

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Стратегия на 2007 год

Содержание:

Рынок еврооблигаций	2
Прогноз базовых активов	2
Развивающиеся рынки	7
Российский сегмент	8
Рублевые облигации	12
Приложение	17

Мы считаем весьма вероятным сохранение ставки на текущем уровне 5.25% в течение большей части 2007 года, при этом в случае более глубокого замедления экономики (ниже 2%), не исключаем ее возможного понижения один раз на 25 б.п. На этом фоне доходности 2-летних бумаг будут колебаться в коридоре 4.4-5%, 10-летних – 4.3-4.9% соответственно.

В 2007 году российскому сегменту, скорее всего, удастся достичь целевого уровня по спреду 80-90 б.п. В корпоративном секторе, учитывая, на наш взгляд, по-прежнему высокий объем размещений, особенно банковских выпусков, мы рекомендуем искать инвестиционные возможности в эмитентах, предлагающих неадекватно высокие премии на первичном рынке. Примером тому могут служить рекомендации по выпускам Петрокоммерца-09 и Славинвестбанка-09. Кроме этого, мы рекомендуем к покупке евробонды Системы-11 и Вымпелкома-16.

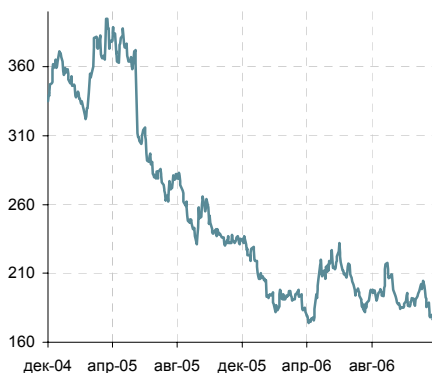
Мы полагаем, что избыток рублей в российской финансовой системе, обеспечивающий короткие ставки на уровне 1%-3%, в 2007 будет становиться все более экзотическим явлением, и кривая внутренних процентных ставок окончательно приобретет плоский вид.

Наиболее значимый эффект «охлаждения» денежного рынка, скорее всего, можно будет наблюдать в третьем эшелоне: в условиях отсутствия избытка ликвидности у эмитентов низкого кредитного качества могут возникнуть проблемы с рефинансированием существующего долга. Как следствие, вероятность первых дефолтов на рынке в 2007 году, на наш взгляд, существенно выше, чем на рубеже 2005/2006.

Мы рекомендуем инвесторам в высокодоходном сегменте делать ставку на быстрорастущие компании, которые, в то же время, либо уже близки к завершению стадии экстенсивного роста и начинают переориентироваться в сторону качественного развития (т.е. начинают делать ставку на рост рентабельности, структурные изменения, улучшение прозрачности), либо изначально имеют «запас прочности» в виде относительно высокой нормы прибыли. В частности, мы выделяем некоторых представителей отраслей, ориентированных на растущий потребительский спрос: потребительский сектор, розничная торговля и отчасти строительство.

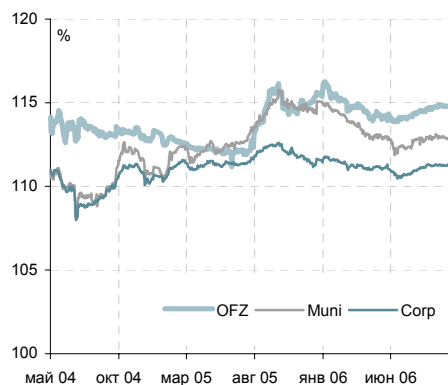
В качестве ориентира доходности длинных ОФЗ (серия 46018) на конец 2007 года мы видим диапазон 6.25%-6.5%, предполагающий максимальное снижение в пределах 25 б.п. с текущих уровней в случае более позитивного влияния внутренних и внешних факторов.

Динамика EMBIG Sovereign Spread



Источник: J.P. Morgan

Динамика ценовых индексов ZETBI



Источник: Банк ЗЕНИТ

Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

www.zenit.ru

Рынок еврооблигаций

«Давайте делать паузы в пути,
смотреть вокруг внимательно
и строго.
Чтобы случайно дважды не пройти
одной и той неверною дорогой...»
А. Макаревич

Вряд ли члены ФРС знакомы с творчеством группы «Машина Времени», однако именно начало периода пауз в цикле ужесточения монетарной политики по праву можно считать ключевым событием уходящего года. В принципе подобные призывы к регулятору звучали гораздо раньше, однако экипаж ФРС настойчиво придерживался взятого еще в 2004 году курса. Причиной продолжения повышения ставки в первой половине текущего года стали высокие данные по экономическому росту, скачок цен на нефтяном рынке, и, как следствие, ускорившаяся инфляция. В связи с этим инвесторы вынуждены были планомерно пересматривать свои ожидания - уже в начале июня в доходности базовых активов закладывалась ставка 5.5%. Однако и тут регулятор продемонстрировал свою непредсказуемость: объявив, что экономический рост и инфляция еще не в полной мере ощущают эффект предыдущих повышений, ФРС сделала паузу на уровне 5.25%, после чего на рынке стали формироваться устойчивые ожидания ослабления монетарных пут. Основной вопрос на следующий год, который, судя по всему, станет ключевым - оправданы ли подобные надежды?

На фоне неопределенности на рынке базовых активов и политических рисков развивающиеся рынки пережили несколько тяжелых периодов, однако сильные внутренние фундаментали помогли emerging markets выйти с честью (...и с прибылью) из сложившейся ситуации: total return EMBIG Composite за 2006 год составил 9.5%, а спрэд EMBIG сузился до рекордных 174 б.п.

Российский сегмент, вопреки оптимистичным прогнозам, показал достаточно умеренную динамику: хотя двое из трех агентств приблизили Россию еще на один шаг к классу «А», российский спрэд так и не смог достичь целевых уровней 80-90 б.п., оставшись выше 100 б.п. Основной характеристикой корпоративного сектора стал продолжающийся рост предложения на первичном рынке, что вынудило большинство эмитентов на весьма привлекательные премии при размещении. Хотя мы ожидаем в следующем году сохранения высокой активности эмитентов, мы полагаем, что установленные нами целевые уровни по спрэдам суверенных (80-90 б.п.) и корпоративных (170-180 б.п.) бумаг имеют высокие шансы на реализацию.

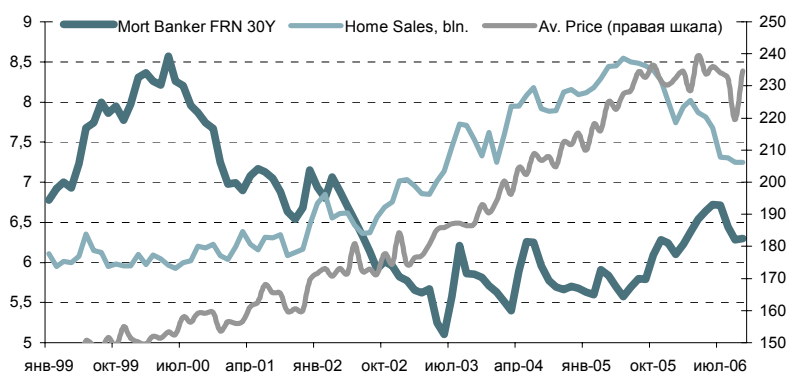
Прогноз базовых активов

Случилось то, что должно было случиться - в июне регулятор последний раз повысил ставку на 25 б.п., закончив тем самым 2-летний период ужесточения монетарной политики. Хотя само по себе событие было ожидаемым, уровень, который станет финальным, до поры до времени оставался загадкой и в течение года вызывал периоды неопределенности и, как следствие, высокую волатильность. Поскольку прогноз действий ФРС, основанный на анализе выходящей статистики, оставался ключевым драйвером в динамике Treasuries, и, судя по всему, в следующем году сохранит за собой эту роль, стоит подробнее разобраться, в каком состоянии на рубеже лет пребывает крупнейшая мировая экономика.

Процесс восстановления после ураганов Катрин и Рита благоприятно сказался на результатах начала года: после 1.8% в четвертом квартале 2005, за первые три месяца экономика выросла на 5.6%. Однако затем вектор на замедление темпов стал все более очевидным.

Пожалуй, главный предмет дискуссии - ситуация на рынке недвижимости: начиная с майского заседания, ФРС отмечает в итоговой стенограмме замедление рынка недвижимости в качестве одной из главных угроз для экономики. С начала года совокупный (первичный + вторичный) объем продаж жилья упал на 10% до минимумов 2003 года, и только последние пару месяцев мы наблюдаем определенную стабилизацию. Как мы уже неоднократно отмечали, фактор стабилизации объясняется, главным образом, снижением ипотечных ставок, коррелирующих с доходностями UST: в первой половине года ставка по 30-летним кредитам выросла на 60 б.п., но с момента окончания цикла ужесточения монетарной политики она вернулась на прежние уровни.

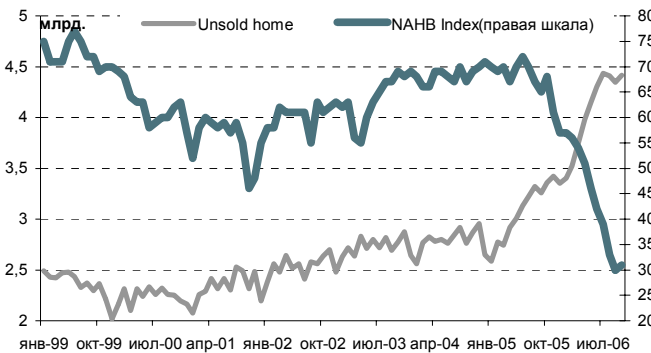
Суммарный объем продаж жилья, медианная цена, индекс ипотечных 30-летних ставок



Источник: Bloomberg

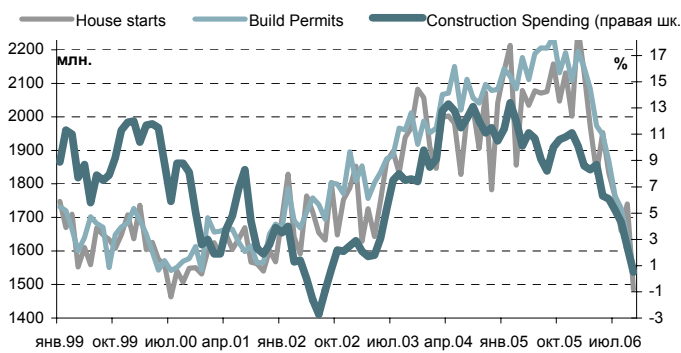
Продолжит ли рынок недвижимости замедляться, либо нас ожидает стабилизация, и как это отразится на экономике? На наш взгляд, хотя рынок недвижимости будет ощущать определенную поддержку со стороны низких ипотечных ставок и продолжающегося роста доходов, негативные настроения будут оставаться преобладающими, и дело тут вот в чем. Основным отрицательным моментом для строительного сектора сейчас является существенный рост запасов: с начала года суммарный объем непроданного жилья вырос на 31% до 4.4. млн. (3.85 на вторичном и 0.56 на первичном). При этом надо отметить, что текущая цифра не включает в себя расторгнутые контракты, число которых трудно оценить, но по оценкам различных застройщиков их объем по сравнению с предыдущим периодом вырос в два раза. И даже если на рынке возникнет рост покупательской активности, он наверняка будет в основном поглощаться за счет существующего навеса предложения.

Объем непроданных домов, NAIHB



Источник: Bloomberg

Начало строительства и кол-во выданных разрешений, расходы на строительство

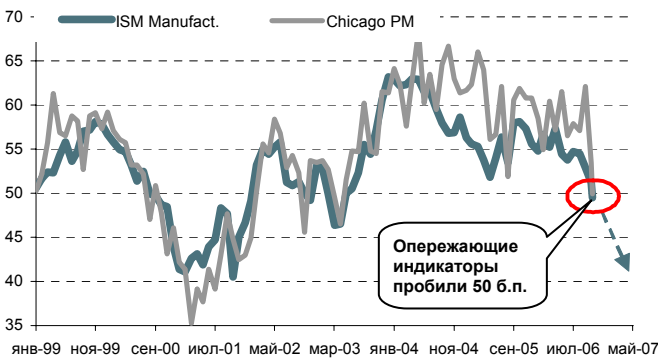


Источник: Bloomberg

В этой связи затруднительно говорить о возможности повышений цен, а это означает снижение интереса к строительному сектору как альтернативному источнику инвестиций, что после лопнувшего фондового пузыря в начале 2000-х годов стало очень актуально для американских домохозяйств. Все это нежелательным образом скажется на прибылях строительных корпораций и непосредственно на их деятельности. Так объем начатого строительства и выданных разрешений уже упал до 6-летнего минимума, при всем при этом наблюдается значительное сокращение расходов на строительство, а индекс уверенности NAIHB, отражающий текущие продажи и прогноз на ближайшие полгода, находится в районе многолетнего минимума (33 п.). Резюмируя вышесказанное, можно говорить о том, что объем продаж в строительном секторе практически вернулся к темпам, предшествующим инвестиционному буму, связанному с падением фондового рынка, и благодаря обозначенным факторам может здесь стабилизироваться. Однако накопленное первичное предложение создает предпосылки для снижения активности строительных и смежных компаний.

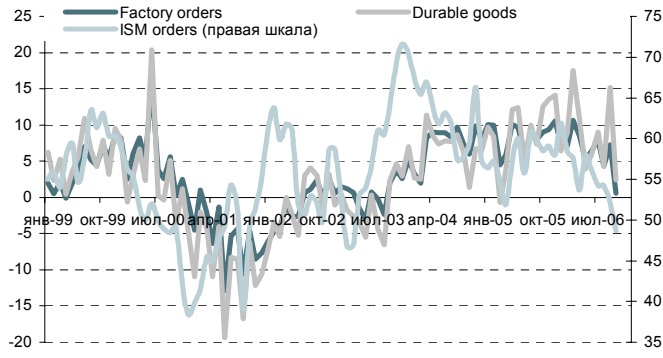
Ситуация на рынке недвижимости является ядром для всей экономики: темпы роста ВВП во втором и третьем кварталах сократились с 5.6% до 2.6% и 2.2% соответственно «благодаря» в основном опять же отрицательному вкладу residential investment (-17.4%). Отдельные индексы деловой активности уже снизились ниже сигнальных уровней, отражая тем самым продолжающееся замедление промышленности в текущем квартале. Так впервые за три года индекс деловой активности ISM Manufacturing опустился ниже 50 п. – 49.5 п., что соответствует примерно 2.4% экономическому росту, и по ожиданиям главы ISM, может упасть в ближайшие месяцы до 42 п. При этом главным негативным моментом является падение new orders (48.7 п., -10 п. за год), что подтверждается как чикагским индексом менеджеров по закупкам, так и данными по заказам на товары длительного пользования. Данный фактор весьма важен, поскольку считается в определенном смысле индикатором будущего объема производства.

Индекс ISM в промышленности и Chicago Purchasing Manager



Источник: Bloomberg

Заказы предприятий и на товары длительного пользования



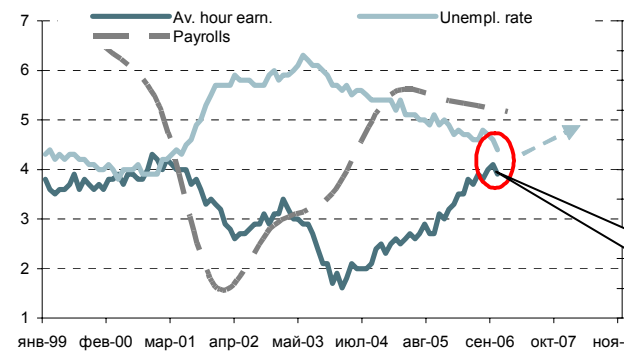
Источник: Bloomberg

Между тем, несмотря на охлаждение в промышленном секторе, потребительский спрос оказывает ощутимую поддержку экономике: так индекс деловой активности в сфере услуг с начала года остается около 60 п., а темпы роста розничных продаж стабилизировались в районе 5%. Объяснение данному фактору лежит в плоскости роста доходов и, как

следствие, высокой нормы расходов населения. В уходящем году экономика активно генерировала новые рабочие места - в среднем 147 тыс., что ненамного ниже предыдущего года (165 тыс.), благодаря чему уровень безработицы снизился до очередного 5-летнего рекорда 4.4%.

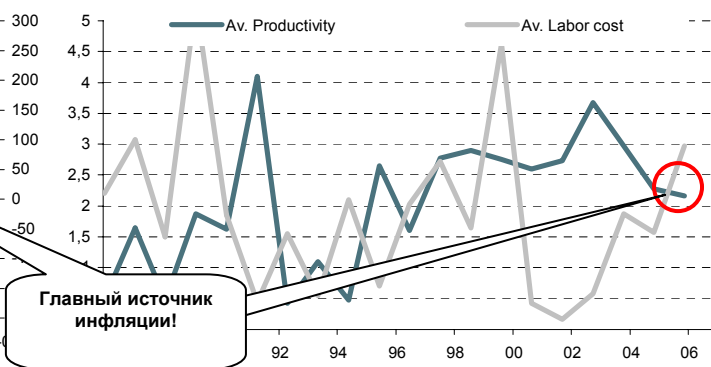
Проблема в том, что на фоне снижающейся производительности, столь позитивные характеристики носят ярко выраженную инфляционную направленность. Средняя почасовая оплата в годовом выражении выросла на 3.9%, а издержки на единицу труда, составляющие 2/3 стоимости товаров - на 2.3%, притом что среднегодовые темпы роста за последние 5 лет составляли около 1%. Необходимо отметить, что, по некоторым оценкам, производительность труда, фактор во многом обеспечивающий понятие безинфляционного роста, в ближайшее время будет оставаться на низком уровне.

Уровень безработицы, рост почасовой зарплаты и среднегодовой прирост рабочих мест



Источник: Bloomberg

Среднегодовая производительность и темпы роста издержек на единицу труда

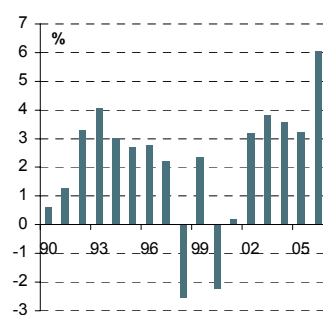


Источник: Bloomberg

Все это говорит, о том, что текущее состояние рынка труда сохраняет инфляционный характер, и его поведение, пожалуй, будет центральной темой в 2007 году. В то же время, мы полагаем, что спад активности в производственном секторе и на рынке недвижимости внесет свое слово в его ухудшение. Согласно консенсусным ожиданиям, в следующем году будет отмечаться плавный рост безработицы, в результате чего ее уровень вновь может приблизиться к 5%, последний раз наблюдавшемуся в 2005 году, когда инфляционные условия оценивались как взвешенные. Таким образом, несмотря на ожидаемую стабилизацию темпов экономического роста на уровне 2-2.4%, мы полагаем, что ориентировочно к середине года в экономике сформируются условия для снижения инфляционного давления.

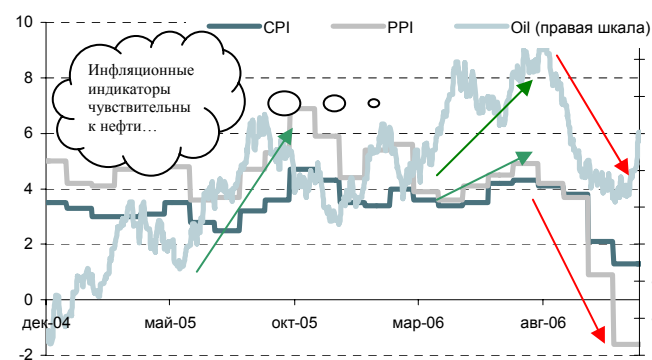
Переходя постепенно к разговору об инфляции, стоит сказать пару слов еще об одном связующем звене – рынке нефти. Вопрос, на что сильнее влияют высокие цены на «черное золото» - замедление экономики или рост инфляции - всегда имел широкую дискуссию. С одной стороны, рост в цене барреля нефти приводит к увеличению издержек производителей и сокращению потребительских расходов на различные товары в связи с ростом топливной доли. С другой стороны, всегда существует вероятность, что фактор производственных издержек может трансформироваться в повышение цен на товары, т.е. вызвать рост потребительских цен. На самом деле, как показывает практика, несмотря на высокую чувствительность общих инфляционных индикаторов, динамика индекса потребительских расходов (PCE) не содержит явного нефтяного отпечатка. Кроме того, произошедшее падение нефти на 20% с исторического максимума на фоне растущих корпоративных прибылей ослабляет сценарий перекалывания издержек на плечи потребителей. В этой связи мы ожидаем, что влияние рынка нефти на ценовую стабильность будет ограниченным.

Динамика среднеквартальных корпоративных прибылей



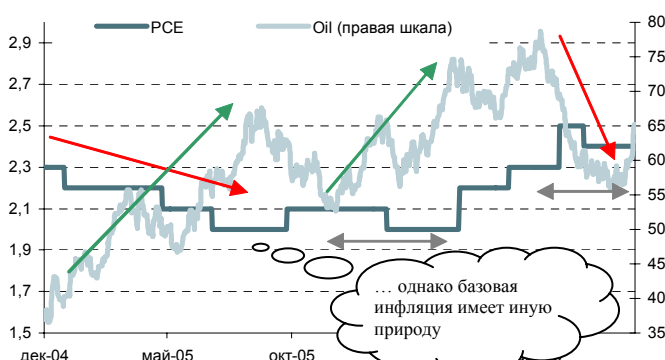
Источник: Bloomberg

Динамика нефти, CPI, PPI



Источник: Bloomberg

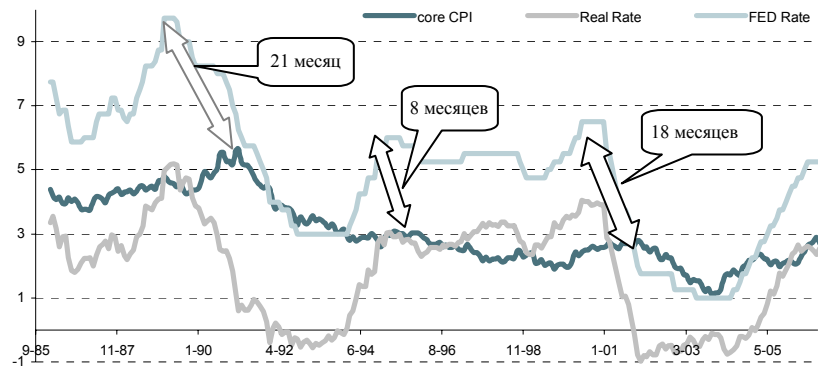
Динамика нефти и PCE



Источник: Bloomberg

Тем не менее, инфляция остается головной болью ФРС, ведь базовые индексы потребительской инфляции (CPI и PCE) остаются выше комфортного диапазона 1-2%. Несмотря на это, регулятор летом пошел на достаточно смелый шаг, высказав мнение о том, что эффект предыдущих повышений обеспечит постепенное снижение инфляционного давления, и прекратил повышение ставки.

Реальная процентная ставка



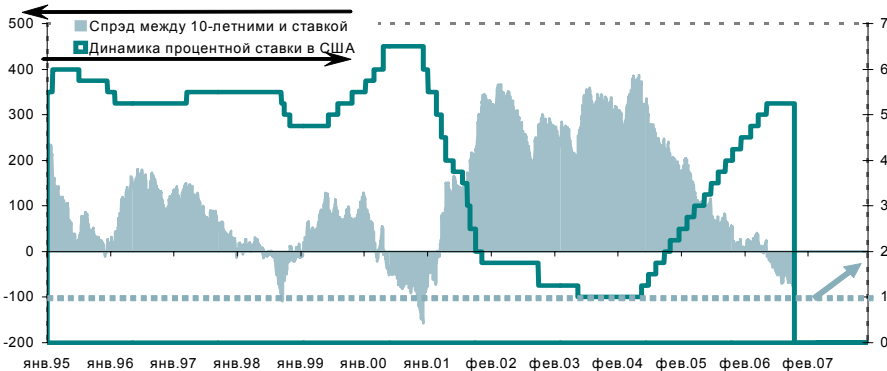
Источник: Bloomberg

В принципе можно говорить о справедливости данного утверждения. Если рассмотреть предыдущие циклы повышения ставки, то они никогда не давали мгновенного результата: обычно сигналы о замедлении инфляции поступали спустя год-полтора. С момента текущего окончания цикла повышений прошло лишь полгода, поэтому неудивительно, что сигналы о замедлении инфляции пока достаточно слабые. В этой связи **мы полагаем, что ФРС займет выжидательную позицию с целью получения подтверждения высказанным ранее предположениям.**

Собственно подобные ожидания не должны быть сюрпризом для инвесторов - об этом говорит и сама ФРС. Более того, на протяжении последнего времени чиновники, в том числе и сам председатель, регулярно отмечают слишком высокие инфляционные риски. И здесь необходимо отметить еще пару фактов. Во-первых, ежегодно происходит смена голосующих членов комитета, и в 2007 году мы отмечаем увеличение глав ФРБ, активно заявляющих о необходимости более агрессивного контроля за ценовой стабильностью. Так глава ФРБ Чикаго Москоу не упускает случая, чтобы не отметить возможность повышения ставки. О слишком высокой инфляции регулярно говорят также главы Сент-Луиса Пул и Канзаса Хоениг. Во-вторых, из двенадцати членов комитета половина, включая председателя (Бернанке, Мишкин, Крознер, Гейтнер, Москоу, Пул), в той или иной мере выражали поддержку переходу политики к заданию четкой цели по инфляции. На наш взгляд, с учетом того, что в принципе большинство чиновников продолжают говорить о диапазоне 1-2%, цель по инфляции может быть установлена по верхней границе 2%, что потребует агрессивного выполнения цели и в текущих условиях значительно увеличивает вероятность более агрессивного антиинфляционного сценария. Но даже в наиболее вероятном случае сохранения плавающей политики ФРС, **очевидно, что в ситуации смешанных сигналов о состоянии экономики и по-прежнему высокой инфляции наиболее логичным является текущая политика ФРС неизменности ставки.** При этом регулятор будет как можно дольше дожидаться реализации сценария с естественным замедлением инфляции, поскольку: во-первых, как мы могли убедиться, сама политика ФРС стала более взвешенной и осторожной, а, во-вторых, нельзя исключать психологического фактора - возврат к повышению будет носить резко негативный характер, поскольку вызовет сомнение в способности ФРС контролировать процессы. **Что же касается дальнейшего развития событий, то в случае более существенного, нежели ожидается, падения темпов экономического роста (ниже 2%), мы не исключаем одного понижения ставки во втором полугодии.** При этом, все та же взвешенность и осторожность решений не позволяет рассуждать о более агрессивном ослаблении монетарных пут.

А что же рынок Treasuries? Он после окончания серии повышений полностью сконцентрировался на сигналах замедления экономики, демонстрируя снижение доходности до минимальных с начала года уровней и отыгрывая тем самым скорое понижение ставки. Согласно рынку евродолларовых контрактов, на конец первого полугодия 2007 года инвесторы практически уверены в двух снижениях ставки до 4.75%, при этом до конца года существует вероятность еще одного понижения до 4.5%. В результате сейчас дисконт UST10 к ставке составляет порядка 60-70 б.п., что последний раз наблюдалось в начале 2000-х годов.

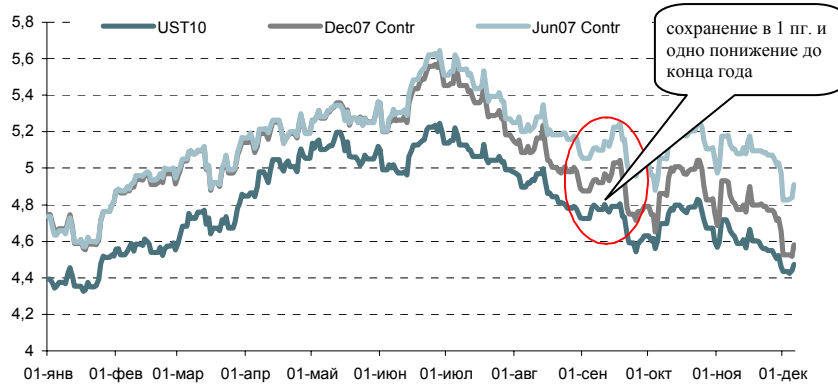
Динамика ставки и ее спреда с 10-летними Treasuries



Источник: Bloomberg

Однако в данный момент, на наш взгляд, с учетом обозначенных выше проблем ситуация отличается: несмотря на общие настроения, агрессивное смягчение монетарной политики выглядит далеко не очевидным. Если в 2001 году средние темпы роста ВВП находились в районе нуля, то на следующий год большинство прогнозов предполагает 2-2.4%. Поэтому даже если доходности казначейских бумаг продолжат закладывать замедление экономики, мы полагаем, что данный процесс весьма ограничен по своей динамике – **вряд ли мы увидим дисконт к ставке ниже 100 б.п. (4.3%)**. При этом по мере понимания того, что ставка будет оставаться неизменной долгое время, мы ожидаем, что произойдет переоценка текущих уровней в сторону их повышения, что, собственно говоря, мы фактически уже наблюдаем. Насколько сильной может быть коррекция? На наш взгляд, можно опираться на те уровни доходностей, когда евродолларовые контракты указывали долгий режим пауз – это 4.8-4.9%.

Динамика доходности UST10 и евродолларовых контрактов

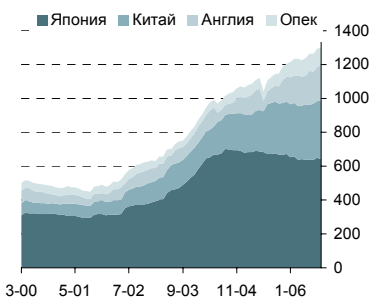


Источник: Bloomberg

Затем в случае возможного появления сигналов о сокращении инфляционного давления доходности казначейских бумаг вновь начнут плавно снижаться, приближаясь к установленному минимуму 4.3-4.4%. Однако с учетом всего лишь одного понижения, более глубокое падение доходностей выглядит проблематично. Таким образом, **мы полагаем, что на фоне отсутствия единой тенденции коридор колебаний доходностей UST10 сузится до 4.3-4.9%**. Предполагая сохранение инверсной кривой в ее текущем виде, диапазон для 2-летних бумаг может составить 4.4-5%.

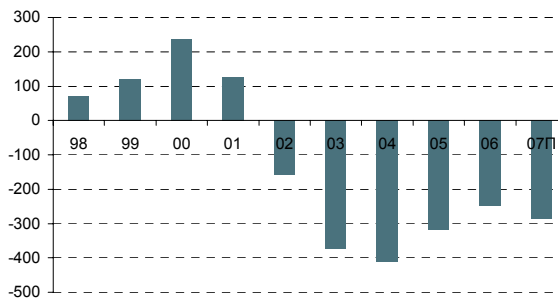
При этом, если раньше мы отмечали технический фактор поддержки в лице спроса на высоконадежные долларовые бумаги со стороны крупных иностранных держателей, то в наступающем году перспективы данного фактора неопределенны. Конец года ознаменовался резким падением курса доллара в связи с сигналами о замедлении экономики, в то время как статистика Еврозоны и непосредственно ЕЦБ говорят о возможности повышения ставки и, как следствие, сокращения процентного спреда. При этом проблема необходимости покрытия бюджетного дефицита никуда не испарилась, в связи с чем интерес инвесторов к долларovým активам будет оставаться ключевым техническим фактором для казначейских бумаг. С этой точки зрения многое будет зависеть от поведения крупнейших держателей – азиатских Центробанков. А их активность уже вызывает некоторые опасения: Япония второй год подряд демонстрирует отрицательные темпы роста накоплений (-4%). В свою очередь объем вложений Китая вырос всего на 10%, в то время как предыдущие 5 лет темпы роста составляли 30-50%. В этой связи, если присутствующие сейчас ожидания резкого укрепления юаня в перспективе оправдаются, это может создать дополнительный негатив на рынке.

Крупнейшие держатели Treasuries, млрд. долл.



Источник: Bloomberg

Исполнение госбюджета США, млрд. долл.



Источник: Bloomberg

Подводя итоги, мы подчеркиваем высокую вероятность сохранения ставки на текущем уровне 5.25% в течение большей части 2007 года, при этом в случае более глубокого замедления экономики (ниже 2%), не исключаем ее возможного понижения один раз на 25 б.п. На этом фоне доходности 2-летних бумаг будут колебаться в коридоре 4.4-5%, 10-летних – 4.3-4.9% соответственно.

Развивающиеся рынки

Текущий год для развивающихся рынков, хоть и оказался менее успешным, нежели 2005, прошел в целом в положительном ключе: спрэд EMBIG сократился на 60 б.п. установив новый минимум 174 б.п. при этом total return составил порядка 9.5% годовых (в 2005 спрэд -111 б.п., total return 11%). Основной движущей силой позитивных настроений стали окончание цикла повышений ставки в США, а также продолжающееся укрепление фундаментальных показателей отдельных стран, главным образом в Латинской Америке. Последний факт вылился в сокращение внешнего долга и дальнейшую переоценку кредитного качества: так Бразилия получила повышения от всех трех агентств до ВВ/Ва3/ВВ, Венесуэла – ВВ- от S&P, Турция – Ва1 от Moody's (+2 ступени), Аргентина – В2 от Moody's, В+ от S&P и В от Fitch, Тунис – А3 от Moody's. Кроме этого, политические риски, связанные с большим количеством выборов на ЕМ в уходящем году, обрели реальность лишь в Эквадоре, где к власти пришел представитель левых сил Корреа, заявивший о необходимости пересмотра действующих договоренностей по внешнему долгу (спрэд +8 б.п.).

Мы полагаем, что оптимистичные оценки останутся в силе для следующего года: с одной стороны мы не ожидаем возвращения ФРС к политике ужесточения монетарной политики. С другой, в связи с умеренным замедлением экономики США вряд ли стоит рассчитывать на резкое снижение спроса и, как следствие, цен на сырьевые товары, что будет оказывать поддержку экспортноориентированным экономикам. Тем не менее, поскольку главные «тяжеловесы» индекса EMBIG уже сейчас находятся вблизи справедливых уровней (Бразилия, Мексика, Россия – около 50%), мы ожидаем, что сокращение спреда EMBIG в следующем году будет весьма ограниченным.

Изменение спрэдов в 2006 году

Сегмент	Спрэд	Изм.
Composite	185,4	-51,629
Argentina	263	-241
Brazil	208	-100
Bulgaria	62	-28
Chile	89	9
China	54	-14
Colombia	186	-58
Cote D'Ivoire	3272	202
Dominican Republic	213	-165
Ecuador	691	30
Egypt	85	27
El Salvador	171	-68
Hungary	59	-15
Lebanon	412	166
Malaysia	69	-13
Mexico	124	-19
Morocco	0	-75
Nigeria	60	-269
Pakistan	169	-29
Panama	160	-79
Peru	132	-125
Philippines	175	-127
Poland	46	-16
Russia	106	-12
South Africa	85	-2
Thailand	52	-7
Tunisia	84	3
Turkey	225	2
Ukraine	185	1
Uruguay	203	-95
Venezuela	215	-98

Источник: J.P. Morgan

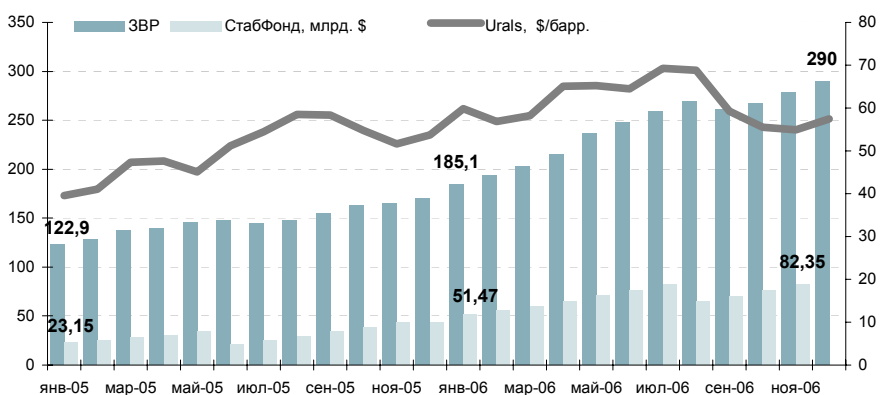
Российский сегмент

За год ситуация в сегменте российских еврооблигаций принципиально не изменилась. На протяжении всего года российский сегмент следовал за динамикой базовых активов, и если в 2005 мы стали свидетелями резкого сокращения спреда, то в текущем году, несмотря на отдельные колебания, он остался на текущем уровне, при этом total return по индексу EMBIG Russia составил всего лишь 6%.

Центральным событием, на которое возлагали надежды инвесторы, стало достижение договоренностей с Парижским клубом о досрочном погашении оставшейся суммы долга 22 млрд. долл. Хотя условия соглашения оказались хуже прошлого года, выплаченная премия, главным образом, была связана с необходимостью компенсации Германии обслуживания секьюритизированной части долга в виде выпусков Aries.

Таки или иначе, случившееся событие носит положительный окрас - государство смогло практически полностью избавиться от дорогого нерыночного долга, что не могло не отразиться на рейтинговых оценках: S&P и Fitch поочередно приблизили Россию еще на один шаг к классу А. При этом сопроводительные комментарии не стали сюрпризом и соответствовали «духу времени»: рейтинговые агентства отмечали дальнейшее улучшение показателей платежного баланса, а также рост золотовалютных резервов и стабилизационного фонда, что позволило правительству снизить объем долговой нагрузки. Действительно, несмотря на существенные колебания мировых цен на нефть, их по-прежнему высокий уровень создает прочную «подушку безопасности» российской экономике: к концу года объем ЗВР достиг 290 млрд. долл. (+57%), стабилизационного фонда 82 млрд. долл. (+60%).

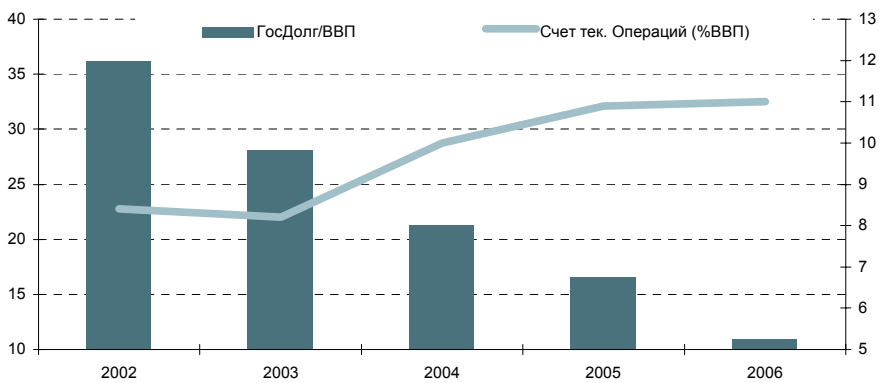
Динамика ЗВР, Стабфонда и стоимости Urals



Источник: Bloomberg

В результате окончательных расчетов с Парижским клубом объем государственного долга к ВВП постепенно приближается к 10%, в то время как медианное значение для стран категории ВВВ/Ваа по версиям S&P и Moody's составляет 33% и 24.7% соответственно.

Динамика государственного долга и счета текущих операций



Источник: Economist Intelligence Unit, Moody's

Сравнительные показатели долговой нагрузки

Рейтинг	Страна	ГосДолг/ВВП
BBB+	ЮАР	12,1
BBB	Казахстан	11
BBB	Тунис	60
BBB+	Венгрия	68
A-	Тринидад	24,9
A-	Израиль	92
A-	Чехия	30
A-	Малайзия	46,4
A	Словакия	35
A	Греция	104,6
A+	Италия	107

Источник: Economist Intelligence Unit, Moody's

Поскольку прогнозы на следующий год предполагают сохранение нефти на текущих уровнях (55-65 долл.), а профицитный бюджет формируется при ценах около 34 долл., мы полагаем, что все позитивные макроэкономические факторы для российской экономики останутся в силе. Между тем, очевидно, что после расчетов с Парижским клубом фактор снижения долгового бремени теряет свою ключевую роль в дальнейшем повышении рейтингов, и в предвыборный год **на первый план выходят политические риски** и опасения, связанные с увеличением государственных расходов. **В этой связи мы не предполагаем перевода России в категорию класса А в следующем году.** Единственная надежда могла быть связана с тем, что обычно либеральное агентство Moody's все еще не отреагировало по факту расчетов с Парижским клубом. Однако опубликованный агентством годовой отчет по российской экономике показывает, что, несмотря на все позитивные изменения,

Moody's пока придерживается текущей оценки рейтинга, и даже если повышение в ближайшее время произойдет вряд ли оно составит более одной ступени.

Тем не менее, на наш взгляд, текущий уровень спреда по-прежнему завышен. Говоря год назад об ориентирах, мы выразили надежду, что в 2006 спред России наконец-то сравняется с ЮАР (BBB+/Baa1/BBB+) и Тунисом (BBB/A3/BBB), чья суверенная премия сейчас оценивается в 85-90 б.п. Однако наши ожидания реализовались лишь отчасти: в начале мая спред EMBIG Russia повторил рекордный уровень 90 б.п., однако последовавшее затем расширение выше 100 б.п. так и не было преодолено. **Мы не видим причин для изменения наших ожиданий 80-90 б.п., по-прежнему считая, что российский сегмент должен торговаться на этих уровнях.** В то же время, поскольку временные рамки нашего прогноза сдвигаются, высказанное год назад предположение о новом ориентире в лице Китая, скорее всего, совпадет с повышением рейтингов до уровня «А» и будет иметь место в весьма отдаленной перспективе.

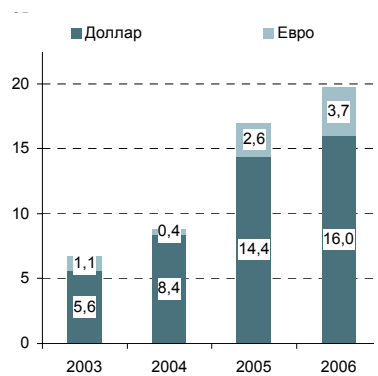
Динамика спредов EMBIG



Источник: Bloomberg

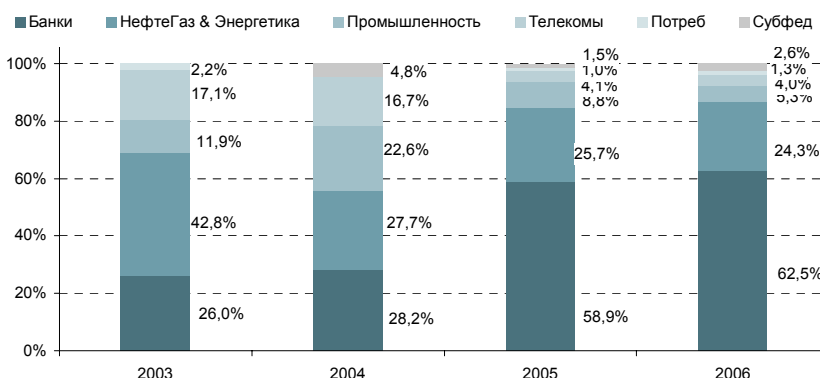
Если российское правительство продолжало курс на снижение объема внешнего долга, то в корпоративном секторе наблюдалась обратная картина: за прошедший год объем размещений эмитентов составил около 20 млрд. долл., что на 16% превышает уровень прошлого года. Как и в 2005 году, основными заемщиками выступили кредитно-финансовые организации, привлекшие 62% всего объема. Данный факт достаточно просто объясним: на фоне значительного роста банковский сектор испытывает острую необходимость в источниках финансирования. Более того, в силу специфики бизнеса для некоторых из них (яркий пример Русского Стандарта), рынок публичного долга - пожалуй, единственная возможность для поддержания высоких темпов роста кредитного портфеля. **Мы полагаем, что в ближайшем будущем с отраслевой точки зрения перевес в размещениях сохранится на стороне банков.** Причины этого кроются в следующем: помимо дальнейшего роста капитализации сектора, в 2007 году объем погашений корпоративных эмитентов составит около 7 млрд. долл. (без учета купонов), часть из которых, возможно, будет рефинансироваться новыми выпусками. И именно банковские евробонды стоят первыми в этом списке (3.8 млрд. долл. - 54%), притом что еще 12.3 млрд. рублей будет погашено банками на внутреннем рынке. Кроме этого, в первой тридцатке крупнейших кредитных учреждений остались эмитенты, уже публично озвучившие интерес к выходу на международные рынки долга.

Объем корпоративного сектора



Источник: Bloomberg

Отраслевая структура первичного рынка



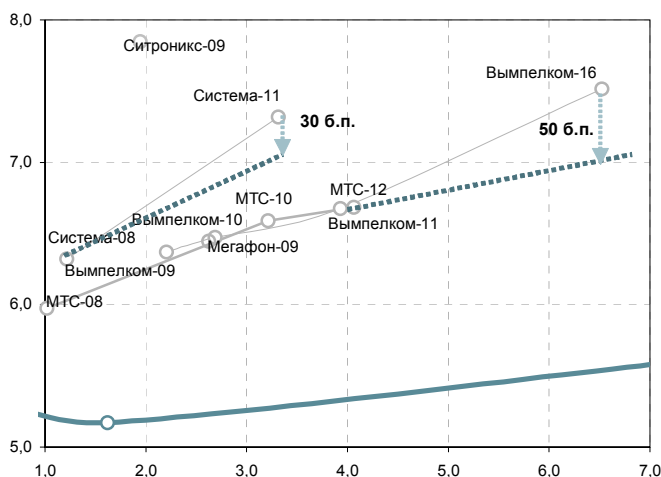
Источник: Bloomberg

Несмотря на достаточно высокое предложение, большая часть которого пришлась на довольно короткий период (60% выпусков разместилось осенью), глобальный позитив в лице прекращения повышения ставок в США и, как следствие, притока денег на EM помог рынку переварить весь предложенный объем. При этом по показателю совокупного дохода корпоративный сектор (на базе индекса RUB) обошел бенчмарк Россию-30 - 7.2% против 5.1% соответственно.

Тем не менее, как и суверенный, спред корпоративных бумаг индекса RUBI так и не достиг рекордных 170-180 б.п., лишь в середине декабря преодолев уровень начала года 200 б.п. Мы полагаем, что потенциал сужения спреда индекса RUBI существует, однако он весьма ограничен. На наш взгляд, спреда вполне по силам повторить исторический минимум, тем более, что по нашим оценкам средневзвешенный рейтинг корпоративного сектора вырос за год на одну ступень до BB+. В то же время, вряд ли мы увидим сокращение спреда ниже 170-180 б.п., косвенным подтверждением чему может быть оценка премии композитного индекса корпоративных выпусков США с рейтингом BB+ к кривой казначейских бумаг (180 б.п.).

Если же говорить о дальнейшем росте кредитного качества корпоративного сектора в целом, то мы полагаем, что вряд ли его оценка перейдет в инвестиционную категорию. С одной стороны, с учетом неизменности суверенных оценок, маловероятно повышение рейтингов квазисуверенных евробондов. С другой, ожидаемый апгрейд по отдельным эмитентам (к примеру, телекомы, Алроса, банки) будут компенсироваться дебютными выпусками компаний невысокого кредитного качества.

Переходя к рассмотрению отраслевой динамики евробондов, следует отметить, что наибольший доход принесли инвестиции в телекоммуникационный сектор, который воспользовался ограниченностью предложения бондов (всего один выпуск Вымпелкома, часть которого пошла на обмен более короткого), сильными финансовыми показателями и, как следствие, серией повышений рейтингов. В результате с начала года total return по RUBI Telecom составил 8.7%, и, по сути, это единственный сектор, вплотную приблизившийся к историческому уровню по спреду. Тем не менее, мы по-прежнему видим торговые идеи в бумагах телекоммуникационных компаний. В-первую очередь, мы считаем привлекательными бумаги **Вымпелком-16**: на наш взгляд, в условиях стремления кривых доходностей к плоскому виду, данный выпуск отстал от остальной кривой и должен торговаться на 50 б.п. ближе к суверенным евробондам. Аналогичного мнения мы придерживаемся относительно **Системы-11**: после сокращения разницы в рейтингах евробондов Системы-11 (B+/B3/B+) и дочерней МТС-10 (BB-/Ba3) до одной ступени, мы считаем текущий спред неоправданно высоким и ожидаем его сужения до 40 б.п.



Источник: Bloomberg

Другой инвестиционной возможностью, которая, исходя из наших ожиданий по размещениям, будет весьма актуальна и в следующем году, стал вал первичного предложения со стороны банков. Данный факт заставил многих эмитентов предложить инвесторам существенную премию, которая, как правило, исчезала на вторичном рынке (пример Альфа-банк, МДМ-банк, Межпромбанк, Банк СпБ). Однако на текущий момент сохраняется ряд инвестиционных идей: мы выделяем **Петрокоммерц-09** и **Славинвестбанк-09**. Первый из рекомендованных нами выпусков, был размещен с премией к своей кривой: евробонд, размещенный в марте этого же года сейчас торгуется на уровне 8%. В связи с этим мы полагаем, что новый Петрокоммерц-09 имеет шансы снижения доходности порядка 25 б.п.

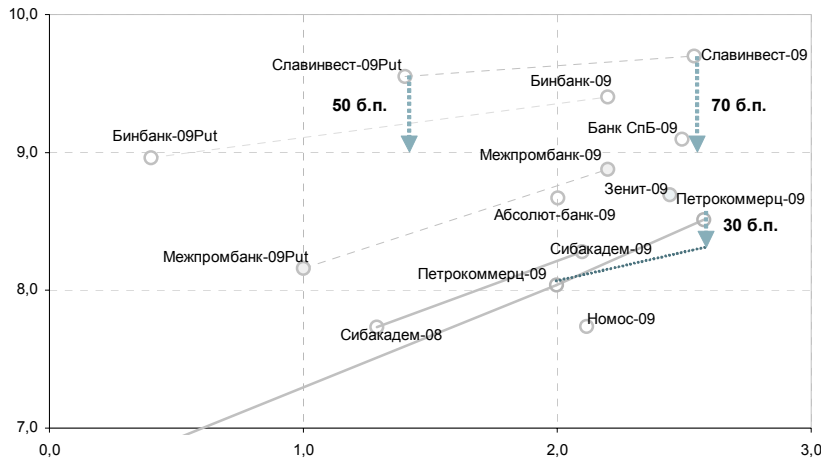
Сравнительная таблица банков на 01.10.06, млрд. рублей

Банк	Рейтинг	Чистые активы	Собственный капитал	Кредитный портфель	% потерь по КП	Депозитный портфель	H1(=>11%)	H2(=>25%)	H7(<=800%)
Петрокоммерц	B+/Ba3	107,63	11,8	53,6	0,07%	59,84	11,2%	57,6%	468,3%
Номос-Банк	Ba3/B+	101,90	10	46,8	0,38%	41,43	11,4%	62,2%	450,0%
Межпромбанк	B1/B	100,02	25,42	75,99	7,86%	34,54	32,6%	35,7%	66,7%
Сибкадембанк	B1/B	56,95	8,5	31,54	0,07%	31,11	15,7%	100,9%	104,7%
Бинбанк	B-/B-	55,26	6,8	41,96	н.д.	40,13	12,1%	36,7%	529,1%
Абсолют Банк	B1/B	49,30	5,76	28,05	0,01%	18,66	11,0%	48,9%	466,0%
Банк "Санкт-Петербург"	B1/B	43,70	5,36	33,58	1,16%	30,77	12,6%	41,5%	460,0%
Уралвнешторгбанк	B2	21,74	1,89	11,26	0,15%	15,36	11,3%	90,6%	313,0%
Славинвестбанк	B-/B1	19,59	2	12,94	0,26%	7,77	11,0%	35,2%	424,6%

Источник: РБК Рейтинг

Славинвестбанк (B-/B1) дебютировал на рынке с 3-летним займом и доходностью 9.875%. Банк опосредованно контролируется казахским Банком ТуранАлем (BB/Baa1/BB+): 15% напрямую и остальное через ТуранАлем Капитал. До конца 2007 один из крупнейших банков Казахстана планирует получить прямой контроль в российском партнере, что, на

наш взгляд, очень вероятно и должно позитивно отразиться на повышении рейтинга и сокращении текущего спреда выпуска Славинвеста к кривой головного банка. Однако даже если это не произойдет, условия выпуска предусматривают пут-опцион через 18 месяцев, что обеспечивает привлекательность относительно сопоставимых банков за счет более низкой дюрации.



Источник: Bloomberg

Рынок рублевых облигаций

Уходящий год для инвесторов в рублевый долг не смог повторить успех предыдущего 2005 года: Total Return по различным сегментам рынка, по нашим оценкам, составит 6.23% - 8.44%, против 11.04% - 13.66% годом ранее.

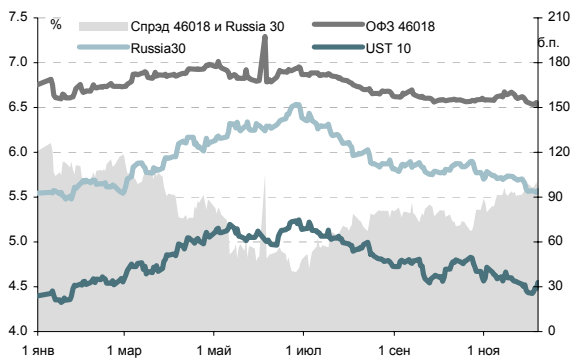
Доходность вложений в рублевые облигации в 2005-2006 гг.:

Сегмент	Доход в 2005 году	YTM по индексу на начало 2006 года	Доход в 2006 году (оценочно по состоянию на 21 декабря)	YTM по индексу на 21 декабря 2006
ZETVI OFZ	11.04	6.26	6.57	6.33
ZETVI MUNI	13.66	6.46	6.23	7.12
ZETVI Corp	11.72	8.41	8.44	9.09
ZETVI Corp 10	11.72	7.12	7.42	7.06

Источник: Банк ЗЕНИТ

В то же время, по сравнению с динамикой российских еврооблигаций, рублевый рынок смотрелся на порядок выше, как с точки зрения общего результата (Total Return по EMBI Global Russia – 5%), так и с точки зрения волатильности. Как валютные, так и рублевые бумаги в первом полугодии не смогли избежать роста доходностей, что не удивительно, учитывая продолжавшееся вплоть до июля ужесточение денежной политики ФРС США. Опять-таки во второй половине года и валютные, и рублевые бумаги с точки зрения доходности фактически приблизились к уровням, наблюдавшимся в начале года. Но если диапазон колебаний доходности Russia 30 составил почти 1% (5.5% в начале года и сейчас, 6.53% в конце июня), то по ОФЗ 46018 – около 50 б.п. (6.52% в декабре, 7% в мае). Как следствие, спред между рублевыми и валютными суверенными бумагами, сужавшийся в течение года до 50 б.п. на фоне опережающего роста доходностей еврооблигаций, к концу года вернулся на уровень 100 б.п.

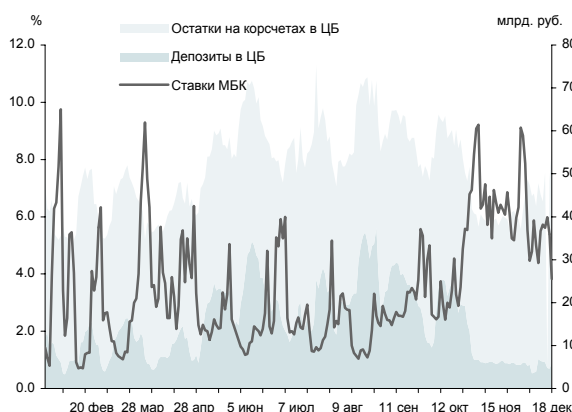
Доходность вложений в рублевые облигации в 2005-2006 гг.:



Источник: Банк ЗЕНИТ, ММВБ, Bloomberg

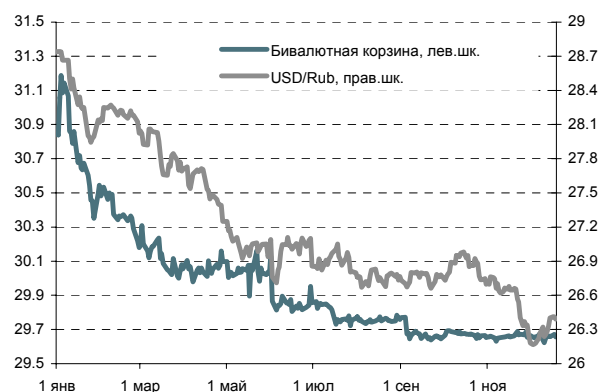
Причины «иммунитета» рублевых бумаг к внешней волатильности, в общем, тоже довольно понятны: это, во-первых, избыток ликвидности и низкие ставки на денежном рынке как результат крайне благоприятной (вплоть до осени) конъюнктуры сырьевых рынков, и, во-вторых, продолжившееся с новой силой укрепление курса рубля, ставшее «торговой идеей номер один» на рублевом рынке, особенно для нерезидентов.

Денежный рынок в 2006 году:



Источник: Банк ЗЕНИТ, Reuters

Внутренний валютный рынок в 2006 году:



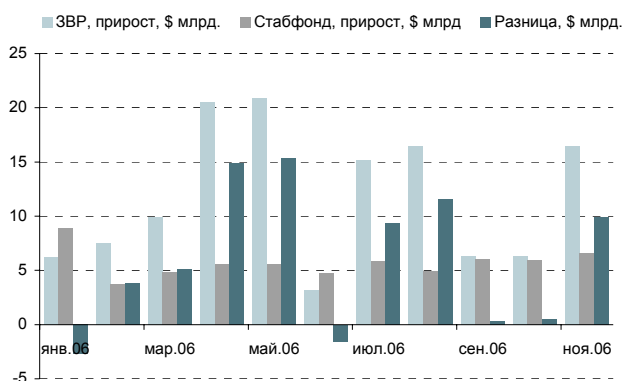
Источник: Банк ЗЕНИТ, Reuters

На фоне довольно внушительного роста нефтяных цен темпы стерилизации доходов от экспорта в стабфонд не поспедали за темпами роста золотовалютных резервов, особенно в летние месяцы. Избыточная ликвидность выливалась в ускоряющийся рост денежной массы, создавая тем самым лишнюю головную боль для ЦБ, который в этом году достаточно четко дал понять, что намерен добиться удержания инфляции в прогнозном диапазоне 8.5% - 9%. Собственно, единственным действенным «болеутоляющим» по-прежнему оставалось укрепление курса рубля: наиболее серьезный рост к бивалютной корзине наблюдался весной, кроме того, несколько «скачков» имело место в летние месяцы, вплоть до сентября.

Как следствие, на валютном рынке сложились четкие ожидания укрепления курса рубля как вынужденной меры ЦБ на фоне постоянного инфляционного давления со стороны притока экспортной выручки. Интерес к рублю как привлекательной валюте в полной мере распространился и на рублевые облигации, особенно, для иностранных инвесторов, для которых возможность заработать на укреплении национальной валюты перекрывала сокращающуюся разницу в доходностях среднесрочных рублевых blue chips / ОФЗ и стоимостью фондирования на мировом рынке капитала, растущей вслед за ставками базовых активов. Свой подарок нерезидентам сделал и ЦБ, устранив в июле требования по резервированию средств при покупке иностранцами рублевых бумаг в рамках окончательной либерализации валютного законодательства. В то же время, для российских участников рынка, помимо ожиданий роста рубля, фактором поддержки спроса на рублевые бумаги оставался избыток ликвидности и низкие ставки МБК. Ко всему прочему, низкие ставки создавали возможность заработать на существенной разнице в стоимости коротких денег и доходности рублевых облигаций (в особенности второго – третьего эшелона) с помощью схем РЕПО.

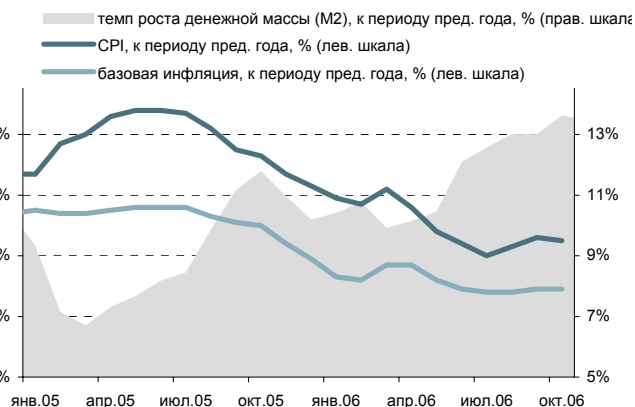
«Легкая жизнь» для инвесторов в рублевый долг закончилась осенью. Коррекция нефтяных цен привела к неминуемому сокращению притока валюты в страну. Если в июле и августе прирост золотовалютных резервов превышал 15 млрд. долл. (не принимая в расчет погашение внешнего долга в августе в объеме 22.3 млрд. долл.), то в сентябре – октябре он был почти вдвое меньше - по 6.3 млрд. долл., соответственно. При этом, объемы стерилизации поступающей ликвидности за счет бюджета практически не изменились. Как следствие, разница между поступающей в финансовую систему ликвидностью и той ее частью, которая оседает в Стабфонде (т.е. «чистый прирост») в сентябре – октябре была минимальной. В ноябре ситуация, на первый взгляд, изменилась к лучшему – однако стоит отметить, что внушительный рост резервов во многом был вызван курсовой переоценкой, возникшей в результате существенного (4.5%) роста евро к доллару на FOREX (по последним оценкам представителей ЦБ, 45% золотовалютных резервов номинировано в евро).

Прирост ЗВ Резервов и стерилизация за счет Стабфонда (без учета погашения 22.3 млрд. долл. внешнего долга в августе)



Источник: ЦБР, расчеты Банка ЗЕНИТ

Инфляция и темпы роста денежной массы (M2), месяц к месяцу предыдущего года:



Источник: Банк ЗЕНИТ, Reuters

Однако этим причины «сжатия» денежной ликвидности не ограничивались: крайне умеренные цифры по инфляции в осенние месяцы, ставшие результатом предыдущих действий ЦБ и сделавшие вполне реальным официальный ориентир регулятора в 9%, заметно охладил настрой инвесторов относительно дальнейших темпов укрепления рубля. В итоге денежный рынок в октябре – ноябре столкнулся с очередным миникризисом: стоимость рублев overnight не опускались ниже 6%, ставки, по которой исправно предоставлял ликвидность ЦБ. Это не могло не сказаться и на долгом рынке, где в условиях хронически высоких ставок МБК внушительный навес первичного предложения столкнулся с явным дефицитом спроса, и, как следствие, по многим бумагам всего спектра кредитного качества можно было наблюдать снижение котировок.

Справедливости ради стоит отметить, что начало следующего года потенциально может разрядить ситуацию на денежном рынке. Должен сыграть традиционный «сезонный» фактор: бюджетополучатели вновь, как и год назад, не успевают вовремя расходовать все заложенные в бюджете средства, что приводит к хроническому разрыву между объемом профинансированных расходов и расходов «по кассовому исполнению». Исходя из данных об исполнении бюджета за январь – ноябрь и общего объема расходов, заложенного на 2006 год, до конца года необходимо потратить 660 млрд. рублей бюджетных средств. Значительная часть расходов, по всей вероятности, будет перенесена на январь, и в начале 2007 года видимо можно ожидать определенного роста остатков и снижения

коротких ставок.

Однако главный вопрос, на который необходимо получить ответ, для того, чтобы понять, что ждет рынок рублевого долга в 2007 году – насколько долговечным может быть такое улучшение ликвидности, и **будет ли избыток рублей по-прежнему оказывать поддержку спросу на рублевые бумаги в более долгосрочной перспективе?**

Мы придерживаемся мнения, что осенний кризис ликвидности был «предвестником» глобальной перемены условий на денежном рынке, к которой инвесторам в рублевый долг придется привыкнуть в новом году. Эта точка зрения в наибольшей степени подтверждается той макроэкономической картиной, которая, с большой долей вероятности, складывается на 2007 год.

«Во главе угла», как всегда, остаются цены на сырьевые товары. Большинство прогнозов на настоящий момент предполагает, что стоимость барреля нефти в 2007 году стабилизируется на текущих уровнях – т.е. в пределах 60 – 65 долл. (по марке Brent), что, на наш взгляд, представляется вполне обоснованным. Исходя из близкой цифры (61 долл. за баррель по нефти Urals) составлен бюджет на 2007 год и «наиболее реалистичный» вариант развития монетарных показателей в «Основных направлениях денежно-кредитной политики» ЦБ. В частности, рост золотовалютных резервов в этом случае составит 86.9 млрд. долл., на 11% меньше, чем в 2006 (ЦБ оценивает прирост резервов в этом году на уровне 97.2 млрд. долл.). Что же касается бюджетной сферы, то, учитывая более скромный, чем в текущем году, рост доходов (13% в 2007 против 20% в 2006), и рост непроцентных расходов бюджета на уровне 2006 (26.5%), профицит должен сократиться с 1.77 трлн. рублей до 1.501 трлн. руб. При этом, прогнозные поступления в стабфонд в 2007 году составят 1.69 трлн. руб., почти столько же, сколько в текущем году. Профицит будет меньше прироста стабфонда из-за отсутствия существенных погашений госдолга и, как следствие, положительной разницы между привлечением и погашением источников финансирования дефицита (изменения остатков на счетах, внутренний / внешний долг).

Бюджет 2007 и рост золотовалютных резервов:

	2005	2006O	в % к пред. году	2007П	в % к пред. году
Доходы, млрд. руб.	5127.2	6159.1	20.1%	6965.3	13.1%
Расходы, млрд. руб.	3514.3	4388.6	24.9%	5463.5	24.5%
В т.ч. непроцентные:	3306.7	4196.2	26.9%	5306.6	26.5%
Профицит, млрд. руб.	1612.9	1770.5	9.8%	1501.8	-15.2%
Поступления в стабфонд, млрд. руб.	1230	1703.5	38.5%	1690.7	-0.8%
<hr/>					
Рост золотовалютных резервов, \$ млрд.	61.5	97.2	58.0%	86.9	-10.6%
Поступления в стабфонд, \$ млрд.	44.3	64.7	46.0%	64.4	-0.5%
Чистый эффект, \$ млрд.	17.2	32.5	89.0%	22.5	-30.7%

Источник: ЦБР, Минфин, расчеты Банка ЗЕНИТ

Примечание: объем поступления в стабфонд в 2007 году в долларах – по среднему курсу на 1 половину декабря 2006, 26.25 руб./USD

Даже если предположить, что на конец 2007 года курс доллара к рублю вообще не снизится (что, на наш взгляд, было бы излишне консервативным предположением) и останется на среднем за первую половину декабря уровне 26.25 руб./долл., сопоставляя предполагаемый приток ликвидности в экономику (прирост резервов ЦБ) и объем стерилизации в стабфонде, мы видим, что «чистый эффект» в следующем году будет почти на треть меньше, чем в уходящем 2006-ом: 22.5 млрд. долл. против 32.5 млрд. долл.

Сокращение притока ликвидности, в свою очередь, будет означать меньшее инфляционное давление в экономике, что весьма кстати для Центрального Банка, учитывая обозначенные ориентиры по инфляции в 2007 году на уровне 6.5% - 8%. Это подводит нас ко второму ключевому с точки зрения понимания ситуации на денежном и долговом рынках вопросу: что будет происходить с курсом рубля?

В целом, мы полагаем, что укрепление рубля продолжится в 2007 году: положительное сальдо торгового баланса, согласно прогнозам ЦБ, останется достаточно существенным и будет превышать 100 млрд. долл. (хотя и снизится на 20% по сравнению с результатом 2006 года). В то же время, на наш взгляд, существует ряд факторов, свидетельствующих в пользу того, что этот процесс будет гораздо более умеренным, нежели в уходящем году.

Главный фактор – это уже отмеченное выше снижение притока ликвидности от экспорта: для того, чтобы сбить инфляцию, в будущем году регулятору, скорее всего, можно будет обойтись «меньшей кровью» в плане послабления контроля за укреплением национальной валюты к доллару и к бивалютной корзине.

Кроме того, помимо более умеренного роста денежного предложения, потенциальным фактором, способным помочь ЦБ в борьбе с инфляцией может стать рост спроса на деньги. Хотя спрос на рубли для регулятора является «независимой переменной», и вообще не поддается точному измерению, очевидно, что заметное укрепление рубля в текущем году вполне могло поспособствовать росту доверия населения к национальной валюте как к средству сбережения. Кроме того, рост спроса на деньги со стороны предприятий обуславливается общим экономическим ростом в стране. По оценкам ЦБ, общий объем наличных долларов у нефинансовых организаций и населения за 9 месяцев 2006 года сократился на 10.3 млрд. долл. (за 9 мес. 2005 аналогичное сокращение составило 2.9 млрд. долл.).

Таким образом, в 2007 году, на наш взгляд, поводов для спекулятивных ожиданий агрессивных действий ЦБ по укреплению рубля (точнее, ослабления контроля за этим процессом) как вынужденных мер борьбы с инфляцией будет гораздо меньше, чем в 2006. Главным образом потому, что сама задача достижения ориентира по инфляции, в свете приведенных нами доводов, выглядит легче, чем в уходящем году.

В целом, общее снижение притока ликвидности в финансовую систему и менее агрессивные ожидания роста курса рубля, а следовательно меньший объем спекулятивного спроса на национальную валюту и коротких позиций по доллару, должны

способствовать тому факту, что избыток рублей на денежном рынке, обеспечивающий короткие ставки на уровне 1%-3%, будет становиться все более экзотическим явлением. Соответственно, должна вырасти роль механизмов управления ликвидностью ЦБ (аукционы прямого РЕПО, депозиты, ОБР), ставки по которым будут в большей степени, нежели в текущем году, определять стоимость коротких денег на межбанковском рынке.

В частности, логичный коридор для ставок МБК задается снизу ставкой по коротким депозитам ЦБ (овернайт) и сверху – ставкой РЕПО, под которую предоставляется ликвидность. Последняя в 2006 году колебалась около 6%. Что касается нижней границы, то ставка по депозитам овернайт после четырех повышений в этом году сейчас составляет 2.25%, по недельным депозитам – 2.75%, при этом регулятор не раз давал понять что планирует продолжить повышение в этом году. В целом, если предположить, что ЦБ не станет увеличивать стоимость однодневного РЕПО, мы полагаем, что короткие ставки денежного рынка будут в среднем колебаться в следующем году около 4-6%. Таким образом, более плоский вид кривой процентных ставок (включая депозиты ЦБ, ОБР и доходности ОФЗ для более длинных сроков) в 2007 году, скорее всего, станет обычным явлением.

Какие последствия это будет иметь для долгового рынка?

Во-первых, эхо уже произошедшего в четвертом квартале «охлаждения» на денежном рынке скорее всего можно будет наблюдать в первом квартале. Учитывая рекордный объем первичного предложения в последние месяцы на фоне ухудшившихся условий с ликвидностью и, как следствие, «перегруженность» портфелей участников рынка, существует риск того, что выход новых выпусков на вторичный рынок в первом квартале 2007 начнется с распродажи.

В дальнейшем, в новых условиях денежного рынка (высокие ставки МБК = дорогое фондирование для мелких и средних банков) инвесторы должны быть более требовательны к уровням доходности новых выпусков. Кроме того, можно предположить, что рост стоимости фондирования будет компенсироваться смещением интересов в пользу более доходного третьего эшелона. Однако это лишь одна сторона вопроса: другой аспект, о котором не стоит забывать, связан с общим ухудшением кредитного качества «новых имен» на рынке за последние годы. Для многих эмитентов третьего эшелона, вышедших на рынок за последние несколько лет, проблема рефинансирования существующих займов / исполнения оферт в 2007 году, традиционная для компаний с недостаточными собственными денежными потоками, может оказаться гораздо более серьезной, нежели в уходящем 2006. По нашим подсчетам, общий объем обязательств по погашению / исполнению оферт всех корпоративных выпусков, которых мы условно относим к «третьему эшелону» (главным образом по критериям финансового состояния), в 2007 году превысит 107 млрд. рублей, 13% от общей емкости всего корпоративного сегмента. Для сравнения, аналогичная сумма на 2006 год составила 67 млрд. руб.

Как следствие, вероятность того, что «бездефолтный» период новой истории рынка корпоративного долга в 2007 году будет закончен, на наш взгляд, существенно выше, чем на рубеже 2005/2006. Сам по себе прецедент дефолта, нормальная черта любого развитого рынка публичного долга, - скорее позитивное событие: по крайней мере это привело бы к более адекватному распределению выпусков на кривой с позиций кредитного качества. В то же время, если случай будет не единичным, существует вероятность «охлаждения» к третьему эшелону и «Flight to quality» в более надежные выпуски второго эшелона.

Какие рекомендации можно в этой связи дать инвесторам с точки зрения формирования стратегии на следующий год?

Во-первых, чем выше вероятность дефолта в третьем эшелоне, тем больший акцент должен делаться на таких факторах, как прозрачная структура бизнеса и денежных потоков, а также наличие аудированной МСФО отчетности, без которых анализ кредитного качества часто бывает довольно затруднительным, особенно в некоторых сегментах рынка (в частности, строительство, трейдеры, с/х холдинги). В случае пересмотра общего отношения к высокодоходным бумагам в худшем свете определенно выглядят выпуски эмитентов, не отличающихся высокой прозрачностью и менее понятных для анализа.

Что касается конкретных предпочтений относительно кредитного качества тех или иных секторов, представленных на рублевом рынке, то это тема для отдельного исследования. В целом мы полагаем, что инвесторам в высокодоходном сегменте стоит прежде всего ориентироваться на быстрорастущие компании, которые, в то же время, либо уже близки к завершению стадии экстенсивного роста и начинают переориентироваться в сторону качественного развития (т.е. начинают делать ставку на рост рентабельности, структурные изменения, улучшение прозрачности), либо изначально имеют «запас прочности» в виде относительно высокой нормы прибыли.

Высокие темпы роста характерны для компаний, ориентированных на растущий потребительский спрос: розничный сектор, розничная торговля и отчасти строительство. Что касается последнего сегмента, то здесь, на наш взгляд, главными критериями выбора являются существенные масштабы бизнеса (в том числе, с точки зрения портфеля заказов) и наличие понятной отчетности, что для строительных компаний особенно актуально, учитывая специфику отражения операций по российским стандартам.

Для компаний потребительского сектора и розничной торговли общей негативной чертой является потенциальный риск снижения эффективности бизнеса как результат роста административных и коммерческих расходов, вызванного чрезмерно агрессивными темпами экспансии, а также растущее кредитное плечо, за счет которого эта экспансия финансируется. В меньшей степени этим рискам подвержены эмитенты, для которых растущие издержки отчасти могут быть компенсированы ростом продаж продуктов с более высокой добавленной стоимостью. В частности, мы позитивно оцениваем перспективы представленных на рынке компаний молочной промышленности (ВБД, Нутритек, Юнимилк), имеющих потенциал улучшения финансовых показателей за счет роста присутствия на

рынках высокомаржинальных продуктов (например, детского питания).

В сетевой рознице среди выпусков третьего эшелона, в целом имеющих довольно высокую долговую нагрузку, более защищенными выглядят вложения в бумаги компаний, характеризующихся наличием прозрачной отчетности, относительно высокой нормой прибыли (хотя последняя, очевидно, снижается по мере увеличения кредитного плеча), либо наличием активов на балансе, т.е. достаточно высокой долей магазинов в собственности. Как пример можно привести выпуски Топ-Книги (прозрачная отчетность по РСБУ), Арбат-Престижа (высокая норма прибыли, большая доля недвижимости в собственности, наличие МСФО отчетности).

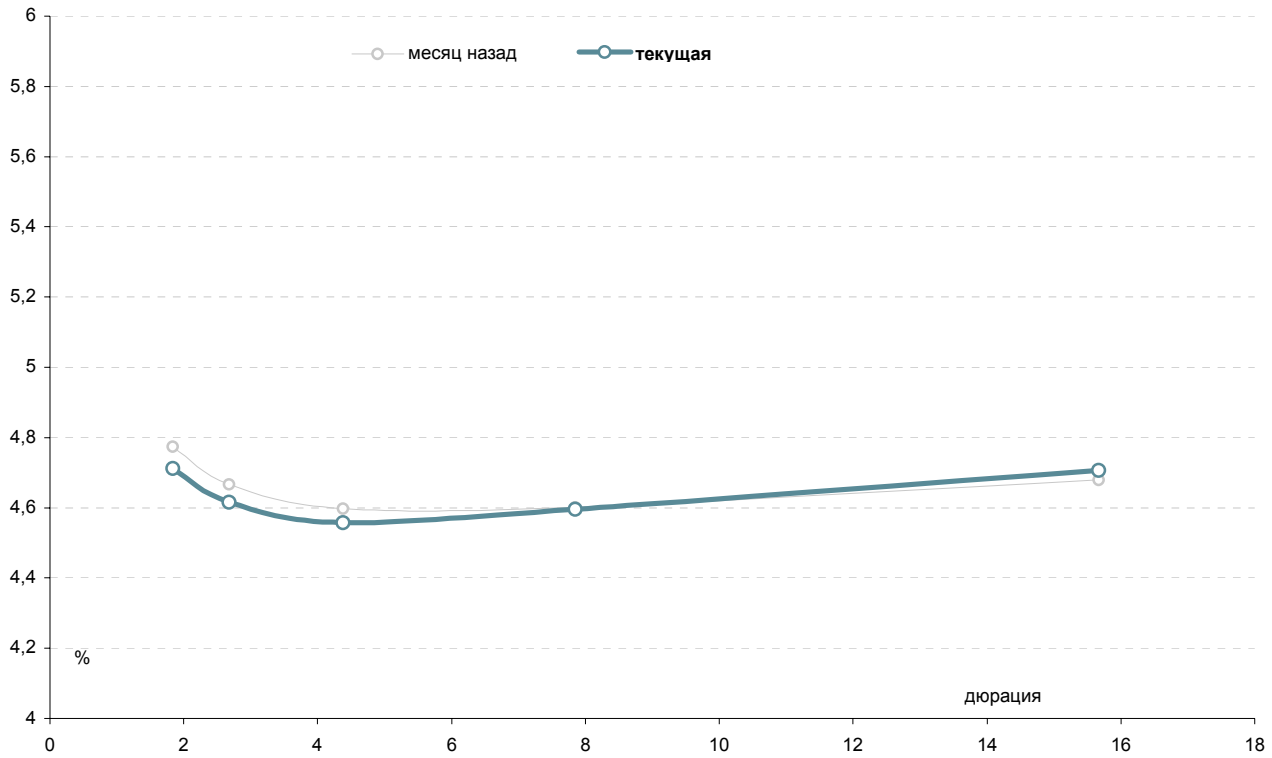
На длинном отрезке кривой ухудшение условий денежного рынка в меньшей степени является угрозой. Поддержку спросу на длинные бумаги должен оказать спрос со стороны институциональных инвесторов, в том числе, пенсионных фондов, чьи возможности инвестирования ограничиваются бумагами, включенными в котировальные листы, а также старая идея укрепления курса рубля. В то же время, как мы уже писали, в 2007 году эта идея, скорее всего, уже не будет вызывать столь бурного ажиотажа.

Если говорить об уровне доходности по длинным ОФЗ (46018), мы полагаем, что в 2007 году потенциал снижения если и есть, то он крайне ограничен. Второе полугодие 2006 года стало наглядным примером того, что ОФЗ довольно сдержанно реагирует на внешние сигналы: при падении доходности по России-30 почти на 1% серия 46018 снизилась по доходности на 40 б.п. Рынок в основном движут внутренние мотивы, в том числе политика государственных органов (Минфина и ЦБ), не заинтересованных в резких колебаниях ставок и притоке спекулятивного капитала в госбумаги и регулирующих объем предложения на рынке. Согласно заложенным в бюджет 2007 цифрам, общий объем привлечения средств на внутреннем рынке составит 293 млрд. рублей при погашении 80.1 млрд. рублей, т.е. чистое привлечение 213.5 млрд. рублей. Это заметно выше, чем в 2006 году (за 11 месяцев привлечено 211 млрд. руб., погашено 59 млрд. руб., чистое привлечение – 152 млрд. руб.), и дает основания полагать, что особого дефицита бумаг на рынке наблюдаться не будет.

Если к более умеренным ожиданиям укрепления рубля, «инертности» рынка госдолга и росту предложения добавить наш прогноз по базовым активам и еврооблигациям на 2007 год, предполагающий усредненный потенциал снижения доходности всего 15 б.п. по России-30 с текущих уровней, мы приходим к мысли, что длинный конец кривой ОФЗ в 2007 году может остаться на текущих уровнях. В то же время, определенную корректировку в наши рассуждения может внести внешняя конъюнктура – например, более позитивное развитие ситуации в базовых активах или возобновление роста нефтяных цен, и как следствие более сильное инфляционное давление и рост ожиданий укрепления рубля. Поэтому в качестве ориентира доходности 46018 на конец 2007 года мы видим диапазон 6.25%-6.5%, предполагающий максимальное снижение в пределах 25 б.п. с текущих уровней в случае более позитивного влияния внутренних и внешних факторов.

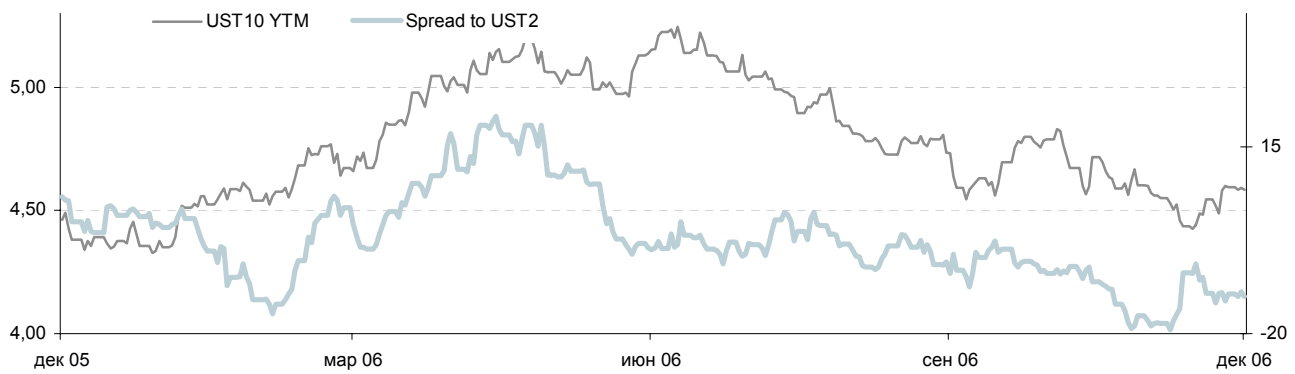
Приложение 1. US Treasuries

Кривая доходности Treasuries



Источник: Bloomberg

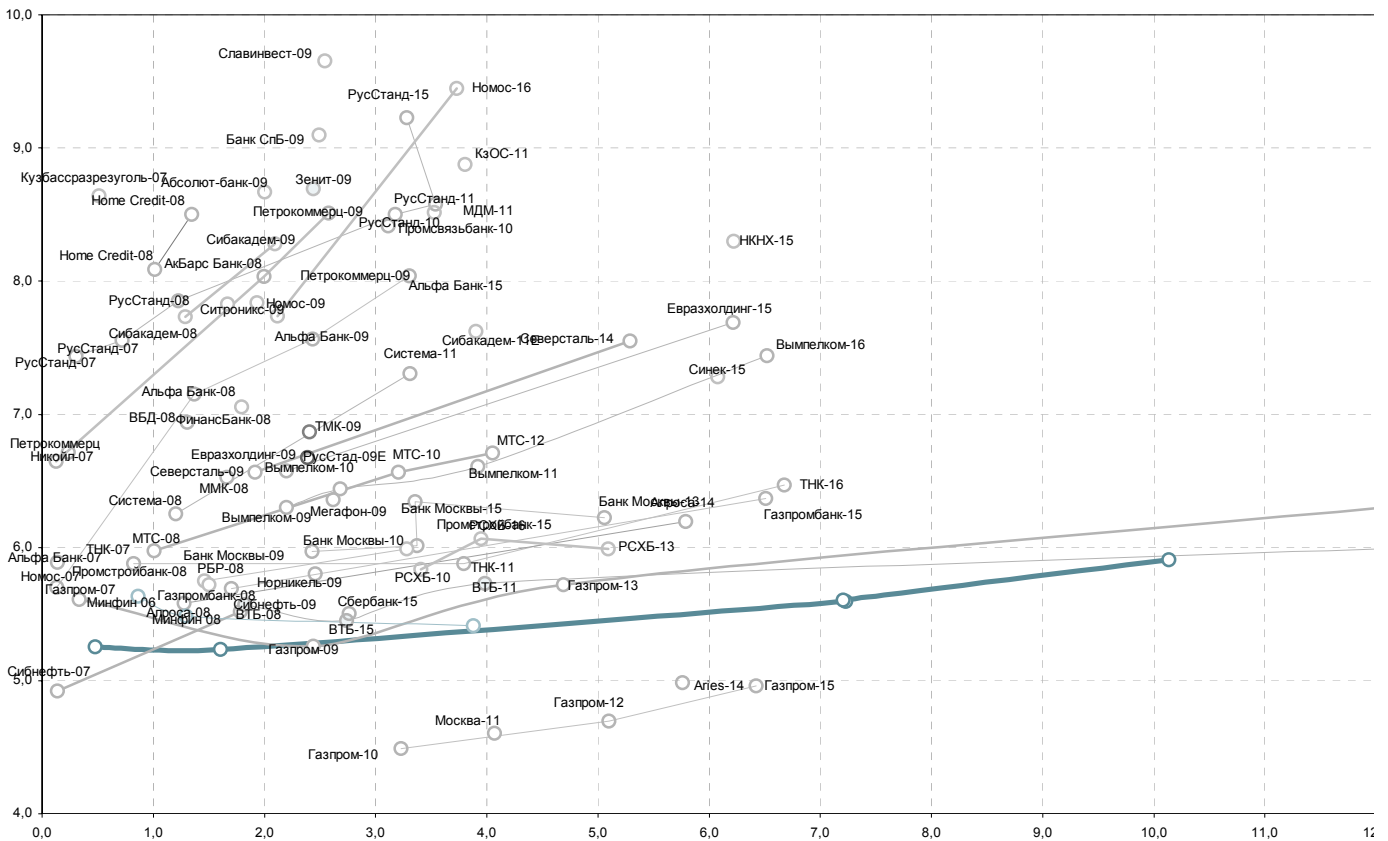
Динамика доходности UST10 и спреда к UST2



Источник: Bloomberg

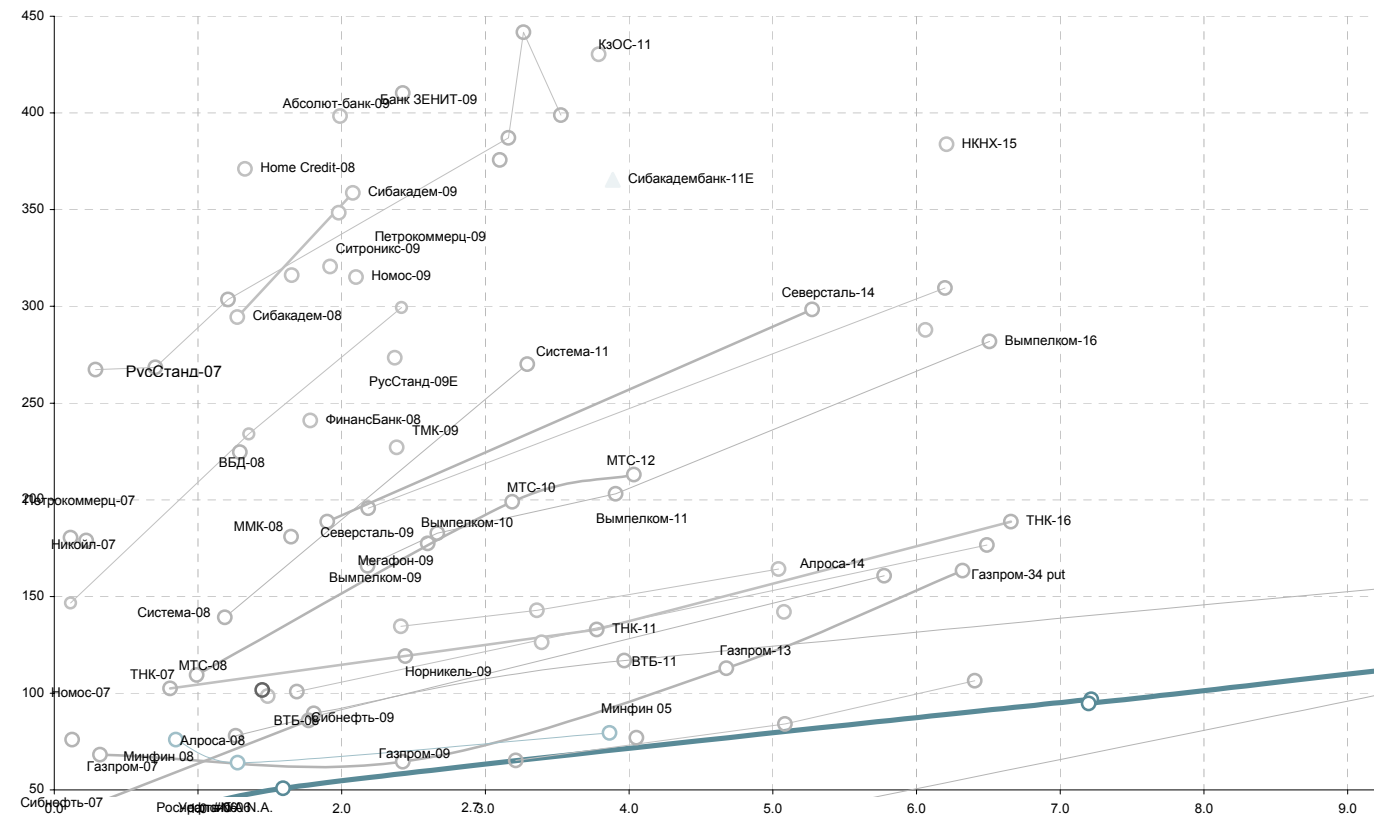
Приложение 2. Еврооблигации

Кривая доходности российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg

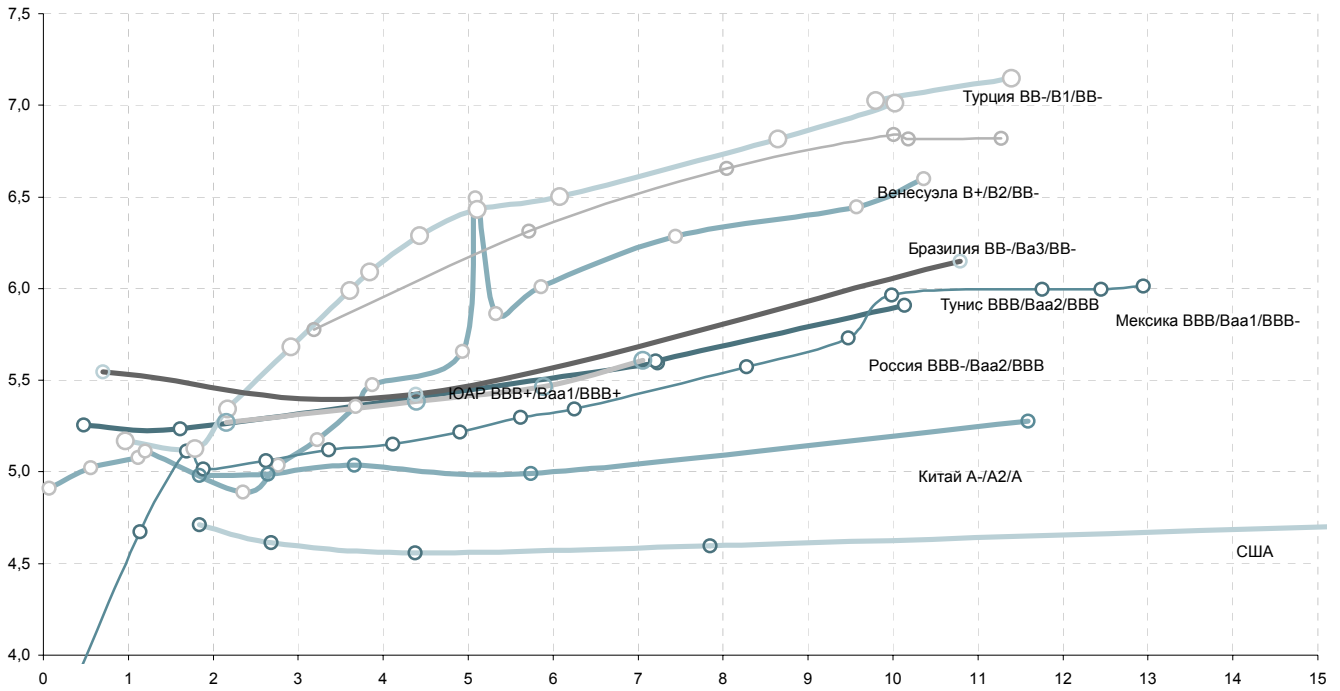
Кривая спредов российских еврооблигаций



Источник: Bloomberg



Кривые доходностей еврооблигаций развивающихся рынков



Источник: Bloomberg

Котировки российских еврооблигаций

	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,000	Baa2/BBB+/BBB+	102,31	102,36	5,30	0,48	23
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,250	Baa2/BBB+/BBB+	104,84	104,89	5,27	1,61	196
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,000	Baa2/BBB+/BBB+	145,16	145,65	5,62	7,23	102
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,750	Baa2/BBB+/BBB+	182,40	182,70	5,92	10,14	125
Russia-30 \$	3/31/2030	20 310	5,000	Baa2/BBB+/BBB+	113,42	113,52	5,61	7,21	94
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,000	BBB+/BBB+	97,63	97,73	5,69	0,86	72
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	96,63	96,73	5,52	1,29	60
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	90,57	90,77	5,44	3,88	79
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Aaa/AAA	102,62	102,70	3,84	0,35	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,750	Aaa/AAA	109,89	110,17	3,94	2,54	15
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,600	Aaa/AAA	129,38	129,63	5,00	5,76	43
Regional									
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,450	Baa1/-/BBB+	107,43	107,78	4,64	4,07	83
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,125	BBB	101,10	101,15	5,68	0,34	69
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,500	BBB	113,31	113,61	5,31	2,44	69
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,800	BBB/BBB-	111,03	111,21	4,51	3,23	71
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,625	BBB	119,85	120,10	5,74	4,69	118
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,875	Baa1	105,69	106,14	4,99	6,42	117
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,201	BBB /*+/BBB	106,02	106,22	6,50	8,34	189
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,625	Baa1/BBB/BBB-	129,81	130,01	6,31	12,13	161
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,500	Ba2/BB+	100,86	100,90	5,05	0,14	10
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,750	Ba2/BB+	109,77	110,07	5,59	1,79	89
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,000	Baa2/BB+/BB+	104,10	104,28	5,98	0,82	100
TNK-11 \$	7/18/2011	500	6,875	Baa2/BB+/BB+	103,65	103,90	5,92	3,78	135
TNK-16 \$	7/18/2016	1 000	7,500	Baa2/BB+/BB+	106,88	107,13	6,50	6,66	192
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,750	Ba3/BB-	103,81	103,97	6,05	1,01	113
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,375	Ba3/BB-	105,75	106,00	6,60	3,20	201
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,000	Ba3/BB-	105,23	105,48	6,74	4,05	218
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,000	Ba3/BB+	108,13	108,38	6,35	2,20	170
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,000	Ba3/BB+	104,11	104,36	6,48	2,68	187
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,375	Ba3/BB+	106,95	107,20	6,64	3,92	208
Vimpelcom-16 \$	5/23/2016	600	8,250	Ba3/BB+	105,16	105,41	7,46	6,51	288
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,000	B1/BB	104,17	104,37	6,40	2,62	178
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,250	B+/B+	104,75	104,94	6,33	1,20	146
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,875	B3/B+/B+	105,02	105,47	7,37	3,31	278
Sitronics-09 \$	3/2/2009	200	7,875	(P)B3/-/B-	99,77	100,02	7,92	1,93	323
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,125	Baa2/BBB-	103,08	103,33	5,85	2,46	122
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,000	Ba3/BB/BB-	102,24	102,49	6,60	1,67	186
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,625	B1/BB-	103,85	104,09	6,63	1,92	194
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,250	B1/BB-/BB-	109,12	109,41	7,58	5,29	300
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,500	B2/B+	101,85	102,06	7,02	1,31	217
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,125	Ba2/BB-	103,17	103,31	5,63	1,28	78
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,875	Ba2/BB-	116,30	116,55	6,21	5,79	164
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,875	B1/BB	109,92	110,17	6,62	2,201	198
Evrzholding-15 \$	11/10/2015	750	8,250	B2/BB	103,30	103,55	7,71	6,215	313
TMK-09 \$	9/29/2009	300	8,500	(P)B2/B+/-	103,75	104,00	6,93	2,392	230
KazanOS-11 \$	10/30/2011	200	9,250	-/B-/B	100,94	101,43	8,94	3,80	438
NKNH-15 \$	12/22/2015	200	8,500	B1/-/B+	101,00	101,25	8,32	6,21	374
Kuzbassrazrez-07	7/13/2007	150	9,000	-/-	100,05	100,18	8,77	0,514	371
SUEK-08 \$	10/24/2008	175	8,625	-/-/-	101,33	101,58	7,74	1,65	301
SINEK-15	8/3/2015	250	7,700	Ba1/BB	102,39	102,64	7,30	6,08	272
Banks									
Sberbank-15	2/11/2015	1 000	6,230	-/BBB	101,81	102,06	6,58	2,76	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,875	A2/BBB+	102,30	102,40	5,60	1,82	89
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,500	A2/BBB+	107,09	107,34	5,76	3,98	120
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,315	A2/BBB	102,26	102,45	6,76	2,74	87
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,250	A2/BBB+	102,82	103,07	6,03	13,07	132
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,250	A3/BB+	102,52	102,70	5,74	1,71	101
Gazprombank-15 \$	9/23/2015	1 000	6,500	WR/NR	100,71	100,96	6,37	6,50	180
Absolut-09 \$	4/7/2009	200	8,750	B1/-/B	99,83	100,08	8,76	1,99	408
Ak Bars-08 \$	10/27/2008	175	8,000	Ba3/-/B+	100,02	100,27	7,90	1,67	317
Alfa Bank-07 \$	2/9/2007	150	7,750	Ba2/BB/BB-	100,15	100,18	6,16	0,12	122
Alfa Bank-08 \$	7/2/2008	250	7,750	Ba2/BB/BB-	100,63	100,88	7,22	1,36	240
Alfa Bank-09 \$	10/10/2009	400	7,875	Ba2/-/BB-	100,26	100,76	7,66	2,42	304
Alfa Bank-15 \$	12/9/2015	225	8,625	Ba3/B+/B+	101,75	102,00	9,27	3,29	348
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,000	A3/-/BBB	104,99	105,09	5,99	2,43	136
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,375	A3/-/BBB	104,44	104,69	6,05	3,37	146
Bank of Moscow-13 \$	5/13/2013	500	7,335	A3/-/BBB	105,54	105,79	6,24	5,05	168
Bank of Moscow-15 \$	11/25/2015	300	7,500	Baa1/-/BBB-	103,70	103,95	7,60	3,36	180

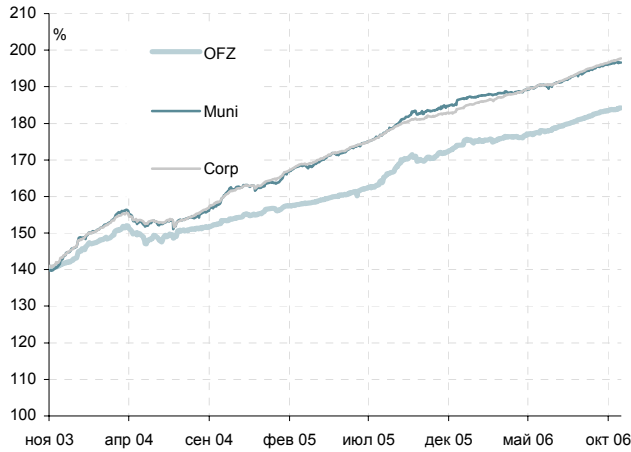
ICB-08 \$	7/29/2008	300	6,875	A2/-/BBB	101,52	101,67	5,81	1,45	101
ICB-15 \$	9/29/2015	400	6,200	A3/-/BBB	100,45	100,70	6,90	3,27	144
MDM-11 \$	7/21/2011	200	9,750	Ba3/B/B+	104,24	104,65	8,55	3,52	399
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	Ba3/B+	100,39	100,43	6,01	0,14	107
Nomos-09 \$	5/12/2009	150	8,250	Ba3/B+	100,59	101,09	7,85	2,11	318
Nomos-16 \$	10/20/2016	125	9,750	B1/B	100,93	101,18	10,17	3,72	491
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,000	Ba3/B+	100,47	100,51	6,79	0,24	184
ZENIT-09 \$	10/27/2009	200	8,750	-/-/B	99,75	100,09	8,78	2,43	416
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,000	Ba3/-/-	100,24	100,28	6,78	0,13	183
Petrocommerce-09 \$	3/27/2009	225	8,000	Ba3/B+	99,27	99,77	8,23	1,99	355
Promsviaz-10 \$	10/4/2010	200	8,750	Ba3/B+/B+	100,91	101,16	8,42	3,11	383
Promsviaz-11 \$	10/20/2011	125	8,750	Ba3/B+/B+	100,55	101,02	8,54	3,81	399
Promsviaz-12 \$	5/23/2012	200	9,625	B1/B-/B-	102,81	103,09	8,92	4,14	436
RSHB-16 \$	9/21/2016	500	6,970	Baa1/-/BBB	103,42	103,67	7,09	3,94	153
Rusagrobank-10 \$	11/29/2010	350	6,875	A3/BBB+	103,35	103,60	5,87	3,41	129
Rusagrobank-13 \$	5/16/2013	700	7,175	A3/BBB+	105,94	106,19	6,02	5,08	145
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,750	Ba2/B+	100,28	100,36	7,56	0,30	258
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	99,98	100,16	7,68	0,72	267
Russian Standard-08 \$	4/21/2008	300	8,125	Ba2/B+	100,19	100,34	7,90	1,21	303
Russian Standard-10 \$	10/7/2010	500	7,500	Ba2/B+	96,64	96,84	8,52	3,17	393
Russian Standard-11 \$	5/5/2011	350	8,625	Ba2/B+	99,87	100,12	8,62	3,53	405
Russian Standard-15 \$	12/16/2015	200	8,875	Ba3/B-	98,67	98,92	9,76	3,27	466
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,750	Ba3/BB-	104,27	104,52	7,96	2,36	341
Sibacadembank-08 \$	5/19/2008	175	9,750	-/-/B	102,39	102,69	7,79	1,28	294

Источник: Bloomberg

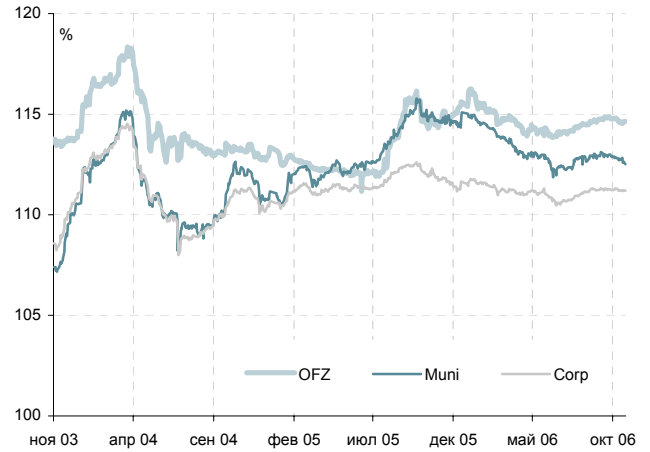
Приложение 3. Российский долговой рынок

Индексы рынка рублевых облигаций

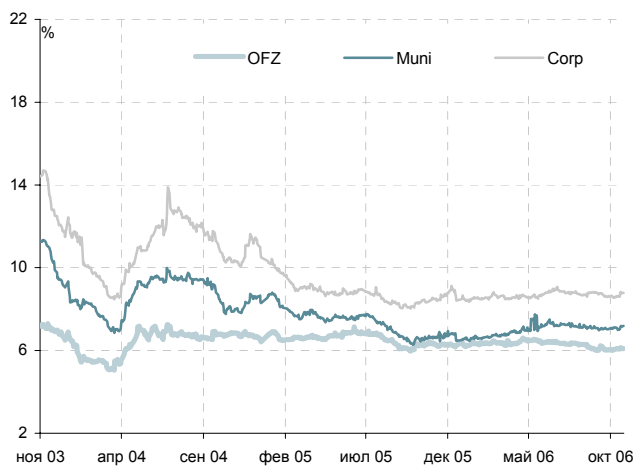
Индекс совокупного дохода



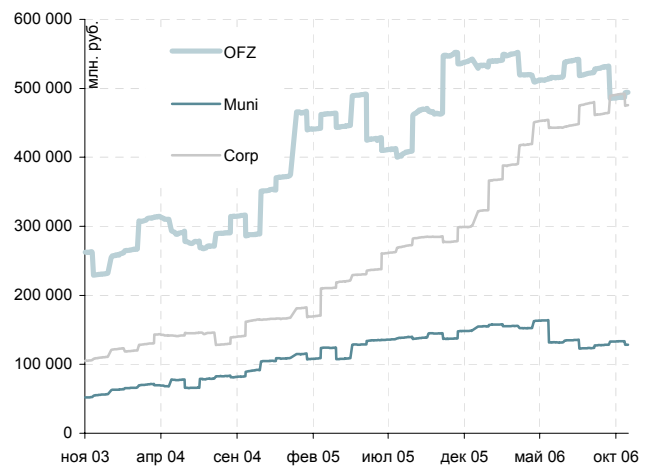
Индекс цен



Динамика доходности



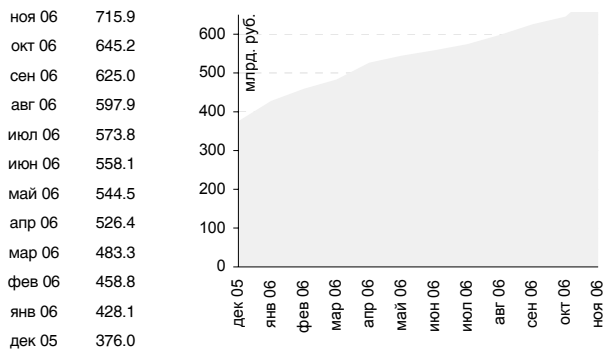
Динамика капитализации



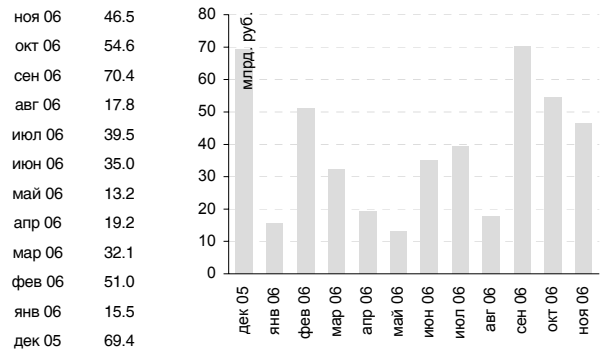
Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ
 Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytcs/index/>

Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

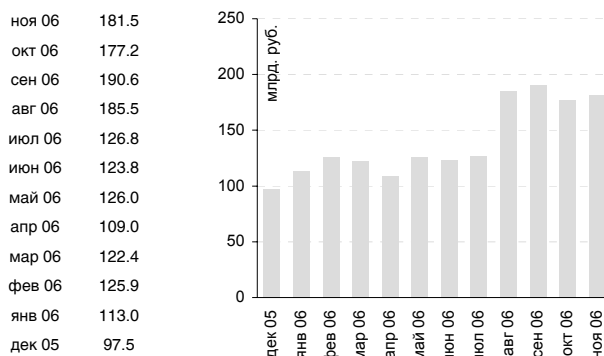
Емкость рынка*



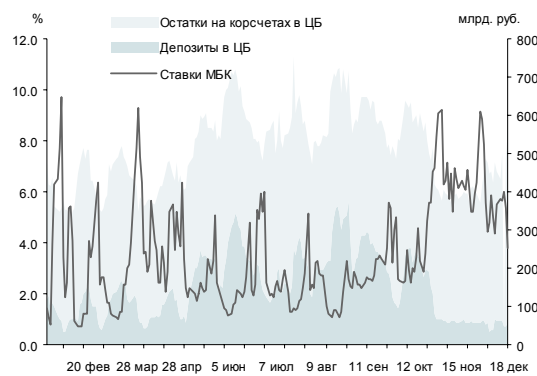
Первичные размещения



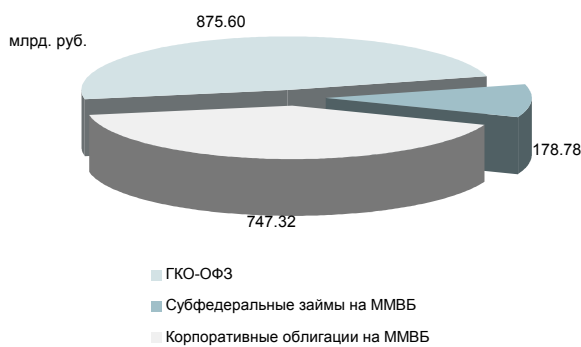
Биржевой оборот** (ММВБ)



Динамика показателей денежного рынка



Структура рынка по объему в обращении



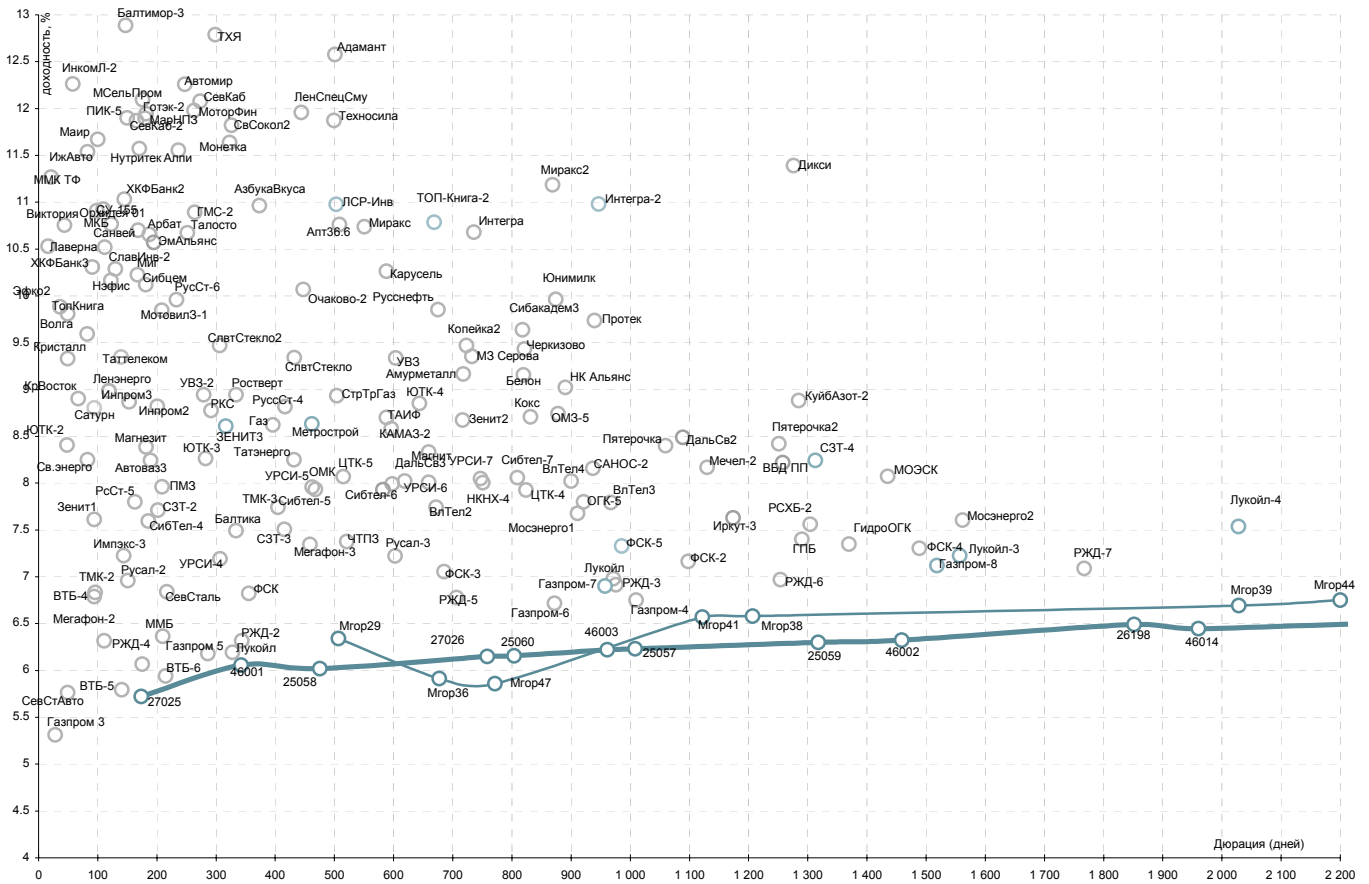
Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Примечания к таблице:

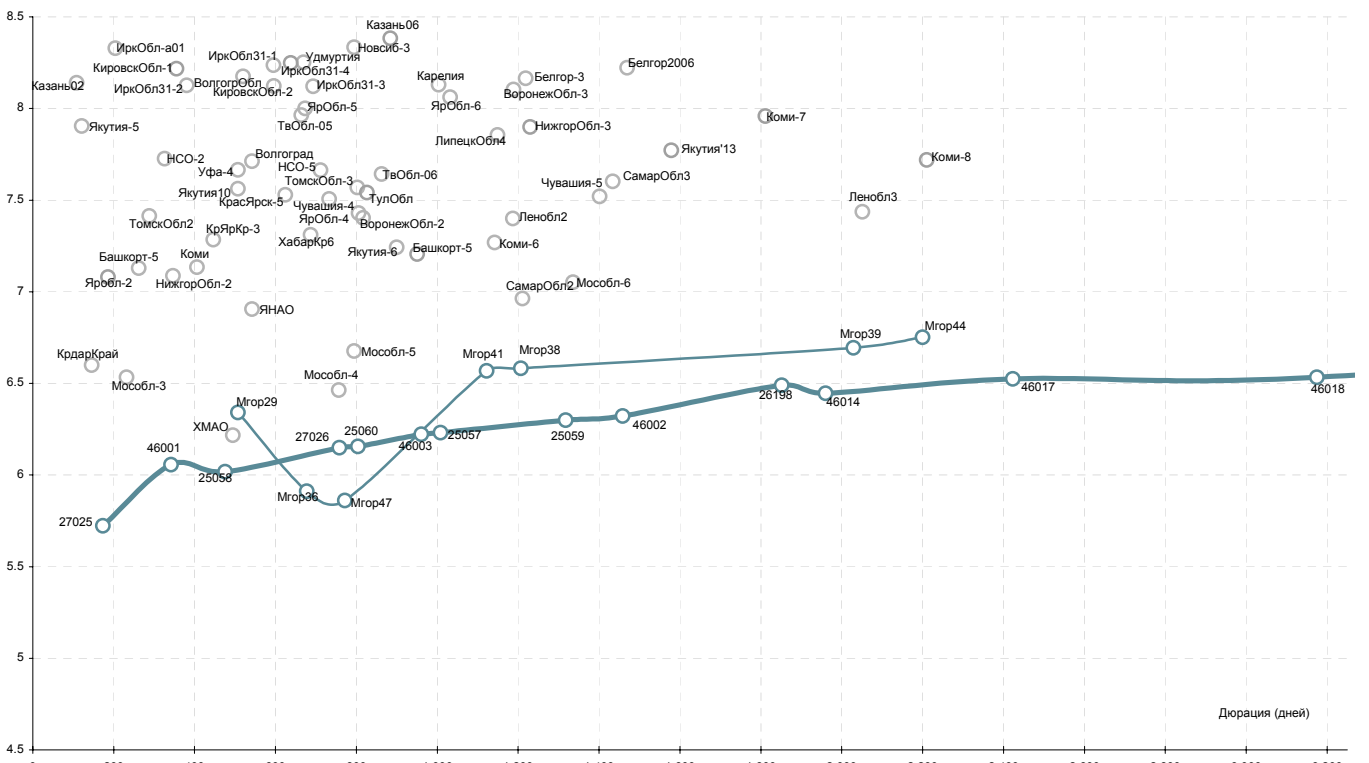
* Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

** 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. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам. начальника	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	d.eliseev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	a.baranchikov@zenit.ru
Валютные облигации	Светлана Агиевец	s.agievets@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@zenit.ru
Валютные инструменты	Антон Литвяков	a.litvyakov@zenit.ru

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

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

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

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