

Финансовые рынки

Прогноз и стратегия на 2006 год

**Богословский Дмитрий
Лукиянов Павел**

Январь 2006



Оглавление

Прогноз ключевых индикаторов	3
Год не оправдавших опасений	4
Рынок нефти	5
Денежно-кредитная политика Федеральной Резервной Системы США	7
Валютный рынок	12
Базовые активы: процентные ставки США близки к верхнему пределу	17
Рынок рублевых облигаций	22
Итоги 2005: EM показали самую высокую прибыльность среди долларовых активов	29
Прогноз и стратегия в сегменте Emerging Markets на 2006 год	34
Развивающаяся Азия	37
Развивающаяся Европа и Африка	38
Латинская Америка	40
Еврооблигации российских заемщиков	44
Приложения	49

Прогноз ключевых индикаторов

Экономический прогноз развитых стран

	Рост ВВП, % годовых			Индекс потребительских цен, % годовых		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
США	4.2	3.8	3.3	2.7	3.6	3.5
Япония	1.7	3.0	3.0	0.0	-0.1	0.2
Еврозона	1.8	1.5	2.1	2.1	2.2	2.2

Экономический прогноз развивающихся стран

	Рост ВВП, % годовых			Индекс потребительских цен, % годовых		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Латинская Америка	6.1	4.5	3.7	6.8	5.8	5.5
Вост.Европа и Африка	6.8	5.0	4.8	8.0	7.6	7.0
Азия	7.0	7.3	6.8	4.5	4.0	4.0

Процентные ставки

	2004	2005	1H 2006	2006
Fed Funds	2.25	4.25	4.50	4.50
Ставка ЕЦБ	2.00	2.25	2.50	3.00
Ставка Банка Англии	4.75	4.50	4.25	3.75
Доходность 10Y UST	4.17	4.38	4.50	4.20

Валютный рынок

	2004	2005	2006
EUR/USD	1.34	1.18	1.26
RUR/USD	27.78	28.76	27.50

Товарный рынок

	2004	2005	2006
Brent, \$/барр.	40.38	58.70	70.0

Год не оправдавшихся опасений...

Прошлый год для долгового рынка можно с полной уверенностью назвать «годом не оправдавшихся опасений». Подавляющее большинство экспертов ожидали роста ставок базовых активов и нейтрально-негативной динамики рублевых облигаций. Ставка в основном делалась на повышение стоимости федеральных резервов (Fed Funds Rate), цикл роста которой начался в середине 2004 года. В 2005 году ожидали, что она достигнет значения 3.75-4.00% годовых, на основе чего вполне резонно прогнозировался рост доходности облигаций Казначейства США. В сегменте российских облигаций факторами поддержки назывались: продолжение повышения суверенного рейтинга, благоприятная конъюнктура товарных рынков, перспективы укрепления рубля и высокая ликвидность банковской системы.

Уверенное развитие экономики США на фоне опасений роста инфляции по причине высокого денежного предложения и рекордных цен на нефть заставило ФРС США повышать ставку рефинансирования на 0.25 п.п. на всех восьми заседаниях до 4.25% на конец 2005 года.

Все опасения аналитиков и инвесторов были напрасными, несмотря на рост ставки ФРС до 4.25% годовых, доходность основного индикатора средне- и долгосрочных ставок долгового рынка - UST'10 - по итогам года выросла всего на 17 б.п., что в результате позволило инвесторам получить положительный доход на уровне 5.1% годовых. Российские еврооблигации на фоне реализации обозначенных выше благоприятных факторов продемонстрировали впечатляющую динамику, установив новые ценовые максимумы. RUS'30 достигала уровня 115.12% от номинала, закрыв год на уровне 112.75%, что с учетом купонных выплат соответствует доходу в размере 14.7%. Российские рублевые облигации также выросли по итогам года, но несколько меньше 10-12% годовых - остался нереализованным фактор укрепления рубля против доллара. В течение года в номинальном выражении российская валюта теряла позиции.

На валютном рынке мы стали свидетелями падения единой европейской валюты относительно доллара. В отличие от долгового рынка прогнозы по динамике пары евро/долл. очень сильно разнились, от продолжения роста с исторических максимумов до падения к уровню паритета. Слабость евро против доллара прогнозировалась, так как «торговая идея» двойного дефицита в США сменилась фактором разницы процентных ставок (rate differential). Но стоит отметить, что ряд причин снижения евро до почти двухгодичного минимума были трудно прогнозируемы - они носили политический характер, начиная с провала принятия Конституции евросоюза, выборов Канцлера Германии, заканчивая беспорядками во Франции.

На рынке энергоносителей, по нашему мнению, прогнозы специалистов были равномерно распределены в обе стороны от котировок начала года. В итоге, на фоне роста мировой экономики, соответственно спроса на нефть, и невозможности адекватного и оперативного увеличения добывающих мощностей, цены на нефть установили новые абсолютные максимумы. В течение года котировки достигали отметки 70 долл./барр.

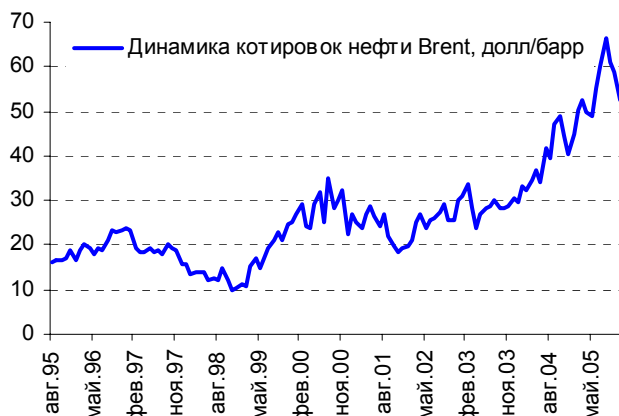
Под занавес года появились признаки окончания цикла повышения ставки ФРС США и предпосылки для роста ставки в еврозоне.

В отношении рискованных бумаг большинство аналитиков занимали пессимистические позиции в начале 2005 года. Однако бум на товарных рынках и низкие процентные ставки в мире, сохраняющие привлекательность стратегии carry-trade, способствовали притоку рекордного объема капитала в сегмент emerging markets. По данным Emerging Portfolio Fund Research, только фонды облигаций, инвестирующие в EM, в 2005 году получили чистый приток более \$10 млрд., что 3 раза выше показателя предыдущего года. В итоге среди инструментов с фиксированной доходностью суверенные еврооблигации третий год подряд демонстрируют самую высокую прибыльность (около 10.5% по индексу EMBI Global), из сегментов, уступая лишь рынку акций развивающихся стран (более 30%). В относительном выражении это выразилось в снижении суверенных спрэдов на 111 б.п. до 245 б.п. к базовым активам. Лидерами в сокращении рискованной премии выступили Марокко, Египет и Россия, хотя наибольший доход с учетом купонных выплат показали индикативные еврооблигации Филиппины'25 (29.36%), Венесуэла'27 (21.1%) и Бразилия'40 (17.97% годовых).

Ожидаемое повышение рейтинга России агентством S&P до инвестиционного уровня, новые повышения в течение года каждым из агентств и ряд корпоративных апгрейдов способствовали не только снижению стоимости заимствований, но и активному развитию новых инструментов, таких как CLN и секьюритизация.

Рынок нефти

В прошлом году котировки нефти установили новый максимум, достигнув отметки 68.5 долл. за барр. (смеси Brent). Причиной столь высоких цен стали не ураганы, частично разрушившие добывающие и нефтеперерабатывающие мощности в Мексиканском заливе, рост цен имеет фундаментальные причины. В начале года сложно было представить, что рекорд 2004 года будет превышен почти в полтора раза. Этот факт еще раз указывает на сложность в прогнозировании конъюнктуры данного сегмента рынка. Прошлый год прояснил ряд вопросов, после чего стало ясно, что и этот рекорд, вполне возможно, не последний.



Рост цен на нефть последних лет и, в частности, прошлого года, не привел к мировому экономическому спаду. Главным образом, это связано с тем, что рост цен на энергоносители был вызван фактором роста спроса на нефть, в авангарде которого стоят быстрорастущие азиатские страны, а не природными и техногенными катаклизмами или политическими рисками. Соответственно рост цен на углеводороды гармонично вписывается в текущие мировые экономические реалии. К слову стоит сказать, что, несмотря на то, что цены достигли максимума в абсолютном выражении, они все еще остаются ниже тех уровней, что были зафиксированы в период кризиса 80-х годов (в ценах 2005 года около 80-90 долл./барр.). Поэтому нет повода для снижения цен на нефть. Только рост предложения может оказать понижающее воздействие на котировки, но добывающие мощности ограничены и не могут быть существенно увеличены в короткое время.

Главной причиной роста нефтяных котировок является увеличение спроса на фоне роста мировой экономики и ограниченности добывающих мощностей

Влияние стран-членов ОПЕК снизилось, они отказались от «коридора цен» в случае выхода за которые, ОПЕК увеличивал или уменьшал предложение нефти. Но цены в диапазоне 22-28 долл/барр. потеряли свою актуальность уже два года назад. По сути, ОПЕК официально признал то, что уже существовало на деле. Политика ОПЕК никогда не отличалась прозрачностью, поэтому трудно сказать изменяли ли они объемы добываемой нефти в периоды роста ее цен. Также сложно ответить на вопрос, насколько они, относительно оперативно, могут увеличить добычу в случае необходимости стабилизации рынка. По нашему мнению, любой ответ на этот вопрос укажет, как минимум на «не падение» цен, а как максимум на их дальнейший рост. Так, в случае если быстро увеличить мощности нельзя, то дальнейший рост цен на нефть неизбежен на фоне роста мировой экономики. В случае если ОПЕК умышленно не идет на увеличение добычи, тем самым, способствуя росту котиро-

вок, то для того, чтобы цены начали снижаться необходимо, чтобы кто-то заставил арабские страны увеличить предложение нефти. Наиболее вероятным, кто может это сделать, являются США. Но они уже года два ничего не предпринимают. В связи с чем, возникают предположение, что США в этом заинтересованы. Кстати, существует теория, говорящая о сговоре между США и арабским миром, по которой на фоне растущей угрозы терроризма развитые страны субсидируют арабские с целью повышения их благосостояния и снижения угроз разного рода «неустраивающих» США исламских переворотов и революций. К тому же, как было сказано выше, высокие цены не приводят к спаду в экономике США и целом мировой экономики. Такой негласный сговор может указывать на приемлемость текущих ценовых уровней на нефть в кратко- и среднесрочной перспективе.

Текущие цены на нефть устраивают, как потребителей нефти, так и производителей

Отметим, что в краткосрочной перспективе заметному снижению цен на нефть будут препятствовать нехватка мощностей по причине разрушений в Мексиканском заливе, полное восстановление добычи в котором произойдет не ранее второй половины 2006 года.

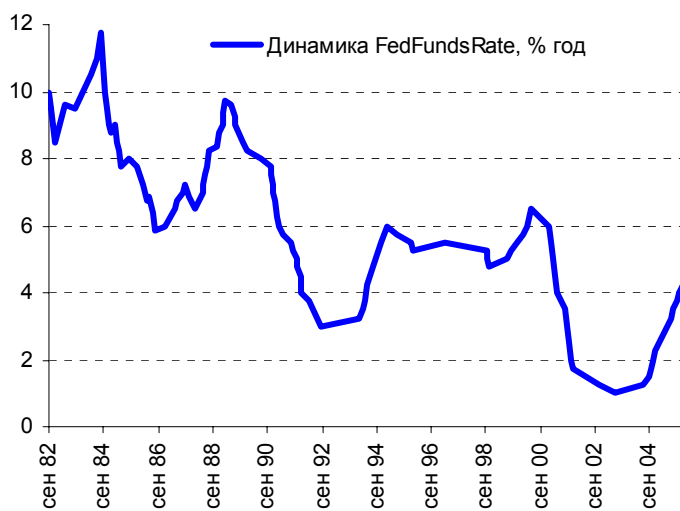
Из вышесказанного мы заключаем, что падения цен на нефть мы не увидим, в тоже время спрогнозировать, как отреагирует мировая экономика на рост котировок до новых рекордов, также не представляется возможным. Экспериментировать с новыми рекордами стоимости нефти, ни потребителям, не производителям не выгодно. Так как можно не уловить ту грань цены, за которой мировая экономика войдет как минимум в стадию рецессии (чего опасается любая страна), что приведет к резкому падению спроса на нефть и обвалу ее котировок (что совсем не нужно добывающим странам).

Мы не видим факторов, способных привести к заметному снижению цен на нефть. Как мы уже сказали, на фоне быстрорастущих азиатских экономик и уверенно растущих экономик разных стран спрос на нефть будет только расти, а на фоне ограниченности добывающих мощностей предложение не может быть существенно увеличено. Ко всему прочему, существует множество факторов риска, способных реализоваться в любое время, начиная от постоянных ураганов, заканчивая терактами и политическими кризисами. В настоящее время актуальным является напряженность, возникшая вокруг ядерной программы Ирана, что в случае обострения ситуации может привести к перебоям поставки нефти. Иран является четвертым в мире экспортером нефти с экспортом 2.7 млн. барр. в сутки. Поэтому прекращение поставок нефти со стороны Ирана может грозить сильным скачком цен на черное золото.

В связи с этим, мы считаем, что прошлогодние ценовые диапазоны, скорее всего, сохранятся, так как устраивают и производителей и потребителей нефти. К тому же, цены порядка 50 долл./барр. не раз озвучивались представителями стран ОПЕК как приемлемые и равновесные. Рост стоимости энергоносителей выше 70 долл. за барр. может произойти в случае форс-мажорных обстоятельств, к которым, в частности, относятся выше обозначенные насущные риски.

Денежно-кредитная политика Федеральной Резервной Системы США

В 2005 году монетарная политика ФРС не претерпела изменений, начатый летом 2004 года цикл повышения процентной ставки продолжился. На всех восьми заседаниях Комитета по открытым рынкам (FOMC) ставка федеральных фондов (Fed Funds Rate) повышалась на 0.25 п.п., следуя к нейтральному уровню, достигнув к концу года 4.25% годовых. Где находится этот нейтральный уровень, мало кто представлял. Известно лишь его определение: нейтральное значение ставки не стимулирует и не подавляет экономическую активность.

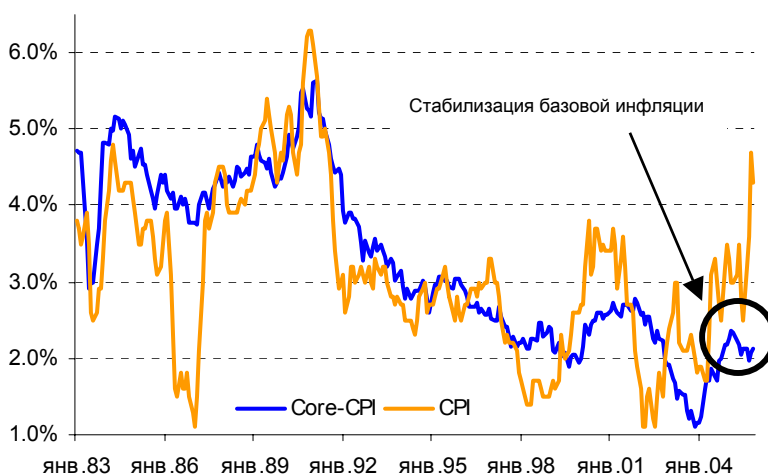


Инвесторы, скорее всего, так и продолжали бы находиться в неведении, если бы в конце года, на последнем заседании ФРС, не была бы изменена риторика сопроводительного комментария. На этот раз текст о том, что политика ФРС носит мягкий характер и оказывает поддержку экономическому росту, исчез, что дало повод думать о приближении ставки к нейтральному уровню. В результате, ожидается еще одно повышение ставки на заседании 31 января 2006 года до 4.5% годовых. Это также станет последним днем председательствования в качестве главы ФРС А. Гринспена. После этого ожидается пауза в ужесточении денежно-кредитной политики, и дальнейшие шаги будут зависеть от данных по темпам роста ВВП и инфляции.

Влияние на политику ФРС будет оказывать и новый ее глава Б. Бернанке. Пока инвесторы теряются в догадках, приверженцем каких взглядов является Бернанке. В частности известно, что он считает причиной дефицита текущего счета США огромные иностранные сбережения. С этим утверждением не согласны ряд экономистов, которые считают, что «увлечение» новым главой ФРС теорией глобальных сбережений, может отвлечь его от решения проблемы растущего дефицита текущего счета платежного баланса страны, который превысил 6% от ВВП. Поэтому экономические взгляды глава ФРС являются дополнительным фактором неопределенности дальнейшей денежно-кредитной политики.

Для прогнозирования перспектив монетарной политики ФРС необходимо следить за динамикой инфляции и ВВП. При этом для анализа в первую очередь важен базовый показатель инфляции (Core-CPI, Core-PCE), то есть очищенный от влияния волатильных цен на продукты питания и энергоносители, так как политика ФРС может влиять только на монетарную составляющую инфляции. Воздействие на общий индекс инфляции является опосредованным и вряд ли может служить эффек-

тивным инструментом. Первые признаки того, что ФРС близка к завершению подъема ставок, появились в последнем квартале 2005 года, когда индикаторы базовой инфляции стабилизировались на приемлемых уровнях около 2% в годовом исчислении (Core-CPI) и 1.8% годовых (Core-PCE), а темпы роста экономики начали демонстрировать тенденцию к замедлению. Общий уровень инфляции остается относительно высоким, но это в первую очередь связано с рекордным ростом цен на нефть и политика ФРС в этом случае бессильна. В случае необходимости ФРС может продолжить сжатие денежного предложения, чтобы компенсировать влияние вторичной инфляции, которая будет проявляться в случае переноса высоких нефтяных цен на потребительские товары. Но пока этого не происходило, притом, что в августе-сентябре 2005 года котировки нефти достигли своих максимальных значений. Пока цены на нефть находятся ниже этого уровня, нет повода для беспокойства, инфляция в США будет только снижаться.



2005 год указал на снижение базовой инфляции в США

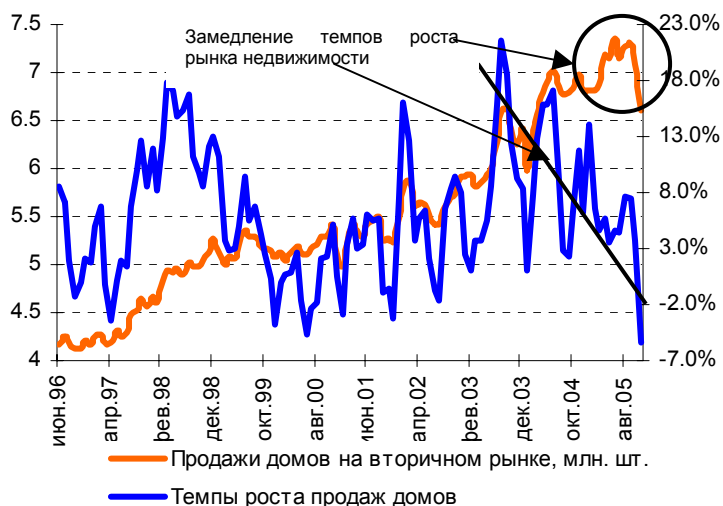
Это, по нашему мнению, дает возможность монетарным властям быть более гибкими в проведении денежно-кредитной политики и при необходимости сделать паузу в повышении ставки. Пока явных признаков замедления экономики не наблюдается и, соответственно, острая необходимость в смягчении денежно-кредитной политики отсутствует. В то же самое время, дальнейшее сжатие денежного предложения может привести к необратимым последствиям. Ведь легко не заметить ту грань, за которой может последовать скатывание экономики США в рецессию, борьба с которой, как мы видели за последние годы, заняла около трех лет. Поэтому дальнейшее повышение ставки может оказать негативное воздействие на состояние экономики США в 2006 году. Мы считаем, что для ФРС целесообразно сделать паузу, следуя принципу «лучшее – враг хорошего». Заседание 31 января покажет, по какому пути пойдет ФРС.

В экономике США в 2005 году появились признаки замедления, главные индикаторы, указывающие на это:

- Стабилизация роста на рынке недвижимости

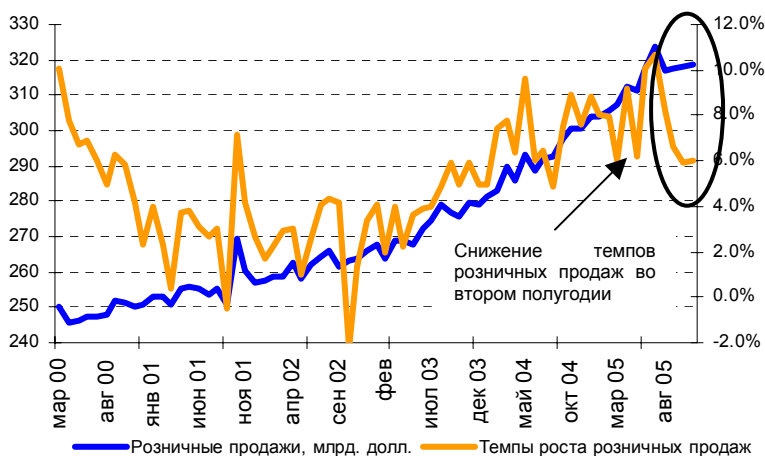
Рост данного сегмента в последние годы был локомотивом роста экономики США и его замедление может негативно сказаться на темпах роста ВВП. Как известно, рынок жилья наиболее чувствителен к изменениям процентной ставки, так как суммы ипотечных кредитов велики, и

они выдаются на длительные сроки. Поэтому очень важно «не перегнуть палку» в вопросе повышения ставок, так как сложно спрогнозировать тот момент, когда ставка процента станет слишком высокой и приведет к резкому падению спроса на жилье. Стоит учитывать то, что ставка начинает оказывать воздействие на рынок жилья с временным лагом в несколько месяцев. Поэтому текущие высокие ставки способны привести к ослаблению рынка жилья в 2006 году. В тоже время, ряд экспертов опасаются «перегрева» рынка жилья, который в последние годы рос очень высокими темпами и ставка финансирования как раз используется в качестве инструмента призванного замедлить темпы его роста. Но, как недавно сказал глава ФРБ Далласа Ричард Фишер: «ставка федерального финансирования не является инструментом, с помощью которого следует управлять классами активов, которые, возможно, переоценены... ставка по федеральным фондам является грубым инструментом и с его помощью не следует прокалывать «пузыри», которые надулись на рынке».



- Замедление темпов роста розничных продаж

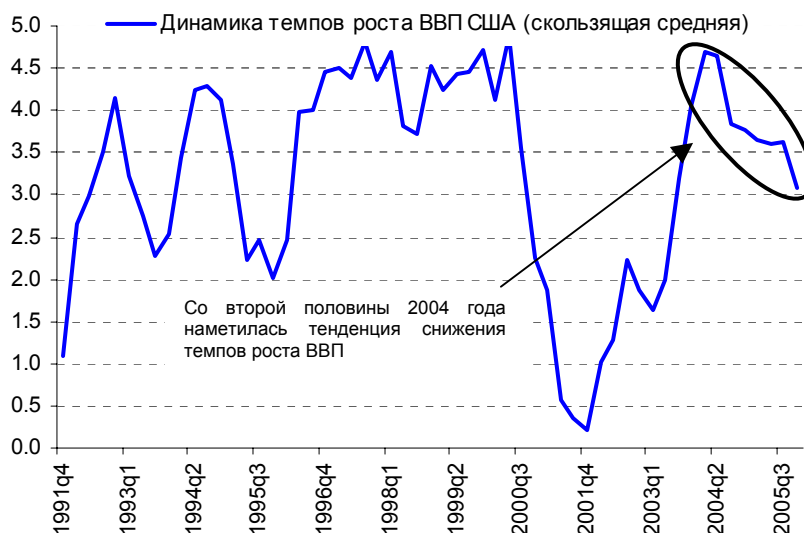
Во втором полугодии 2005 года мы стали свидетелями замедления темпов роста розничных продаж, которые составляют 50% от потребительских расходов США, данный компонент в свою очередь обеспечивает более чем две трети роста экономики.



- Общее снижение темпов роста ВВП

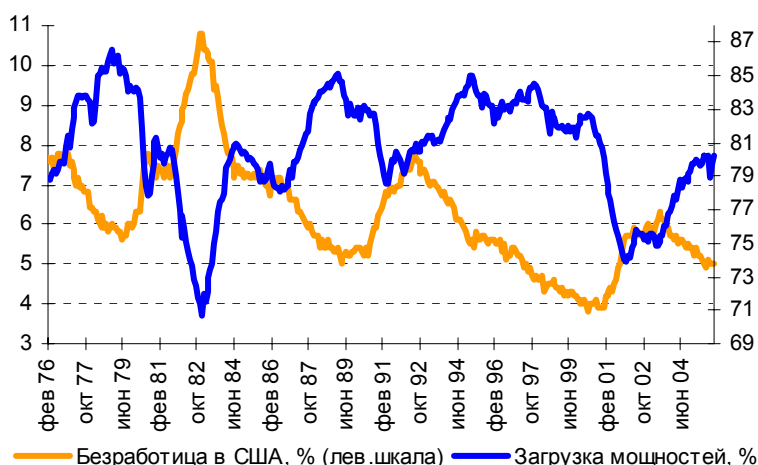
Годовой обзор: прогноз и стратегия на 2006 год

По сравнению с 2004 годом рост ВВП США в 2005 году снизится с 4.4 до 3.8-3.9%. По прогнозам экономистов ведущих финансовых групп и инвестиционных банков в 2006 году темпы роста экономики снизятся в среднем до 3.3%. Ужесточение денежно-кредитной политики может усилить тенденцию к замедлению роста экономики США.



Поэтому, с точки зрения, сохранения относительно высоких темпов роста экономики ФРС целесообразно сделать паузу и внимательно следить за инфляционными процессами.

С точки зрения инфляционных рисков, имеет смысл переключиться с высоких нефтяных цен на восстанавливающийся рынок труда. В заявлении ФРС после заседания в декабре, появились опасения по поводу «ограниченности ресурсов». Главным образом это касается роста занятости в США. За 2005 год уровень безработицы снизился с 5.4% годовых до 5% годовых, а за два последних года с 6.3 до 5%. Минимальный уровень безработицы (3.8%) был отмечен в 2000 году перед входом экономики в рецессию. Рост занятости грозит ростом зарплат и тем самым, может стать угрозой повышения цен на потребительские товары, вызывая инфляцию. Первым сигналом близости перегрева экономики стали высокие темпы роста почасовой оплаты труда в конце года. Другим фактором инфляции может в скором времени стать коэффициент использования мощностей, который впервые с 2000 года перевалил за 80%. Это является естественным ограничителем промышленного производства, что в свою очередь в результате может вызвать товарный дефицит и как следствие, инфляцию предложения. Фактор рынка труда мы считаем главным риском текущего года для инфляционного фона в экономике.



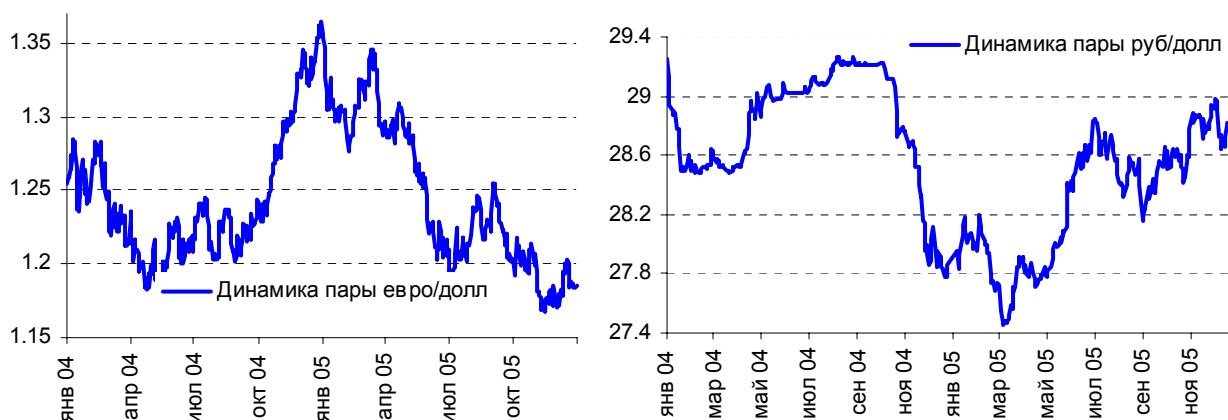
В 2006 году акцент делаем на данные по рынку труда

В отличие от 2005 года, когда ФРС осуществляла повышение ставки в рамках цикла, то есть макроэкономические данные оставались на втором плане, а ФРС двигала ставку к нейтральному уровню, в этом году, после того как ФРС указала на возможную паузу в повышении ставки, следует внимательно следить за статистикой, в особенности касающейся рынка труда. В настоящий момент ожидается повышение ставки федеральных фондов на 0.25 п.п. на заседании 31 января, затем, скорее всего, будет сделана пауза. Инвесторы оценивают вероятность повышения ставки в марте 2006 года на уровне 50%. Мы считаем, что после январского повышения до 4.5% годовых будет сделана пауза, как минимум до конца первого полугодия, дальнейшие перспективы будут напрямую зависеть от выходящих в первом полугодии макроэкономических данных. Вероятность снижения ставки до конца года мы оцениваем как незначительную, так как цикл роста экономики США еще не подошел к концу (в среднем циклы длятся 6-7 лет).

По нашим оценкам, после достижения ставки ФРС уровня 4.5% годовых будет сделана пауза как минимум до конца первого полугодия.

Валютный рынок

В прошлом году торги на валютном рынке проходили под знаком роста доллара. Слабость единой валюты прогнозировалась, но столь существенного ожидали немногие. В начале года, когда пара евро/долл. находилась на историческом максимуме (1.3660) инвесторы выбирали между двумя главными фундаментальными факторами: огромным и растущим двойным дефицитом (текущего счета и бюджета США) и увеличивающейся разницы в ставках между США и Еврозоной (Rate Differential). В результате, фактор «двойного дефицита» отошел на второй план, и инвесторы начали реализовывать идею растущей разницы в ставках.



По нашему мнению, на основе фундаментальных экономических факторов равновесие в паре евро/долл. находилось бы в диапазоне 1.2000-1.2500. В течение года, единая валюта несколько раз становилась заложником политической нестабильности в регионе. Пробитие вниз уровня 1.2500 произошло после того, как Франция и Голландия не приняли Конституцию ЕС, многие восприняли это, как начало политического кризиса в Европе. На этом фоне усилили негативный эффект прозвучавшие заявления о желании выйти из зоны единой валюты со стороны Италии, где возможно, больше всех недовольны переходом на евро. Политический фактор оказался достаточно сильным, так как политическое несогласие может легко перейти в экономическую плоскость, что нанесет сильный удар по престижу и состоятельности единой валюты. В результате, пара евро/долл. за месяц потеряла 6 фигур, опустившись с 1.2500 в конце мая до 1.1900. В последствии появились признаки и восстановления утраченных позиций, но новый политический кризис, теперь уже в Германии, перечеркнул надежды покупателей евро. Выборы канцлера, в котором победу одержали два претендента, привели к временному двоевластию в стране, опять же такая ситуация могла парализовать механизм принятия решений, но отдадим должное политическим лидерам Германии, которые смогли договориться и создать в итоге устраивающую всех коалицию. Но на этом политические риски из Старого Света не закончились. В начале ноября во Франции прошли массовые беспорядки, заставившие Правительство ввести в ряде регионов военное положение и комендантский час. В дальнейшем беспорядки перекинулись в другие страны еврозоны, где велико представительство афро-азиатского меньшинства. Этот факт вкпе с совершенно несвоевременным заявлением главы ЕЦБ Ж-К. Трише о ставке в еврозоне и сильными макроэкономическими данными по США, привело к пробитию сильного уровня поддержки на 1.1870, который держался на протяжении четырех месяцев. В результате, пара евро/долл. упала к 1.1630. В тот момент участники рынка всерьез заговорили о движении к 1.1500 и затем к 1.1000. В течение года, в особенности в конце, удивляли непосле-

довательные заявления главы ЕЦБ по поводу денежно-кредитной политики, в ноябре он достаточно убедительно твердил о том, что текущая ставка 2% годовых адекватна экономическому росту и инфляционным рискам. Но буквально через месяц, риторика сменилась на противоположную и уже на декабрьском заседании ЕЦБ повысил ставку до 2.25% годовых. Это совпало с заседанием ФРС по ставке, в заявлении которого появились признаки на скорое завершение цикла повышения ставки. Это стало спасательным кругом для единой валюты и началом формирования тренда к росту пары евро/долл.

В 2006 году мы выделяем следующие факторы, которые будут оказывать влияние на соотношение сил в паре евро/долл.:

- Сохраняющуюся разницу в ставках

За последние полтора года разница между ставками в США и еврозоне выросла с минус 1% до 2% годовых. Как мы уже сказали, данный факт явился основным драйвером на валютном рынке в прошлом году. В настоящий момент наиболее вероятным нам видится сохранение или незначительное снижение этого значения, главным доводом в пользу чего является начавшийся рост ставки в еврозоне и ее предполагаемая стабильность в США. Мы ожидаем рост ставки в США к концу года до 4.5-4.75% годовых, а в еврозоне до 2.75-3.00% годовых. Последние цифры буквально на днях подтвердили чиновники из Евросоюза, в один голос заявившие о том, что текущий уровень ставки является слишком низким для сдерживания инфляционного давления на фоне растущих цен на нефть. Отметим одно отличие политики ЕЦБ от ФРС, они не будут проводить серию повышений ставки, как это делала ФРС, ЕЦБ хочет оставить «руки развязанными» и принимать решение относительно ставки непосредственно на каждом заседании, основываясь на макроэкономических данных. Растущая европейская экономика позволяет ЕЦБ предпринимать шаги к повышению ставки, которые раньше были невозможны по причине глубокой стагнации. Но стоит отметить, что рост экономики еврозоны пока еще достаточно хрупкий в отличие от США.

- Опережающий рост экономики США относительно темпов роста в еврозоне

В этом году появились признаки восстановления европейской экономики. На фоне снижения курса евро, начался рост экспорта, увеличились темпы роста промышленного производства по причине возросшего внутреннего спроса. Следующим этапом роста экономисты отмечают увеличение потребительских расходов. В целом, можно отметить, что экономика Европы в 2005 году получила хороший импульс и в 2006 году ожидается рост ВВП, с текущих примерно 1.4% до 2.0%. Но, не смотря на это, темпы роста экономики еврозоны остаются ниже, чем в США, где ожидается замедление роста ВВП до 3.3%. Данный факт выступает на стороне доллара.

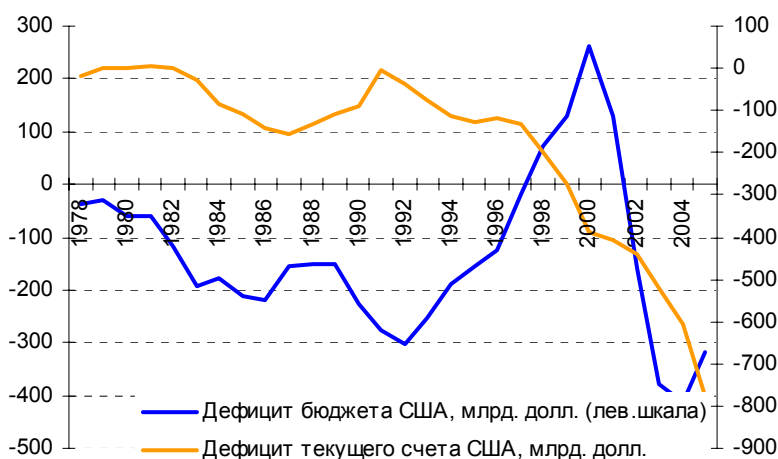
- Политические риски в Европе

В отличие от США, европейский союз в силу своей разнородности сильно подвержен внутривнутриполитическим рискам, что ярко продемонстрировали события прошлого года. Актуальными вопросами остаются принятие Конституции ЕС, бюджет ЕС, принятие которого из года в год сопряжено со сложнейшими дебатами. К этому прибавляются, на примере прошлого года, страновые риски, такие как выборы и социальная напряженность.

- Проблема двойного дефицита США

Годовой обзор: прогноз и стратегия на 2006 год

Отошедшая в 2005 году проблема двойного дефицита (бюджета и текущего счета) США, в этом году может вновь выйти на первый план. Но в отличие от прошлых лет, когда оба дефицита только росли, в 2005 году было принято решение постепенного снижения дефицита бюджета. В финансовом году, заканчивающемся в сентябре 2005 года, дефицит снизился по отношению к рекордному значению предыдущего года. Поэтому есть основания надеяться на продолжение данной политики. Сложней дело обстоит с дефицитом текущего счета, который не демонстрирует признаков замедления, продолжая расти высокими темпами. В настоящий момент его годовое значение составляет более 6% от ВВП. Пока активы США пользуются огромным спросом и любовью иностранных инвесторов на эту проблему закрывают глаза, но в этом то и вопрос, когда и главное разочаруются ли инвесторы в американской валюте, которая имеет уникальный статус и ее сильный рост или падение скажется не только на США, а на всей мировой экономике. В связи с чем, мы считаем, что эта проблема в реальности не является ключевой, если инвесторам понадобится повод для игры на валютном рынке, можно сыграть и на этом, иначе это так и останется фундаментальной, но не более чем фоновой проблемой. Но инвесторы всегда ищут повод...



В итоге, за рост единой валюты выступают следующие ключевые факторы: снижение разницы в ставках между США и Евросоюзом и проблема «двойного дефицита» в США. На стороне доллара: более сильная и устойчивая экономика и более высокие темпы ее роста. Спрогнозировать вероятность наступления политических рисков и их силу не представляется возможным.

Мы считаем, что с исключением конъюнктурных движений на политических рисках, фундаментально оправданным для пары евро/долл. был диапазон 1.2000-1.2500. Рост к 1.3000, как мы помним по 2004 году вызвал бурю протеста в ЕС и крайне негативно отразился на настроениях бизнеса в Европе. Хрупкий рост экономики ЕС не выдержит таких уровней, и это все равно приведет в итоге к падению единой валюты. В тоже время, мы не видим фундаментальных причин для падения пары евро/долл. ниже минимумов текущего года. В связи с чем, считаем, что среднегодовой уровень для пары евро/долл. будет находиться около 1.2500.

Мы считаем, что среднегодовой уровень пары евро/долл в 2006 году будет равняться 1.2500

На российском валютном рынке в течение 2005 года курс рубля снижался относительно доллара, в целом, повторяя тенденцию рынка FOREX. Банк России уже не так активно участвовал в торгах, как это было в 2004 году. Нововведением этого года стала бивалютная корзина, где к концу года доля евро составила 0.4 против 0.6 у доллара. Эта мера была призвана сделать ориентиры Правительства по реальному укреплению курса рубля более прозрачными. Бивалютная корзина – это синтетический и абстрактный инструмент, который, по нашему мнению, не отражает реального соотношения долей валют в международной торговле, поэтому с точки зрения экономики мало, что значит. В центре внимания по-прежнему остается соотношение рубля к доллару и именно его динамика влияет на ценовую конкурентоспособность российских товаров. Поэтому ЦБ РФ будет постоянно отслеживать курс доллара к рублю и вряд ли допустит его существенное падение. Эту точку зрения подтвердил в конце 2005 года К. Корищенко, сказав примерно следующее: Банк России не может допустить быстрого роста курса рубля из-за немедленного притока спекулятивного капитала и угрозы для реального сектора экономики.

Не стоит забывать об инфляции, которая судя по всему в январе 2006 года будет соответствовать прошлогодним высоким показателям. Такие мрачные прогнозы могут заставить правительство и ЦБ РФ более активно вступить в борьбу с инфляцией и ограничить предложение денег в экономике, то есть допустить более сильное укрепление рубля. Но это пока из разряда предположений.

В 2006 году мы видим два фактора, которые будут способствовать укреплению курса рубля относительно доллара:

- Высокие цены на нефть и товары российского экспорта

Фундаментально укреплению рубля способствует приток валютной выручки от российского экспорта, объем которого почти целиком зависит от цен на нефть, которые по нашему прогнозу в 2006 году будут оставаться на высоких уровнях.

- Прогнозируемая нами динамика ослабления доллара на рынке FOREX

Колебания на внутреннем валютном рынке достаточно точно повторяют динамику пары евро/долл на международном валютном рынке. Мы прогнозируем ослабление доллара по отношению к евро в следующем году, поэтому аналогичной динамики ожидаем и по паре рубль/доллар.

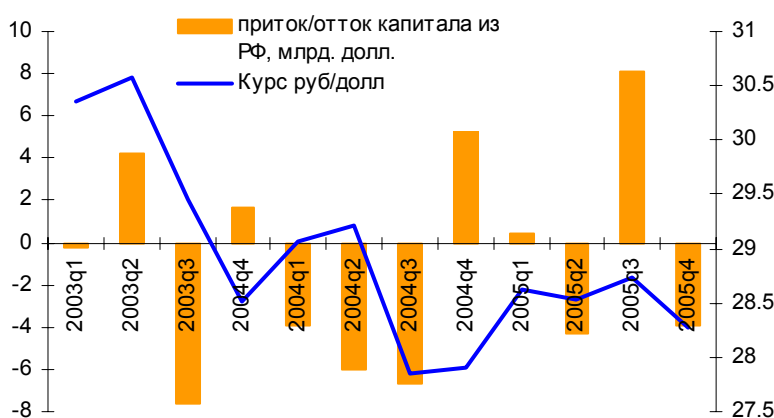
В 2006 году мы ожидаем среднегодового значения курса рубля к доллару на уровне 28.0 руб./долл. Как мы уже сказали, более сильного укрепления российской валюты не допустит ЦБ РФ.

На денежном рынке в 2006 мы стали свидетелями низких ставок МБК, которые большую часть времени держались на уровне 1-2% годовых. Лишь в последнем квартале ставки взлетели до 6-8% годовых. Причиной чему стал ряд обстоятельств, главными из которых были динамика валютного рынка и частично связанный с этим отток капитала из России, которые наложились на окончание года и подготовку банков к закрытию балансов. Рост стоимости рублевых средств мог быть заметно выше, если бы Банк России не проводил операции РЕПО по ставке 6-7% годовых, объемы которых в «тяжелые» периоды достигали десятков миллиардов рублей. Ситуация в этом году не будет принципиально от-

Годовой обзор: прогноз и стратегия на 2006 год

личаться от прошлого года, так как цены на нефть остаются высокими, что будет обеспечивать приток валюты в Россию, ЦБ РФ будет ее покупать, то есть печатать рубли, часть которых абсорбировать посредством Стабфонда. Но ситуацию конца 2005 года исключать не стоит, вполне вероятно ее повторение в текущем году, а некоторые высокопоставленные лица говорят о том, что ставка 6-7% годовых (стоимость РЕПО с ЦБР) станет нормальной ситуацией для денежного рынка.

Ставки денежного рынка в 2006 году вероятнее всего останутся низкими, но повторения ситуации конца 2005 года исключать не следует



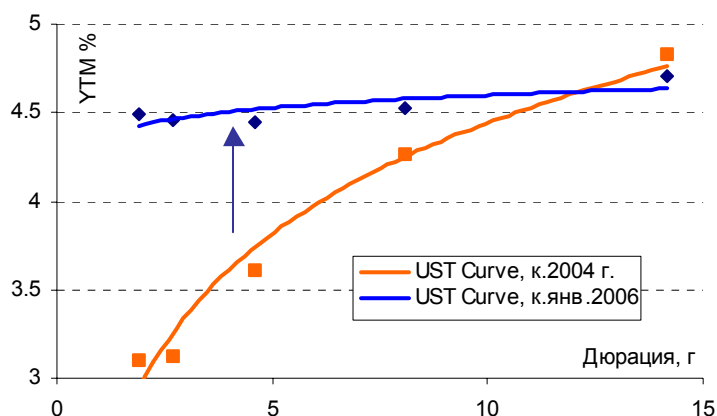
Базовые активы: процентные ставки США близки к верхнему пределу

В нашем прошлом годовом обзоре мы верно спрогнозировали, что ставка Fed Funds будет повышаться и на конец 2005 года составит 4.0-4.25%, при этом не будет ни одного повышения сразу на 50 б.п., хотя, как большинство аналитиков, мы чрезмерно пессимистично оценивали динамику долгового рынка. Прогноз по ставкам отчасти был упрощен тем, что в начале прошлого года мы находились посередине цикла ужесточения денежной политики в США, и ее дальнейшее направление было очевидно. Теперь предстоит более сложная, но и более важная задача – определить момент прекращения повышения ставок, который позволит определить потолок доходности базовых активов.

Общий взгляд:

- Инверсия кривой UST – результат «conundrum», а не – рецессии в экономике;
- Пауза Fed Fund на 4.50% и умеренная инфляция определяют потолок доходности 10Y UST вблизи 4.60%;
- Процентные ставки Банка Англии и ЕЦБ будут сближаться, поэтому рекомендуем покупать длинные британские Gilts vs коротких долгов еврозоны.

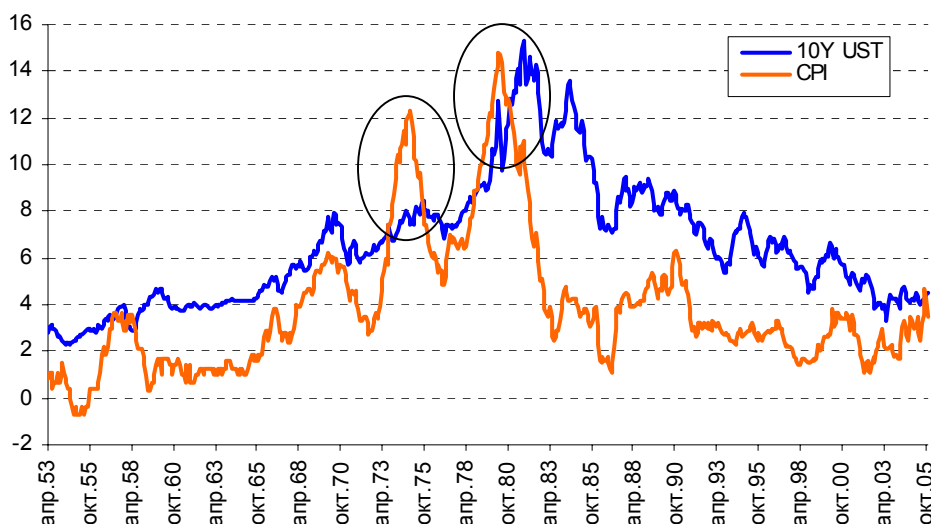
В конце прошлого года, когда доходности коротких 2Y UST и длинных 10Y UST стали стремительно сближаться, многие аналитики впервые заговорили о рецессии в американской экономике. Действительно, в предыдущие периоды американской экономической истории (1979, 1989, 2000 годы) превышение доходности коротких бумаг над доходностью более длинных (инверсия кривой доходности) всегда предшествовало спаду экономической активности в стране. Однако мы считаем, что инверсия кривой впервые в рамках текущего цикла установленная в конце декабря 2005 года, является результатом сохранения низких ставок по долгосрочным бумагам и роста доходности коротких вследствие ужесточения денежной политики ФРС, и может свидетельствовать не о спаде, а о другом сопутствующем явлении – прекращении повышения ставок. В течение второй половины 2004 и всего 2005 года мы были свидетелями лишь плавного разворота кривой и превращения ее в более плоскую форму, а точкой разворота служили как раз 10-летние американские облигации:



О нетипичности происходящей ситуации (на фоне роста инфляции и ставок Fed Funds) впервые заявил глава ФРС Алан Гринспен в начале 2005 года, назвав ее «conundrum». Основная причина сохранения низ-

кой доходности по 10Y UST – высокий спрос инвесторов, главным образом, азиатских ЦБ, которые вынуждены хранить свои растущие за счет положительного платежного баланса резервы в безрисковых бумагах США, препятствуя одновременно чрезмерному укреплению национальных валют.

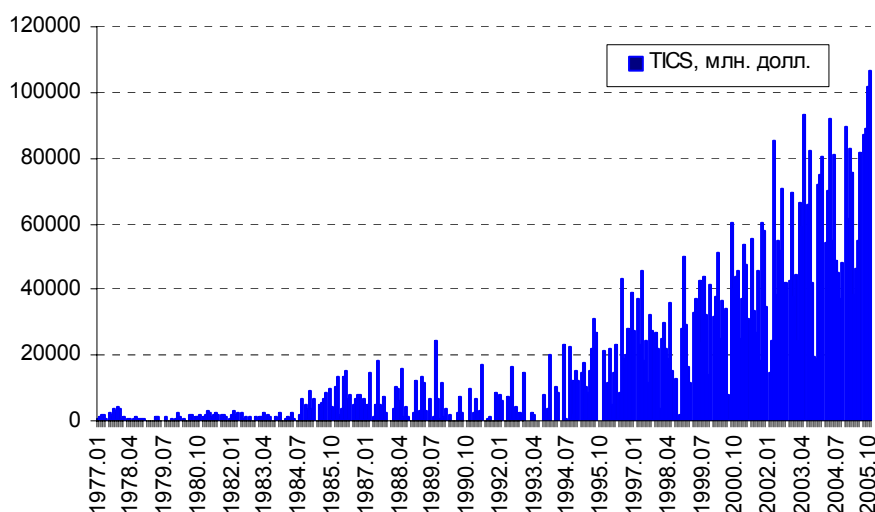
Мы не ожидаем, что инверсия кривой доходности UST сохранится продолжительное время. Как только факт прекращения повышения ставок в США подтвердится, доходность 2Y UST, которая после роста на 132 б.п. в 2005 году уже превысила общий уровень потребительской инфляции, начнет снижаться быстрее других бумаг, «загибая» вниз передний конец кривой. Как мы писали выше, в рамках текущего цикла ужесточения денежной политики сделает остановку на 4.50%, что подкрепляется аргументами о сдерживаемой базовой инфляции и признаками замедления экономики США. Что касается доходности 10Y UST, ключевым индикатором процентных ставок, то она лишь частично будет определяться ставкой Fed Funds, в том смысле, что пауза в повышении ставок ограничит потенциал роста доходности 10Y UST, хотя последняя может быть ниже ставки Fed Funds (что характерно как раз для моментов прекращения роста ставок). Мы проанализировали данные с 1953 года, которые показали, что в «нормальные» периоды доходность 10Y UST никогда не была ниже общего уровня потребительской инфляции хотя бы 3 месяца подряд. Это понятно и на интуитивном уровне, поскольку доход по безрисковым активам должен быть неотрицательным. Ненормальными периодами мы называем моменты экономических спадов, вызванных какими-либо экзогенными факторами и не совпадающих с естественными циклами экономической активности. Так, общий уровень потребительской инфляции (CPI) превышал доходность 10Y UST в 1974-1975 годах и в 1980 году, чему в истории соответствуют периоды войны между Кувейтом и Ираком, а также Ираком и Ираном. Резкий рост цен на нефть в эти моменты привел к взлету потребительской инфляции США выше 12% и резкому снижению экономической активности. На фоне глобального экономического спада банки и фонды предпочитали хранить средства в единственных на тот момент безопасных активах – US Treasuries.



Сегодня ситуация принципиально отличается, и мы сомневаемся, что в 12-месячном горизонте возникнут какие-либо экзогенные шоки, которые спровоцируют уход капитала в «тихую гавань» и будут искусственно держать доходность UST ниже инфляции. Мы также обращаем внимание на то, что с первой половины 2002 года наметилась тенденция со-

кращения реальной доходности 10Y UST (объясняется теми же факторами, что и «conundrum»), однако она будет оставаться положительной.

Кроме указанных факторов (прекращение роста ставки Fed Funds и общий уровень инфляции) в прогнозировании доходности 10Y UST следует учесть фактор спроса (TICS) на эти бумаги. Мы не думаем, что в 2006 году азиатские инвесторы, на которых приходится около 20% всех US Treasuries находящихся в обращении, начнут продавать свои долларо-вые активы. Однако существует риск снижения спроса, что на фоне растущего предложения (Казначейство США планирует привлечь рекордные по объему средства с упором на среднесрочные и долгосрочные облигации, включая возобновление регулярного выпуска 30Y UST) приведет к росту доходности 10Y UST.

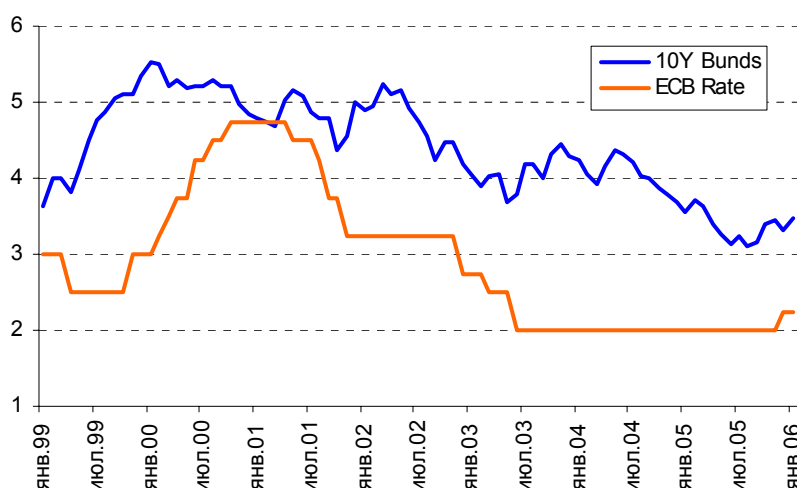


Таким образом, опираясь на наш базовый сценарий о том, что ставка Fed Funds будет повышена еще на 25 б.п. до 4.50%, и затем на заседании в марте FOMC сделает паузу, мы считаем, что к середине 2006 года доходность 10Y UST останется в пределах текущего уровня (4.5% по состоянию на 26 января) с возможностью снижения в случае признаков замедления экономической активности. Общий уровень потребительской инфляции в США (по данным на ноябрь 2005 года) является умеренным (3.5%). И хотя мы не видим оснований для снижения цен на нефть, главной причины роста инфляции, мы не думаем, что она закрепится выше 4.5%. Напротив, замедление экономического роста в США, о чем уже можно судить по ряду показателей, негативно отразится на потребительской активности, что сдержит «инфляционный» эффект роста цен на нефть. При этом краткосрочный потолок по доходности 10Y UST составляет 4.6-4.7% (в случае повышения Fed Fund до 4.75%). По итогам года можно ожидать снижения доходности американских государственных облигаций, особенно если замедление экономики США подтвердится во втором полугодии. Мы занимаем достаточно оптимистическую точку зрения в оценке мировых процентных ставок, поскольку большинство отечественных и западных аналитиков ожидают повышение ставки Fed Funds до 4.75-5.0% и роста доходности 10Y UST до 5%.

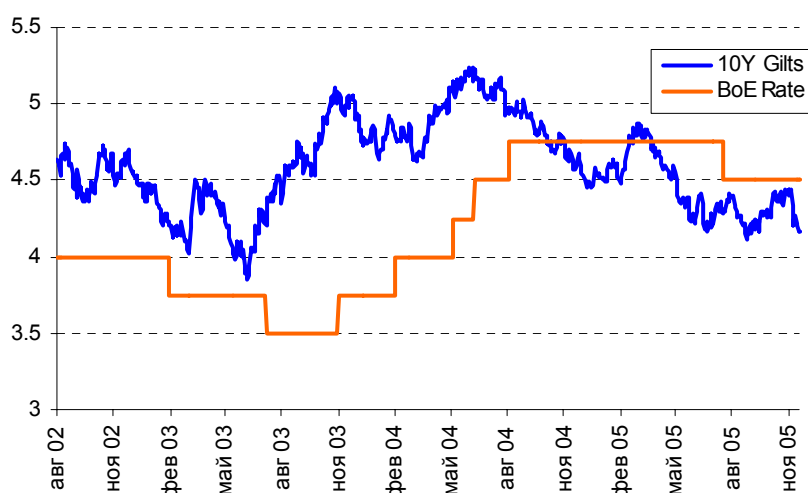
Европейские долговые рынки в 2006 году ожидает разнонаправленная динамика, которая стала наблюдаться уже во второй половине 2005 года. В прошлом году Банк Англии уже понизил процентную ставку на 25 б.п. с максимальной отметки в текущем цикле денежной политики 4.75%, а ЕЦБ впервые за 2.5 года в прошлом месяце, наоборот, повысил учетную ставку до 2.25%. Мы считаем, что в новом году условия для продолжения подобных изменений сохранятся. Главные доводы в поль-

Годовой обзор: прогноз и стратегия на 2006 год

зу ужесточения денежной политики в еврозоне – усиление инфляционного давления, о чем представители ЕЦБ в последнее время стали высказываться все более открыто, и рост экономической активности в регионе на фоне сдерживаемой или снижающейся безработицы. Однако агрессивного повышения ставок в еврозоне мы не ожидаем, поскольку темп роста инфляции – умеренный, а монетарные власти не допустят значительного усиления курса евро. Поэтому мы прогнозируем, что ставка ЕЦБ будет повышена еще три раза на 25 б.п. до 3%.



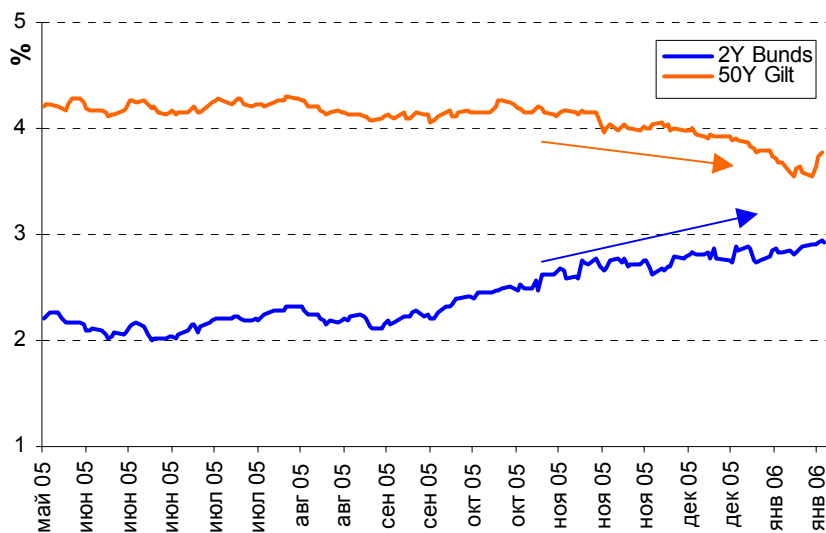
Снижение ставки в Великобритании ожидается в пределах 50-75 б.п., поскольку после ее сохранения на уровне 4.75% в течение года (с августа 2004 по август 2005) экономика стала показывать признаки слабости. В первую очередь это отразилось на рынке недвижимости, который является важнейшим барометром экономической активности в стране: цены на недвижимость перестали расти, а продажи домов стали сокращаться. Однако опасения роста ценового давления будут сдерживать Банк Англии от чрезмерно агрессивных шагов.



Помимо ожидаемого снижения процентных ставок, британские Gilts имеют преимущество перед долгами еврозоны, благодаря огромному спросу долгосрочных инвесторов, ультрадлинные британские долги. В январе при размещении 50-летних индексированных облигаций на 650 млн. ф.ст. переподписка составила 1.75 раз. Ощущая неудовлетворен-

Годовой обзор: прогноз и стратегия на 2006 год

ный спрос пенсионных фондов, британский Комитет по Управлению Долгов продолжит предложение в длинном конце кривой. Поэтому мы можем предложить относительно безрисковую стратегию на рынке базовых активов в 2006 году: покупать длинные британские Gilts против коротких долгов еврозоны. По состоянию на 26 января спрэд между 50Y Gilt и 2Y Bund составлял 80 б.п. и мы ожидаем его дальнейшее сокращение после снижения со 125 б.п. в конце ноября 2005 года.

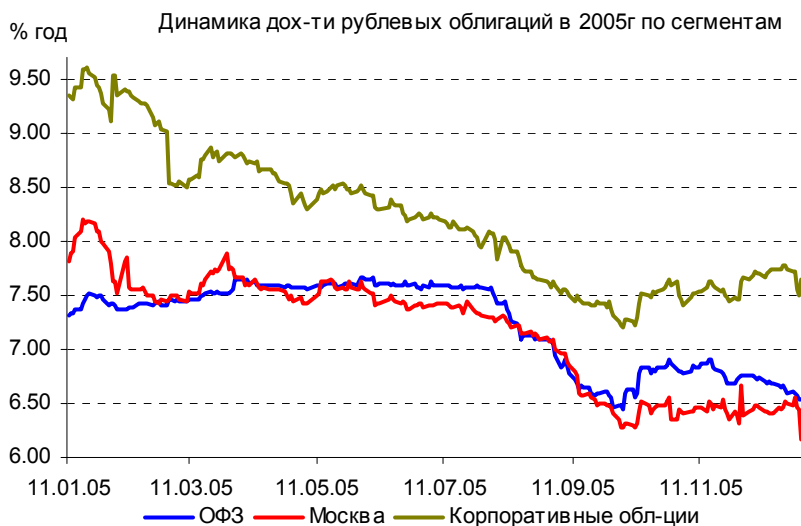


Рынок рублевых облигаций

Наши торговые стратегии:

- Покупать долгосрочные облигации Минфина и Москвы
- Покупать длинные корпоративные фишки при наличии премии к кривой доходности Москвы
- Покупать краткосрочные недооцененные выпуски второго/третьего эшелона, учитывая возможную необходимость держать их до погашения/оферты
- Спекулятивно покупать долгосрочные ликвидные облигации второго эшелона, размещаемые на аукционах с премией
- Избегать инвестиций на вторичном рынке в средне- и долгосрочные облигации второго/третьего эшелона, в особенности с низким объемом в обращении

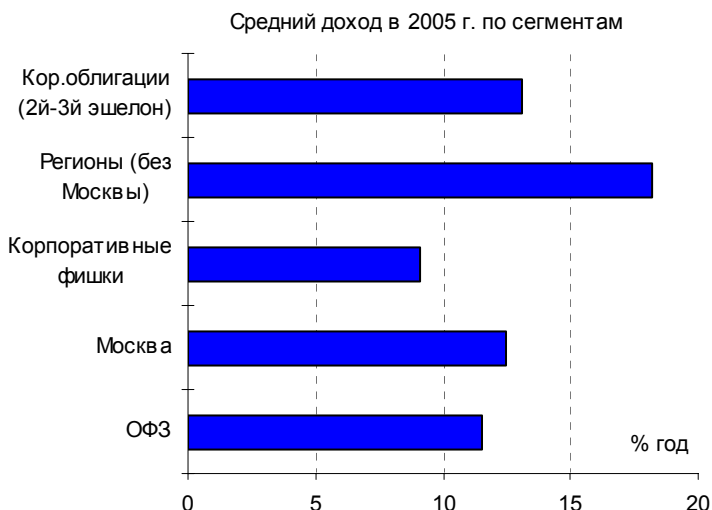
Прошлый год рынок рублевых облигаций находился в повышательном ценовом тренде, но, что примечательно, 2005 год стал первым за последние четыре года, когда не было коррекции доходности вверх. По сути, в течение года на рынке появился лишь один фактор риска – снижение рублевой ликвидности в банковской системе в последнем квартале, что привело к существенному росту ставок МБК относительно ставшего уже привычным уровня 1% годовых (по однодневным кредитам). Но надежды инвесторов на ее скорое снижение и структура инвесторов в определяющих динамику рынка бумагах первого эшелона не позволило инициировать волну продаж. Несколько подросла доходность бумаг третьего эшелона, инвесторам в которые пришлось наиболее сложно в условиях снижения рублевой ликвидности.



Отметим, что внутренние факторы на рост рынка повлияли косвенным образом, являясь благоприятным фоном. Так, в течение года курс рубля потерял относительно доллара 3.2%, снизившись с 27.8550 до 28.7400 руб. за долл. Как мы уже сказали, ставки МБК в течение трех кварталов держались около 1% годовых, при этом рынок двигался в боковом диапазоне вплоть до августа. Снижению доходности препятствовала политика Минфина по удержанию ставок. Но в итоге, противостоять фундаментальным факторам не удалось и доходность госбумаг начала стремительно падать в течение двух месяцев снизившись на 100-200 б.п. (в зависимости от их срочности). Под фундаментальным фактором мы

имеем ввиду расширяющийся спред между рублевыми и валютными бумагами России, который и так будучи достаточно высоким к лету вырос в среднем на 100 б.п. до 200-300 б.п. (в зависимости от срочности облигации). Причиной чему стало заметное падение доходности российских еврооблигаций в первой половине года. Такой размер спреда, с учетом рисков внутреннего долгового рынка и стоимости хеджирования валютного риска, делал рублевые госбумаги крайне привлекательными для нерезидентов. За ростом базовых активов (ОФЗ) последовал рост и других секторов рублевых облигаций. Рост был усилен укреплением рубля против доллара в этот период. В результате, ралли августа-сентября 2005 года предопределило ту, относительно высокую доходность, которую инвесторы получили от вложения в рублевые облигации по итогам года. Со второй половины октября до конца года рынок рублевых облигаций вновь вошел в рамки боковой динамики.

В результате, лидерами роста (с учетом кредитного риска) стали облигации Минфина и Москвы, несколько отстали от них корпоративные фишки. Выпуски же второго/третьего эшелона из-за коррекции цен вниз в конце года принесли доходность в основном за счет купонных платежей.



Из важных итогов прошлого года, по нашему мнению, следует отметить существенно возросшую ликвидность госбумаг, в 2004 году среднесуточный оборот торгов на вторичном рынке (без учета доразмещений) был равен 850 млн. руб. против 1300 млн. руб. в 2005 году. На фоне проводимой Правительством Москвы политики выкупа коротких выпусков облигаций, что искажает форму кривой доходности столичных бумаг, полноценным benchmark рынка рублевого долга стали ОФЗ.

Подводя итоги 2005, отметим, на наш взгляд, главные движущие факторы для рынка рублевых облигаций:

- Высокая рублевая ликвидность в банковской системе на протяжении большей части года;
- Падение в начале года стоимости хеджирования валютного рынка с помощью беспоставочных форвардов (NDF) (отметим, что это тенденция имела место на фоне ослабления курса рубля к доллару на спот-рынке);

- Прекращение политики Минфина по сдерживанию уровней доходности своих облигаций;
- Позитивная динамика по российским еврооблигациям;
- Резкое сжатие рублевой ликвидности в последнем квартале года

В 2006 году часть этих факторов утратит свою силу, поэтому мы считаем, что наступивший год будет менее удачным для инвесторов на рынке рублевых облигаций.

Первым и главным фактором, на котором будет основываться наш прогноз, является достижение эффективной относительной стоимости внутреннего и внешнего рынков, то есть отсутствие потенциала сжатия спреда между рублевыми и валютными облигациями российских эмитентов.

Как мы отметили выше, широкий спред между рублевыми и валютными госбумагами РФ и низкая стоимость хеджирования валютного риска привела к единственному ралли на рынке.

Спред в доходности между рублевыми и валютными облигациями формируется из следующих составляющих:

- Валютный риск;
- Риск ликвидности;
- Специфические риски присущие внутреннему рынку: издержки входа на рынок и инфраструктурный риск.

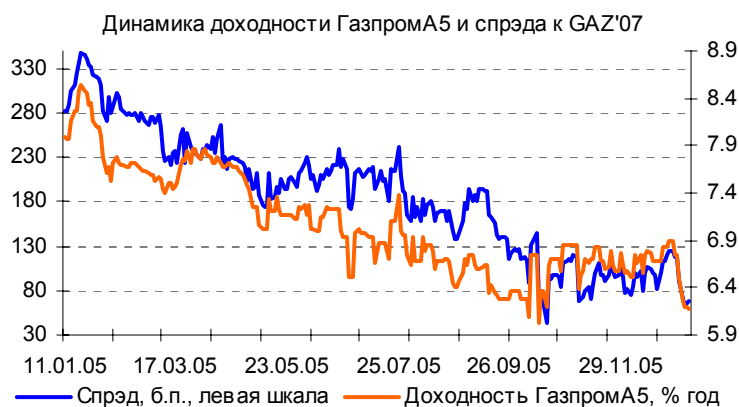
Риск ликвидности, инфраструктурный риск и издержки входа на рынок, обозначим как риск эффективности внутреннего рынка, который является перманентным на кратко- и среднесрочном горизонте и поэтому всегда присутствует в размере спреда. В связи с чем, динамика спреда определяется валютными ожиданиями инвесторов и краткосрочными движениями доходности на валютном и рублевом сегментах облигаций.

В рамках анализа спреда мы рассмотрим два инструмента: корпоративные облигации (ГазпромА5 против Gazprom'07) и федеральные облигации (ОФЗ 27025 против RUS'07). При выборе конкретных выпусков мы исходили из соображений ликвидности (как рублевых, так и валютных бумаг) и невысокой срочности, то есть наиболее подходящих для хеджирования валютного риска с помощью беспоставочных форвардов (NDF).



Годовой обзор: прогноз и стратегия на 2006 год

В начале года спрэд между рассматриваемыми валютными и рублевыми гособлигациями составлял 150-200 б.п. между бумагами Газпрома – около 300 б.п. За год сжатие спрэда составило 150-200 б.п. Текущие значения находятся на уровне 50-100 б.п. На дальнем конце кривой доходности размер спрэда составляет аналогичную величину.



Перспективы дальнейшего сжатия спрэда между рублевыми и валютными российскими облигациями, по нашим оценкам, являются сомнительными. Ситуация, когда спрэд может быть отрицательным мы рассматривать не будем, так как с учетом текущих обстоятельств в краткосрочной перспективе (до 1 года), вероятность данного сценария крайне низкая. Положительный спрэд, как мы писали выше, образуется из-за разности рисков инвестирования во внутренние и внешние обязательства эмитента (последние традиционно менее рискованные). Мы оцениваем данный компонент спрэда на уровне 20-30 б.п. Также необходимо учитывать и валютный риск, который в ближайшей перспективе, по нашим оценкам, существенно не изменится, оставшись в рамках текущих колебаний котировок форвардных контрактов, то есть в пределах как минимум 50 б.п. В связи с чем, сжатие спрэда между валютными и рублевыми облигациями ниже 50 б.п. несет в себе высокий риск для инвестора в рублевые бумаги.



Так, по федеральным облигациям текущий размер спрэда находится на уровне 50 б.п., что по нашему мнению, делает валютные выпуски Минфина более привлекательными. Схожая ситуация по выпускам Газпрома, поэтому динамика данного типа бумаг (первый эшелон) будет полностью определяться динамикой внешнего долгового рынка.

Можно оценить привлекательность рублевых облигаций для иностранных инвесторов и в абсолютном выражении, без привязки к валютным аналогам. Так как российский рынок уже давно вписался в глобальную

финансовую систему, то иностранный капитал легко преодолевает границу в поисках максимальной отдачи. Так российские инвесторы используют низкую стоимость фондирования за границей для вложения в активы с более высокой доходностью. Рублевые облигации являются одной из альтернатив таких активов. В период низких ставок в США и Европе и высокой доходности российских рублевых облигаций крупные российские банки, имеющие возможность кредитоваться за рубежом, и нерезиденты активно инвестировали в рублевые облигации. Сейчас возможность получения дохода таким способом находится под вопросом.

Для такого рода инвесторов эффективность вложение в рублевые облигации будет определяться как разница между доходностью облигации и размером ставки LIBOR (стоимость долларовых кредитов) плюс стоимость хеджирования валютного риска, а также платой за, по умолчанию более низкую, эффективность внутреннего рынка облигаций по сравнению с международным долговым рынком.

Ставка годового LIBOR сейчас находится на уровне примерно 4.8% годовых. Стоимость валютного хеджирования с помощью беспоставочных форвардов уже около года держится в среднем на уровне 50 б.п.(0.5 п.п.). Соответственно, минимальная приемлемая для нерезидентов доходность кратко- и среднесрочных рублевых облигаций эмитентов первого эшелона должна находиться на уровне 5.3% годовых или, учитывая краткосрочные колебания ставки LIBOR и NDF приемлемый диапазон равен 5.0-5.5% годовых. Крупные российские банки имеют возможность фондирования по ставке LIBOR + 50-100 б.п., поэтому для них приемлемый уровень находится около 6.0% годовых. С учетом того, что динамика ставки LIBOR напрямую зависит от ставки ФРС, то в течение года стоимость финансирования за рубежом еще увеличится.

Текущие котировки рублевых облигаций указывают на отсутствие или на минимальный потенциал снижения их доходности.

Сильным фактором поддержки, как для выпусков ОФЗ, так и для Москвы является их планируемый низкий объем размещений на фоне высокого спроса на данные инструменты, как со стороны нерезидентов, так и крупных российских участников (банков, ПФ РФ). Главным образом это касается Москвы, как наиболее востребованного инструмента долгового рынка и имеющего наименьшее предложение. Причиной чему является сверхплановые доходы бюджета Москвы, это приводит к тому, что помимо отсутствия необходимости расширять заимствования эмитент выкупает часть долга (краткосрочного) с рынка. Хотя планы Москвы на следующий год внушают оптимизм, объем чистого привлечения (посредством облигаций) составит 41.6 млрд. руб., но даже этого объема, судя по спросу на последних размещениях, инвесторам мало. По ОФЗ ситуация выглядит более оптимистичной, чистый объем привлечения планируется в размере 169.77 млрд. руб., но на данном рынке оперирует крупный участник – Пенсионный Фонд РФ, который способен абсорбировать, по нашим оценкам, как минимум 90 млрд. руб.

На основе этого можно сделать вывод, что выпуски рублевых облигаций первого эшелона, где активно представлены нерезиденты и крупные российские участники, будут достаточно стабильными в течение следующего года. Отклонения доходности будет происходить в основном под влиянием конъюнктуры внешнего долгового рынка. Такая перспектива не сулит инвесторам доходности от прироста капитала, а только купонный доход. С учетом ставки купона и доходности к погашению по высоконадежным облигациям доход инвестора при пассивном инвестировании в среднем не превысит 7-8% годовых. Активное инвестирова-

ние в случае удачного попадания «в краткосрочные тренды» принесет большую доходность.

Несколько иная ситуация у бумаг второго/третьего эшелона, инвестиции которые несут в себе больше рисков, главным образом риск ликвидности. Основным источником доходности данного типа бумаг являются купонные платежи. Так как основными инвесторами в данные облигации является широкий круг российских банков, то их доходность будет зависеть от стоимости фондирования для этого типа инвесторов. Учитывая то, что такой источник финансирования как депозиты, ставка по которым в среднем находится на уровне 10% годовых, вряд ли может быть использован для получения прибыли от инвестиций в рублевые облигации по причине того, что на рынке не так много бумаг с приемлемым кредитным риском и купоном, существенно превышающим ставку депозитов, инвесторам придется фондироваться посредством межбанковского кредитования и РЕПО. До тех пор пока ставки межбанковского рынка низкие, инвестиции в бумаги второго/третьего эшелона являются очень привлекательными. Но последний квартал 2005 года показал, что под влиянием движения капитала и действий ЦБ РФ ситуация на денежном рынке может заметно ухудшиться и при этом на достаточно длительный период. Когда ставки МБК превышают 6-8% годовых, такой способ фондирования инвестиций в рублевые облигации становится неэффективным. Стоит помнить, что помимо циклических колебаний ликвидности, связанной с потоками трансграничного капитала, существует вероятность ухудшения состояния рублевой ликвидности по причине рисков банковской системы (кризис 2004 года), которая пока достаточно слабая. Главным сдерживающим фактором для роста ставок overnight являются операции РЕПО с ЦБ РФ, у которого банки «первого круга» могут кредитоваться под 6-7% годовых. В такие моменты облигации второго/третьего эшелона, которые и так обладают ограниченной ликвидностью, становятся еще менее ликвидными. Поэтому в кризисных или просто напряженных ситуациях на денежном рынке механизм финансирования позиции в рублевых облигациях посредством операций РЕПО и межбанковского кредитования становится очень рискованным. При этом стоит заметить, что доход от возможного сжатия спреда облигаций второго/третьего эшелона к первому, относительно купонной доходности, невелик.

По нашим оценкам, с учетом более высокого кредитного риска и риска ликвидности данных облигаций, их доход за 2006 год не превысит уровня бумаг первого эшелона.

Низкие ставки на рынке облигаций притягивают к себе все большее количество эмитентов. За последние четыре месяца прошлого года объем размещений был почти равен суммарному объему за весь 2004 год. Такой поток новых выпусков может негативно отразиться на конъюнктуре вторичного рынка облигаций второго/третьего эшелона. Это еще один риск для инвесторов. На наш взгляд, на фоне предполагаемого высокого объема размещений данного типа бумаг в следующем году, на аукционах эмитентами будет предоставляться премия. Это может быть хорошей спекулятивной стратегией для инвесторов.

Облигации второго/третьего эшелона обладают риском падения ликвидности в случае напряженности на денежном рынке и высокого объема их предложения на первичном рынке.

Программа заимствований Минфина и Москвы на 2006 год

Минфин

Общий объем размещения госбумаг – 238.2 млрд. руб.

Размещение ОФЗ – 186 млрд. руб.

Погашение госбумаг – 68.43 млрд. руб.

Чистое привлечение – 169.77 млрд. руб.

Планируется размещение эталонных ОФЗ со сроком обращения 3, 5, 10, 15 и 30 лет.

Правительство Москвы

Общий объем внутренних заимствований – 73.2 млрд. руб.

Облигации города – 57.6 млрд. руб.

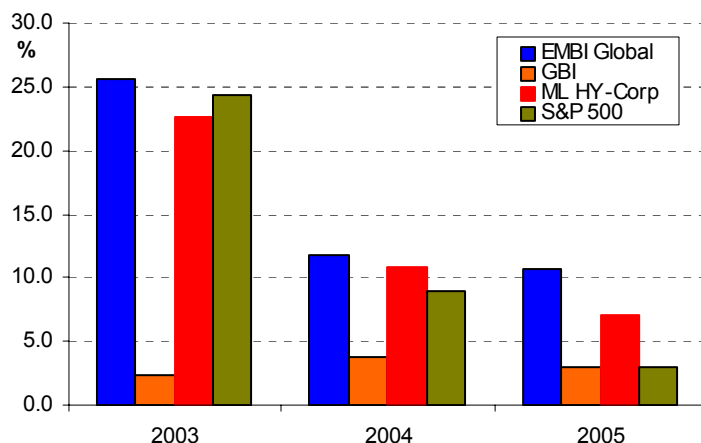
Погашение облигаций города – 16 млрд. руб.

Чистый объем привлечение средств посредством облигаций – 41.6 млрд. руб.

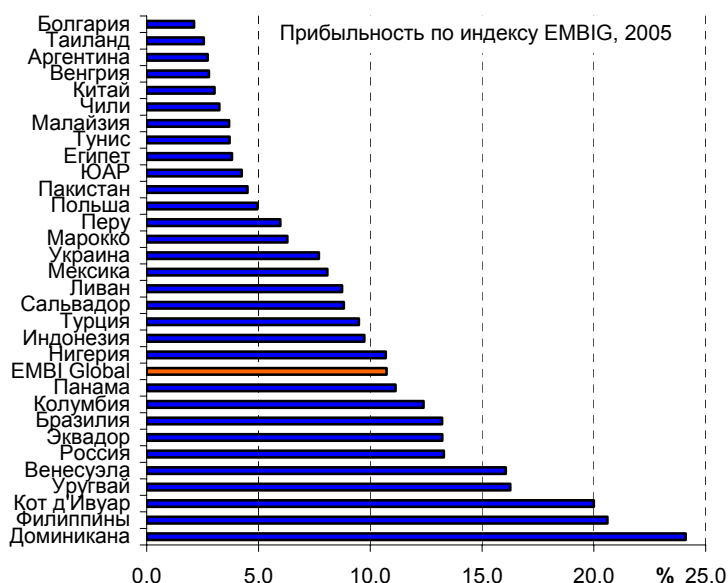
Планируется размещение облигаций со сроком обращения 5, 10 и 15 лет.

Итоги 2005: EM показали самую высокую прибыльность среди долларовых активов

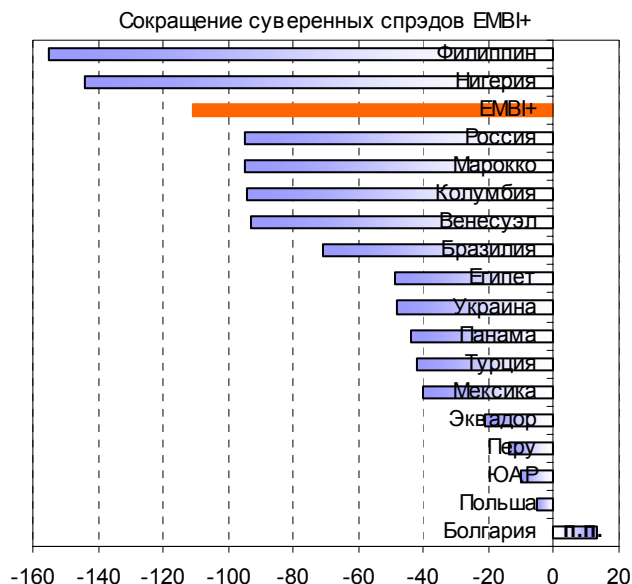
2005 вновь стал годом еврооблигаций развивающихся рынков. Среди всех других сегментов валютных инструментов с фиксированной доходностью они показали самую высокую прибыльность (10.7% по индексу EMBI Global), сократив суверенные спрэды EMBI+ на 111 б.п. до 245 б.п.



Большинство выпусков устанавливали исторические минимумы доходности. Главным фактором роста стал глобальный «спрос на доходность», который стал возможен благодаря сохранению относительно низких процентных ставок по 10Y UST, характеризующих стоимость денег, несмотря на продолжение цикла повышений ставки Fed Funds, и ряду позитивных страновых событий emerging markets. В этих условиях инвесторы продолжили использовать стратегию carry-trade, успешно отработанную в 2004 году, занимая короткие дешевые деньги по низким ставкам и вкладывая их в наиболее доходные инструменты EM. Поэтому, как мы и прогнозировали, наибольшую прибыль (по индексу EMBI Global) принесли инструменты рейтинговой категории «B» (около 13.74%), за которыми следовали бумаги с рейтингом «BB» (12.45%) и кредиты с инвестиционным рейтингом (8.40%). При этом, если исключить Россию, долги инвестиционного класса принесли инвесторам лишь 3.8%.

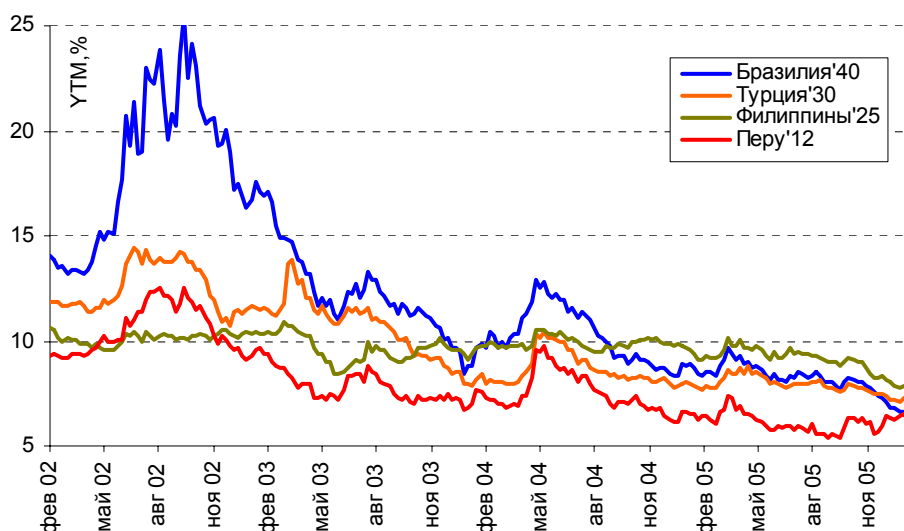


Стратегическое разделение стран EM в зависимости от экспорта нефти упростило анализ суверенных еврооблигаций, однако имело небольшое значение с точки зрения прогноза динамики бумаг, растущих за счет общерыночных факторов.



В начале прошлого года, как и многие международные эксперты, мы занимали осторожную позицию в отношении emerging markets, отдавая предпочтение долгам стран-экспортеров нефти с учетом повышательного прогноза цен на сырьевых рынках. Действительно, спред внешних долгов этой категории стран показал наибольшее сокращение, а индикативные бумаги Венесуэла'27, Россия'30, Эквадор'30 и Мексика'16 принесли инвесторам 21,1%, 14,7%, 14,1% и 7,6% годовых соответственно. Мы не рекомендовали покупку мексиканских бумаг, имеющих ограниченный потенциал, поэтому в среднем инвесторы могли заработать на этой группе бумаг 16,6% годовых, выше среднерыночного значения (10,7%). За исключением «инвестиционной» Мексики'16, показавшей прибыль лишь благодаря высокому купону, и России, которая получила также поддержку за счет повышений рейтингов и досрочным долговым выплатам, высокие результаты «нефтяных» облигаций объясняются ростом стоимости марки Brent с \$40.38 до \$58.7 за баррель и высоким «аппетитом на доходность». Внутренние факторы роста у еврооблигаций Венесуэлы и Эквадора отсутствовали, поскольку позитив от улучшения структуры долга компенсировался усилением политических опасений в этих странах.

Вместе с тем, ожидая рост доходности 10 UST в 2005 году, в нашем предыдущем годовом обзоре мы несправедливо обошли вниманием целый спектр бумаг, включая долги Бразилии, Турции, Филиппин, Индонезии, и Перу, которые также показали исторические максимумы, благодаря улучшению бюджетной ситуации, долгового профиля и ряду повышений рейтингов.



Американский «conundrum» (сохранение низкой доходности 10Y UST на фоне повышения ставки Fed Funds) позволил реализоваться некоторым внутренним сценариям роста. Поэтому в начале лета 2005 года мы частично пересмотрели свою оценку EM, рекомендуя инвесторам покупать еврооблигации Турции в расчете на успешные переговоры о вступлении в ЕС в начале октября, еврооблигации Филиппин – благодаря снижению политической нестабильности и улучшению макроэкономических показателей, бумаги Перу и Индонезии – на фоне улучшения долговых параметров. За год доходность индикативных Филиппин'25, Бразилии'40, Турции'30и Перу'33 сократилась на 200, 148, 65 и 29 б.п., что с учетом купонных выплат соответствовало годовому доходу 29.26%, 17.97%, 14.76% и 11.24% соответственно. В среднем эти бумаги показали доход 18.3% годовых, что выше среднерыночного значения и показателя «нефтяных» облигаций (16.6%).

Сильная повышательная динамика долгов emerging markets в 2005 году прерывалась двумя периодами коррекции – в марте и начале октября. Первая, более глубокая, коррекция была вызвана переоценкой инвесторами прогноза процентных ставок в США, которые после февральской речи Гринспена появились опасения, что в какой-то момент повышение ставки Fed Funds, наконец, будет оказывать непосредственной влияние на динамику доходности UST. Кроме того, причиной коррекции стали низкие уровни доходности emerging debts, установленные в результате посленовогоднего ралли и ряда апгрейдов суверенных рейтингов. В итоге доходность бумаг Бразилии'40, которые считаются benchmark всего сегмента EM, выросла за март на 150 б.п. до 9.75%. Однако в начале апреля многие опасения развеялись – повышение ставки Fed Funds приводило лишь к развороту кривой доходности UST, а длинные бумаги сохраняли свои уровни. Инвесторы, среди которых все более активную роль начинали играть прежде более консервативные частные пенсионные фонды и cross-over инвесторы (торгующие на различных сегментах финансового рынка), стали активно покупать подешевевшие выпуски. По данным Emerging Portfolio Fund Research, только фонды облигаций, инвестирующие в EM, в 2005 году получили чистый приток более \$10 млрд., что 3 раза показателя предыдущего года. Если прибавить участие инвесторов, совершающих свои сделки напрямую друг с другом, можно говорить об огромном росте интереса к этому сегменту. Мы считаем, что в 2006 году темп притока капитала в сегмент значительно не увеличится, поскольку опасения инвесторов в связи с президентскими выборами в Латинской Америке, на которую приходится более 40% в индексах EM, в какой-то момент может снизить аппетит на

Годовой обзор: прогноз и стратегия на 2006 год

риск. Кроме того, суверенные спрэды находятся на достаточно низком уровне после снижения в течение трех лет, поэтому существует риск перехода инвесторов в денежные позиции. Поэтому чистые вложения в фонды, инвестирующие во внешние долги ЕМ, оцениваем в пределах \$8-12 млрд., т.е. в среднем менее \$1 млрд. в месяц.

Улучшение кредитоспособности ЕМ подтверждалось активной политикой досрочного погашения и реструктуризации долгов. Из наиболее важных событий следует отметить реструктуризацию долгов Аргентины на \$100 млрд., частичную предоплату Россией долга Парижскому Клубу на \$15 млрд. с открытыми планами проведения подобных операций в будущем, досрочное погашение Бразилией (\$15.5 млрд.) и Аргентиной (\$9.8 млрд.) долгов МВФ. Тенденция к досрочному погашению и удлинению среднего срока долговых обязательств сохранится и в 2006 году. Помимо долговых операций России, политику по обмену дорогостоящих долгов Brady может продолжить Венесуэла, Бразилия и Польша. Кроме того, Бразилия, Индонезия и Турция планируют значительно удлинить срок внутренних обязательств и сократить долю индексированных облигаций.

Дата	Страна	Операция
Январь 05	Болгария	Выкуп облигаций Brady
Май 05	Доминикана	Реструктуризация глобальных облигаций 2006 и 2013 года на \$1.1 млрд.
Июнь 05	Аргентина	Реструктуризация долгов на \$100 млрд. (осн. сумма и просроч. проценты)
Июль 05	Болгария	Выкуп оставшихся облигаций Brady на \$607.63 млн.
Июль 05	Бразилия	Обмен долгов Brady (C-bond) на \$5.6 млрд. на выпуск 2018 года
Июль 05	Перу	Досрочное погашение части долга Парижскому Клубу на \$1.5 млрд.
Август 05	Россия	Досрочное погашение части долга Парижскому Клубу на \$15 млрд.
Октябрь 05	Доминикана	Реструктуризация долга Парижскому Клубу на \$137 млн.
Январь 06	Аргентина	Досрочное погашение долга МВФ на \$9.8 млрд.
Январь 06	Панама	Обмен глобальных облигаций 2020, 2023 и 2034 годов на 2036 год на \$1.4 млрд.

Улучшение долгового профиля стало одной из причин повышений суверенных рейтингов в 2005 году. Всего тремя ведущими мировыми агентствами (Standard and Poor's, Fitch, Moody's) в прошлом году в сумме было принято 54 решения по повышению суверенных рейтингов на фоне всего 15 понижений.

Рейтинговые решения Moody's, Standard&Poor's и Fitch в 2005 году

Регион	Число повышений	Число понижений
Африка и Средний Восток	9	2
Азия	1	0
Восточная Европа	17	1
Северная Америка	7	3
Азиатско-Тихоокеанский регион	9	2
Южная Америка	11	7
Всего:	54	15

При этом, в инвестиционную категорию (наличие соответствующих рейтингов хотя бы от 2 из 3 агентств) впервые попала Румыния, увеличив долю инвестиционных кредитов с 44% до 46%. На конец 2005 года ни одна из стран не находилась в «дефолтной» категории после успешной реструктуризации долгов Аргентины и Доминиканской Республики в первом полугодии. Мы ожидаем, что в 2006 году отношение повышений рейтингов к количеству понижений сократится до 2.5-3 (с 3.6 в 2005 году), а общее количество рейтинговых решений может снизиться из-за роста политической неопределенности вследствие президентских и парламентских выборов во многих странах ЕМ. Наиболее вероятные

кандидаты на апгрейд в 2006 году – Россия, Бразилия, Филиппины, Индонезия, Венесуэла, полный инвестиционный статус могут получить Болгария и Румыния, которые пока имеют рейтинг «Ba1» от Moody's. В то же время из-за политических опасений и, как следствие, возможного ухудшения макроэкономических параметров в группе риска находятся Эквадор, Перу, Польша и Венгрия.

Прогноз и стратегия в сегменте Emerging Markets на 2006 год

- «Аппетит» инвесторов на риск сохранится;
- Покупать доходные суверенные еврооблигации с рейтингом «ВВ» (кроме Украины), которые сохраняют положительный carry, но защищены от риска «risk-aversion»;
- Держать или продавать европейские кредиты (кроме России) с инвестиционным рейтингом;
- Искать доходность в корпоративных еврооблигациях, особенно российских, бразильских и азиатских заемщиков;
- Покупать внутренние долги Турции, Бразилии и Индонезии на фоне улучшения долгового профиля, укрепления национальных валют и снижения внутренних процентных ставок;
- Сюрпризы 2006 года: Аргентина, Эквадор, Перу и Мексика

Ожидаемое сохранение хорошего кредитного качества большинства emerging markets вместе с благоприятными внешними факторами (средняя цена Brent – \$60, доходность 10Y UST в пределах 4.4-4.7%) будут поддерживать вложения в суверенные еврооблигации. Поэтому мы прогнозируем, что в течение 2006 года спрэд EMBI+ будет колебаться в пределах 200-260 б.п. с возможным движением к нижней границе при признаках остановки повышения ставок в США.

Многие западные аналитики ожидают рост ставки Fed Fund до 5%, а доходности 10Y UST - до 5% и выше. Однако даже этот (маловероятный, на наш взгляд) сценарий не помешает заработать инвесторам во внешние долги EM положительный доход, поскольку наблюдения за ряд лет показывают, что прибыльность от вложения в эти инструменты больше зависит от общего состояния мировой экономики, чем от динамики US Treasuries. Наш прогноз по основным экономикам мира на 2006 год выглядит достаточно оптимистично. По нашим оценкам, рост ВВП США в новом году замедлится, но составит в среднем на 3.5-3.8%, ВВП Японии сохранит темпы роста 2005 года, т.е. 3.0-3.2%, а рост экономики еврозоны впервые за последние годы превысит 2%.

Другим фактором в поддержку внешних долгов EM являются благоприятные технические параметры. Суверенные эмитенты уже провели финансирование своих потребностей в валютных средствах на 2006 год примерно на 40% (из планируемого объема выпуска на сумму около \$50 млрд.). С другой стороны, благодаря высоким ценам на нефть, улучшению платежных балансов и росту резервов, такие развивающиеся эмитенты, как Россия, Венесуэла, Бразилия и Мексика получили возможность досрочно возвращать свои дорогостоящие долги. Кроме того, в целях снижения зависимости от внешних шоков, многие правительства развивающихся стран приняли стратегию на смещение объемов заимствований с внешних рынков на внутренний. Таким образом, риск снижения ликвидности мировой денежной системы вследствие высоких ставок США и повышения ставок ЕЦБ и Банка Японии в 2006 году будет компенсирован снижением темпов роста торгуемых инструментов emerging markets.

Вместе с тем мы адекватно оцениваем политические риски 2006 года emerging markets в связи с выборами в Латинской Америке, которые могут привести к расширению спрэдов, особенно в первом полугодии. Наибольшие опасения инвесторов вызывают президентские выборы в Перу и Мексике (вместе около 20% индексов EMBI+) в апреле и июле соответственно. По последним опросам, в этих странах лидируют кан-

Годовой обзор: прогноз и стратегия на 2006 год

дидаты от левых партий, которые могут преследовать политику резко увеличения социальных затрат, проведения популистских решений, снижения диалога с развитыми странами. В частности, Олланта Умала, кандидат от Перуанской Националистической Партии в случае своего прихода к власти грозился пересмотреть государственные контракты на нефть и газ. В ноябре состоятся президентские выборы в Бразилии. Хотя мы не видим здесь большого риска изменения нынешнего экономического курса, возможно увеличение резкое государственных расходов. В частности, в конце января правительство уже увеличило минимальную заработную плату с 300 до 350 реалов (самое значительное увеличение с момента прихода президента Лулы да Сильва к власти), который используется для расчета пенсий. В то же время, мы не стали бы слишком пессимистично оценивать влияние политических рисков на динамику ЕМ в 2006 году, как минимум по двум причинам. Во-первых, все помнят 2002 год, когда из-за опасений прихода к власти левого кандидата от Рабочей Партии Бразилии, нынешнего президента Бразилии, доходность внешних долгов страны выросла более, чем на 10 п.п. Однако новый президент, напротив, стал принимать очень дружественные рыночные решения, обуздал бесконтрольный рост бюджетных расходов, добился амбициозных целевых показателей по экономике. В результате в 2003 году Бразилия стала самым прибыльным активом ЕМ, доходность ее глобальных облигаций сократилась более, чем на 15 п.п. Поэтому мы не думаем, что в этом году инвесторы будут склонны к значительным продажам перед предстоящими выборами. Во-вторых, из указанных стран наибольшие опасения вызывает только Перу, поэтому даже если рассматривать крайний вариант резкого увеличения перуанских спрэдов, доля этой страны в индексах ЕМ очень мала (меньше 2.5%), чтобы оказать большое влияние на весь сегмент. Более вероятным мы считаем сокращение спрэда EMBI+ Перу до 170-180 б.п. к концу 2006 года (на конец декабря 2005 – 206 б.п.). Рисксовая премия Мексики также продолжит сокращаться, однако, в меньшей степени, чем у более высокодоходных кредитов. Наша цель на конец 2006 года 190-200 б.п. по Мексике.

Выборы в ЕМ в 2006 году

Дата	Страна	Событие
5 февраля	Коста-Рика	Первый тур президентских выборов
1 марта	ЮАР	Выборы местных правительств
26 марта	Украина	Парламентские выборы
9 апреля	Перу	Президентские выборы
28 мая	Колумбия	Первый тур президентских выборов
июнь	Чехия	Всеобщие выборы
2 июля	Мексика	Президентские выборы
ноябрь	Бразилия	Президентские/парламентские выборы
декабрь	Венесуэла	Президентские выборы

Формируя стратегию по внешним долгам ЕМ на 2006 год, мы:

- выделяем долги тех стран, которые, на наш взгляд, недооценены или переоценены относительно своих ближайших «соседей» по рейтингу;
- принимаем во внимание региональные риски и перспективы развития;
- среди стран с умеренными политическими рисками и потенциалом роста отдаем предпочтение экспортерам сырья;

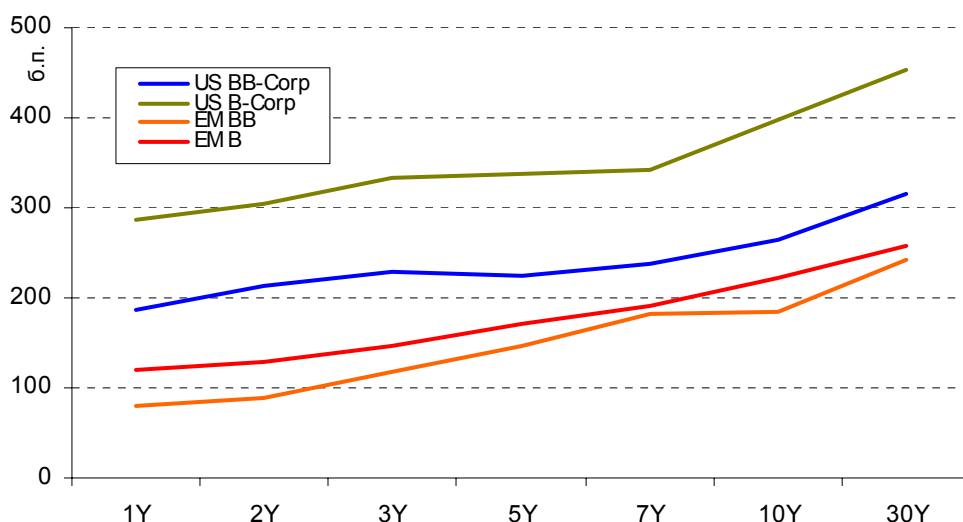
Годовой обзор: прогноз и стратегия на 2006 год

- понимаем, что в условиях вероятного роста ставок в США на 25-50 б.п. возможности дальнейшего сокращения спрэдов кредитов с инвестиционным рейтингом ограничены, поэтому более привлекательными с точки зрения carry-trade будут бумаги «В» и «ВВ»;
- проводим анализ кривых доходности EM для выявления «отстающих» от benchmark выпусков, привлекательных для среднесрочного инвестирования.

В целом мы считаем, что положительный carry в условиях вероятного роста ставок в первом полугодии сохраняют долги с рейтингом «В» и «ВВ» (доходность 7% и более в длинном конце). Именно бумаги стран данной рейтинговой категории в 2006 году покажут наибольшее сокращение спрэдов, главным образом, за счет Бразилии, Филиппин и Венесуэлы. Сужение спрэдов инвестиционных бумаг также продолжится, однако будет отставать от среднерыночных показателей: высокие ставки UST, которые в течение 2006 года, скорее всего, не покажут значительного снижения, и нынешние уровни доходности (ниже 6%) бумаг с рейтингом «ВВВ-» и выше делают их слабо привлекательными для инвесторов. Таким образом, ощущая аппетит инвесторов на риск в начале года, мы рекомендуем выбирать наиболее доходные выпуски с рейтингом «ВВ». Сегодня это долги Венесуэлы, Бразилии, Турции и Филиппин.

Индекс	Рейтинг на к.2005	31.12.05	Прогноз 2006	Изменение
EMBI+		245	195	-50
Аргентина	B3/B-/D	504	450	-54
Болгария	Ba1/BBB/BBB	90	80	-10
Бразилия	B1/BB-/BB-	311	250	-61
Венесуэла	B2/B+/B+	318	270	-48
Египет	Ba1/BB+/BB+	58	60	2
Колумбия	Ba2/BB/BB	238	210	-28
Марокко	Ba1/BB+/-	75	80	5
Мексика	Baa1/BBB/BBB	126	110	-16
Нигерия	n/p	523	470	-53
Панама	Ba1/BB/BB+	246	220	-26
Перу	Ba3/BB/BB	206	180	-26
Польша	A2/BBB+/BBB+	60	50	-10
Россия	Baa2/BBB/BBB	118	90	-28
Турция	Ba3/BB-/BB-	223	200	-23
Украина	B1/BB-/BB-	183	210	27
Филиппины	B1/BB-/BB	302	240	-62
Эквадор	Saa1/CCC+/B-	669	630	-39
ЮАР	Baa1/BBB+/BBB+	85	70	-15

В инвестиционном классе можно выделить российские еврооблигации, которые, на наш взгляд, имеют потенциал дальнейшего сокращения спрэдов благодаря очень позитивной кредитной истории. Мы ожидаем, что на фоне сильных макроэкономических параметров и новых операций по досрочному погашению долгов в течение года все три рейтинговых агентства повысят оценку России на одну ступень, что поставит ее на один уровень с ЮАР, и Мексикой (и Венгрией в случае понижения ее рейтинга).



Вместе с тем, мы отмечаем, что сегодня суверенные еврооблигации EM торгуются на одном уровне с высокодоходными американскими корпоративными облигациями, поэтому такой прибыли, как в 2002-2005 годах они, скорее всего не покажут. По большинству кредитов прибыльность от вложений окажется одноразрядной, лишь некоторые бумаги могут показать двузначный результат. Поэтому мы отдаем предпочтение корпоративным еврооблигациям EM и внутренним рынкам некоторых стран. В частности, перспективы сокращения высоких процентных ставок в Бразилии (17.25%) и Турции (около 14%) одновременно с укреплением национальных валют делают облигации в реалах и лирах более привлекательными по сравнению с долларовыми активами. В региональном разрезе мы выделяем Развивающуюся Азию, Развивающуюся Европу и Африку и Латинскую Америку.

Развивающаяся Азия

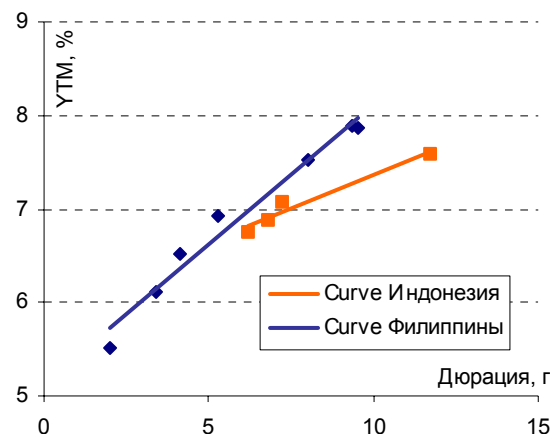
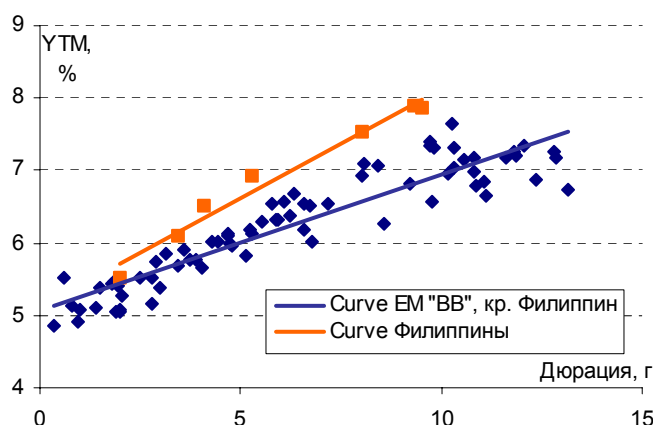
Основные торговые рекомендации:

- покупать длинные долларские еврооблигации Филиппин;
- искать доходность в корпоративных еврооблигациях региона;
- держать валютные облигации Индонезии.

В азиатском регионе, который, по нашим оценкам, покажет самый высокий экономический рост среди других EM (около 6-7%), наиболее привлекательными представляются долги Филиппин. Помимо того, что это одни из самых ликвидных инструментов в регионе, а, значит, будут пользоваться неудовлетворенным спросом крупных азиатских инвесторов на высокодоходные активы, Филиппины (B1/BB-/BB) торгуются дороже своих ближайших соседей по рейтингу. В частности спрэд долгов Филиппин к сопоставимым по дюрации бумагам Украины (B1/BB-/BB-), Бразилии (B1/BB-/BB-), Индонезии (B2/B+/BB-) и Уругвая (B3/B/V+) в среднем составляет 30-35 б.п. Вместе с тем, мы ожидаем, что ведущие рейтинговые агентства вернут прежние оценки страны после снижения рейтингов в прошлом году на фоне усиления политической нестабильности и ухудшения бюджетных показателей. Несмотря на то, что экономическая активность в стране будет сдерживаться высокими процентными ставками (ставка ЦБ Филиппин около 7.5%), мы ожидаем, что бюджетная ситуация продолжит улучшаться (вопреки опасениям, в 2005 году размер бюджетного дефицита оказался меньше целевых 3.4%). В первую очередь это будет достигнуто благодаря ожидаемому в феврале повышению ставки НДС с 10% до 12%. Позитивная тенденция уже

Годовой обзор: прогноз и стратегия на 2006 год

началась во второй половине прошлого года. По последним данным, размер бюджетного дефицита Филиппин в 2005 году сократился на 22% до 146 млрд. песо, хотя ожидали 160 млрд. песо. Таким образом, мы ожидаем, что спрэды по внешним долгам Филиппин сократятся в 2006 году с 302 до 240 б.п. Хотя индикативные бумаги Филиппины'25 с ноября 2005 опережали остальную часть кривой, длинный конец остается достаточно дешевым, а наклон кривой самым крутым среди долгов всех стран с рейтингом «BB». Поэтому рекомендуем покупать длинные еврооблигации 2019, 2024 и 2025 годов.



На втором месте в Азии можно назвать долги Индонезии. Хотя индикативные бумаги Индонезия'15 имеют схожую доходность с сопоставимыми Филиппины'13, их рейтинг на ступень ниже, поэтому можно говорить, что они торгуются дороже к филиппинской кривой. Инвесторы активно покупали внешние долги Индонезии в 2005 году благодаря операциям по рефинансированию внутреннего долга, что в прошлые годы уже приводило к повышению рейтинга. Однако, на наш взгляд, возможный апгрейд уже учтен в ценах, поэтому активного роста внешних бумаг страны не ожидаем. Более интересными для инвесторов представляются корпоративные еврооблигации региона.

Развивающаяся Европа и Африка

Основные торговые рекомендации:

- продавать долларовые еврооблигации Украины;
- продавать долларовые еврооблигации Марокко и Египта;
- держать валютные облигации Болгарии;
- покупать длинные еврооблигации Турции в долларах и евро;
- покупать внутренние турецкие долги.

За исключением России и Турции, данный регион считаем самым депрессивным как с точки зрения экономического роста, так и развития политической ситуации. Кроме того, большинство стран данного региона является не производителем энергоресурсов, а скорее, его их потребителем (Украина, Восточная Европа), что может ухудшить их бюджетные показатели. Они и без того выглядят достаточно неблагоприятно. Страны «второй волны» присоединения к ЕС, среди которых и Венгрия, испытывают проблемы с сдерживанием бюджетного дефицита и инфляции. Так Венгрия может стать первой страной, рейтинг которой будет понижен после вступления в ЕС. Нестабильная политическая обстановка в Польше компенсируется активными операциями по улучшению долгового профиля.

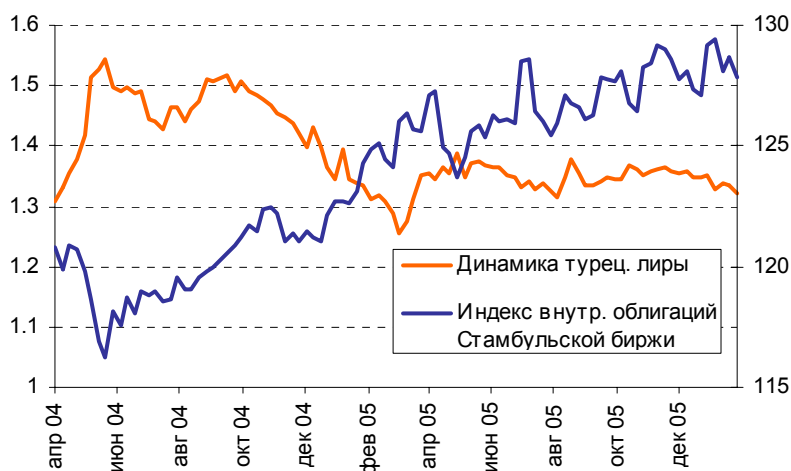
Политическая неопределенность на Украине, возможная слабость в связи с удорожанием газа заставляет постепенно выходить из ее еврооблигаций даже стратегических инвесторов. Бюджет Украины на 2006 году был сформирован исходя из цен на газ в среднем \$50 за 100 куб. м., ухудшение бюджетной ситуации неминуемо. Поэтому тот позитив, который был отыгран после приватизации Криворожстали (когда привлеченные \$4.5 млрд. исключили необходимость новых займов на внешнем рынке), вероятно, теперь будет разворачиваться в обратную сторону. Кроме того, в Украине сохраняется политическая неопределенность, которая вряд ли будет побеждена даже после мартовских выборов. Поэтому мы считаем, что долги страны будут торговаться хуже рынка, ожидаем расширение спрэдов на 20-25 б.п. с 183 б.п. в конце 2005 года и рекомендуем тактические продажи этих бумаг в 3-5-месячном горизонте.

Также ожидаем расширение спрэдов африканских кредитов, еврооблигаций Египта (Ba1/BB+/BB+) и Марокко (Ba1/BB+/-), которые (58 б.п. и 75 б.п. соответственно) в начале года находились на недопустимо низком уровне по сравнению с ближайшими соседями по рейтингу. Справедливый уровень спрэдов этих государств мы оцениваем для Египта на уровне 80-90 б.п. и Марокко – 100-110 б.п.

Выше других в регионе оцениваем долги России (им посвящен отдельный раздел, поэтому здесь они рассматриваться не будут), Турции и Болгарии. В 2005 году балканская страна проводила операции по досрочному погашению дорогостоящих долгов Brady более, чем на \$600 млн., получив повышение рейтингов S&P и Fitch. Теперь от полного инвестиционного статуса ее отделяет лишь рейтинг Moody's. Мы ожидаем, что в 2006 году это агентство также оценит успехи Болгарии по улучшению долгового профиля, и мы увидим сокращение спрэдов с 90 б.п. в конце 2005 года до 75-80 б.п. по итогам нынешнего года. Однако мы не рекомендуем покупки индикативных Болгарии'15, поскольку эти бумаги с доходностью 4.9% предлагают минимальный саггу, и существует риск их снижения при возможном росте доходности UST в первом полугодии.

Наибольшую доходность в регионе по состоянию на конец января предлагают турецкие еврооблигации (более 7% в длинном конце). За 2005 год они сократили свой спрэд EMBI+ на 42 б.п. до 223 б.п., а доходность индикативных бумаг 2030 года сократилась на 70 б.п. до 7.13% на конец 2005 года. Главным фактором роста здесь стало благоприятное развитие ситуации вокруг вступления в ЕС (Турция косвенно следует европейским принципам), успешное прохождение 3-летней кредитной программы МВФ и повышение рейтинга Moody's. В стране сохраняются риски рефинансирования большого объема краткосрочного внутреннего долга и увеличения дефицита по текущему счету на фоне высоких цен на нефть. В последние месяцы к ним добавилась неопределенность в связи с птичьим гриппом, которая может негативно отразиться на ближайшем туристическом сезоне, а значит – на бюджете. Однако мы считаем, что частично это будет компенсировано за счет больших планов по приватизации государственных предприятий. И хотя мы не ожидаем снижения дефицита текущего счета Турции в 2006 году, его рост станет более контролируемым, активное сотрудничество с международными организациями позволит сдержать распространение вируса. Кроме того, конъюнктура внешних рынков пока позволяет занимать по низким ставкам, поэтому мы ожидаем, что в текущем году спрэды турецких долгов могут сократиться на 20-30 б.п. до 200 б.п. На рынке это не выразится в шокирующем ралли, как это было в 2004-2005 годах, однако считаем, что спрос по-прежнему будет сосредоточен в длинном конце, который предлагает высокий купон и доходность выше 7%. Также интересными могут стать выпуски Турции, деноминированные в евро, на фоне ожи-

даемого роста курса единой валюты. Однако, как мы отмечали выше, более высокую прибыльность в 2005 году принесут операции на внутреннем долговом рынке Турции. В прошлом году доходность внутренних индикативных инструментов сократилась почти в 2 раза с 26% до 12%, однако она остается высокой даже по сравнению с доходностью внутренних бумаг других EM. И на фоне ожидаемого сокращения турецких процентных ставок на 200-300 б.п. в 2006 году, мы увидим новые минимумы по бумагам, деноминированным в лирах. С учетом сохраняющегося укрепления турецкой лиры это может принести прибыль двухзначную прибыль в валюте.



Латинская Америка

Основные торговые рекомендации:

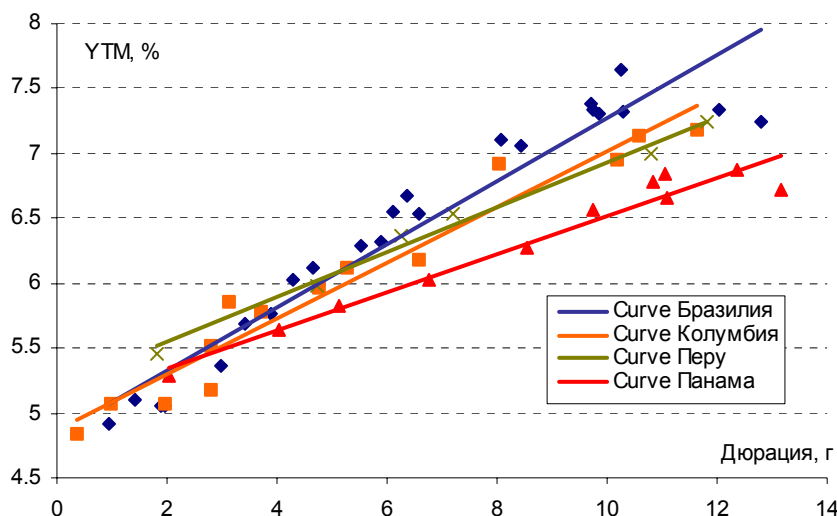
- покупать длинные еврооблигации Бразилии;
- покупать внутренние обязательства Бразилии 2007-2008 годов;
- в случае позитивного исхода президентских выборов в Перу в апреле покупать короткие и средние еврооблигации;
- покупать еврооблигации Венесуэла'18 при росте цен на нефть;
- покупать еврооблигации Эквадора при росте цен на нефть и получении кредитов;
- искать доходность в корпоративных еврооблигациях Мексики.

Карта внешних долгов региона выглядит неоднородной из-за большого количества стран, которые имеют рейтинги от «ССС» до «А» и находятся в различных бюджетных и политических положениях. В целях анализа мы исходим из двух предпосылок:

1. Большинство стран являются экспортерами товаров, на которые сегодня большой спрос предъявляют американские и азиатские потребители. Следовательно, торговые балансы (и другие макроэкономические показатели) EM государств региона продолжают улучшаться.
2. Политические риски, связанные с президентскими и парламентскими выборами в Латинской Америке, незначительны. Даже

при приходе «нежелательных» кандидатов к власти, радикальных антирыночных решений мы не ожидаем.

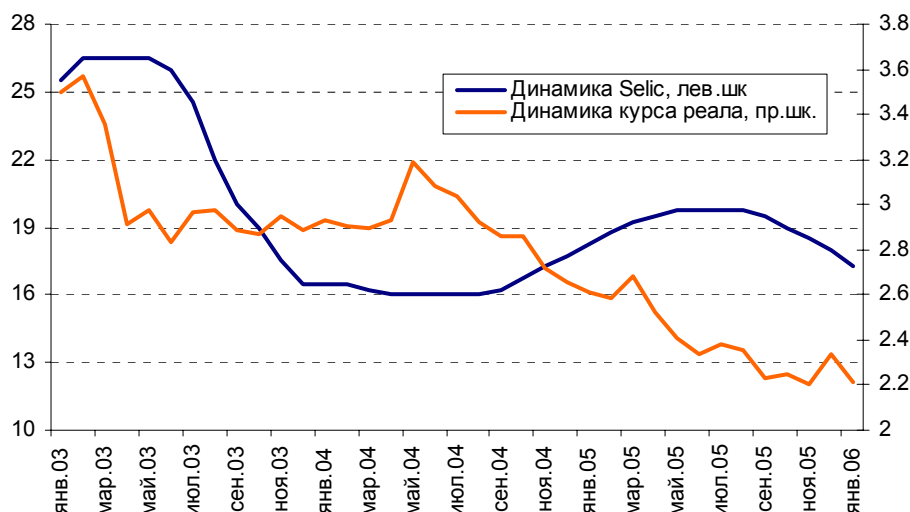
Наша общая стратегия на ЕМ в 2006 году, связанная с выбором наиболее доходных кредитов с рейтингом «ВВ», применима и в Латинской Америке. Сегодня в эту группу входят Бразилия (В1/ВВ-/ВВ-), Колумбия (Ва2/ВВ/ВВ), Панама (Ва1/ВВ/ВВ+) и Перу (Ва3/ВВ/ВВ). При этом наибольшую доходность в длинном секторе (более 6 лет) предлагают бразильские еврооблигации, а наименьшую – долги Панамы, которые, на наш взгляд, несколько переоценены. Бразильская кривая имеет наиболее крутой наклон в регионе (и второй после Филиппин среди бумаг в категории «ВВ»). Поэтому мы рекомендуем покупать длинные бразильские еврооблигации, которые выглядят недооцененными.



Помимо указанных технических преимуществ, внешние долги Бразилии имеют очень сильную фундаментальную поддержку. Во-первых, инфляция в стране находится на умеренном уровне после серии повышений ставки Selic в 2004 и первой половине 2005 года, в результате которого она достигла 19.5%. Во-вторых, мы прогнозируем, что даже при начавшемся смягчении денежной политики укрепление национальной валюты, реала, продолжится. В-третьих, в течение последних двух лет Бразилия активно проводила операции по улучшению долгового профиля. Это касается выкупа долгов Brady (в частности индикативных C-bond в августе 2005 года), досрочной расплаты с МВФ и Парижским клубом в конце 2005 года и сокращению объема привязанных к доллару внутренних обязательств вплоть до полного их изъятия в конце января 2006 года. Мы ожидаем, что на фоне дальнейшего улучшения макроэкономических показателей все три агентства присвоят Бразилии более высокий рейтинг. По нашим оценкам, это приведет к сокращению спреда EMBI+ на 60-70 б.п. до 240-350 б.п. с 311 б.п. в конце 2005 года. Риск роста процентных ставок в мире мы считаем незначительным для Бразилии в 2006 году, поскольку внешние долги страны предлагают неплохой саппу, а возможный рост ставок в США не продлится более полугода. Политические риски Бразилии, на наш взгляд, также носят умеренный характер. Инвесторов устраивает администрация президент Лулы, и, несмотря на снижение его популярности, сегодня нет каких-либо значительных других сил, которые могли бы одержать победу на президентских выборах в ноябре. Более тяжелая борьба предстоит за парламентские кресла, где снижение числа сторонников президента может усложнить принятие экономических реформ, однако в рамках 6-месячного горизонта не несет никаких рисков для еврооблигаций. Воз-

Годовой обзор: прогноз и стратегия на 2006 год

можный рост бюджетных расходов будет не настолько велик, чтобы стать угрозой для платежеспособности Бразилии. Однако мы подчеркиваем, что результативность внутреннего рынка облигаций в новом году может быть выше. Мы ожидаем, что ЦБ Бразилии понизит ставку Selic в сумме на 300-350 б.п., что на фоне укрепления реала позволит заработать доход выше 20% годовых в валюте. Мы рекомендуем сосредоточиться в бумагах 2007-2008 года, которые при инверсии кривой предлагают доходность выше 15% годовых в местной валюте.



Среди других латиноамериканских бумаг с рейтингом «BB» привлекательную доходность предлагают также еврооблигации Перу, особенно после увеличения спрэдов на 40-50 б.п. в декабре из-за опасений прихода к власти кандидата левой Партии страны. По данным последнего опроса, опубликованного 15 января, левый кандидат Олланта Умала сохраняет лидерство перед президентскими выборами 9 апреля. Фундаментальные показатели страны выглядят устойчиво, однако Умала уже пообещал, что в случае своего прихода к власти, он готов пересмотреть государственные контракты по нефти и газу. Во второй половине января мы наблюдали небольшое восстановление Перу, поскольку инвесторы стали понимать, что опросы могут сильно отличаться от реальных выборов, а действительная экономическая политика Умалы (в случае его избрания) в итоге может постепенно найти понимание на Wall Street (как это было в случае бразильского президента Лулы). Тем не менее, высокая степень неопределенности сохраняется. Поэтому Перу мы назвали одним из сюрпризов 2006 года, поскольку либо мы увидим значительное сокращение спрэдов в результате прихода рыночного кандидата Флореса, либо ухудшение политической ситуации в связи с проведением радикальных решений Умалы. До проведения президентских выборов мы занимаем выжидательную, а до конца года – осторожно оптимистическую позицию и ожидаем, что спрэды EMBI+ Перу могут сократиться до 180 б.п. с 206 в конце 2005 года. В случае позитивного исхода выборов рекомендуем вложения в бумаги короткой и средней дюрации, поскольку сегодня кривая доходности Перу имеет самую пологую форму среди всех кредитов с рейтингом «BB», а на участке дюрации до 6 лет – самую высокую доходность среди бумаг данной категории в регионе.

В отличие от других регионов, в Латинской Америке нам представляются интересными также некоторые кредиты с рейтингом «B». Хотя они подвержены риску резкого сокращения аппетита инвесторов на риск (которое, на наш взгляд, может быть вызвано продолжительным снижением мировых фондовых рынков), прогноз высоких цен на нефть будет

оказывать поддержку еврооблигациям Венесуэлы и Эквадора. Длинный конец венесуэльской кривой торгуется на уровне бумаг с рейтингом «ВВ-», который, вероятно, будет присвоен в течение 2006 года, благодаря успешным операциям по рефинансированию долга и укреплению макроэкономических показателей. Внутренний политический риск невысок – мы не ожидаем каких-либо волнений до проведения президентских выборов в декабре. А внешний политический риск, связанный с ухудшением отношений с США, вероятно, останется в рамках чисто словесного противостояния. Статистика последних месяцев показывает, что еврооблигации Венесуэлы торгуются лучше рынка, когда цена нефти марки Brent выше \$60 за баррель. Новый виток роста цен на нефть (например, из-за решения Ирана сократить поставки «черного золота» в Европу) будет поддерживать динамику долгов страны. Здесь наиболее интересен выпуск 2018 года, имеющий высокий купон 13.625% и торгующийся со спрэдом 45 б.п. к суверенной кривой Венесуэлы. В среднем за год ожидаем сокращение спреда EMBI+ Венесуэлы с 318 до 270 б.п.

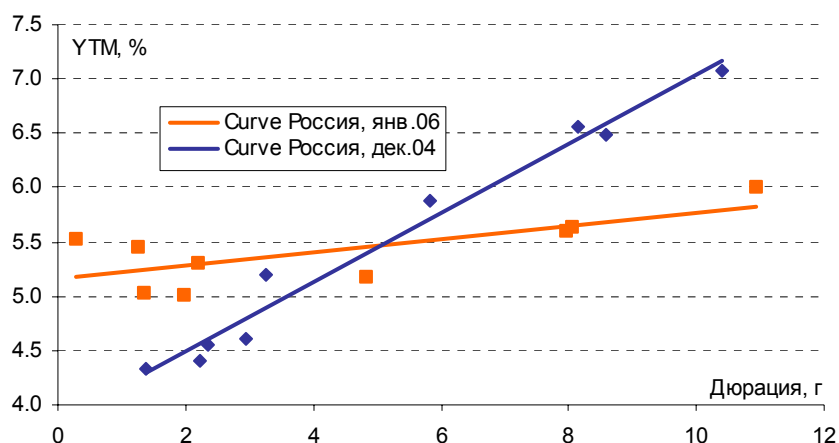
Бумаги Эквадора мы также назвали сюрпризом года, правда, скорее, в негативном смысле. Тяжелые переговоры с международными организациями по поводу кредитов могут привести к бюджетному разрыву в течение года. Только по еврооблигациям Эквадору предстоит выплатить в 2006 году \$448 млн., притом, что валютные резервы составляют около \$1 млрд. В настоящее время правительство страны пытается заручиться поддержкой Латиноамериканского Резервного Фонда на \$400 млн., а также кредитами Всемирного Банка и Банка Межамериканского Развития. Если Эквадор действительно сможет обеспечить свои потребности в финансировании, то при росте цен на нефть, мы можем увидеть сокращение спреда. На наш взгляд, вероятность дефолта невысока (Эквадор в крайнем случае может надеяться на помощь Венесуэлы) но считаем, что положение будет тяжелым, поэтому, несмотря на доходность выше 10% по длинным бумагам, ожидаем сокращение спреда всего на 30-40 б.п.

Слабым местом в регионе мы считаем еврооблигации Мексики. Помимо того, что внешние долги страны имеют низкую доходность и сильно зависят от динамики UST, рост политических рисков перед президентскими выборами в июле также может привести к увеличению спреда в первом полугодии. По последним опросам, в списках лидирует представитель левой Партии Демократической Революции Лопес Обрадор. Хотя последний опрос сократил отставание его соперника Кальдерона из Партии Национального Действия всего до 6 пунктов, неопределенность сохраняется. Мы не ожидаем, что в 2006 году одно из рейтинговых агентств улучшит свою оценку Мексики, хотя при сохранении позитивных общерыночных настроений допускаем незначительное сокращение спреда по итогам года. Сегодняшние уровни доходности и отсутствие позитивных перспектив делают мексиканские суверенные еврооблигации неинтересными для покупки. Лучше будут выглядеть более доходные корпоративные и квазисуверенные бумаги. В частности бумаги нефтяной группы Pemex (BBB/Vaa1/BBB-) с погашением в 2027 году предлагают доходность около 8%.

Еврооблигации российских заемщиков

- Условия для дальнейшего сокращения российских спрэдов сохраняются;
- Стоимость займа на внешнем рынке без рейтинга и листинга снизилась до 9.0-9.5%;
- Корпорации сохраняют высокие объемы заимствований на внешних рынках;
- Потенциал снижения доходности в «инвестиционных» бумагах ограничен, за исключением Газпрома'20 и выпусков Промстройбанка;
- В металлургическом секторе наиболее привлекательны Евразхолдинг'15;
- Участвовать в новых размещениях CLN с доходностью от 9.5%

Валютные облигации российских эмитентов показали еще один год высокой доходности (13.3% по индексу EMBI Global, выше среднерыночного значения EM – 10.7%). При этом наши основные опасения (рост доходности UST, новая секьюритизация российских долгов иностранными кредиторами, снижение «аппетита» инвесторов после получения полного инвестиционного статуса) не оправдались, а позитивные тенденции оказались более значимыми и продолжительными. Как мы и ожидали, корпоративные еврооблигации принесли инвесторам более высокий доход (в среднем 9.3%), однако отставание суверенных бумаг было незначительным (8.53%), благодаря драматическому сокращению спрэдов в длинном конце кривой. Позитивные настроения в государственном секторе еврооблигаций поддерживались благоприятной внешней конъюнктурой (относительно низкие процентные ставки в США, резкий рост цены марки Urals до \$60 в конце года при ожидаемой средней цене \$40). Кроме того, технические параметры суверенного долга также выглядели очень привлекательно (купонные выплаты и погашения составили более \$6 млрд. при отсутствии новых размещений).



Однако главными факторами в сокращении суверенного спрэда в 2005 году (с 213 до 118 б.п. по индексу EMBI+), на наш взгляд, стали операции по досрочному погашению долгов Парижскому Клубу на \$15 млрд., стремительный рост макроэкономических показателей, которые привели не только к получению полного инвестиционного статуса, но и повышению рейтинга каждым из агентств еще на одну ступень. С точки зрения инвесторов, вложения в российские активы были привлекательны, поскольку продолжительное время они (особенно еврооблигации Рос-

Годовой обзор: прогноз и стратегия на 2006 год

сия'28) предлагали самую высокую доходность среди инструментов с инвестиционным рейтингом.

На наш взгляд, позитивные тенденции, сопутствующие дальнейшему сжатию суверенных спрэдов продолжатся в 2006 году, главными из которых остается быстрый рост резервов и желание досрочно погашать долги. На этом фоне мы ожидаем, что каждое из трех рейтинговых агентств в новом году повысит кредитный рейтинг РФ еще на одну ступень до «BBB+/Baa1/BBB+», несмотря на то, что 27 января S&P заявило о том, что не рассматривает изменение рейтингов РФ в 12-месячной перспективе. Спрэд России'30 к 10Y UST по состоянию на 27 января составлял 108 б.п., что выше, чем у бумаг с рейтингом «BBB+/Baa1/BBB+». Учитывая, что мы ожидаем новый апгрейд (по своим долговым параметрам РФ вполне заслуживает категорию «А»), мы ожидаем, что на конец 2006 года спрэд России'30 может сократиться до 70-80 б.п. (среднее значение между ожидаемыми спредами сопоставимых по дюрации еврооблигаций ЮАР и Мексики).

Бумага	Дюрация, лет	Спрэд к 10Y UST	Прогноз на дек.06
Россия'30 (Baa2/BBB/BBB)	7.971	108	75
Мексика'16 (Baa1/BBB/BBB)	7	91	75
ЮАР'14 (Baa1/BBB+/BBB+)	6.584	77	62
Польша'17 (A2/BBB+/BBB+)	8.113	69.5	60

При ожидаемом сохранении или снижении доходности 10Y UST это будет означать рост котировок России'30 как минимум на 3-4 фигуры. Мы по-прежнему считаем, что еврооблигации 2028 года будут пользоваться хорошим спросом, поскольку единственные из российских суверенных активов предлагают доходность около 6%, однако сомневаемся, что они смогут показать такую же высокую прибыльность, как в 2005 году (около 20%). Помимо того, что привлекательность спрэдов сократилась, Россия'28 перестали быть самыми доходными бумагами в инвестиционном классе.

В корпоративном секторе картина лидеров по отраслям сменилась по сравнению с 2004 годом. Наибольшую прибыльность (рост курсовой стоимости с учетом купонных выплат) в прошлом году показали бумаги телекоммуникационных компаний (в среднем около 11.82%), за которыми с небольшим отставанием следовал металлургический сектор (11.32%), а третье и четвертое места разделили нефтегазовые и банковские выпуски (8.83% и 7.48% соответственно). Несмотря на то, что мы прогнозировали более впечатлительные результаты нефтегазовой отрасли, в целом уровень дохода по российским корпоративным еврооблигациям совпал с нашими ожиданиями.

Прибыльность российских корпоративных еврооблигаций, %			
	2004	2005	
Телекоммуникации	7.48	11.82	
Металлургия	13.02	11.32	
Нефть и газ	11.29	8.83	
Банковский сектор	9.27	7.48	

Сокращение доходности по корпоративным еврооблигациям (на 70 б.п. по индикативным Газпрому'13 до 6%) привело на рынок новых эмитентов, вопреки нашим опасениям сокращения объемов выпуска из-за возможного ухудшения конъюнктуры процентных ставок США. При этом старые эмитенты, имевшие по 1-2 выпуска, значительно увеличили и удлиннили свои программы заимствований. Всего российские корпора-

ции привлекли на зарубежных рынках в 2006 году более \$17 млрд., при этом наибольший объем выпуска пришелся на банковские выпуски (47%) и Газпром (24%). Новой тенденцией на рынке российских еврооблигаций стал активный выход заемщиков с относительно низким кредитным качеством. Показательным примером является стратегия Промсвязьбанка (В/Ва3/В) и Сибкадембанка (В1/В-), которые в первой половине года разместили короткие дорогие выпуски, чтобы затем провести вторые займы на более длинный срок по низким ставкам. Так, если купон по Промсвязьбанку'06 составил 10.25%, то ставка по Промсвязьбанку'08 – уже 8.5%.



Другой активный сегмент высокодоходных бумаг – выпуски Credit Linked Notes (CLN), которые позволяют экономить на рейтинге и листинге, но, как правило, заставляют эмитентов предлагать инвесторам более высокую доходность. Если в начале 2005 года эмитент без рейтинга с выпуском на \$100 млн. на два года не мог рассчитывать на ставки ниже 10.5-11.0%, то в конце года 2-х летние дебютные выпуски CLN можно было разместить под 9-9.5%. CLN привлекательны для инвесторов, привыкших «сидеть» на высоком купоне, а для эмитентов, благодаря упрощенной схеме выхода на внешние рынки. Поэтому мы ожидаем, что сегмент CLN продолжит активно развиваться в 2006 году (уже в начале года о своих планах заявили Mirax Group, Ritzio и НИДАН), равно как и пока новые для российского рынка инструменты – секьюритизированные бонды.

В качестве размещений года, помимо дебютной для России классической секьюритизации автокредитов Банка СОЮЗ в июле 2005 года, мы называем выпуск Евразхолдинга с погашением в 2015 году и выпуск ВТБ с погашением в 2035 году. Помимо того, что оба эмитента удлиннили отраслевые кривые доходности, Евразхолдинг первый из негосударственных компаний привлек длинные деньги на рекордный объем \$750 млн.

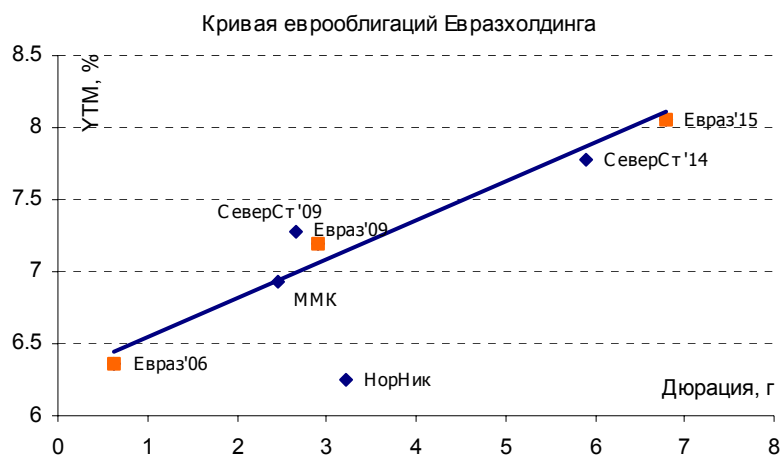
Мы ожидаем, в новом году российские корпорации займут \$15-20 млрд., учитывая увеличение программы выпуска долговых бумаг Газпрома с \$5 до \$15 млрд., рост планов заимствований банков с государственным участием и объем погашения, который по корпоративным бумагам составит около \$2 млрд. Активный выпуск валютных облигаций представителями нефтегазовой отрасли, по нашим оценкам, увеличит их долю в общей структуре российских корпоративных еврооблигаций с текущих 36% до 40-45%.

Наша стратегия управления портфелем корпоративных российских еврооблигаций не отличается от общего подхода к анализу emerging debt в 2006 году. Мы считаем, что потенциал сокращения спрэдов корпора-

тивных еврооблигаций с инвестиционным рейтингом (за исключением выпусков Промстройбанка) ограничен. В частности, кривая доходности Газпрома (BB+/Baa2/BB+) уже лежит ниже кривой мексиканской нефтегазовой компании Ретех, имеющей более высокий кредитный рейтинг (BBB/Baa1). Поэтому мы не рекомендуем инвесторам наращивать долю еврооблигаций российской газовой монополии, за исключением выпуска 2020 года. Доходность выпуска Газпрома с погашением в 2020 году, обеспеченного поставками газа, лежит на 60-70 б.п. выше кривой эмитента. Поэтому мы ожидаем, что выпуск 2020 года больше всего выиграет в случае повышения рейтинга Газпрома агентствами S&P и Fitch до инвестиционного уровня. Долги телекоммуникационной отрасли, на наш взгляд, предлагают неплохую доходность – более 7% по длинным выпускам. Однако мы не ждем здесь активных покупок в краткосрочной перспективе: рынок должен стабилизироваться после сильного роста в 2005 году, а инвесторы ждут определенности процентных ставок.

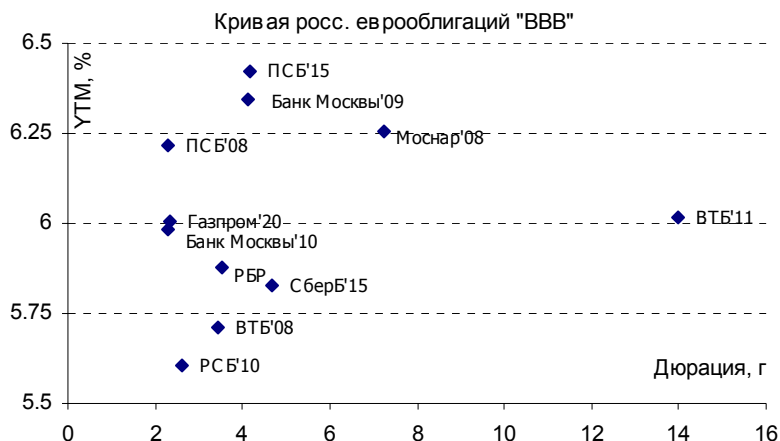
В условиях неопределенности и бокового движения рынка, мы рекомендуем инвесторам обратить «покупку» некоторых привлекательных спрэдов (либо путем заключения специального контракта, либо путем одновременной покупки и продажи бумаг). Начиная с апреля, мы рекомендовали нашим клиентам стратегию на покупку спрэда между еврооблигациями МТС'12 и Вымпелкомом'11, особенно после того, как рейтинговые агентства после двух повышений поставили оценку Вымпелкома на ступень выше уровня МТС. Эта стратегия принесла хорошую прибыль, спрэд сократился с более, чем 60 б.п. до почти 10 б.п. Однако теперь «спрэдовые игры» в секторе отыграны. Аналогично эта стратегия потеряла свою эффективность в конце 2005 года в нефтегазовом секторе, после того, как спрэд между Сибнефтью и Газпромом сократился практически до нуля.

Покупка спрэдов, на наш взгляд, остается интересной в металлургическом и банковском секторах. Бумаги Евразхолдинга'15 предлагают самую высокую доходность в секторе (более 8%). Однако доходность схожего по рейтингу и лишь немного меньше по дюрации выпуска Северстали'14 на 20-30 б.п. ниже. Мы ожидаем сближение по длинным металлургическим бумагам.



Среди банковских еврооблигаций крайне привлекательными представляются валютные бумаги Промстройбанком. После подтверждения покупки Промстройбанка банком в конце декабря ВТБ, петербургский банк был удостоен рейтингами инвестиционного уровня от агентств Moody's («Baa1») и Fitch («BBB-»). Таким образом, еврооблигации Промстройбанка с погашением в 2008 и 2010 годах на сегодняшний день предлагают самую высокую доходность (6.11% и 6.30% годовых к погашению).

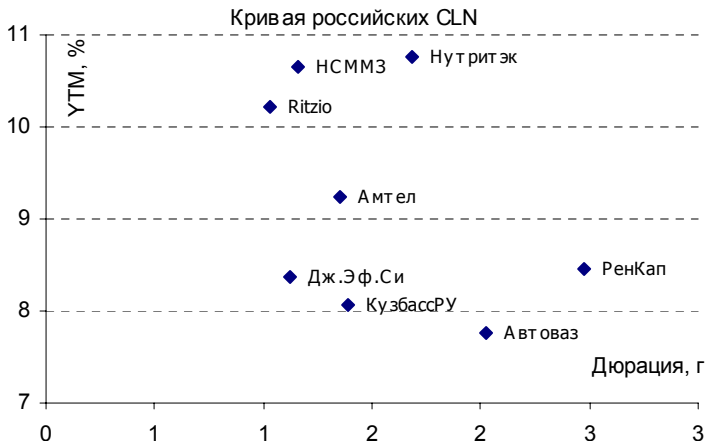
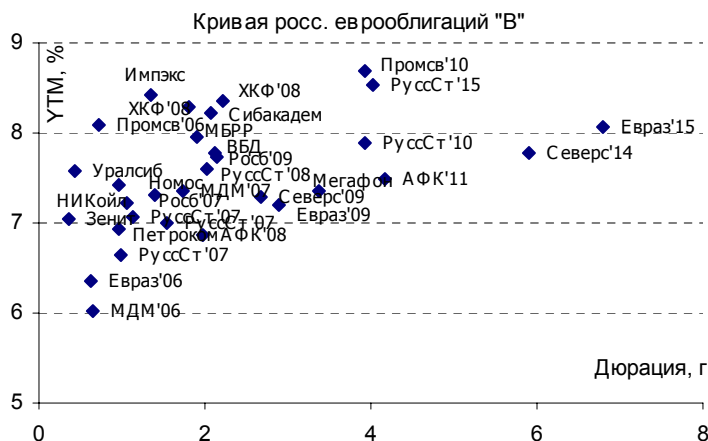
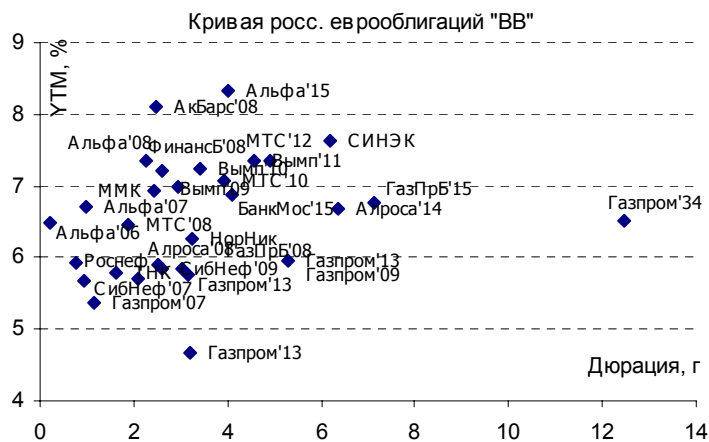
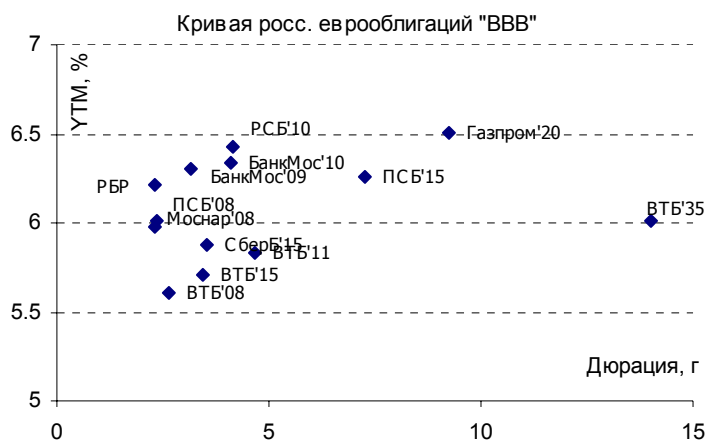
по состоянию на 27 января соответственно) среди российских еврооблигаций с инвестиционным рейтингом. Если рассматривать потенциал сокращения доходности, то, сравнивая с кривой ВТБ, спрэд составляет более 50 б.п. и мы ожидаем, что он будет сокращаться.



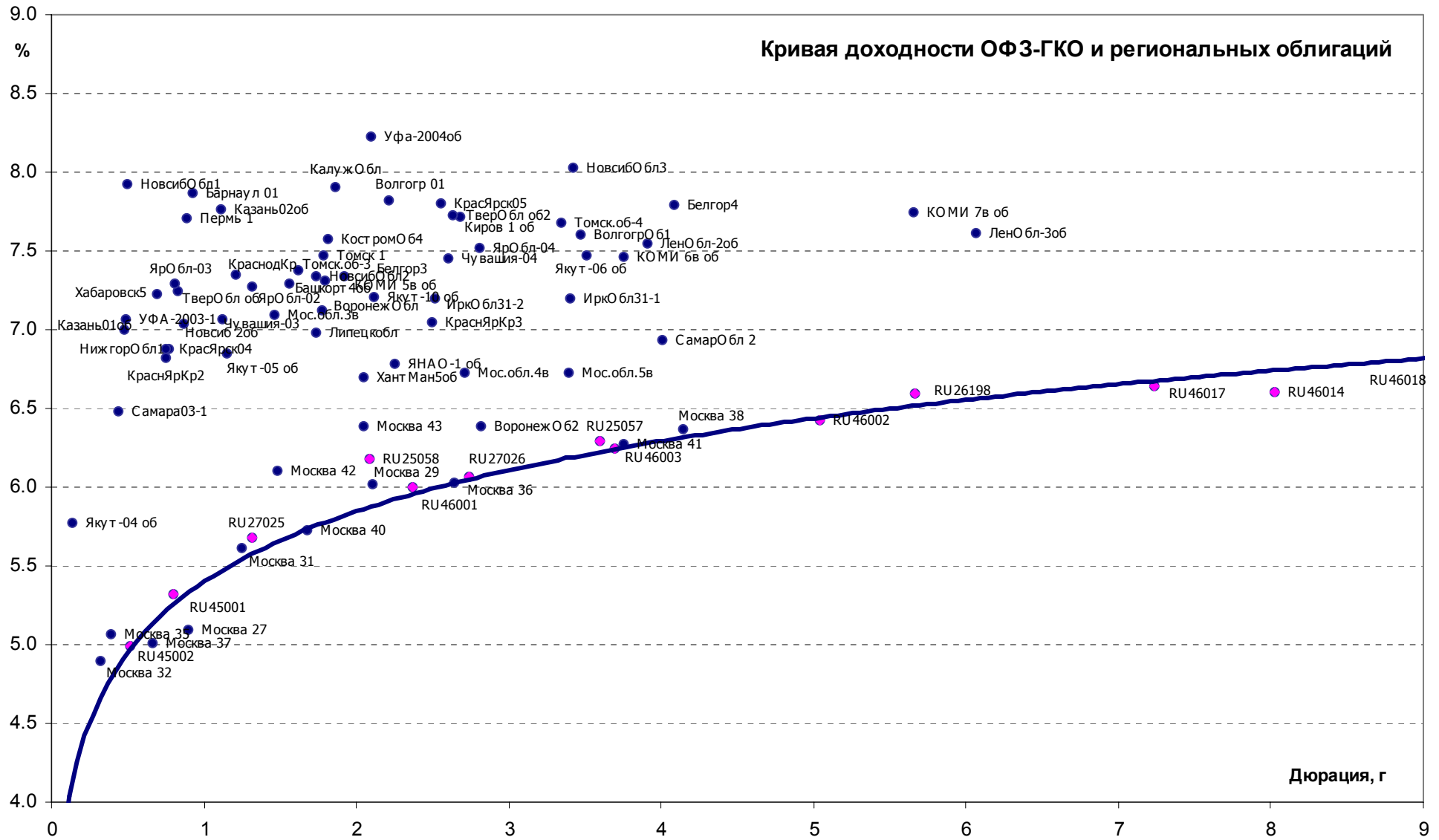
Другая торговая идея в банковском секторе – отслеживать короткие банковские выпуски с горизонтом погашения менее одного года, но ценой – выше номинала, и переключаться в более доходные бумаги 2007 года погашения. В частности, в июне-сентябре 2006 года погашаются выпуски Банка Зенит, МДМ-банка и Уралсиба, которые сегодня торгуются выше номинала. Вероятно, инвесторы будут переходить в другие банковские бумаги, также имеющие короткую дюрацию, но с погашением в 2007 году. Наиболее привлекательными здесь представляются ноты Русского Стандарта с погашением в апреле и сентябре 2007 года, которые имеют доходность выше 7%, поскольку 26 января банк заявил о новом выпуске 2007 года по номиналу на \$200 млн. с купоном всего 6.72%.

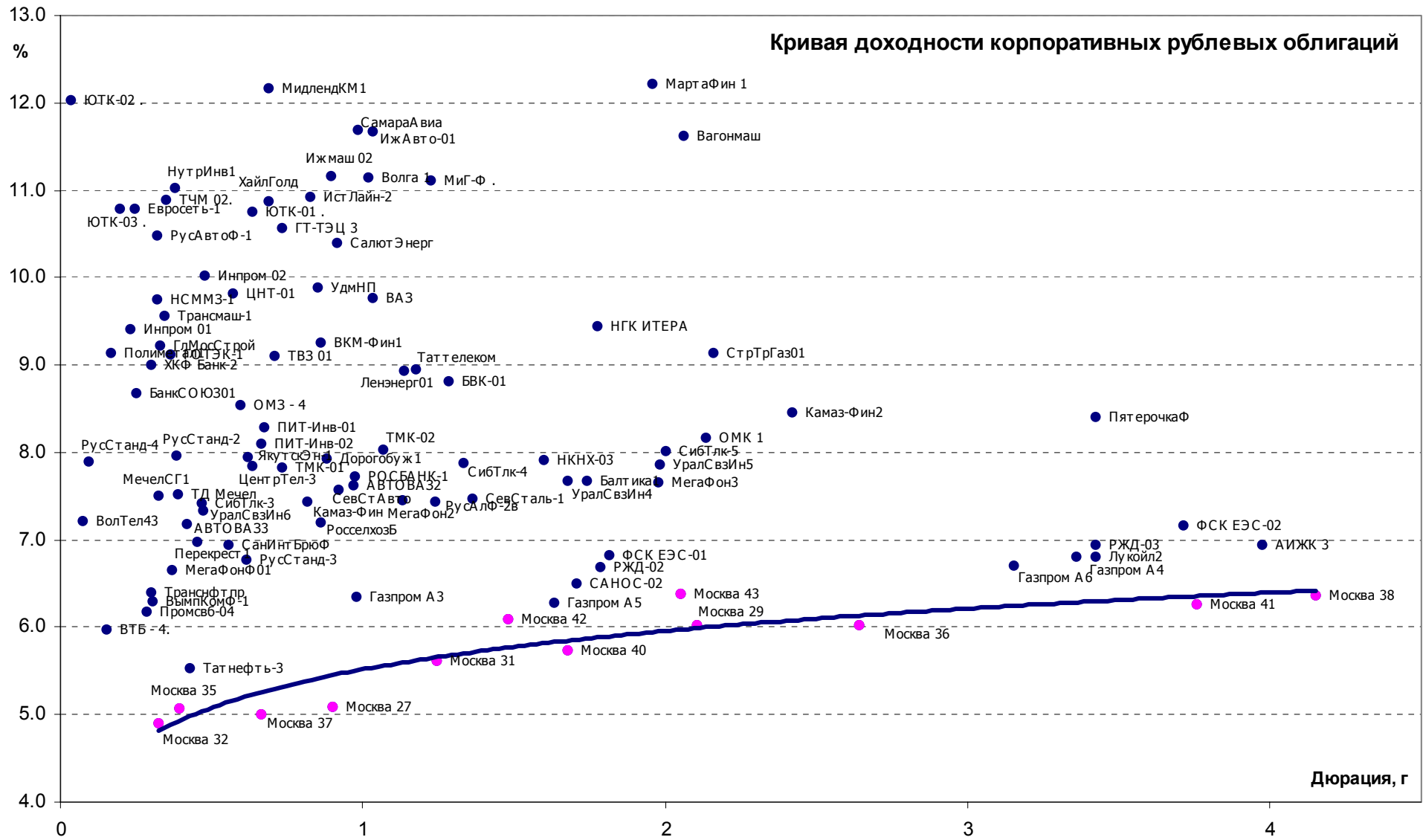
При сохранении текущей конъюнктуры мы также рекомендуем инвесторам участвовать в новых размещениях российских CLN с доходностью 9.5% и выше.

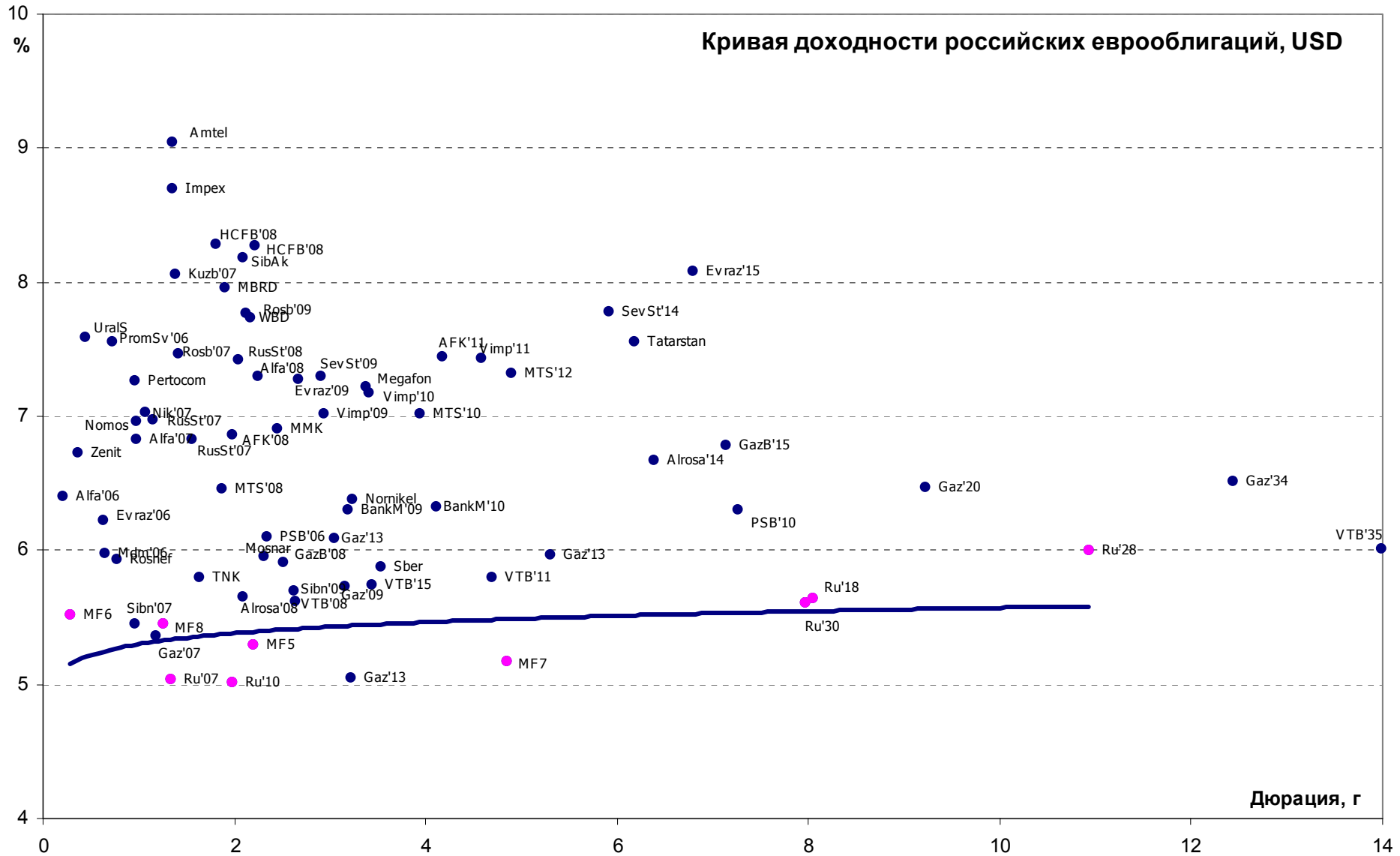
Приложения



Кривая доходности ОФЗ-ГКО и региональных облигаций







Контактная информация

	Электронный адрес	Телефон
Заместитель председателя Правления		
Сапрыкин Константин Викторович	info@banksoyuz.ru	729-55-49
Анализ финансовых рынков		
Богословский Дмитрий	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5385)
Красникова Мария	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5666)
Свиридов Станислав	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5668)
Лукьянов Павел	Research@banksoyuz.ru	729-55-00 (5272)
Долговые инструменты		
Автухов Михаил	bond@banksoyuz.ru	729-55-07 (5280)
Спаскин Андрей	SpasskinAY@banksoyuz.ru	729-55-00 (5458)
Голубничий Денис	Denis.Golubnichy@banksoyuz.ru	729-55-00 (5689)
Долговой рынок капитала		
Бахшиян Шаген	BahshiyanSG@banksoyuz.ru	729-55-67 (5311)
Барков Дмитрий	BarkovDV@banksoyuz.ru	729-55-00 (5653)
Брокерское обслуживание и доверительное управление		
Ищенко Николай	broker@banksoyuz.ru	729-55-00 (5681)
Кононов Максим	Maxim.Kononov@banksoyuz.ru	729-55-00 (5660)
Операции на фондовых рынках		
Гаврисев Андрей	GavrisevAV@banksoyuz.ru	729-55-61 (5388)
Подставкин Алексей	lexa@banksoyuz.ru	729-55-61 (5391)
Шомахов Павел	ShomahovPY@banksoyuz.ru	729-55-61 (5389)
Денежные рынки		
Спиридонов Александр	SpiridonovAB@banksoyuz.ru	729-55-61 (5244)
Оценка финансовых рисков		
Куринов Наран	KurinovNB@banksoyuz.ru	729-55-00 (5201)



Акционерный коммерческий банк «СОЮЗ»

Москва, 127006 ул. Долгоруковская, д.34, стр.1

Тел.: (095) 729-5500; факс: (095) 729-5505

E-mail: info@banksoyuz.ru Internet: www.banksoyuz.ru

Важная информация

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанных с ними финансовых инструментов. Описание любой компании или компаний, или/и их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые Банк СОЮЗ считает надежными, Банк СОЮЗ не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Банк СОЮЗ, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны, должностные лица и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка СОЮЗ по избежанию конфликтов интересов). Банк СОЮЗ и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк СОЮЗ может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Банк СОЮЗ может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (095) 729-55-00