

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Стратегия на 2005 год

В 2005 году мы ожидаем повышения процентной ставки в США до 3.75-4.25%. На этом фоне 2-летние Treasuries достигнут доходности 4.5-4.75% годовых, 10-летние – 5.25-5.5%.

Полный инвестиционный рейтинг, по нашему мнению, Россия получит в первом квартале 2005 года после повышения рейтинга Standard & Poor's, что позволит суверенному спрэду сузиться на 50-100 б.п.

Нашей основной рекомендацией на предстоящий год является занятие позиций в суверенных еврооблигациях, заехдживованных от риска процентных ставок. При этом мы не исключаем, что в начале года эффективность длинных позиций также может оказаться высокой, поскольку эффект повышения рейтинга компенсирует негативное влияние базовых активов.

Эффект от повышения ставок базовых активов для рублевых бумаг может быть амортизирован только укреплением рубля в случае слабости доллара на FOREX. Однако в полной мере противостоять удорожанию стоимости капитала на мировых рынках этот фактор не сможет – мы ожидаем роста доходностей рублевых бумаг к концу года как минимум на 75-125 б.п.

Исходя из нашего прогноза роста доходностей рублевых бумаг к концу года, мы рекомендуем инвесторам формировать торговые портфели за счет бумаг короткой/средней дюрации второго и третьего эшелонов, избегая вложений в длинные корпоративные выпуски первого эшелона.

Содержание:

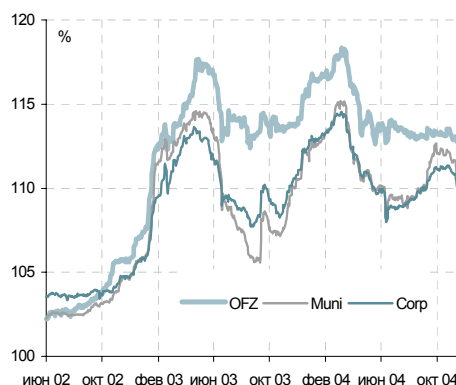
Рынок еврооблигаций	2
Прогноз базовых активов	2
Развивающиеся рынки	4
Российский сегмент	4
Рублевые облигации	7
Приложение	12

Динамика EMBIG Sovereign Spread



Источник: J.P. Morgan

Динамика ценовых индексов ZETBI



Источник: Банк ЗЕНИТ

Константин Павлов
k.pavlov@zenit.ru

Анастасия Шамина
a.shamina@zenit.ru

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

www.zenit.ru

Рынок еврооблигаций

Богатый на события 2004 год прошел не совсем по тому сценарию, который предсказывали большинство аналитиков, включая нас, и по сути для рынка он оказался гораздо лучше, чем предполагалось. В то время как ФРС США приступила к повышению ставки по федеральным фондам, доведя ее к концу года до 2.25%, реакцию рынка корректно предсказать не удалось. Доходности 10-летних Treasuries, проделав долгий путь, завершили год практически там же, где и начали. О формировании медвежьего тренда можно говорить лишь применительно к коротким Treasuries, которые окончили год на 100-120 б.п. выше по доходности, что привело к принятию кривой доходности более плоской формы. В целом казначейские облигации в прошедшем году принесли 3.8% годовых, а выпуски со сроком до погашения 10 лет и более – 8.18%. Схожая эффективность наблюдалась на фондовом рынке: индекс S&P 500 принес около 9%.

Предпосылки этому создала сама ФРС, реализуя повышения базовой процентной ставки «выдержанными» темпами по 25 б.п. на каждом заседании. Немаловажным фактором стало также замедление экономического роста в середине года на фоне роста цен на нефть, повлекшее спекуляции о паузе в процессе повышения ставки и сделавшее возможным достижение многомесячных минимумов по доходности длинных Treasuries. А также изначально низкая, граничащая с дефляцией, инфляция и ее медленный рост в 2004 году. С технической точки зрения рынок получил преимущество за счет притока средств иностранных ЦБ, активно пытавшихся ограничить рост национальных валют.

Зависимые рынки не преминули воспользоваться сложившимися условиями. Более того, низкие доходности высококачественных активов повысили аппетит инвесторов к риску, увеличив тем самым базу инвесторов на развивающихся рынках. Широкое распространение получило создание синтетических портфелей еврооблигаций развивающихся рынков и выпуск на их основе CDO (Collateralized Debt Obligation), рейтинги которых выше, чем у бумаг, составляющих портфель, и достигают инвестиционного уровня.

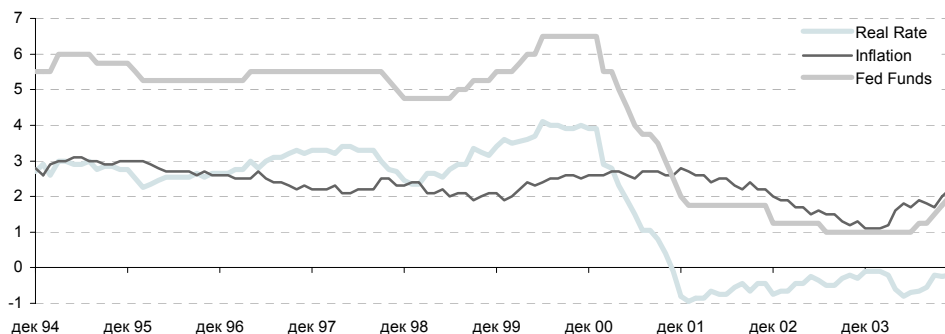
Многочисленные повышения рейтингов развивающихся стран наилучшим образом способствовали повышению интереса инвесторов к рынку еврооблигаций, заставляя действовать на опережение в надежде, что подъем мировой экономики обусловит дальнейшее улучшение кредитного качества. Индекс EMBIG принес в 2004 году 11.4% годовых при сужении спреда на 51 б.п. до исторического минимума в 352 б.п. В числе лидеров по этому показателю оказалась Венесуэла (-171 б.п.), вслед за которой на значительном отдалении следуют Бразилия (-62 б.п.) и, как ни странно, Россия (-42 б.п.), столь впечатляющий результат которой на фоне спекулятивных сегментов, вероятно, обеспечила низкая база (в конце 2003 года спред расширился на фоне начала дела ЮКОСа).

Прогноз базовых активов

Хотя негативный прогноз динамики рынка на 2004 год не реализовался, это отнюдь не означает, что он был необоснован. Прогнозируя начало ужесточения денежной политики в 2004 году, участники рынка исходили из прошлого опыта, когда увеличение ставок происходило более быстрыми темпами. В нашем случае за семь месяцев процентная ставка была повышена на 125 б.п., в то время как в 1994 году для этого потребовалось лишь четыре месяца. Соответственно, в качестве базового варианта инвесторы рассматривали отток капиталов с рынков облигаций и опережающий рост доходностей. Свои коррективы внесли высокие цены на нефть, вызвавшие замедление экономики в середине года, и упомянутый выше спрос иностранных инвесторов, компенсировавший влияние подешевевшего доллара.

Тем не менее, сейчас с высоты еще одного года можно лишь констатировать, что в 2005 году все риски остаются в силе. Кроме того, ранее повышение процентных ставок происходило вдогонку за ростом инфляции, достигшей определенного уровня, и было нацелено на удержании ее на этом уровне. Текущая ситуация отличается тем, что из-за опасений дефляции процентная ставка изначально опустилась до столь низкого уровня, что последующее ее повышение никак не влияло на рост цен: реальная процентная ставка оставалась отрицательной, а большинство индикаторов инфляции в 2004 году продемонстрировали рост.

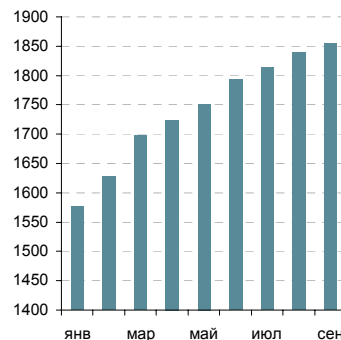
Уровень реальной процентной ставки



Источник: Bloomberg

Главный негативный фактор для рынка – нацеленность ФРС на повышение базовой процентной ставки ничуть, не ослаб, несмотря на ее более чем удвоение с минимального

Рост вложений иностранных ЦБ в казначейские облигации США в 2004 году, млрд. долл.



Источник: ФРС США

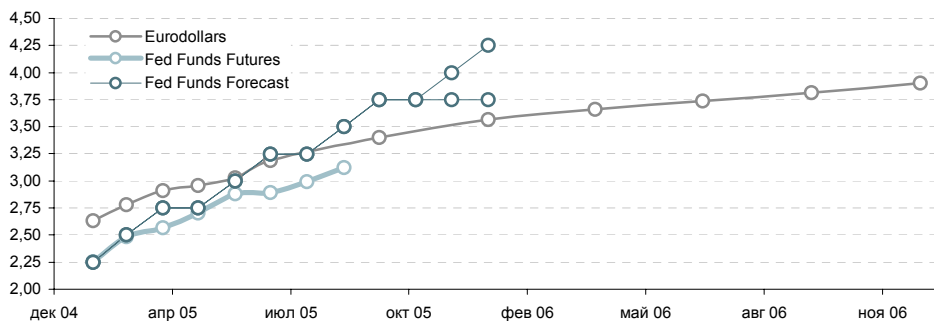
уровня прошлого года. Сохраняющийся отрицательный уровень реальных процентных ставок позволяет говорить о том, что политика Центрального Банка все еще находится в стимулирующем режиме, и исторический опыт показывает, что она перестанет быть таковой, если ФРС поднимет ставку до 4-4.25% при текущем уровне инфляции около 2%. В этой связи существует опасность того, что действия регуляторов могут стать куда менее дружелюбными, если потребуются принимать меры по сдерживанию ускорения инфляции.

В то же время, состояние экономики пока не заставляет опасаться роста инфляции: ежемесячное количество создаваемых рабочих мест в среднем за год (185 тыс.) едва превысило величину естественного прироста рабочей силы и даже среднее за три последних месяца (178 тыс.) не формирует оптимистичной картины на будущее. Достаточно сказать, что это привело к ускорению инфляции по версии дефлятора потребительских расходов в прошедшем году всего на 0.4% до 1.5%. Население оказывается попросту не в состоянии поднять темпы потребления до такого уровня, который создаст давление на цены.

Цены на нефть, уже заставившие инвесторов понервничать в прошлом году, пока также рано списывать со счетов, поскольку их уровень по-прежнему высок, и мы не ожидаем, что средняя цена в будущем году опустится ниже \$35 за баррель. Таким образом, риски замедления экономического роста продолжают оставаться в силе, оставляя место для вероятной паузы в повышении ставки, хотя мы не видим высокой вероятности развития событий подобным образом.

Базовым сценарием, на наш взгляд, является продолжение экономического роста умеренными темпами и сопутствующее ему увеличение числа рабочих мест по мере того, как темпы роста производительности опустились в прошлом году до своих более привычных значений. Медленное ускорение инфляции, наиболее вероятное в этом случае, сохранит возможность для ФРС продолжать повышать процентную ставку выбранными темпами, что и будет делаться в рамках стремления регуляторов нормализовать уровень ставок. Мы ожидаем, что ФРС будет повышать ставку на 25 б.п. как минимум на шести из восьми запланированных в 2005 году заседаний, в результате чего к концу года ее уровень составит 3.75-4.25%. Рынок в своем текущем состоянии согласен с нами вплоть до середины следующего года, ожидая, что в этот период политика ФРС останется прежней. Мы считаем, что рынок недооценивает риски ускорения инфляции и желание ФРС нормализовать уровень процентных ставок, и ожидаем более агрессивных действий регуляторов.

Прогноз ставки по федеральным фондам и кривая доходности фьючерсов на ставку



Источник: Bloomberg, оценка Банк Зенит

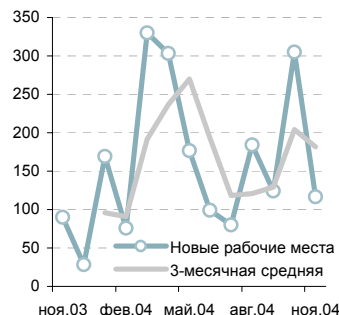
Другим риском для рынка является напомнивший о себе с новой силой тренд на ослабление доллара. Хотя курс EURUSD в прошедшем году вырос лишь на 5.8%, а USDJPY усилился японского ЦБ снизился лишь на 2.2% против 19.6% и 9.5% соответственно в 2003 году, консенсусные ожидания рынка сходятся на том, что падение доллара продолжится и в 2005 году. Достаточно отметить, что в последние месяцы доллар игнорировал статистику, показывающую значительно лучшее состояние экономики США по сравнению с другими развитыми странами, а также повышательную динамику процентной ставки в отличие от, скажем, Европы, где не стихают слухи о ее возможном снижении. По-видимому, динамика доллара пошла в полную зависимость от состояния платежного баланса США, чему дополнительно способствуют заявления ряда крупных ЦБ о нежелании вмешиваться в текущее положение вещей на валютном рынке. Своеобразной миной замедленного действия являются присутствующие на рынке ожидания повышения гибкости курсовой политики Банка Китая, что может случиться уже в первом квартале 2005 года и еще более усилит давление на американскую валюту.

Отсюда следует, что при прочих равных условиях инвесторы будут более охотно покупать облигации номинированные в валютах, отличных от доллара, что само по себе станет негативным фактором для американского долгового рынка. Так 10-летние Treasuries в период с октября по декабрь на фоне падения доллара по динамике доходности отстали от германских Bunds на 44 б.п., а британских Gilts – на 33 б.п. Кроме того, падение доллара позитивно сказывается на макроэкономике США, что, в свою очередь, добавляет стимулов для повышения процентной ставки ФРС.

Позитивные для рынка факторы более виртуальны и сводятся к возможному замедлению экономики в 2005 году, что сделает возможной паузу со стороны ФРС. Однако подобное рынок уже пережил во время летнего замедления экономического роста: негативные тенденции нашли свое отражение в выступлениях чиновников из ФРС и их совместных заявлениях по итогам заседаний FOMC, но денежная политика при этом сохранила направленность на повышение процентной ставки.

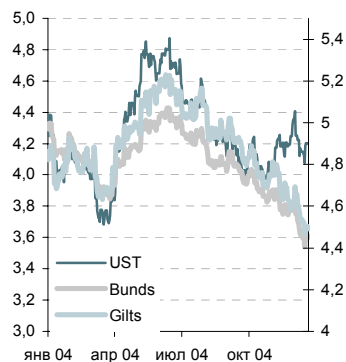
Перспектива дальнейшего повышения процентной ставки не оставляет краткосрочным Treasuries иного выбора, кроме как расти по доходности, как они это делали с середины прошлого года, пытаясь опередить действия ФРС. Во второй половине года спред 2-летних

Количество создаваемых рабочих мест в экономике



Источник: Bloomberg

Сравнительная динамика доходности 10-летних выпусков



Источник: Bloomberg

Treasuries над ставкой по федеральным фондам колебался примерно на уровне 100 б.п. Данный уровень довольно низок в сравнении с характерными для периода повышения процентных ставок 150-200 б.п. и, скорее всего, обусловлен тем, что выдержанные темпы, декларируемые ФРС, привели к тому, что рынок фактически исключает возможность повышения ставки на 50 б.п. и выбирает лишь между 0 и 25 б.п. Мы ждем, что в следующем году рынок вряд ли получит повод для ожидания более агрессивных действий и премия 2-летних Treasuries будет плавным сокращаться по мере прогресса в нормализации процентной ставки. В связи с этим к концу года, по нашей оценке, доходность 2-летних Treasuries поднимется до 4.5-4.75% с нынешних 3%.

Длинные Treasuries в 2005 году, вероятно, все же не сумеют избежать судьбы, предсказанной им на 2004 год. Рост их доходностей произойдет уже хотя бы потому, что повышение ставки и соответствующая реакция коротких бондов не может не привести к росту длинных процентных ставок, так как в противном случае возникнет тенденция к снижению риска высокой дюрации в отсутствие адекватной компенсации. Вероятно, что на фоне умеренных ожиданий по инфляции форма кривой доходности приобретет еще более плоский вид, однако резерв сужения спреда между 10 и 2-летними Treasuries с уровня 110 б.п. вряд ли значителен.

В этой связи, мы ожидаем, что в 2005 году доходность 10-летних Treasuries превысит 5% и к концу года будет находиться в диапазоне 5.25-5.5% исходя из прогноза, что инфляция не продемонстрирует существенного роста с текущего уровня в 2%, а ФРС повысит ставку до 3.75-4.25%. Достижение этих уровней, по нашему мнению, будет плавным, и ситуация, подобная обвалу рынка весной 2004 года, вряд ли повторится, поскольку политика ФРС в области процентных ставок с тех пор стала более прозрачной и не предполагает агрессивных действий.

Развивающиеся рынки

2004 год для развивающихся рынков сложился менее удачно, чем предшествующий. Хотя влияние базовых активов не носило ожидавшегося в начале года негативного характера, существенной поддержки развивающиеся рынки от них также не получили. Позитивная динамика прошедшего года, на наш взгляд, в большей степени является следствием дальнейшего улучшения кредитного качества развивающихся стран, начавшегося в 2003 году, что было отмечено рейтинговыми агентствами. В качестве иллюстрации можно отметить повышение рейтинга Бразилии (B2/B+ до B1/BB-), Венесуэлы (Саа1/B- до B2/B), Перу (BB- до BB) и Турции (B+ до BB-). Сильные товарные рынки также сыграли свою роль в формировании положительной конъюнктуры на рынке в 2004 году, поддержав экспортно-ориентированные экономики развивающихся стран.

Мы ожидаем, что многие позитивные факторы в 2005 году останутся в силе. Подъем мировой экономики по-прежнему будет благоприятно влиять на экономику отдельных сегментов, что позволяет надеяться на сохранение позитивной динамики рейтингов. По сути, снижающиеся сомнения в силе экономического роста в Америке повышают уверенность и в экономиках развивающихся стран и главным риском для рынка является влияние базовых активов, которое вряд ли будет благоприятным в новом году. Отчасти оно может быть компенсировано за счет сужения спредов, но учитывая нынешние исторически низкие уровни, вряд ли стоит надеяться, что индекс EMBIG принесет высокий положительный совокупный доход. При этом повторения весеннего падения на развивающихся рынках, когда на фоне неопределенности в отношении динамики процентной ставки в США спреды расширились на 150 б.п., в 2005 году мы не ожидаем. Ожидания по скорости повышения процентной ставки у рыночных участников расходятся не сильно, в связи с чем подобный сценарий маловероятен.

Российский сегмент

Динамика российского сегмента рынка еврооблигаций в 2004 году складывалась под влиянием разнонаправленных факторов. В глобальном плане Россия, также как и другие развивающиеся рынки, получила поддержку со стороны базовых активов. При этом, будучи очевидным кандидатом на получение полного инвестиционного рейтинга, Россия имела дополнительное преимущество, которое, однако, было с успехом нивелировано наличием дела ЮКОСа. И все же был фактор, не позволивший надеждам на получение Россией инвестиционного рейтинга по версии Standard & Poor's окончательно рухнуть на фоне разбирательства с ЮКОСом: невысокая вероятность выпуска новых еврооблигаций и вовсе сменилась намерениями России досрочно погасить задолженность перед Парижским Клубом кредиторов. При этом объем предложения по сравнению с предыдущим годом возрос. Российские корпорации и банки привлекли \$8.9 млрд. (\$8.5 млрд. в 2003 году), а выпуск Германией нот Aries на часть задолженности России с успехом довел общий объем предложения на рынке до \$15 млрд., что удвоило негосударственный сектор в объеме и вывело российский сегмент в лидеры по этому показателю на развивающихся рынках.

На этом фоне сужение российского спреда индекса EMBIG на 30 б.п., что сравнимо с сужением мексиканского спреда на 20 б.п., а спреда индекса RUBI на 83 б.п. выглядит неплохим достижением, с одной стороны свидетельствующим о не фатальном для рынка характере имеющихся рисков, а с другой, – о сохраняющихся перспективах дальнейшего снижения премии.

Фундаментальным фактором, лежащим в основе таких перспектив, является высокая вероятность скорого получения Россией полного инвестиционного рейтинга по версии всех трех агентств. Инвестиционный рейтинг BBB- от Fitch, присвоенный в ноябре, вызвал сужение суверенного спреда лишь на 10 б.п. и, на наш взгляд, даже на полшага не приблизил рынок к тому уровню оценки странового риска, который характерен для стран со схожим уровнем рейтинга.

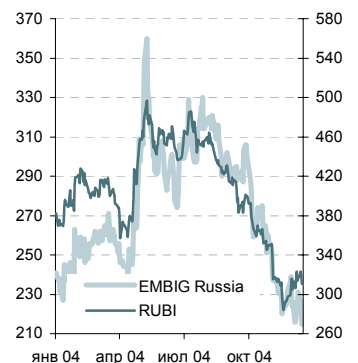
Рассуждая о рейтинге, нельзя не остановиться на мотивах, которыми руководствуются агентства. В октябре 2003 года, реагируя на присвоение рейтинга Moody's, Standard & Poor's довольно резко критиковало данный шаг, ссылаясь на отсутствие реформ, слабый

Изменение спредов в 2004 году

Сегмент	Спрэд	Изм.
Composite	352	-51
Argentina	4619	-866
Brazil	397	-62
Bulgaria	85	-92
Chile	68	-22
China	61	3
Colombia	348	-79
Cote D'Ivoire	3250	237
Croatia	111	-11
Dominican Rpublic	924	-217
Ecuador	730	-69
Egypt	97	-34
El Salvador	260	-24
Hungary	34	6
Korea	89	14
Lebanon	333	-88
Malaysia	81	-19
Mexico	177	-24
Morocco	194	34
Nigeria	483	-16
Panama	299	-25
Peru	249	-76
Philippines	460	45
Poland	52	-24
Russia	215	-42
South Africa	100	-52
Thailand	53	-14
Tunisia	100	-46
Turkey	276	-33
Ukraine	259	1
Uruguay	403	-233
Venezuela	415	-171

Источник: J.P. Morgan

Динамика спредов EMBIG Russia и RUBI



Источник: J.P. Morgan

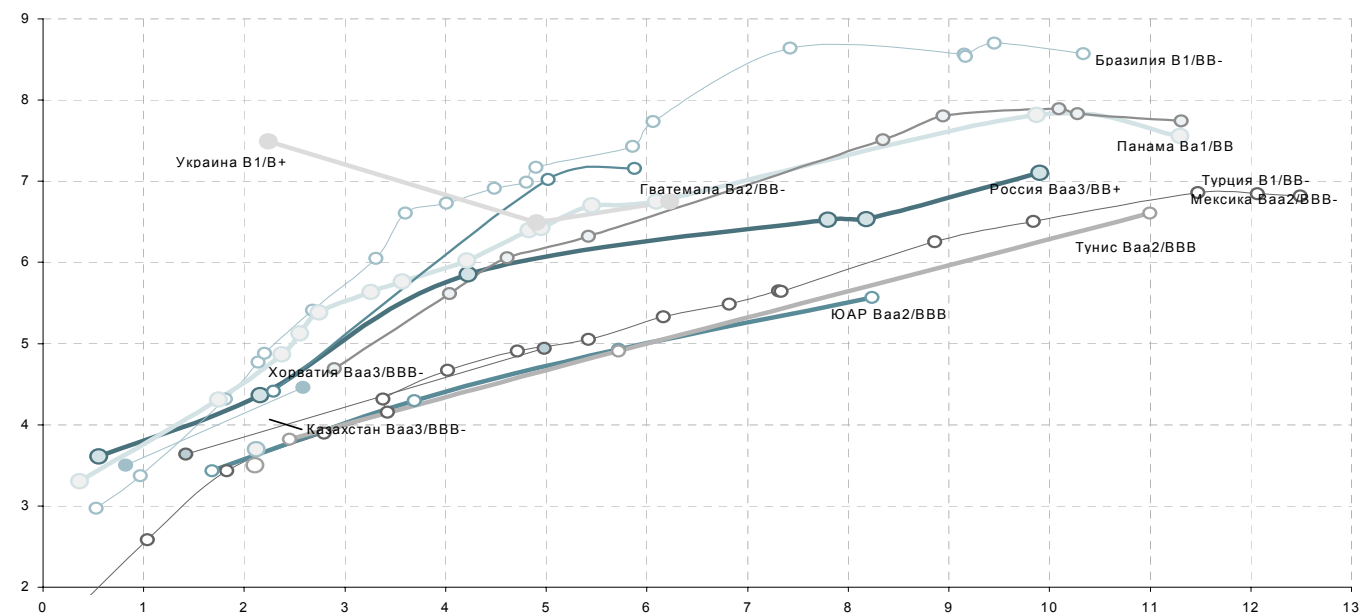
банковский сектор, а позднее – и на политические риски, некстати проявившиеся сразу за присвоением рейтинга. Вряд ли за 2004 год эти сдерживающие рейтинг факторы исчезли или потеряли в весе. Тем не менее, присвоение рейтинга от Fitch уже не критиковалось Standard & Poor's, а наоборот, заявления агентства носили обнадеживающий характер. Немаловажно отметить, что фоном послужило развитие ситуации с ЮКОСом по негативному сценарию, однако это не стало сдерживающим фактором для Fitch и не было затронуто в комментариях S&P.

Смена настроений связана с фундаментальными факторами иного характера. Золотовалютные резервы превысили величину внешнего долга, достигнув в сумме со стабилизационным фондом \$150 млрд., экономика продолжает демонстрировать рост, а политика управления задолженностью подразумевает ее досрочное погашение за счет средств стабилизационного фонда. Благоприятная конъюнктура товарных рынков, наблюдаемая в последние годы, продолжает оставаться на стороне России, и на фоне этого вмешательство в корпоративный сектор сходят органам власти с рук. Все это уже заставило Fitch повысить рейтинг России, и Standard & Poor's вряд ли будет медлить долго.

Мы считаем, что с нетерпением ожидаемое рынком событие произойдет уже в первом квартале 2005 года. После этого препятствий для сужения суверенных спредов до уровня стран-аналогов не останется. Пресловутые политические риски за счет самого факта повышения рейтинга таким консервативным агентством как Standard & Poor's потеряют в весе и не будут формировать премию.

Не стоит забывать о том, что рейтинг Standard & Poor's не единственный фактор. Присвоение агентством Moody's в октябре позитивного прогноза по российскому рейтингу позволяет надеяться на то, что в начале 2005 года Россия достигнет уровня Baa2/BBB-/BBB-. Первым ориентиром по уровню спредов мы считаем Мексику, и с этой точки зрения потенциал сужения составляет около 40-50 б.п. (около 44 б.п. применительно к России-30). Вместе с тем, как мы уже неоднократно отмечали, Мексика в силу собственных экономических проблем торгуется с премией к другим странам, находящимся в данной рейтинговой категории. Поэтому возможный потенциал может оказаться столь высоким, что спреды сузятся на 90-100 б.п., приблизившись к уровню премий ЮАР, Туниса и других.

Кривые доходностей еврооблигаций развивающихся стран



Источник: Bloomberg

Если говорить о суверенном секторе рынка, то потенциал сужения спреда неравномерен по всей протяженности кривой доходности. В настоящее время короткие суверенные выпуски торгуются с меньшим спредом к базовым активам, что предполагает более скромный потенциал снижения премии. Так, Россия-07 предлагает около 130 б.п. сверх доходности 2-летних Treasuries, тогда как в случае с Россией-30 премия к 10-летним Treasuries составляет уже около 235 б.п. Повышение рейтинга, на наш взгляд, в большей степени позитивно скажется на долгосрочных рисках, заложенных в рынке. Мы ожидаем сокращения премии бенчмарка России-30 к 10-летним Treasuries на 60 б.п. до 175 б.п., при котором российский спред выровняется с мексиканским, и на 90 до 145 б.п. при максимально оптимистичном сценарии. При этом сужение спреда на ближнем отрезке российской кривой вряд ли превысит 50-60 б.п. при самом оптимистичном сценарии.

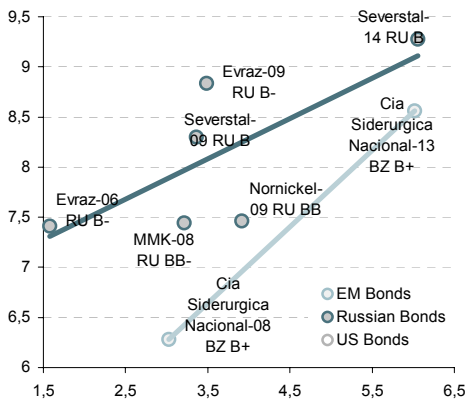
Исходя из нашего прогноза по американским Treasuries, даже такие впечатляющие перспективы не позволяют надеяться на высокие доходы по итогам года. Россия-30 при наиболее благоприятном сценарии сужения спреда и изменения доходности 10-летних Treasuries принесет, по нашим подсчетам, около 5.4% годовых. В случае если сужение спреда ограничится выравниванием с Мексикой, доходность инвестиции снизится до 3.2%. В обоих случаях результаты окажутся куда ниже 12% по итогам 2004 года.

В отношении перспектив корпоративных и банковских еврооблигаций неопределенность гораздо выше. Конец года вновь преподнес сюрприз в виде новой порции налоговых претензий, и хотя мы не склонны придерживаться пессимистичных взглядов, итоги дела ЮКОСа не позволяют полностью исключить наихудший сценарий. Рынок в этой связи, вероятно, будет нести определенную премию, которая на конец года составила около 40

б.п., согласно индексу RUBI по отношению к минимальным уровням, достигнутым в ноябре.

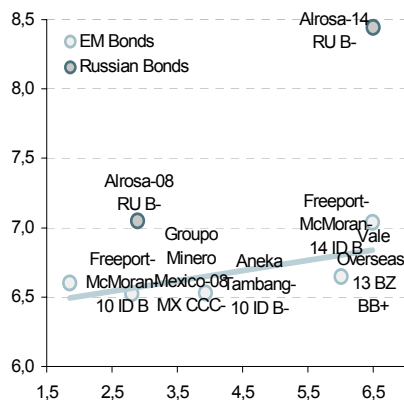
При этом, как показывает сравнение российских корпоративных и банковских выпусков с аналогами, реальная премия у многих бондов на нашем рынке гораздо выше и ведет к недооцененности всех еврооблигаций за исключением бондов нефтегазовых компаний (среди которых также есть исключение в лице еврооблигаций Сибнефти) и госбанков. В случае, если налоговые претензии к Сибнефти, Вымпелкому и Мегафону не приведут к развитию ситуации по сценарию ЮКОСа, и они не являются началом масштабной кампании, то можно ожидать, что негосударственный сектор в следующем году избавится от существующей премии. Наши исследования показывают, что наибольшей привлекательностью обладают еврооблигации металлургических компаний, банков, а также Агросы и Вимм-Билль-Данна, на которые мы рекомендуем обратить внимание при выборе объектов инвестирования. Избавление от существующей премии к аналогам, которую мы оцениваем на уровне 150 б.п., является единственной возможностью для компенсации влияния базовых активов и повторения данным сектором рынка итогов прошлого года, когда индекс RUBI принес 10.8%. После предъявления претензий Вымпелкому премия сформировалась также в выпусках телекомов, однако в этом случае она не превышает 100 б.п.

Еврооблигации металлургических компаний



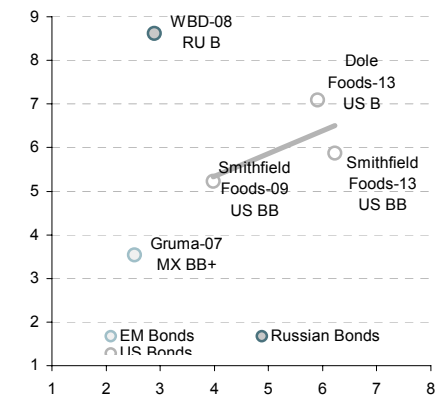
Источник: Bloomberg

Еврооблигации добывающих компаний



Источник: Bloomberg

Еврооблигации пищевых компаний



Источник: Bloomberg

Несмотря на столь скромные оценки вероятных итогов будущего года реальность, на наш взгляд, может оказаться лучше. Ожидая повышения российских рейтингов в начале года, мы считаем, что последующее сужение спреда значительно опередит по времени рост доходностей базовых активов до предполагаемых нами значений. В этой связи инвесторы получают шанс зафиксировать прибыль и перепозиционироваться, сократив дюрацию портфеля. Тем не менее, риски негативного влияния Treasuries, на наш взгляд, высоки, в связи с чем основной нашей рекомендацией является занятие позиций, захеджированных от риска процентных ставок. Для инвесторов, не имеющих возможности сделать это, мы рекомендуем занять длинные позиции в суверенных еврооблигациях и бондах Газпрома, а также обратить внимание на недооцененные выпуски негосударственного сектора.

Рынок рублевых облигаций

Уходящий год для инвесторов в рублевые активы стал менее успешным, чем предыдущий: начав его с вдвое более низких уровней процентных ставок по финансовым инструментам, инвесторы закончили год и с вдвое меньшим совокупным доходом. Так, Total Return по индексу ZETBI Corp за год составил порядка 12% против 20.61% в 2003 году. При этом основным отличием от прошедшего года стало практически полное отсутствие в портфелях пассивных инвесторов capital gain: процентные ставки, несмотря на волатильность в течение года, к его концу остались практически неизменными. Как результат, ценовые индексы закрыли финансовый год в «красной зоне», съев часть полученного купонного дохода.

Доходность вложений в рублевые облигации в 2003-2004 гг.:

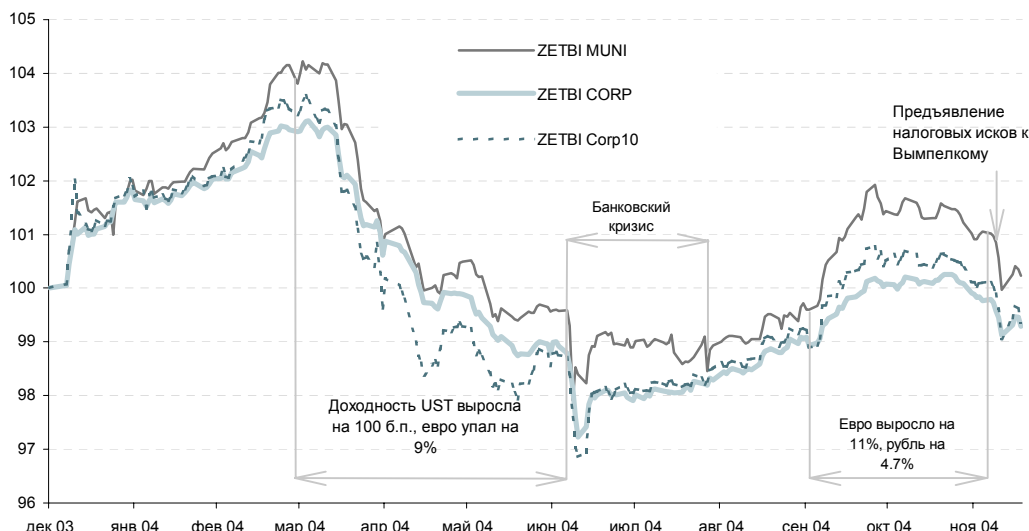
Сегмент	Доход в 2003 году	УТМ по индексу на начало 2004 года	Доход в 2004 году (оценочно по состоянию на 17 декабря)	УТМ по индексу на 17 декабря 2004
ZETBI OFZ	19,83	6,50	8,97	6,66
ZETBI MUNI	20,15	9,05	11,73	8,62
ZETBI Corp	20,61	11,49	11,96	11,30
ZETBI Corp 10	24,62	10,29	10,66	9,33

Источник: Банк ЗЕНИТ

Основной причиной столь невысоких результатов стали отнюдь не внешние факторы: увеличение базовой процентной ставки в США привело к намного меньшим последствиям для доходности UST и еврооблигаций, чем ожидалось, а евро, хотя и установило годовой минимум в 1.1761, к концу года достигло 1.34 долл. Нефть при этом обеспечивала стабильный приток валютной выручки, большую часть года проведя выше отметки 35 долл. за баррель (среднегодовая цена составила 38.26 долл.). Негативную роль сыграли, скорее, внутренние предпосылки, главная из которых – государственная политика, как в денежно-кредитной, так и в экономической сфере, заставившая инвесторов изрядно понервничать и ставшая причиной высокой волатильности рынка во втором полугодии:

- попытка ЦБ совместить процесс снижения инфляции с номинальной девальвацией рубля вопреки стабильности доллара на FOREX в третьем квартале, способствовавшая росту инфляционных ожиданий в экономике (дуализм целей денежно-кредитной политики);
- усиление надзорных функций ЦБ в банковской системе, не сопровождавшееся продуманной разъяснительной работой с экономическими субъектами, которое в итоге привело к кризису доверия на межбанковском рынке и оттоку частных вкладов;
- политика Минфина на рынке ОФЗ: в течение всего года эмитент удерживал доходность длинных выпусков от снижения на уровне 8% годовых, удовлетворяя спрос постоянным размещением на первичном и вторичном рынке. Таким образом, являясь ориентиром для всех рублевых облигаций, ОФЗ сыграли роль ограничителя их минимальной доходности и, соответственно, потенциала ценового роста;
- активизация «анти - олигархических» настроений во властных структурах, которая привела к росту корпоративных рисков на опасениях возможности предъявления налоговых претензий любой частной компании.

Динамика ценовых индексов ZETBI для субфедерального и корпоративного сегментов в 2004 году



Источник: Банк ЗЕНИТ

С фундаментальной точки зрения, наибольший вес в формировании конъюнктуры рынка внесли первые три фактора, каждый из которых стал проявлением «невидимой руки» ЦБ на финансовом рынке: на наш взгляд, роль регулятора будет близка к определяющей и в 2005 году (см. Денежно-кредитная политика).

Вместе с тем, наиболее серьезные опасения вызывает у нас последний фактор – риск переоценки итогов приватизации (характерный для половины российских компаний) и выявления «недоплаченных по понятиям» налогов (для второй половины, созданной с «нуля», как Вымпелком) является бомбой замедленного действия, которая может быть использована властью в любой момент. Теоретически, этот риск может и не выйти за рамки 2004 года: негативный инвестиционный *sentiment* приводит к замедлению инвестиций и экономического роста, в связи с чем, власть может принять решение о сворачивании «охоты на ведьм». Однако в отсутствии ясности рынок по определению должен дисконтировать подобные риски в доходности корпоративных облигаций негосударственных компаний, не говоря уже о том, к какой волатильности могут привести подобные новости.

Соответственно, с точки зрения инвестиционных настроений российский рынок входит в 2005 год в достаточно противоречивом состоянии: с одной стороны, стремительно растет кредитоспособность самой страны, что находит отражение в ее рейтингах и ожиданиях *investment grade* от S&P. С другой – возникают опасения в кредитоспособности ее частного сектора на фоне полной непредсказуемости действий властей, что способно поставить под вопрос положительный эффект от первого фактора.

Возможная потеря «психологического» преимущества не может не огорчать в условиях прогнозируемого ускорения роста доходности UST (мы ожидаем, что к концу 2005 года доходность 2-х летних *Treasuries* вырастет на 150-175 б.п., 10-летних – на 100-125 б.п.). Эффект от повышения ставок для рублевых бумаг может быть амортизирован только укреплением рубля в случае слабости доллара на FOREX, и мы полагаем, что рынок эту поддержку получит. Однако в полной мере противостоять удорожанию стоимости капитала на мировых рынках этот фактор не сможет (см. Модель сравнительной эффективности рынка рублевых и валютных облигаций).

Денежно – кредитная политика ЦБ

В формировании конъюнктуры рынка рублевых облигаций роль первой скрипки отводится, пожалуй, денежно-кредитной политике ЦБ РФ, в основе которой – операции на валютном рынке. В России валютный курс значит намного больше, чем в развитой финансовой системе, регулируемой посредством процентных ставок: за счет операций на валютном рынке Центральный Банк формирует уровень денежного предложения в стране, непосредственным образом определяя равновесную стоимость рублевых и долларовых ресурсов в экономике. В связи с этим, любые изменения политики регулятора или ее неопределенность вносят нервность в ряды инвесторов, и приводят к переоценке справедливого уровня процентных ставок.

Денежно-кредитная политика ЦБ РФ в течение 2004-го года оставалась притчей во языцех: существование у регулятора двух противоположных целей – снижения инфляции и сдерживания ревальвации рубля во имя стимулирования экономического роста – не способствовало достижению ни первой, ни второй, и при этом вносило неопределенность на валютный и долговой рынок.

Так, начав год на отметке в 29.25 руб., к концу января доллар упал до 28.5 и находился там вплоть до апреля, начав во втором квартале восходящий тренд и достигнув в августе уровней начала года. При этом рост доллара к рублю в третьем квартале сопровождался его неизменностью к евро, таким образом, вопреки объективным предпосылкам ЦБ пытался девальвировать рубль и к корзине валют.

Увеличение девальвационных ожиданий привело к тому, что спрос на доллары превысил их предложение, и ЦБ перестал печатать рубли под рост золотовалютных резервов. Как следствие, начался процесс сжатия денежной базы, сопровождавшийся ростом процентных ставок по рублевым инструментам, который при этом усиливался изъятием ликвидности в Стабилизационный фонд. В классической монетарной теории рост стоимости денег и сжатие денежной массы фискальными методами должны были привести к снижению инфляции, однако этого не произошло. Напротив, осенью стало уже совсем очевидно, что ИПЦ по итогам года лишь немногим не дотянет до 12%.

В итоге, активная полемика, которая велась представителями Минфина и ЦБ на тему того, можно ли контролировать цены, одновременно искусственно девальвируя рубль, закончилась сама собой, и, поставив инфляцию во главу угла, ЦБ отпустил рубль «в свободное плавание» (чему, кстати, вовремя поспособствовало падение доллара к евро). В итоге, к середине декабря курс достиг отметки 28 руб./долл., а остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ превысили максимумы начала года, позволили состояться буму первичных размещений на рынке рублевых облигаций.

Опуская сам вопрос того, насколько способствует экономическому росту слабый рубль в условиях, когда экономика нуждается в модернизации, а потребители в стабильности, хотелось бы отметить, что по нашему мнению, в российских реалиях возможность совмещения двух задач, поставленных перед ЦБ в 2004 году, в принципе видится маловероятной.

Валютный рынок в РФ является основным каналом денежной эмиссии, но даже если она изымается посредством фискальных методов, он же представляет собой и мощный инструмент формирования инфляционных ожиданий, поскольку, несмотря на активный процесс дедолларизации, твердые валюты по-прежнему являются для российских предприятий и населения активным инструментом ценообразования. Поэтому рост девальвационных ожиданий приводит и к увеличению ожиданий инфляционных, способствуя в итоге росту конечных цен.

В связи с этим, мы полагаем, что методом проб и ошибок ЦБ и Правительство пришли в 2004 году к ряду важных выводов (к сожалению, российские экономические ведомства не утруждают себя расшифровкой своих мотивов так, как это делает, например, ФРС США,

поэтому все ниже сказанное относится лишь к разряду наших предположений):

1. У денежно-кредитной политики не может быть двух противоположных целей, поэтому, прежде всего, необходимо разобраться с приоритетами. Выбор был сделан в пользу инфляции: цель на 2005 год - 7.5-8.5%.
2. Пока валютный рынок является основным инструментом денежно-кредитной политики, механизм ценообразования на нем должен быть прозрачным и обоснованным с точки зрения объективных экономических факторов. В этом случае его сигналы экономическим агентам будут правильными.
3. Необходима активная политика перехода от валютных к процентным методам регулирования экономики.

С точки зрения следствий для инвесторов это означает, что, во-первых, политика ЦБ на валютном рынке в 2005 году, скорее всего, будет более прозрачной и предсказуемой, что облегчит прогнозирование курса и процентных ставок в зависимости от объективных экономических предпосылок. А во-вторых, - ЦБ будет активнее применять процентные методы регулирования - аукционы прямого и обратного РЕПО, депозитные аукционы, операции валютный своп, выпуск ОБР.

До сих пор их использование, хотя и сглаживало волатильность на межбанковском рынке, а также позволяло связать значительный объем вновь эмитированных рублей, носило, скорее, косметический характер, поскольку реально на уровень процентных ставок не влияло.

Ситуацию могли бы улучшить активно обсуждаемые механизмы рефинансирования коммерческих банков под залог ценных бумаг (в случае расширения их списка и смягчения условий участия в аукционах РЕПО), а также возможность предоставления прямых кредитов в экстренных случаях (так как это происходит, например, в США). Реализация этих планов позволила бы сместить роль главного ориентира в экономике от доллара к заданной процентной ставке.

Однако на этом пути у ЦБ есть несколько проблем. Первая - принципиальная: неготовность идти на риск кредитования коммерческих банков, в основе которой, помимо психологических факторов, лежат и объективные - недостаточная прозрачность структуры собственности банков и их финансовой отчетности.

Вторая причина - технического характера: фундаментальная непривлекательность государственных облигаций, под которые ЦБ осуществляет рефинансирование, для большинства российских банков. Частично она решается путем включения в ломбардный список субфедеральных и корпоративных облигаций высокого кредитного качества, и, судя по всему, в 2005 году это решение будет принято.

Таким образом, до того момента, пока ЦБ не устранил главное препятствие на пути перехода к процентному регулированию, ужесточив собственную пруденциальную политику, принципиальных сдвигов в системе не предвидится.

Однако подвижки ЦБ в этом направлении будут все существеннее влиять на денежную базу, определяя и спрос на рублевые облигации: уровень рублевой ликвидности хоть и останется функцией валютного рынка, но будет активно корректироваться за счет процентных инструментов.

Модель сравнительной эффективности рынка рублевых и валютных облигаций

Мы полагаем, что прогноз уровня процентных ставок на рынке рублевого долга в 2005 году будет базироваться на двух основных факторах - динамике курса доллара к рублю и тренде ставок на мировом рынке капитала.

Влияние этих двух тенденций непосредственно определяет финансовый результат, на который могут рассчитывать инвесторы, вкладывая в различные классы активов - в частности, в рублевый долг и российские еврооблигации. Соотношение данного результата, в свою очередь, определяет предпочтения на рынке.

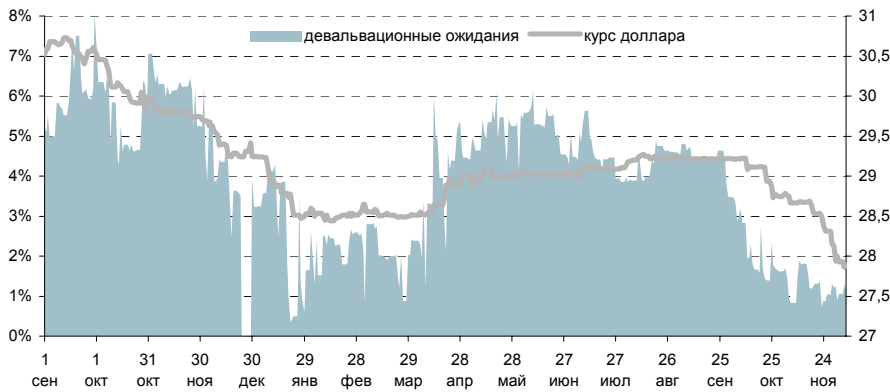
Как следствие, имея прогноз «входящих факторов», мы можем получить представление об уровне доходностей, при котором тот или иной класс активов сохранит сравнительную привлекательность в глазах инвесторов.

Для прогноза приемлемого уровня процентных ставок на рынке рублевого долга мы построили модель, включающую следующие входящие факторы:

- Стоимость привлечения средств на мировом рынке капитала, в качестве которой мы используем ставку по годовому долларовому LIBOR. Мы предполагаем, что данная ставка является ориентиром, определяющим стоимость фондирования позиций инвесторов, вкладывающих в рублевый долг, равно как и еврооблигации. Наиболее верным это утверждение является по отношению к нерезидентам, привлекающим короткие средства срочностью до года (в этой связи использование годовой ставки является своего рода «крайним случаем»). В то же время, отчасти справедливым использование годового долларового LIBOR является и для внутренних игроков, которые активно привлекают деньги на западных рынках в форме кредитов и еврооблигаций по ставкам, привязанным к LIBOR, «импортируя», тем самым, растущие процентные ставки с мирового рынка капитала.
- Стоимость валютного хеджирования, которую можно оценить исходя из котировок беспоставочных форвардных контрактов на курс рубль/доллар (NDF). Валютная премия - вторая основная компонента затрат нерезидентов на рублевом рынке долга. При этом, для внутренних игроков данный параметр также актуален, так как он дает представление об уровне девальвационных ожиданий, которые принимаются в расчет инвесторами при продаже долларов и инвестировании в рублевые инструменты. Как

видно из приведенного графика, в 2004 году эта премия существенно менялась: снизившись в первом квартале с 4% до 2-3%, летом она выросла до 4-6%, а к концу года упала до годовых минимумов в районе 1%.

Курс доллара к рублю и девальвационные ожидания: сентябрь 2003-декабрь 2004



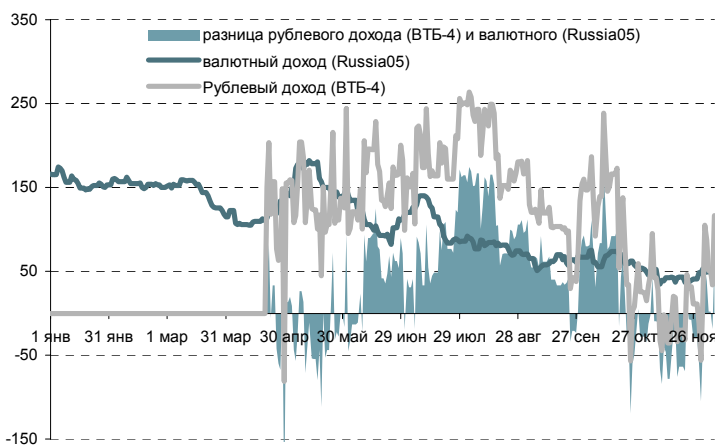
Источник: Bloomberg, Банк ЗЕНИТ

- Годовая доходность рублевых и валютных бумаг схожего кредитного качества и ликвидности. В качестве benchmark на рублевом и валютном рынке мы выбрали ВТБ-4 (для периода с апреля по сентябрь), Газпром-2 (4-ый квартал) и Россию-05. Выбор годовой дюрации объясняется, во-первых, срочностью привлекаемых ресурсов, и, во вторых, различным углом наклона кривых доходностей валютных и рублевых облигаций – последняя является более пологой. Кроме того, мы ориентировались прежде всего на ликвидные выпуски, что не позволило в качестве ориентира взять доходность коротких ОФЗ. Наиболее ликвидной бумагой на годовом отрезке кривой доходности рублевых бумаг, имеющих «квази-суверенный» статус, является ВТБ-4: учитывая, что текущая премия 7-летних евробондов ВТБ к суверенной кривой сейчас близка к нулю, мы полагаем, что на короткой дюрации противопоставление доходности рублевого ВТБ-4 и валютной России-05 тем более справедливо. В 4-ом квартале из-за короткой дюрации динамика доходности ВТБ-4 перестала быть показательной, в связи с чем на этот период мы используем доходность облигаций Газпром-2, дюрация которых приблизилась к одному году.

Исходя из данных факторов мы можем оценить доход, на который могут рассчитывать инвесторы, использующие валютные ресурсы – как нерезиденты, так и внутренние игроки. Она равна:

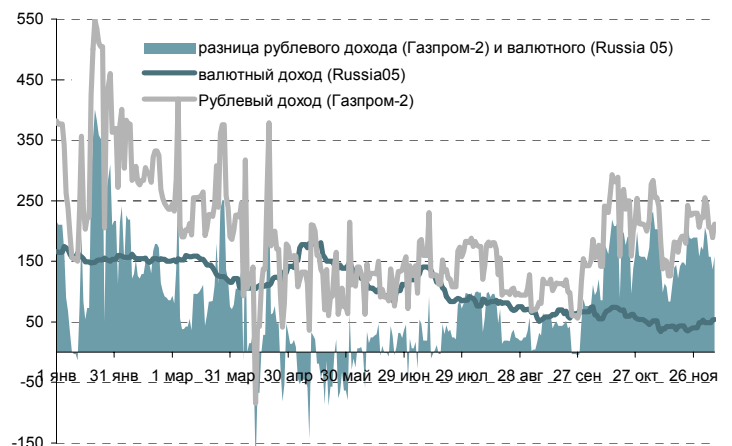
- На валютном рынке: разнице между доходностью выбранного benchmark и стоимостью привлеченных ресурсов (LIBOR);
- На рублевом рынке: разнице между доходностью benchmark, стоимостью привлеченных ресурсов (LIBOR) и ожидаемыми темпами девальвации (валютная премия NDF).

Сравнительная эффективность валютного и рублевого рынков в 2004 году: ВТБ-4



Источник: Bloomberg, Банк ЗЕНИТ

Сравнительная эффективность валютного и рублевого рынка в 2004 года: Газпром-2



Источник: Bloomberg, Банк ЗЕНИТ

Как видно на графике, доход на рублевом рынке был меньше дохода на валютном только в апреле-мае, в момент разворота тренда рубль/доллар. Летом, несмотря на по-прежнему высокие ожидания относительно девальвации рубля (4-5%), вложения в рублевые бумаги принесли положительный валютный доход. Весь вопрос заключается в том, насколько велика разница между рублевой и валютной доходностью. Летом она колебалась в пределах 50-100 б.п. (не считая всплеска в периоды банковского кризиса) – судя по довольно вялой рыночной активности в летние месяцы, уровень, недостаточный для новых покупок, но и не являющийся сигналом для массового закрытия позиций.

Учитывая текущий уровень годового LIBOR и размер девальвационных ожиданий, рынок рублевого долга в настоящее время позволяет заработать порядка 2%-2.5%. В то же время, валютный рынок дает около 0.5% - таким образом, разница рублевого дохода и валютного составляет 150-200 б.п., что соответствует уровням начала года и создает предпосылки для активной покупки рублевых облигаций.

В то же время, учитывая растущие ставки на мировом рынке капитала, все более востребованным становится ответ на вопрос – насколько безопасной для инвесторов в рублевые бумаги является эта премия на годовом горизонте инвестирования.

Для этого мы оценили входящие факторы модели на конец года:

- Согласно нашим прогнозам по росту базовой процентной ставки в США до 3.75%-4.25% и средней премии годового LIBOR к базовой ставке в пределах 50 б.п., к концу года ставка привлечения средств может увеличиться на 125 б.п.-175 б.п. – до 4.25%-4.75%.
- Сохранение благоприятной конъюнктуры товарных рынков и тренда на снижение доллара против евро, по всей видимости, позволит рублю продолжить плавное укрепление. Если рассмотреть наиболее оптимистичный сценарий, то можно предположить, что рыночные ожидания в отношении годовых темпов девальвации рубля (премия годовых NDF контрактов к текущим котировкам рубль/доллар) в отсутствие резких колебаний курса сохранятся на текущих минимумах в пределах 1-2%.
- Ставки на коротком отрезке суверенной кривой (к концу года самым коротким выпуском будет Russia 07), в соответствии с нашим прогнозом по динамике доходностей коротких Treasuries, могут вырасти на 150 б.п. к текущим уровням – при этом, ожидаемое повышение рейтинга, судя по текущим спредам к базовой кривой доходности, не сильно отразится на ставках коротких бумаг.

Спрогнозировать результат, на который смогут рассчитывать инвесторы на валютном рынке, достаточно просто: рост стоимости привлечения капитала будет компенсироваться растущей доходностью еврооблигаций, и к концу года разница между доходностью benchmark и годовым LIBOR существенно не изменится.

Сложнее обстоит дело с потенциальным доходом от вложений в рублевые бумаги: степень реакции доходности рублевых облигаций на рост мировых процентных ставок зависит от текущих девальвационных ожиданий, волатильность которых внутри года может быть довольно существенной (в частности, под влиянием волатильности курса USD/EUR). В то же время, прогнозируя ситуацию к концу года, мы исходим из наилучшего сценария, предполагающего неизменность премии NDF. Если предположить, что при этом ставки по коротким выпускам первого эшелона к концу следующего года также не изменятся, доходность, на которую могут рассчитывать инвесторы в рублевые облигации, снижается с нынешних 2.5% до 0.75%-1.25%.

Таким образом, разница рублевого и валютного дохода может сократиться со 150-200 б.п. до 25-75 б.п. - уровня, лишь немногим превышающего летний и не позволяющего говорить о какой-либо значительной привлекательности рублевого долга по сравнению с валютным.

Неизбежным выводом из полученного результата является рост доходностей рублевых бумаг к концу 2005 года, необходимый для того, чтобы они оставались в сфере интересов инвесторов, который может составить, исходя из нашей модели, как минимум 75-125 б.п. – в случае реализации наиболее оптимистичного сценария на валютном рынке. С макроэкономической точки зрения, это хорошая новость – реальная доходность, наконец, имеет шансы выйти из отрицательной зоны. Для инвесторов новость не очень радостная – это означает, что в случае carry trade совокупный доход по корпоративному сегменту за год может упасть с 12% в этом году до 10% в 2005.

Торговая стратегия

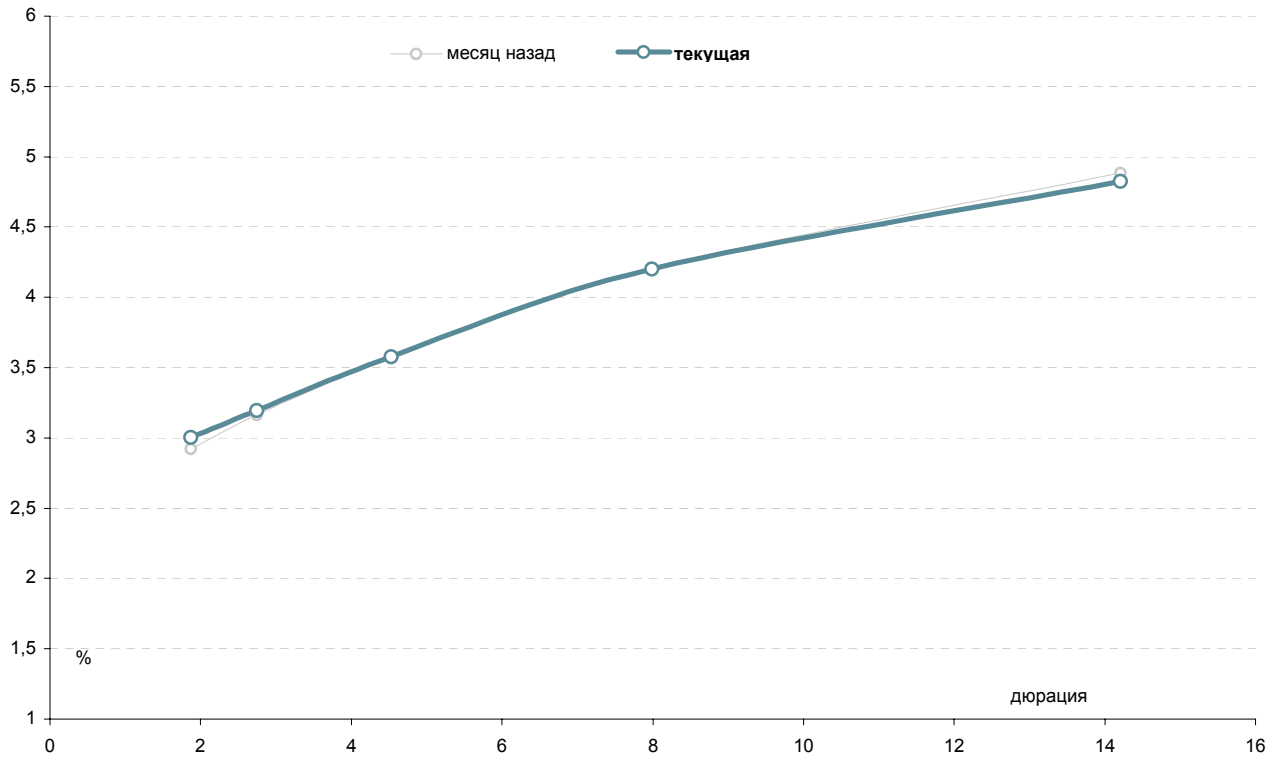
Исходя из нашего прогноза роста доходностей рублевых бумаг к концу года, мы рекомендуем инвесторам формировать торговые портфели за счет бумаг короткой/средней дюрации, избегая вложений в длинные корпоративные выпуски первого эшелона.

При этом наилучшие возможности для покупки, по всей видимости, складываются в субфедеральном сегменте, где процесс сокращения рискованных премий и дифференциации доходностей выпусков по кредитному качеству проходил гораздо менее активно, чем в корпоративных бумагах. Хотя общий «разброс» спреда по субфедеральным выпускам к московской кривой и сократился в 2004 году с 1000 б.п. до менее 600 б.п., доходности многих бумаг по-прежнему игнорируют различия в кредитных рисках.

В корпоративном сегменте похожая картина наблюдается в отношении многих бумаг третьего эшелона: рынок зачастую недооценивает выпуски с наилучшим среди прочих кредитным качеством, подводя всех эмитентов «под одну гребенку». Мы полагаем, что дефицит возможностей для спекулятивной покупки в первом эшелоне со временем заставит крупных участников пристальней приглядеться к субфедеральным и корпоративным выпускам второго-третьего эшелона, что приведет к более четкому сегментированию бумаг по кредитному качеству и устранению существующих рыночных неэффективностей.

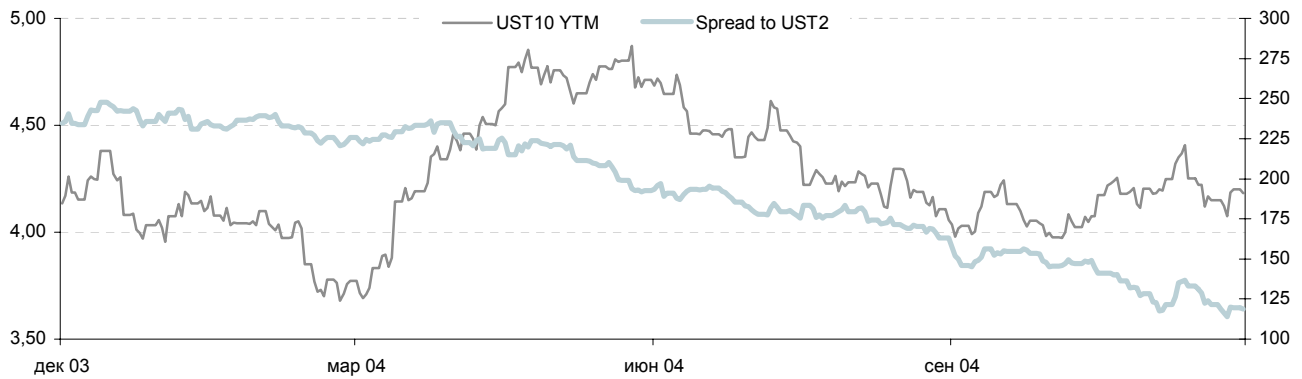
Приложение 1. US Treasuries

Кривая доходности Treasuries



Источник: Bloomberg

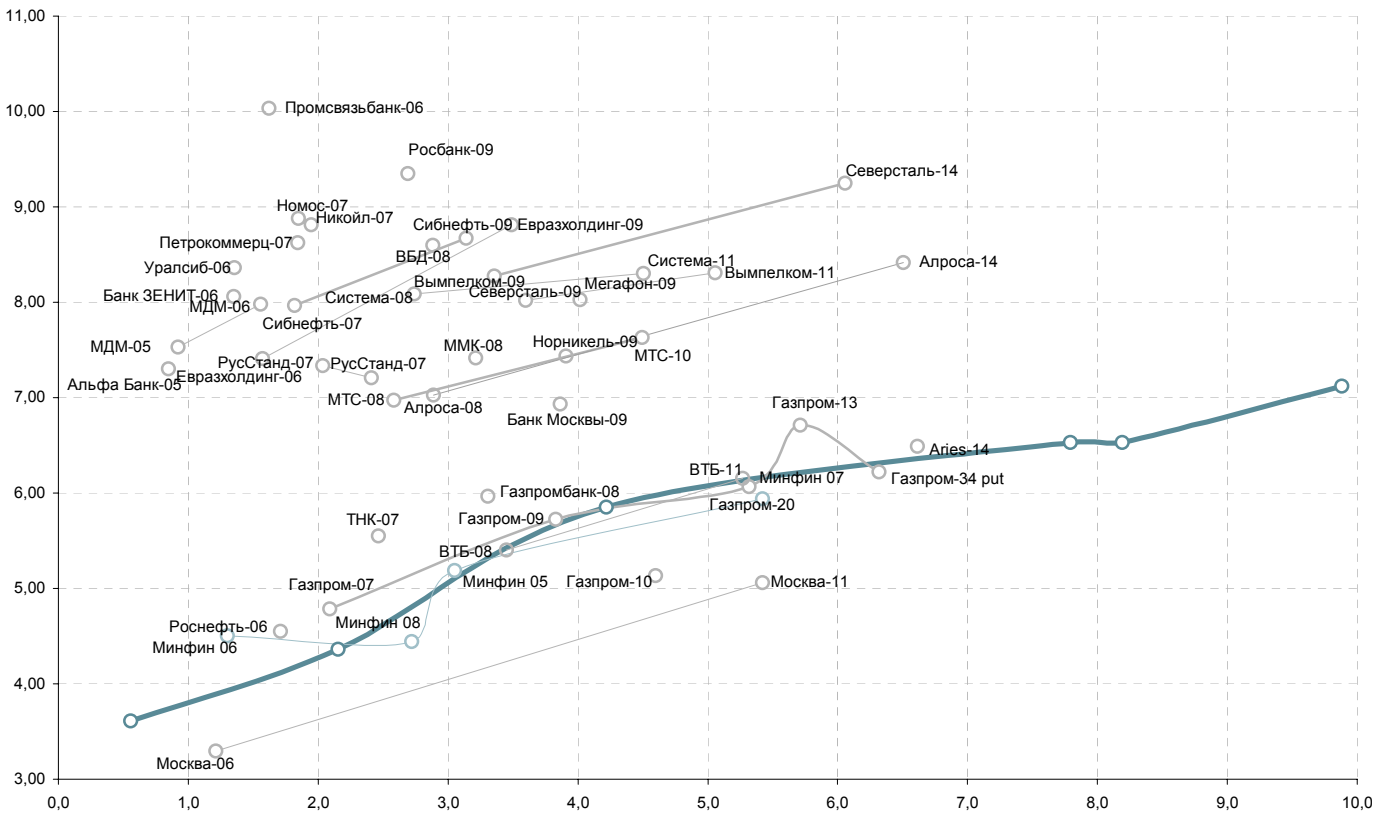
Динамика доходности UST10 и спреда к UST2



Источник: Bloomberg

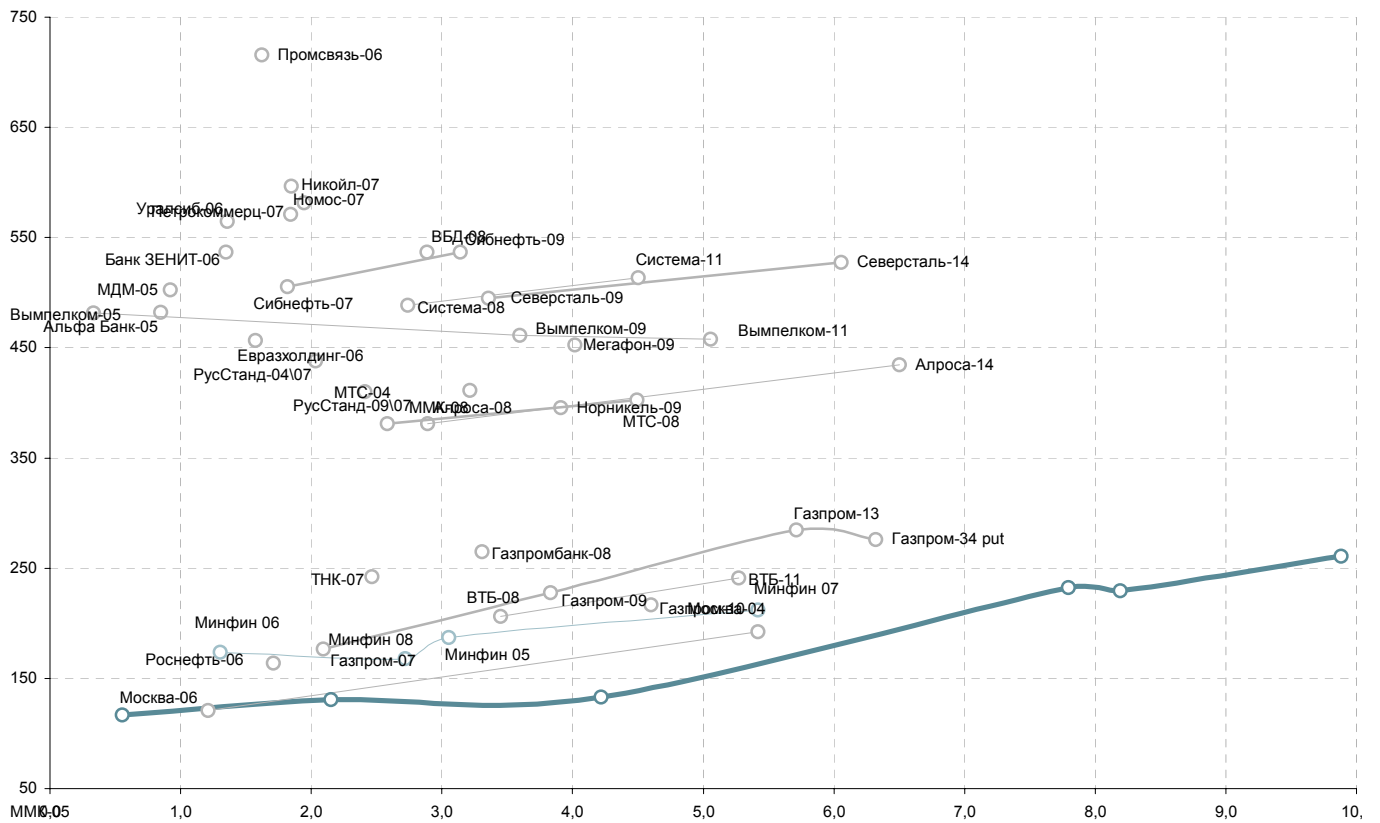
Приложение 2. Еврооблигации

Кривая доходности российских еврооблигаций



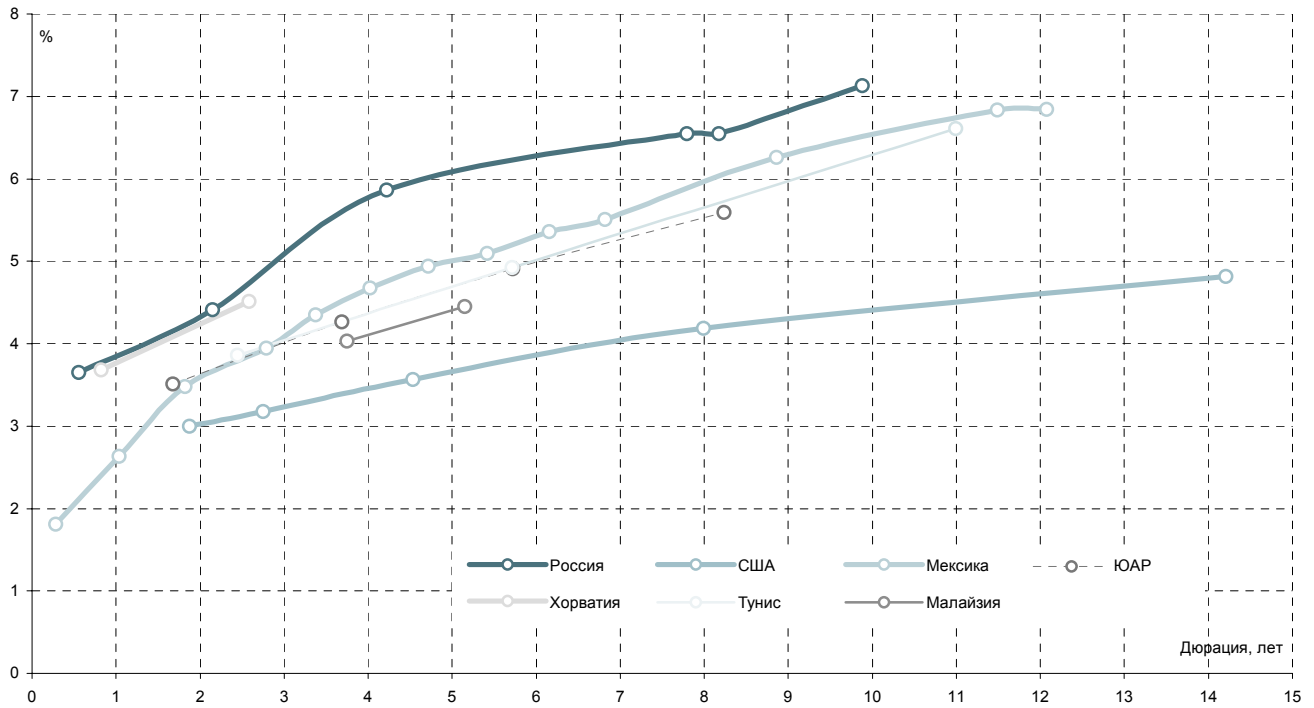
Источник: Bloomberg

Кривая спредов российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Котировки российских еврооблигаций

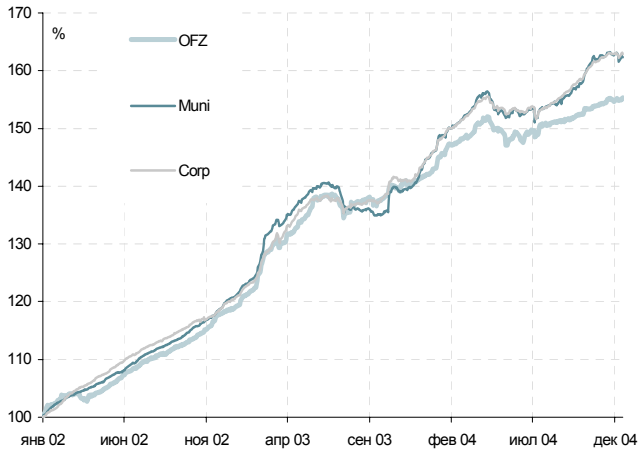
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-05 \$	24/07/2005	2 969	8,75	Baa3/BB+/BBB-	102,90	102,95	3,651	0,56	114
Russia-05 EUR	31/03/2005	1 250	9,38	Baa3/BB+/BBB-	101,80	101,84	2,414	0,27	49
Russia-07 \$	26/06/2007	2 400	10,00	Baa3/BB+/BBB-	113,00	113,25	4,415	2,15	131
Russia-10 \$	31/03/2010	2 820	8,25	Baa3/BB+/BBB-	110,59	110,79	5,859	4,23	226
Russia-18 \$	24/07/2018	3 467	11,00	Baa3/BB+/BBB-	139,38	139,88	6,549	7,79	222
Russia-28 \$	24/06/2028	2 500	12,75	Baa3/BB+/BBB-	163,50	163,75	7,13	9,88	242
Russia-30 \$	31/03/2030	18 400	5,00	Baa3/BB+/BBB-	102,49	102,69	6,538	8,19	176
Minfin-6 \$	14/05/2006	1 750	3,00	Ba1/BB+/BBB-	97,80	98,00	4,58	1,30	173
Minfin-8 \$	14/11/2007	1 322	3,00	BB+/BB+	95,88	96,13	4,488	2,72	131
Minfin-5 \$	14/05/2008	2 837	3,00	Ba2/BB+/BB+	93,13	93,33	5,224	3,05	188
Minfin-7 \$	14/05/2011	1 750	3,00	Ba1/BB+/BBB-	84,47	84,72	5,965	5,42	213
Aries-07 EUR	25/10/2007	2 000	FRN	Ba2e/BB+	105,00	105,51	-	-	-
Aries-09 EUR	25/10/2009	1 000	7,75	Ba2/BB+	113,45	114,08	4,514	4,03	159
Aries-14 \$	25/10/2014	2 436	9,60	(P)Ba2/BB+	121,84	122,34	6,52	6,62	234
Regional									
Moscow-06 EUR	28/04/2006	400	10,95	Baa3/BB+/BBB-	109,37	109,87	3,471	1,21	124
Moscow-11 EUR	12/10/2011	374	6,45	Ba1e/#N/A N.A./BBB-	106,81	107,81	5,146	5,42	192
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	25/04/2007	500	9,13	BB- /*	109,23	109,48	4,842	2,09	177
Gazprom-09 \$	21/10/2009	700	10,50	BB- /*	119,37	119,87	5,781	3,83	224
Gazprom-10 EUR	27/09/2010	1 000	7,80	BB- /*/BB /*+	111,98	112,98	5,228	4,60	216
Gazprom-13 \$	01/03/2013	1 750	9,63	BB- /*	117,62	118,12	6,746	5,71	278
Gazprom-20 \$	01/02/2020	1 250	7,20	BBB-/BBB-	106,01	106,26	6,555	9,07	217
Gazprom-34 \$	28/04/2034	1 200	8,63	Ba2e/BB- /*/BB /*+	116,69	116,94	7,235	11,65	242
Sibneft-07 \$	13/02/2007	400	11,50	Ba3 /*-/B	106,31	106,81	8,089	1,82	505
Sibneft-09 \$	15/01/2009	500	10,75	Ba3 /*-/B	106,49	106,99	8,74	3,14	534
TNK-07 \$	06/11/2007	700	11,00	Ba2/BB-/BB	114,02	114,27	5,592	2,46	241
Rosneft-06 \$	20/11/2006	150	12,75	Baa3/B	114,57	114,82	4,612	1,71	163
Telecommunications									
MTS-04 \$	21/12/2004	221	10,95	Ba3/BB- /*-	100,14	100,19	-45,926	0,00	-4813
MTS-08 \$	30/01/2008	400	9,75	Ba3/BB- /*-	107,36	107,61	7,02	2,58	380
MTS-10 \$	14/10/2010	400	8,38	Ba3/BB- /*-	103,16	103,41	7,659	4,50	399
Vimpelcom-05 \$	26/04/2005	250	10,45	B1/BB-	101,05	101,14	7,048	0,33	473
Industrials									
Sistema-08 \$	14/04/2008	350	10,25	B /*+/B	105,90	106,15	8,128	2,74	487
Sistema-11 \$	28/01/2011	350	8,88	(P)B3/B /*+/B-	102,19	102,69	8,354	4,51	465
Nornickel-09 \$	30/09/2009	500	7,13	Ba2/BB	98,51	98,76	7,467	3,91	394
MMK-05 EUR	18/02/2005	100	10,00	Ba3/BB-	100,67	101,67	2,252	0,16	36
MMK-08 \$	21/10/2008	300	8,00	Ba3/BB-/BB-	101,65	101,90	7,455	3,21	410
Severstal-09 \$	24/02/2009	325	8,63	B2/B+	100,69	101,19	8,348	3,36	493
Severstal-14 \$	19/04/2014	375	9,25	B2/B+/B+ /*-	99,49	99,99	9,289	6,06	518
WBD-08 \$	21/05/2008	150	8,50	B3/B+	99,46	99,71	8,638	2,89	536
Alrosa-08 \$	06/05/2008	500	8,13	B2/B	102,98	103,23	7,07	2,89	380
Evrzholding-06 \$	25/09/2006	200	8,88	B3/B	102,10	102,35	7,487	1,574	456
Evrzholding-09 \$	03/08/2009	325	10,88	B3/B	107,41	107,66	8,845	3,487	534
Banks									
Sberbank-06	24/10/2006	1 000	3,86	Baa2/BBB-	100,64	100,89	3,828	0,10	-
Vneshtorgbank-08	11/12/2008	550	6,88	Baa2/BBB-	104,95	105,20	5,435	3,45	205
Vneshtorgbank-11	12/10/2011	450	7,50	Baa2/BBB-	107,12	107,37	6,176	5,27	238
Gazprombank-05 EUR	04/10/2005	150	9,75	Baa2/B+	104,45	105,45	3,182	0,76	106
Gazprombank-08 \$	30/10/2008	1 050	7,25	Baa2/B+	104,10	104,35	6,002	3,31	264
Bank of Moscow-09 \$	28/09/2009	250	8,00	Baa2	104,00	104,25	6,962	3,87	343
Alfa Bank-05 \$	19/11/2005	175	10,75	Ba2/B/B	102,74	102,96	7,423	0,85	480
MDM-05 \$	16/12/2005	200	10,75	Ba2/B+	102,75	102,98	7,658	0,92	501
MDM-06 \$	23/09/2006	200	9,38	Ba2/B/B+	101,91	102,21	8,075	1,56	515
Bank ZENIT-06 \$	12/06/2006	125	9,25	B1/B-	101,27	101,61	8,186	1,35	536
Uralsib-06 \$	06/07/2006	140	8,88	B-/B	100,36	100,72	8,487	1,36	564
Nomos-07 \$	13/02/2007	125	9,125	B1/B	99,97	100,45	9,004	1,85	597
Petrocommerce-07 \$	09/02/2007	120	9,00	B1/B	100,23	100,70	8,746	1,84	571
Nikoil-07 \$	19/03/2007	150	9,00	B1/B	100,11	100,36	8,872	1,95	582
Russian Standard-07 \$	14/04/2007	300	8,75	Ba3 /*+/B	102,44	102,94	7,453	2,04	438
Russian Standard-07 \$	28/09/2007	300	7,800	Ba3 /*+/B	101,20	101,45	7,255	2,41	410
Promsviaz-06 \$	27/10/2006	100	10,25	B1/B-	100,08	100,32	10,111	1,62	715
Rosbank-09 \$	24/09/2009	225	9,75	Ba3e/B+	102,43	102,68	9,083	3,74	566

Источник: Bloomberg

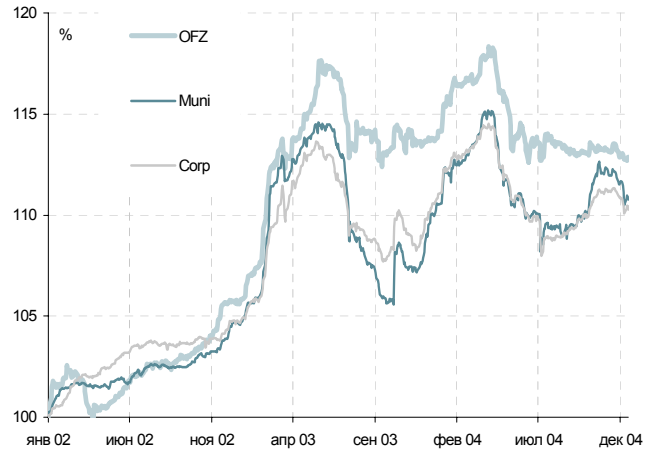
Приложение 3. Российский долговой рынок

Индексы рынка рублевых облигаций

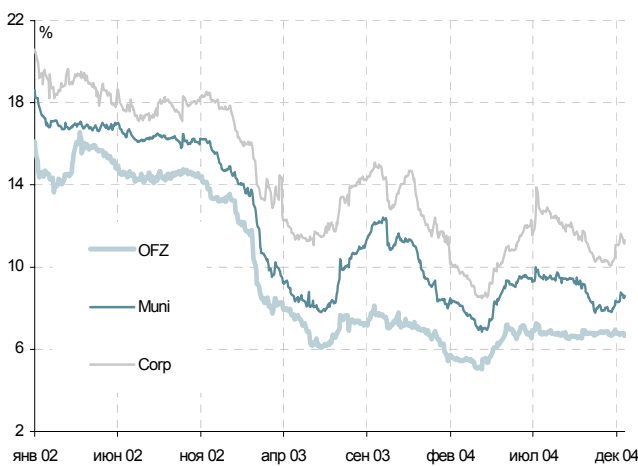
Индекс совокупного дохода



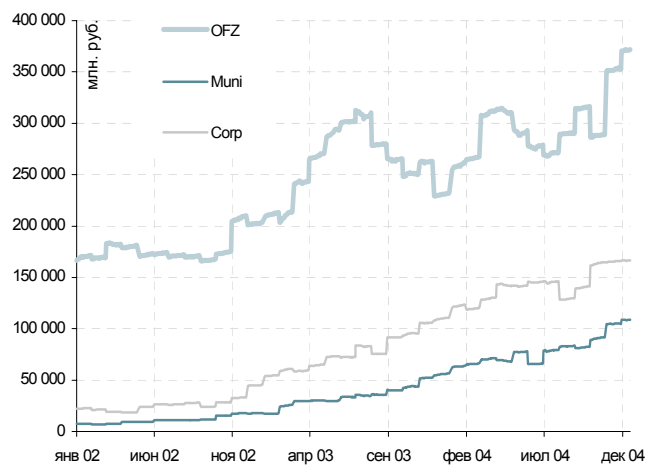
Индекс цен



Динамика доходности



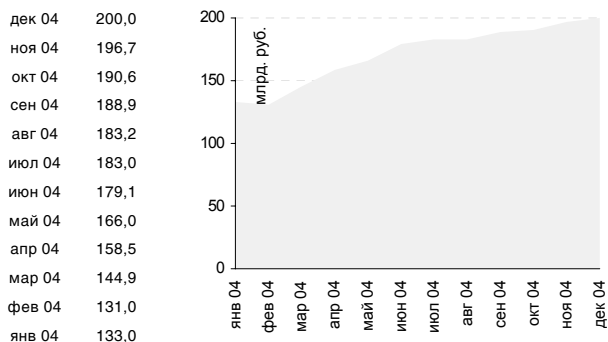
Динамика капитализации



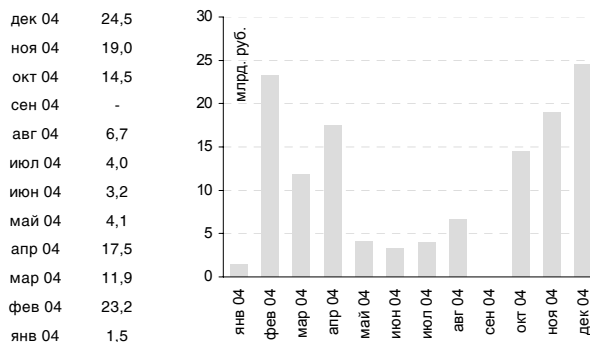
Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ
Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytcs/index/>

Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

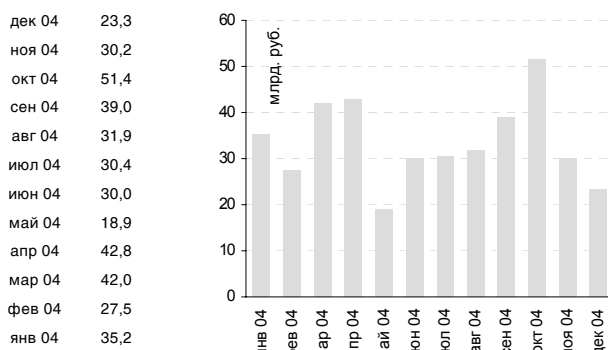
Емкость рынка*



Первичные размещения



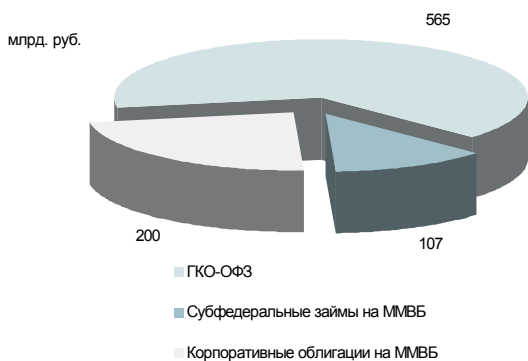
Биржевой оборот** (ММВБ)



Динамика показателей денежного рынка



Структура рынка по объему в обращении



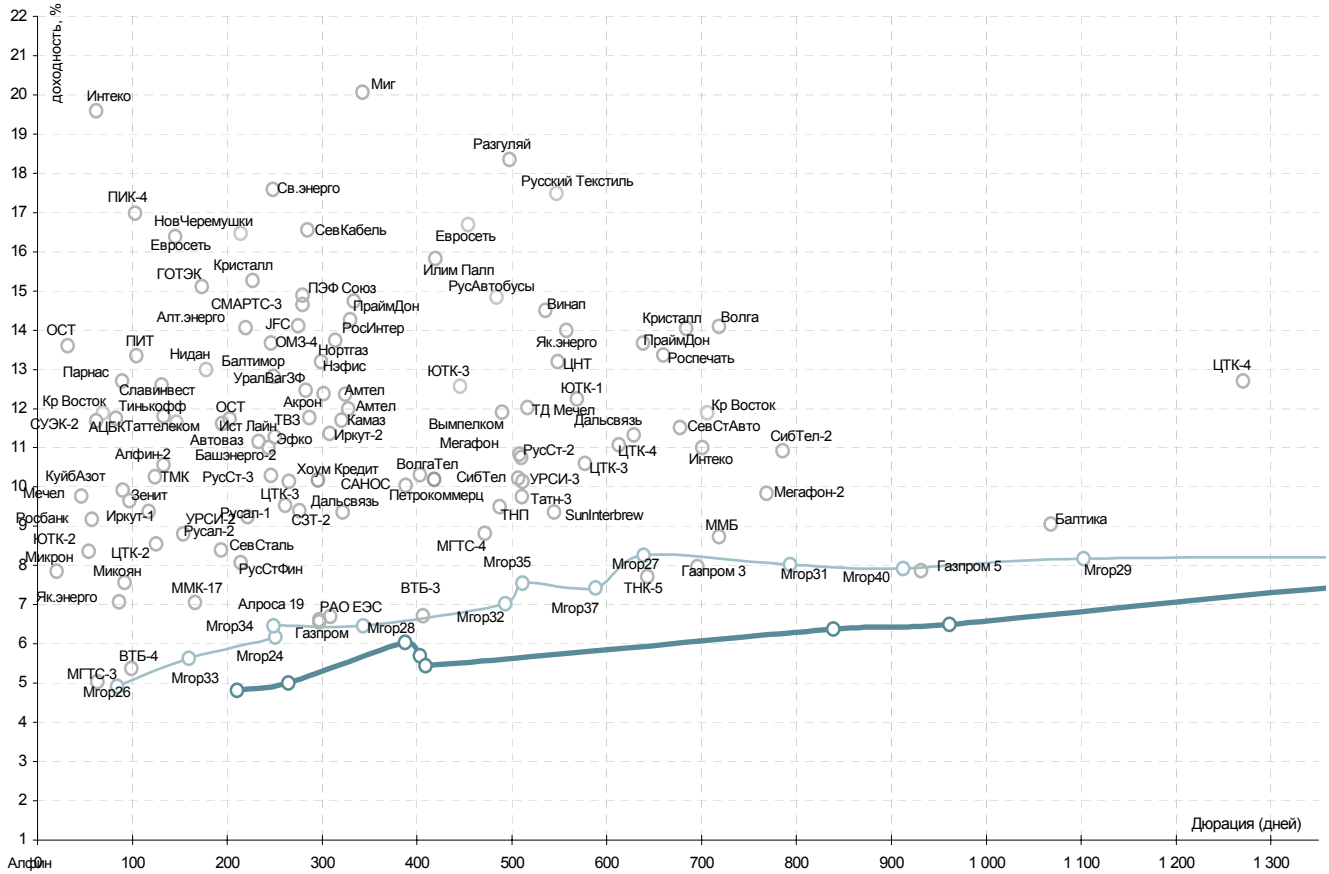
Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Примечания к таблице:

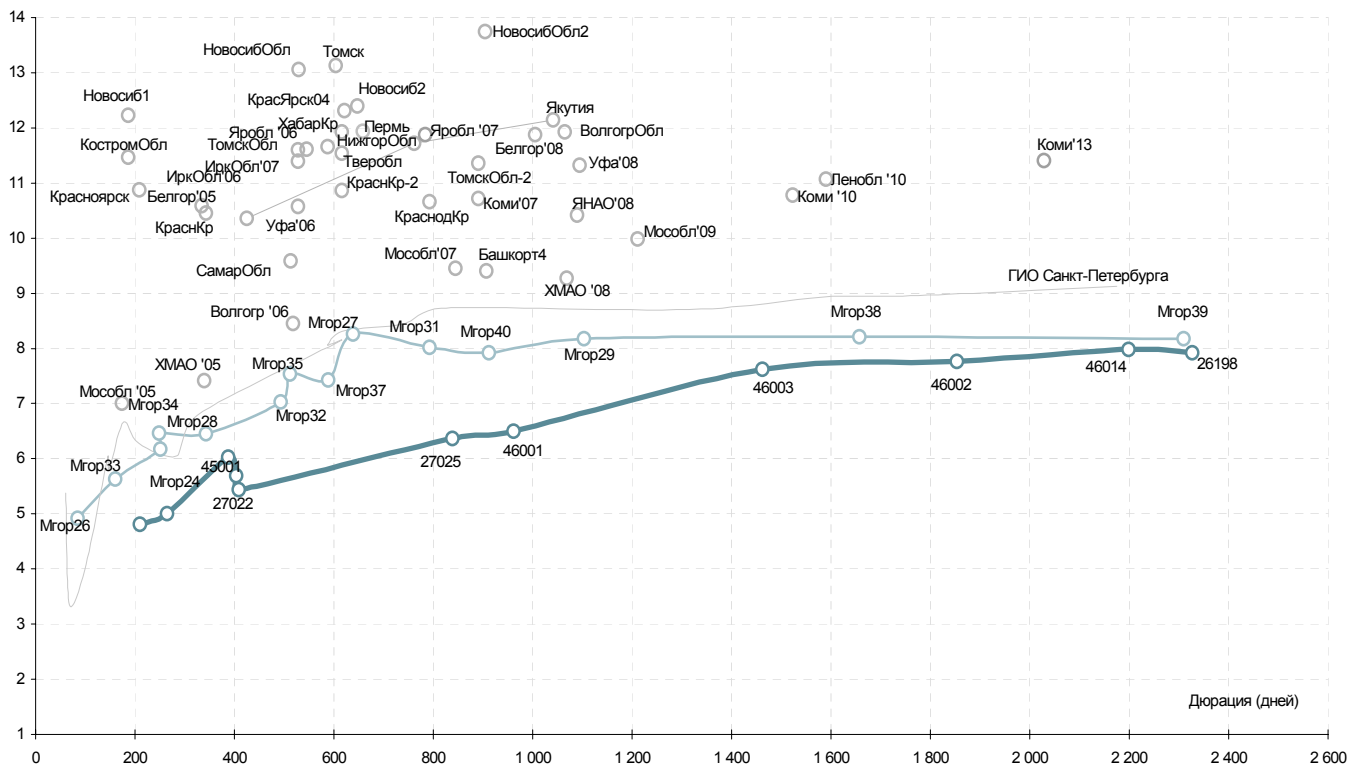
* Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

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

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ



Инвестиционный Департамент

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

Начальник Департамента	Вадим Соломахин	vadim@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Пospelов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Еврооблигации	Владислав Григорьев	v.grigoriev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Акции	Игорь Чемолосов	i.chemolosoov@zenit.ru
Доверительное управление активами	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Конверсионные операции	Алексей Воробьев	a.vorobiev@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции Облигации	research@zenit.ru firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Анастасия Шамина	a.shamina@zenit.ru
Еврооблигации	Константин Павлов	k.pavlov@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Акции	Евгений Суворов	e.suvorov@zenit.ru
Акции	Иван Карачинский	i.karachinsky@zenit.ru
Управление валютно-финансовых операций		gko@zenit.ru
Начальник управления	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Управление корпоративного финансирования		
Начальник управления	Максим Васин	vasin@zenit.ru

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

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

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

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