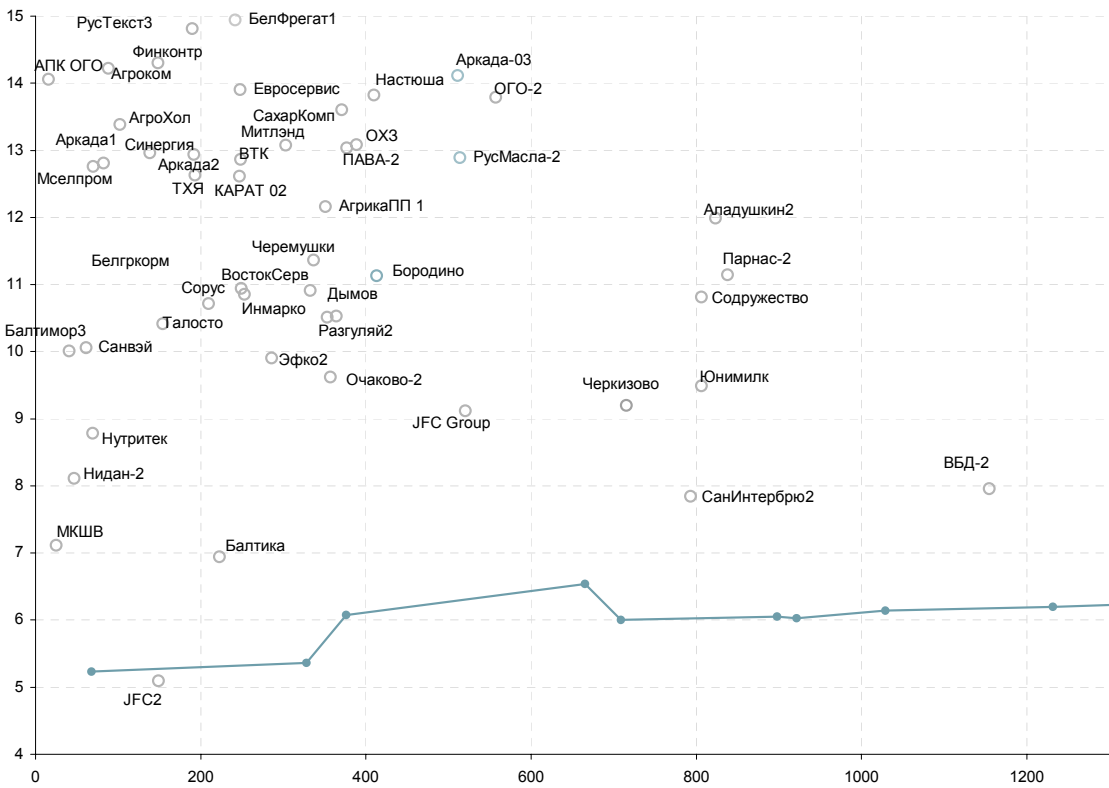
Телекомы



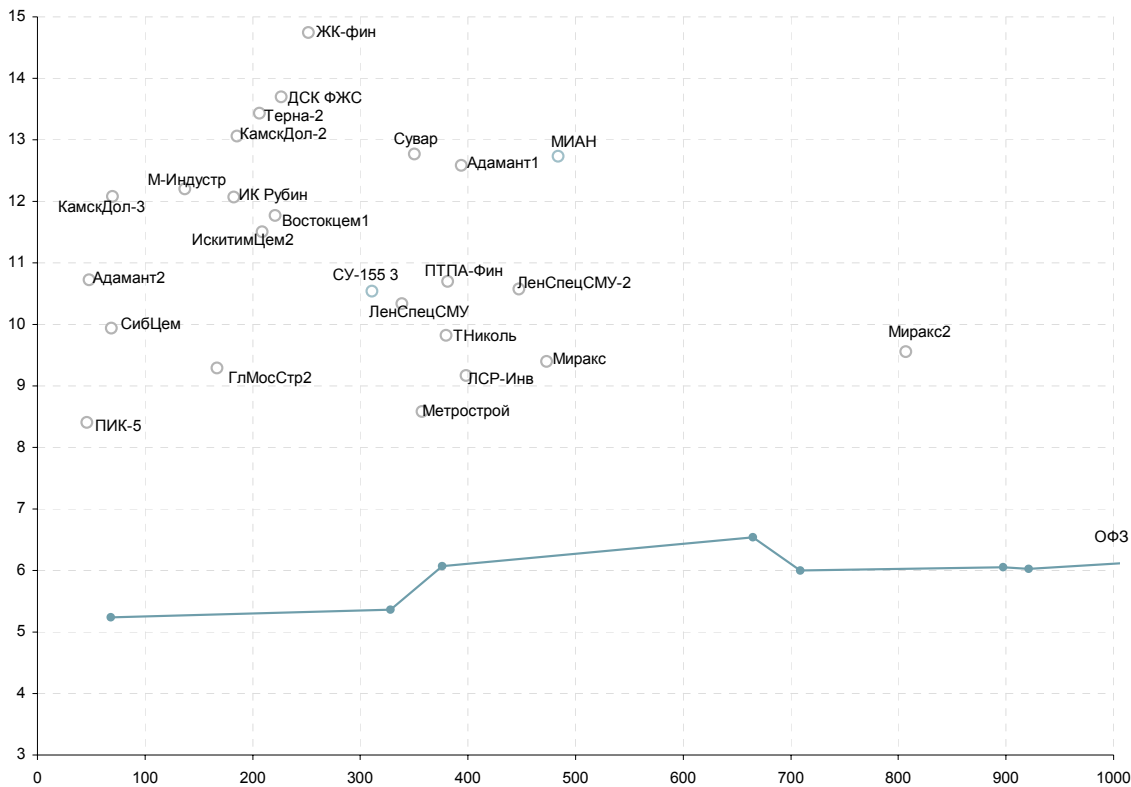
Ритейл



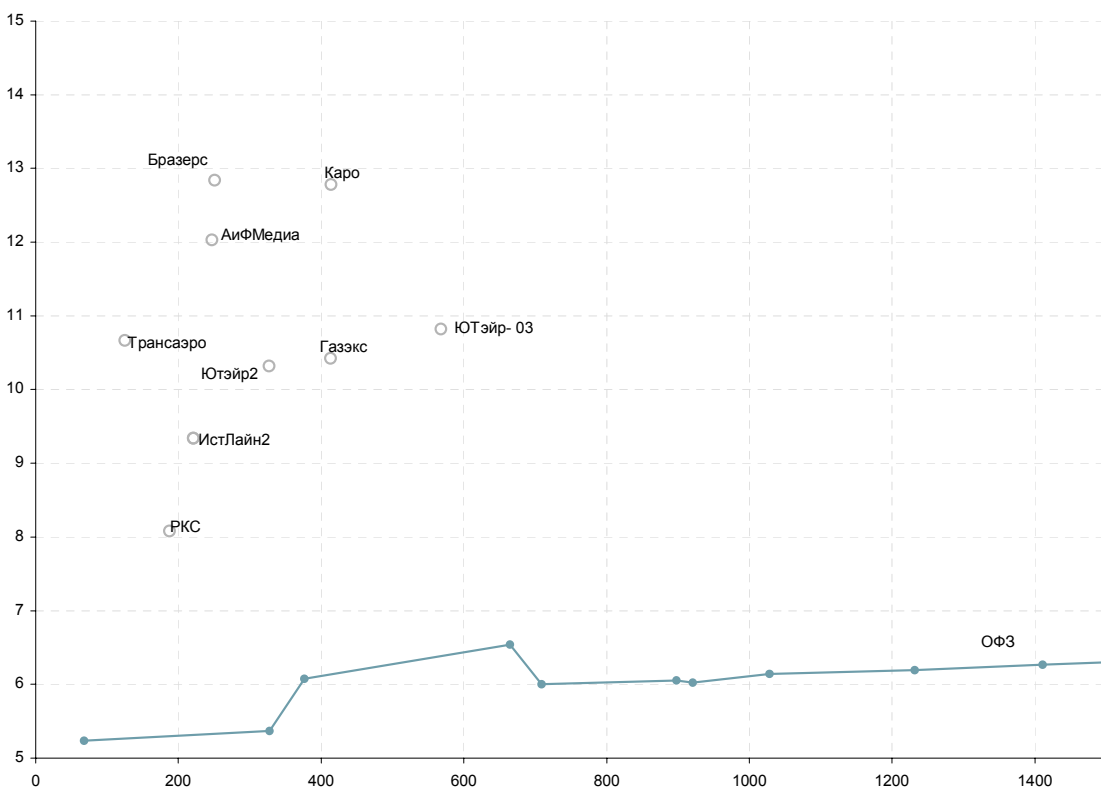
Пищевая промышленность и АПК



Строительство



Услуги



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам. начальника	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	d.eliseev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	a.baranchikov@zenit.ru
Валютные облигации	Светлана Агиевец	s.agievets@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
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Даниил Иванов	daniil.ivanov@zenit.ru
Акции	Игорь Нуждин	i.nujdin@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@zenit.ru
Рублевые инструменты	Алексей Балашов	a.balashov@zenit.ru
Валютные инструменты	Антон Литвяков	a.litvyakov@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. © 2004 Банк ЗЕНИТ.