

СТРАТЕГИЯ**На гребне волны**

В начале мая на внешних долговых рынках реализовался самый оптимистичный сценарий из тех, что мы рассматривали в начале года. Еще месяц назад в его реализацию было крайне трудно поверить. Доходность UST-10 опустилась ниже уровня 4,15% годовых, а стоимость еврооблигаций Россия-30 выросла до максимального исторического уровня 107,75 процентов от номинала. Спрэд России-30 к UST-10 опускался до 174 б.п., но в последнее время стабилизировался на уровне 185-190 б.п.

Внешний долг. Заключение соглашения между Россией и Парижским клубом о досрочном погашении долга (пока лишь на \$15,0 млрд. из \$40,0 млрд.) «положительно влияет на кредитоспособность страны» - таково мнение представителей всех трех агентств (официальная позиция на момент написания этой стратегии еще не была опубликована). После таких комментариев остается только дожидаться позиции агентства Moody's, которое вот уже полгода держит «позитивный» прогноз изменения суверенного рейтинга России. Вероятность повышения странового рейтинга России со стороны Moody's как никогда высока.

Стратегия. Играть на повышение стоимости облигаций в ожидании повышения суверенного рейтинга, безусловно, стоит. Такие ожидания также станут основным поддерживающим фактором в случае новой волны роста ставок на внешних долговых рынках. Тем не менее, в настоящее время мы предпочитаем занимать более осторожную позицию при взгляде на дальнейшую динамику долговых рынков. Положительный эффект от повышения рейтинга Moody's может оказаться неспособен затмить неблагоприятные изменения на внешних долговых рынках.

US-Treasuries

Рынок долгосрочных us-treasuries начал переживать вторую волну роста в этом году. Инвесторы, в отличие от FOMC (Федерального Комитета по открытым рынкам), засомневались в перспективах уверенного роста экономики США. Появление слабой оценки ВВП США по итогам первого квартала, снижение прибылей корпораций США, и последующее за ним снижение до «спекулятивного уровня» кредитных рейтингов двух крупнейших мировых автогигантов – General Motors и Ford - вызвало стремительный рост котировок облигаций Казначейства США. В итоге, доходности 10-летних казначейских облигаций США в начале мая снизились ниже отметки 4,15% годовых, несмотря на очередное повышение учетной ставки со стороны FOMC (3-го мая Комитет в восьмой раз подряд принял решение о повышении учетной ставки на 25 пунктов, значение которой выросло с 2,75% до 3,0% годовых). Тем временем, слабые сигналы экономики сменились сильной статистикой в начале мая. Ситуация с занятостью улучшается, внутреннее потребление растет, а торговый баланс по итогам марта превзошел все прогнозы. Рынок пока неуверенно реагирует на сильную статистику, но как только сигналы станут более уверенными, мы ждем, что котировки us-treasuries подвергнутся сильному давлению.

Несмотря на вторую волну роста рынка us-treasuries, нашим базовым сценарием остается рост доходностей us-treasuries к концу года. Наш целевой уровень доходности по UST-10 - 5,0% годовых, целевой уровень учетной ставки ФРС США - 4,0% годовых.

Emerging markets

Снижение кредитных рейтингов General Motors и Ford до спекулятивного уровня стало основным препятствием для роста стоимости долгов emerging markets. Беспокойство инвесторов выросло после того, как появились слухи о крупных потерях хедж-фондов, спекулировавших долгами GM и Ford. В результате спрэды еврооблигаций emerging markets почти не сокращались на фоне роста стоимости казначейских облигаций США. Такое поведение инвесторов, на наш взгляд, вызвано бегством от рисков и опасениями скорой смены тенденции снижения доходностей долгосрочных us-treasuries. Желая компенсировать возросшие риски, они требуют дополнительную премию в доходности. На этом фоне российский сегмент рынка еврооблигаций emerging markets выглядит более предпочтительным и еще сохраняет свою привлекательность.

Внешний долговой рынок

Соглашение России с Парижским Клубом открывает новые возможности делать ставку на сокращение суверенного спреда к доходностям рынка us-treasuries. Однако общая нерешительность инвесторов в отношении долгов emerging markets, пока сдерживает рост российского сегмента. Мы полагаем, что в ближайшее время значение спреда должно опуститься ниже 180 б.п. Основная торговая идея в инструментах российского внешнего долга заключена в игре на спреде государственных и «квазигосударственных» облигаций к казначейским облигациям США.

Политические риски пока высоки. В середине апреля инвесторы рынка корпоративных еврооблигаций получили неприятное известие о налоговых претензиях компании ТНК-ВР, что снова привело к росту корпоративных спредов. Влияние этого негативного фактора усилило агентство S&P, которое, несмотря на позитивные ожидания исхода переговоров с Парижским клубом, заявило свою жесткую позицию в отношении высоких политических рисков. Тем не менее, стоимость корпоративных еврооблигаций практически не изменилась из-за продолжающегося роста стоимости суверенных долгов.

Дальнейший потенциал роста рынка российских еврооблигаций мы связываем исключительно с благоприятной конъюнктурой рынка us-treasuries и вероятным повышением российского кредитного рейтинга от Moody's. В случае изменения ситуации на внешнем рынке мы полагаем, что потенциал роста российских еврооблигаций будет ограниченным. Повышение суверенного рейтинга может привести к цепной реакции повышения рейтинга «квазигосударственных» эмитентов, таких как Газпром, Сбербанк и Внешторгбанк.

Несмотря на предостережение S&P, мы позитивно оцениваем перспективы сегмента российских корпоративных еврооблигаций. Апрельский рост корпоративных спредов только увеличил привлекательность выпусков в этом сегменте. Нашими фаворитам по-прежнему остаются корпоративные еврооблигации из среднего сегмента кривой доходности: Вымпелком-11, Норникель-09 и Северсталь-14.

Внутренний долговой рынок

Внутренний долговой рынок получил хорошую поддержку со стороны внешних рынков и продемонстрировал рост в апреле-начале мая. Динамика рынка в первые дни после майских праздников была подчинена общей тенденции закрытия длинных позиций в ликвидных облигациях, которые открывались лишь на несколько праздничных дней. Мы полагаем, что эта небольшая коррекция создает предпосылки для следующей волны роста. При этом мы осторожно оцениваем потенциал роста стоимости рублевых облигаций и полагаем, что снижение доходностей, как на внутреннем рынке, так и на внешнем рынке будет ограниченным. Эффект от повышения суверенного рейтинга будет минимальным в случае неблагоприятной конъюнктуры внешних долговых рынков. Кроме того, укрепление доллара на мировом валютном рынке приводит к ослаблению курса рубль/доллар, что негативным образом влияет на рублевую ликвидность и, в конечном итоге, на стоимость рублевых облигаций.

В апреле эмитенты поставили очередной рекорд по объемам первичного размещения корпоративных и региональных операций. По итогам прошлого месяца им удалось разместить 24 выпуска на общую сумму 41,9 млрд. рублей. Объем первичных размещений в мае окажется несколько ниже (25,0-30,0 млрд.), что, впрочем, значительно превышает показатели прошлого года.

Внешний долговой рынок -

Соглашение с Парижским Клубом увеличивает шансы повышения суверенного рейтинга России

В пятницу, 13 мая 2005 г., России удалось достичь договоренности с членами Парижского клуба о досрочном погашении внешней задолженности. Результатом полугодовых переговоров и консультаций стало подписание соглашения, в соответствии с которым Россия в период с июня по 20 августа погасит беспрецедентную в истории Клуба сумму долга на \$15 млрд., что составляет примерно треть от общей суммы долга РФ перед ПК.

По состоянию на 31-е марта долг России составлял \$40 млрд., сообщается в пресс-релизе Клуба. При этом министр финансов А. Кудрин позже заявил, что 65,0% долга выражено в евро, 22,0% - в долларах США, остальное – в других валютах. Главные кредиторы России в Парижском клубе – Германия и США - от досрочного погашения получают \$6,5 млрд. и \$0,5 млрд. соответственно.

Первый платеж в счет погашения будет произведен в начале июня на сумму \$13 млрд., остальное будет погашено не позднее 20-го августа.

Дополнительным условием соглашения стало подписание меморандума, обязывающего членов ПК в течение 18 месяцев после завершения сделки не переуступать российские долги другим странам, а также не размещать облигации, привязанные к российскому долгу. Таким образом, помимо экономической выгоды от досрочного погашения, Россия на время получила гарантию защиты своих внешних долговых рынков от неожиданного увеличения предложения «пророссийского» долга, выпускаемого другими странами.

В опубликованном на днях в газете «Ведомости» интервью представителя России на переговорах Сергея Сторчака говорится, что в первый транш войдут самые дорогие серии задолженности. По оценкам министра А.Кудрина, благодаря досрочному погашению, в этом году России удастся сэкономить около \$400 млн., а до 2020 года около \$6,0 млрд.

В отношении дальнейшего досрочного погашения оставшейся части долга (примерно \$25 млрд.), Кудрин отметил, что «кредиторы будут ждать дополнительных предложений от России». Мы полагаем, что в течение следующих 18 месяцев, можно ожидать возобновления переговоров в отношении непогашенной части долга России. Успех этих переговоров будет зависеть от позиции Германии, которой выгодно, чтобы платежи по облигациям Aries были обеспечены из России в течение всего срока обращения.

Суверенный рейтинг – повышение не за горами

Официальную позицию по поводу заключения соглашения между Россией и Парижским Клубом никто из агентств еще не опубликовал, но мнение представителей стало известно практически сразу. Как обычно, наиболее консервативную оценку сделки между Москвой и Парижским Клубом дал представитель S&P. По словам директора-распорядителя S&P Конрада Реусса, «само по себе это не повлечет повышение рейтингов. Это было учтено в повышении рейтингов, которое произошло в начале этого года». Однако аналитик S&P по России Хелена Хессел в интервью «Ведомостям» дала более позитивную оценку, отметив, что она не исключает возможности положительного влияния досрочного погашения на принятие рейтингового решения. Представители двух других авторитетных кредитных агентств (Fitch и Moody's), отразили положительное влияние сделки с Парижским клубом на рейтинг страны.

Мы полагаем, что положительный для России результат переговоров с ПК, безусловно, заслуживает внимания, и должен найти отражение в оценке кредитных рисков РФ со стороны рейтинговых агентств. В первую очередь, мы ждем повышения рейтинга со стороны Moody's. Напомним, что сейчас изменение рейтинга России по версии этого агентства имеет позитивный прогноз, что подразумевает возможность его повышения.

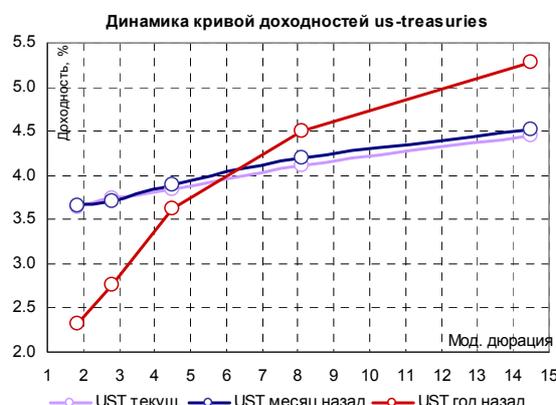
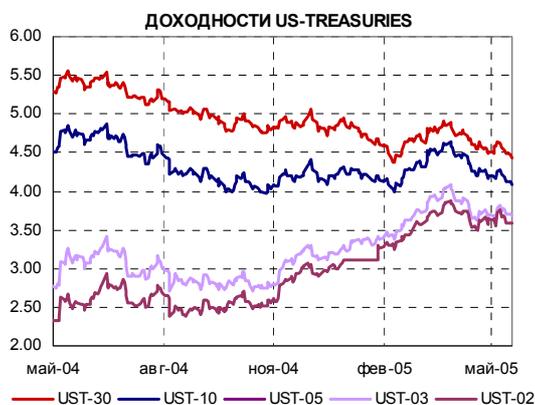
US-Treasuries

Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

	18.05.2005	Изм-е, б.п.			Прогноз на конец года	Прогноз изм-я
		За месяц	С начала года	За 12 мес.		
Fed Funds Rate	3.00	25	75	200	4.0	100
UST-02	3.58	7	50	100	4.2	57
UST-05	3.80	-6	18	-12	4.6	80
UST-10	4.09	-12	-13	-69	5.0	91
UST-30	4.44	-11	-39	-104	5.4	96

Источники: REUTERS, Банк Москвы

В апреле- начале мая рынок долгосрочных us-treasuries пережил вторую волну роста в этом году. Инвесторы, в отличие от FOMC (Федерального Комитета по открытым рынкам), засомневались в перспективах уверенного роста экономики США. Появление слабой оценки ВВП США по итогам первого квартала, снижение прибылей корпораций США, и последующее за ним снижение до «спекулятивного уровня» кредитных рейтингов двух крупнейших мировых автогигантов – General Motors и Ford - вызвало стремительный рост котировок us-treasuries. В итоге, доходности 10-летних казначейских облигаций США в начале мая снизились ниже отметки 4,15% годовых, несмотря на очередное повышение учетной ставки со стороны FOMC (3-го мая Комитет в восьмой раз подряд принял решение о повышении учетной ставки на 25 пунктов, значение которой выросло с 2,75% до 3,0% годовых).



Источники: REUTERS

US-TREASURIES

Официальное сообщение FOMC по итогам заседания изменилось по сравнению с прошлой версией (от 22-го марта) только в части оценки состояния экономики. Основные изменения формулировок FOMC коснулись оценки темпов роста экономики. По мнению представителей ФРС «последние данные показывают, что солидные темпы роста расходов слегка замедлились в ответ на ранний рост цен на энергоресурсы». В то время как на прошлом заседании Комитет отмечал, что экономика продолжает расти солидными темпами, несмотря на рост цен на энергоресурсы. Таким образом, ФРС признало проблему замедления экономического роста в ответ на неблагоприятную внешнюю конъюнктуру. В этой связи ФРС продолжает беспокоиться о возросшем инфляционном давлении, однако считает, что «долгосрочные инфляционные ожидания остаются хорошо сдержанными».

Комментарий относительно проводимой монетарной политики не изменился. ФРС не отказывается от ухода от поддерживающей экономический рост монетарной политики во «взвешенном режиме». Другими словами - будет продолжать плавно повышать ставку.

Итоги заседания оказали умеренно-позитивное влияние на рынок. ФРС признала факт вхождения экономики США в слабую полосу «soft patch», что на фоне с умеренными инфляционными ожиданиями, дает основание предполагать, что в ближайшее время политика ФРС относительно повышения процентной ставки не будет агрессивной. Следующее заседание Комитета состоится 29-30 июня.

Отступление ФРС (в части оценки состояния экономики) под натиском идеи «soft patch» произошло благодаря слабой статистике ВВП США за третий квартал. Однако, спустя три дня, рынок базовых активов испытал сильнейшее давление продавцов, вызванное сильной статистикой занятости, которая превзошла прогнозы экономистов. Позже сильные данные вышли по торговому балансу и розничным продажам, что заставило большинство экономистов пересмотреть оценки темпов роста экономики США в первом квартале с 3,1% до 3,5-3,6%.

Экономика США - слабая полоса?

Риски ускорения инфляции отошли на второй план

Статистика инфляции, которой мы опасались в прошлом месяце, не принесла неприятных сюрпризов инвесторам. По итогам марта темпы роста инфляции совпали с ожиданиями экономистов, а свежие апрельские данные оказались ниже прогнозов. Сейчас можно признать, что риск резкого роста процентных ставок при ускорении инфляции отошел на второй план на фоне снижения темпов экономического роста.

ВВП. Опросы экономистов показывали, что темп роста ВВП США по итогам первого квартала должен составить порядка 3,6% против 3,8%. Вопреки ожиданиям, первичная оценка ВВП США оказалась значительно хуже. Согласно представленному отчету, рост экономики США в первом квартале 2005 года составил 3,1% (3,8% в четвертом квартале 2004 года). Опасения рынка по поводу возможного изменения политики FOMC резко снизились. В этот день доходность десятилетних us-treasuries опустилась до двухмесячного минимума и осталась на уровне 4,15% годовых. В то, что доходности 10-летних us-treasuries достигнут отметки 4,15% годовых, в конце марта верилось с трудом, однако, на деле оправдался оптимистичный сценарий, согласно которому, мы закладывали прогноз значения доходности 10-летних us-treasuries на уровне 4,15% годовых.

Экономические индикаторы США



Источнику: FRED II Data

Рынок труда + сильный торговый баланс + рост активности потребителей = ???

В мае слабые сигналы экономики сменились сильной статистикой сразу после заседания Комитета по открытым рынкам. Ситуация с занятостью улучшается, внутреннее потребление растет, а торговый баланс по итогам марта превзошел все прогнозы. Сильные результаты экономики на время отодвинули разговоры о «слабой полосе», а экономисты пересмотрели свои оценки ВВП в первом квартале с 3,1% до 3,5%.

Рынок труда продемонстрировал сильный прирост в числе новых рабочих по итогам апреля. Согласно представленным цифрам в прошедшем месяце в экономике США было создано 274 тыс. новых рабочих мест (ожидалось, что экономика создаст 170 тыс.), при этом данные за март были пересмотрены в сторону повышения.

Экономические индикаторы США

Источники: FRED II Data

Торговый баланс. Статистика торгового баланса США в марте оказалась лучше по сравнению с февралем, а величина дефицита торгового баланса оказалась ниже, чем ожидали экономисты. Дефицит торгового баланса в марте составил \$54,99 млрд. по сравнению с дефицитом \$60,57 млрд. в феврале и прогнозами на уровне \$61,5 млрд.

Улучшение показателей торгового баланса США позволило предположить, что невысокие темпы роста экономики по итогам первого квартала на уровне 3,1% могут быть пересмотрены в сторону повышения в конце мая. Напомним, что 26 мая состоится публикация вторичной оценки ВВП США в первом квартале этого года.

Резюме

Снижение доходностей долгосрочных us-treasuries в настоящее происходит под влиянием двух факторов – фундаментальным и техническим.

Первый фактор - фундаментальный - заключается в том, что экономика США пока продолжает подавать смешанные сигналы. В настоящее время поведение долгосрочных us-treasuries схоже с их поведением в начале года. Напомним, что тогда на фоне роста краткосрочных ставок, сохранялась общая тенденция к снижению доходностей долгосрочных us-treasuries. Инвесторы придают большое значение опасности замедления экономического роста, а риск ускорения инфляции, по-видимому, отошел на второй план. Доходности долгосрочных us-treasuries будут изменяться в узком диапазоне в случае, если сигналы экономики США будут оставаться смешанными. В случае более убедительных сигналов мы ждем, что доходности us-treasuries возобновят рост.

Второй фактор – технический – заключается в реакции рынка на снижение кредитных рейтингов Ford и General Motors до спекулятивного уровня. Инвесторы, страхуясь от новых рисков, увеличивают спрос на более надежные активы – долги Казначейства США. В случае, ускорения высоких темпов роста экономики.

Прогноз

Рынок пока неуверенно реагирует на сильную статистику, но как только сигналы экономики станут более сильными, мы ждем, что котировки us-treasuries снова подвергнутся сильному давлению со стороны продавцов. Мы считаем, что снижение долгосрочных доходностей us-treasuries в ответ на краткосрочное замедление не дает оснований для пересмотра целевых уровней по ставкам. Наш целевой уровень доходности по UST-10 - 5,0% годовых, целевой уровень учетной ставки ФРС США - 4,0% годовых.

Emerging markets

Конъюнктура emerging markets

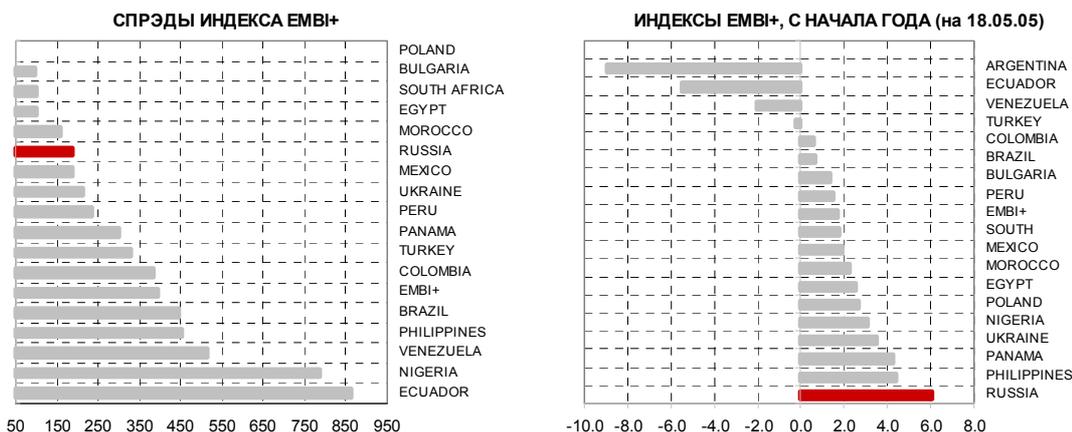
	18.05.2005	Изм-е*		
		За месяц	С начала года	За 12 мес.
EMBI+	335.2	1.8	1.7	19.9
EMBI+ Spread	390	-6	32	-114
EMBI+ Russia	398.7	2.5	6.1	23.0
EMBI+ Russia Spread	184	-17	-30	-116
EMBI+ Mexico	310.7	1.7	1.9	12.9
EMBI+ Mexico Spread	187	-6	20	-18
EMBI+ Brasil	446.7	2.3	0.7	28.7
EMBI+ Brasil Spread	444	-13	61	-264
EMBI+ Turkey	220.6	1.9	-0.2	21.7
EMBI+ Turkey Spread	328	-7	62	-172

Источники: J.P.Morgan, REUTERS

*Изменение для индексов - %, для спрэдов - б.п.

Минувший месяц не внес серьезных корректив в ситуацию на рынке еврооблигаций emerging markets. Инвесторы, опасаясь нового витка роста доходностей, предпочли сохранить премию в доходностях еврооблигаций emerging markets. Так, по итогам прошлого месяца индекс еврооблигаций emerging markets EMBI+ вырос на 1,7% благодаря росту стоимости us-treasuries, а спрэд индекса вырос на 9 б.п. В апреле спрэд индекса EMBI+ Бразилия сократился всего на 2 пункта, при том, что индекс вырос на 2,3%. Турецкий и мексиканский спрэды индексов EMBI+ выросли соответственно на 38 и 8 б.п. К середине мая ситуация начала улучшаться (см. табл. выше), тем не менее, текущие значения спрэдов еще далеки от минимальных уровней этого года.

EMERGING MARKETS



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Снижение кредитных рейтингов General Motors и Ford до спекулятивного уровня стало основным препятствием для роста стоимости долгов emerging markets. Беспокойство инвесторов выросло после того, как появились слухи о крупных потерях хедж-фондов, спекулировавших долгами GM и Ford. В результате спрэды еврооблигаций emerging markets почти не сокращались на фоне роста стоимости казначейских облигаций США. Такое поведение инвесторов, на наш взгляд, вызвано бегством от рисков и опасениями скорой смены тенденции снижения доходностей долгосрочных us-treasuries. Желая компенсировать возросшие риски, они требуют дополнительную премию в доходности.

Прогнозы

Ситуация на emerging markets остается такой же, как и месяц назад. В условиях стабильного рынка us-treasuries еврооблигации развивающихся рынков будут пользоваться повышенным интересом у инвесторов. В случае если на долговых рынках США стабильная ситуация сохранится, спрэды еврооблигаций emerging markets будут постепенно сужаться к своим минимальным значениям. Тем не менее, мы придерживаемся более пессимистичной точки зрения.

Во-первых, нерешительность инвесторов в отношении долгов emerging markets может продлиться сколь угодно.

Во-вторых, наш базовый прогноз по ставкам в США предполагает существенный рост доходностей us-treasuries от текущего уровня. В случае реализации этого сценария спрэды еврооблигаций emerging markets будут расширяться по мере роста доходностей us-treasuries.

Спрэд EMBI+Россия



Спрэд EMBI+



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Российские еврооблигации

Конъюнктура российских еврооблигаций

	18.05.2005	Изм.-е*		
		За месяц	С начала года	За 12 мес.
Доходн. UST-10	4.09	-12	-13	-69
Стоимость России-30	107.75	2.3	5.0	20.0
Доходн. Россия 30 YTM	6.01	-26	-52	-200
Спрэд России 30 и UST-10	192	-14	-39	-131

Источники: REUTERS

*Изменение для стоимости - %, для спрэдов и доходности - б.п.

Рынок российских еврооблигаций в апреле-начале мая рос на ожиданиях успешного завершения переговоров России с Парижским Клубом. Катализатором роста стала общая тенденция снижения доходностей на внешнем долговом рынке. В начале мая спрэд России-30 к UST-10 опустился до 174 б.п., но затем стабилизировался на отметке 190 б.п. Тем не менее, общая нерешительность инвесторов в отношении долгов emerging markets, пока сдерживает рост российского сегмента. Мы полагаем, что в ближайшее время значение спрэда должно опуститься ниже 180 б.п.

Основная торговая идея в инструментах российского внешнего долга состоит в игре на спрэде государственных и «квазигосударственных» облигаций при повышении кредитного рейтинга России.



Источники: REUTERS

Российские еврооблигации - лидеры роста прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	YTM, %	Дюр. лет.	S&P	Moody's	Fitch
ARIES 03	5.50	5.81	6.79	BB+	Ba2	0.00
Россия 28	4.47	6.71	10.53	BBB-	Baa3	BBB-
Россия 18	3.81	6.20	8.08	BBB-	Baa3	BBB-
Россия 30	3.34	6.13	8.35	BBB-	Baa3	BBB-
ВТБ 15	2.79	6.68	4.16	BB+		BBB-
Сбербанк 15	2.71	6.51	7.33		Baa2	BBB-
ГАЗПРОМ 13	2.50	6.80	5.77	BB- W	Baa3	BB U
MINFIN 7	2.25	5.87	6.20	BBB-	Baa3	BBB-
ГАЗПРОМ 10	2.05	4.93	4.48	BB- W	Baa3	BB U
ARIES 02	2.05	3.92	3.86	BB+	Ba2	0.00

Российские еврооблигации - лидеры падения прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	YTM, %	Дюр. лет.	S&P	Moody's	Fitch
МДМ 06	-1.09	6.68	1.30	B		B+
МДМ 05	-1.08	5.58	0.59	B		B+
Газпромбанк 05	-0.70	3.40	0.41	B+	Baa2	
ГАЗПРОМ 34	-0.64	7.39	12.03	BB- W	Baa3	BB U
ТНК 07	-0.63	6.18	2.27		Ba2	
Русс. Станд 05	-0.54	5.47	0.07	BBB+		
НОРНИКЕЛЬ, 09	-0.52	7.46	3.83	BB	Ba2	
Вымпелком 09	-0.44	7.99	3.38	BB-	B1	
Альфабанк 06	-0.40	6.53	0.93	B	Ba2	B+
Росбанк, 09	-0.38	8.58	2.63	B-		B

Источники: REUTERS, расчеты банка Москвы

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Корпоративные риски

В середине апреля инвесторы рынка корпоративных еврооблигаций получили неприятное известие о налоговых претензиях компании ТНК-ВР, что снова привело к росту корпоративных спрэдов. Влияние этого негативного фактора усилило агентство S&P, которое, несмотря на позитивные ожидания исхода переговоров с Парижским Клубом, заявило свою жесткую позицию в отношении высоких политических рисков.

Несмотря на предостережение S&P, мы позитивно смотрим в отношении сегмента российских корпоративных еврооблигаций. Апрельский рост корпоративных спрэдов только увеличил привлекательность выпусков в этом сегменте. Нашими фаворитам по-прежнему остаются корпоративные еврооблигации из среднего сегмента кривой доходности: Вымпелком-11, Норникель-09 и Северсталь-14.

Спрэды* корпоративных еврооблигаций и их изменение с начала года, б.п.

Выпуск	Изменение спреда с начала года	Значение спреда по сост. на 04.05.2005	Оценка справедливого уровня	Потенциал сужения	Наименьшее значение за год	S&P	Moody's	Fitch	Дюр. лет.
ТНК 07	-46	152	80	72	81		Ba2		2.22
ММК 08	67	227	130	97	142	BB-	Ba3	BB-	3.04
Сибнефть 09	201	226	220	6	212	B+	Ba3		3.04
Евразхолдинг 09	99	330	310	20	320			B U	3.42
Норникель 09	72	243	175	68	52	BB	Ba2		3.78
МТС 10	36	278	190	88	250	BB-	Ba3		4.44
Система 11	80	313	280	33	293	B	B3	B+	4.48
Вымпелком 11	79	305	200	105	258	BB-	B1		5.04
Северсталь 14	81	379	280	99	355	B+	B2	B+	6.24

Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

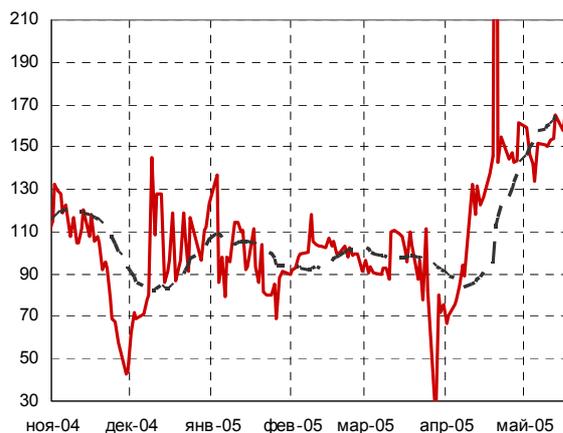
* К еврооблигациям Россия-10. Сглаженные с помощью 20-дневн. скользя. средн.

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

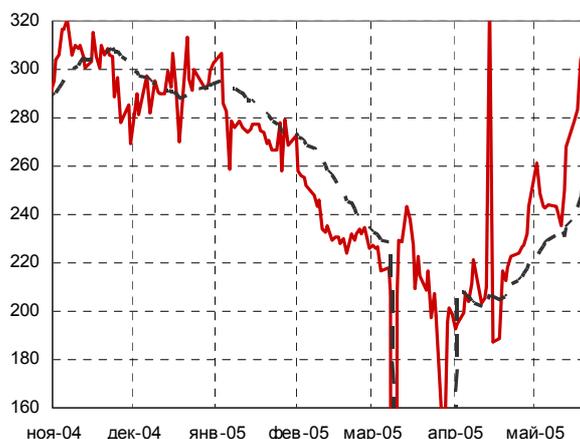
Спрэд еврооблигаций Сибнефти 09 к России 10



Спрэд еврооблигаций ТНК 07 к России 10



Спрэд еврооблигаций ММК 08 к России 10



Спрэд еврооблигаций Северсталь 14 к России 10



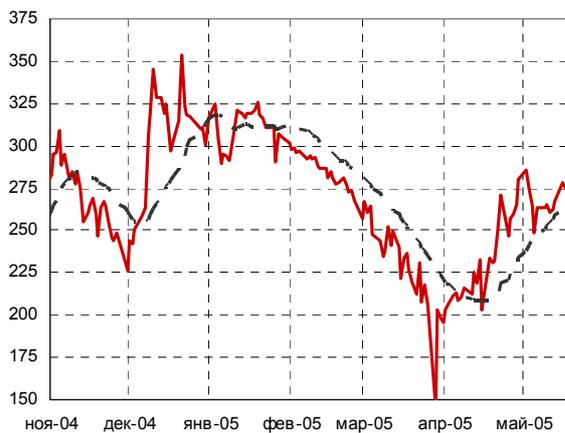
Корпоративные риски – графики индикативных спредов

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Спрэд еврооблигаций Евразхолдинг 09 к России 10



Спрэд еврооблигаций Норникель 09 к России 10



Спрэд еврооблигаций Вымпелком 11 к России 10



Спрэд еврооблигаций МТС 10 к России 10



Источники: REUTERS

Российские еврооблигации - прогноз

Переговоры России с Парижским Клубом удачно завершились. Теперь инвесторы ожидают повышения суверенного кредитного рейтинга по версии Moody's. Впрочем, даже по самым оптимистичным прогнозам инвестиции от покупки суверенных еврооблигаций принесут весьма скромный доход.

Мы предполагаем сокращение суверенного спреда до уровня ниже 180 б.п., учитывая текущие значения спреда еврооблигаций Россия-30 к десятилетним казначейским облигациям США на уровне 185-195 б.п. в результате повышения суверенного рейтинга на 1 ступень по версии Moody's.

В среднесрочной перспективе мы опираемся на наши базовые предпосылки по ставкам в США. В этом случае стоимость России-30 к концу года может опуститься до 101,55% годовых. Стоимость суверенных еврооблигаций сегодня может вырасти лишь при благоприятном развитии ситуации на внешних долговых рынках и сокращении российского спреда. В нашем оптимистичном сценарии стоимость России-30 вырастает до 108,90 процентов от номинала при спреде к кривой us-treasuries в 170 б.п. и доходности UST-10 4,15% годовых.

Стоимость России-30 в зависимости от сценария

	Баз. прогноз	Оптимист.	Пессимистичный
Доходность UST-10	5.00	4.15	5.50
Доходность России-30	6.70	5.85	7.20
Спред России-30, б.п.	170	170	170
Стоимость России-30	101.55	108.90	97.22
Потенциал роста* цены, %	-5.10	1.78	-9.14

Источники: расчеты Банка Москвы

*Расчетная цена 107.00

Рекомендации

Дальнейший потенциал роста рынка российских еврооблигаций мы связываем исключительно с благоприятной конъюнктурой рынка us-treasuries и вероятным повышением российского кредитного рейтинга от Moody's. В случае изменения ситуации на внешнем рынке мы полагаем, что потенциал роста российских еврооблигаций будет ограниченным. Повышение суверенного рейтинга может привести к цепной реакции повышения рейтингов «квазигосударственных» эмитентов, таких как Газпром, Сбербанк и Внешторгбанк.

Несмотря на предостережение S&P, мы позитивно смотрим в отношении сегмента российских корпоративных еврооблигаций. Апрельский рост корпоративных спредов только увеличил привлекательность выпусков в этом сегменте. Нашими фаворитами по-прежнему остаются корпоративные еврооблигации среднего сегмента кривой доходности: Вымпелком-11, Норникель-09 и Северсталь-14.

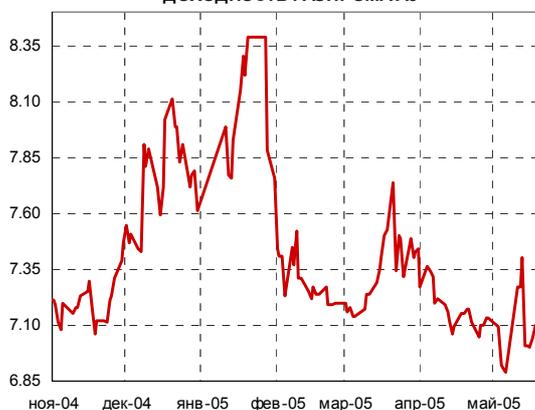
Внутренний долговой рынок

Ситуация на долговом рынке в апреле изменилась в лучшую сторону. Сохраняющаяся на высоком уровне свободная денежная ликвидность позволила не только без труда переварить огромный объем первичного предложения, но и способствовала поддержанию котировок рублевых облигаций на вторичном рынке. К положительным факторам, оказавшим поддержку рынку рублевых облигаций в апреле, стоит также отнести стабильность внешних долговых рынков. Ближе к концу месяца драйвером роста рынка рублевых облигаций стало приближение майских праздников, что традиционно повышает интерес к облигациям – участники рынка не хотят уходить на длинные выходные, оставаясь в деньгах.

По итогам месяца котировки корпоративных облигаций в среднем выросли на 0,4%. Субфедеральные и муниципальные облигации подорожали на 0,5%. Таким образом, как мы и предполагали ранее, мартовское снижение рынка рублевых облигаций сменилось апрельским ростом. Однако, проблемы, появившиеся у одного из эмитентов - компании Нортгаз-Финанс (см. далее) - немного охладил интерес рискованным облигациям третьего эшелона, в результате чего интерес инвесторов переключился в сторону менее рискованных облигаций корпоративных и региональных эмитентов.

Стоит отметить, что конъюнктура, сложившаяся на рынке рублевого долга в конце апреля, способствовала для удлинения дюрации портфеля за счет наиболее ликвидных выпусков облигаций эмитентов, имеющих высокий и средний уровень кредитного качества.

ДОХОДНОСТЬ ГАЗПРОМА АЗ



ДОХОДНОСТЬ МОСКВЫ - 29



Источники: REUTERS

Корпоративные облигации - лидеры роста прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
ИНТЕКО 01	2.81	11.57	-	1.60
Мегафон Финанс 01	2.58	8.69	-	0.98
ЮТК, 01	2.43	10.39	-	1.23
Дальсвязь 01	2.25	-	0.97	0.47
АвиаК. Самара, 01	1.93	13.00	-	1.61

Корпоративные облигации - лидеры падения прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Нортгаз, 01	-11.70	32.34	-	0.49
АЛРОСА 19	-1.18	5.93	-	0.44
НИКОСХИМ, 01	-1.00	15.75	-	1.38
Башкирэнерго	-0.84	7.79	-	0.32
Внешторгбанк 03	-0.75	6.30	-	0.70

Субфедеральные и муниципальные облигации - лидеры роста прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Чувашия, 03	3.86	10.73	-	3.16
Якутия 03	2.59	10.73	-	2.60
Якутия 05	2.10	8.66	-	1.78
Московская обл., 03	2.07	7.80	-	2.02
Ленинградская обл. 03	1.88	10.71	-	5.69

Субфедеральные и муниципальные облигации - лидеры падения прошлого месяца:

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Волгоградская обл.	-2.91	12.34	-	0.95
Ленинградская обл. 02	-1.09	12.34	-	3.97
ХМАО, 01	-1.04	5.71	-	0.53
Москва 33	-0.84	7.93	-	0.16
Москва 27	-0.48	6.61	-	1.43

Источники: ММВБ, REUTERS, расчеты банка Москвы

Газпром-Нортгаз

Время разбрасывать камни, время собирать камни

По крайней мере один из таких «драгоценных» камней, потерянных при прежнем руководстве, вернул обратно Газпром. Теперь облигации «Нортгаз-Финанс» фактически будут иметь кредитный риск Газпрома.

Благоприятная картина на рынке облигаций в прошлом месяце была несколько омрачена проблемами, появившимися у одного из эмитентов. В пятницу вечером, 15 апреля, Арбитражный суд Москвы удовлетворил иск ОАО «Газпром» к Минприроды и признал недействительным разделение лицензии на разработку Северо-Уренгойского месторождения, выданной ООО «Уренгойгазпром». Суд обязал Федеральное агентство по недропользованию восстановить действие регистрации лицензии, выданной «Уренгойгазпрому» 13 августа 1993 года, а также обязал агентство прекратить действие регистрации лицензии, выданной ЗАО «Нортгаз».

Данное месторождение является основным источником поступления денежных средств Нортгаза, поэтому инвесторы крайне негативно восприняли новость об отзыве лицензии. Только по итогам следующего торгового дня облигации дочерней компании Нортгаза – «Нортгаз Финанс» подешевели на 16,69%, при этом доходность выпуска выросла до 73,4% годовых. Через неделю представители Нортгаза организовали встречу с инвесторами, на которой достаточно оптимистично обрисовали дальнейшее решение сложившейся проблемы, а также пообещали исполнить все обязательства перед кредиторами в срок. 11-го мая компания выплатила 3-й купон на сумму 167,5 млн. рублей, что практически не отразилось на стоимости облигаций.

В начале мая компания подала иск к Российской Федерации в лице министерства финансов РФ о взыскании упущенной выгоды и понесенных затрат на сумму 119,6 млрд. руб. В такую сумму она оценивает ущерб от отзыва лицензии. Предварительное заседание назначено на 23 мая. Мы считаем, что шансы Нортгаза выиграть это дело близки к нулю, а сам иск был подан для того, чтобы иметь больше аргументов в торге с Газпромом.

18 мая газета «Ведомости» со ссылкой на источник, близкий к переговорам, сообщила, что лицензия Нортгазу на использование месторождения будет возвращена в обмен на контрольный пакет акций (51,0%), который получит Газпром. В этот же день облигации Нортгаза выросли в цене на 8,5%, а доходность к погашению снизилась до 14,0% годовых. На наш взгляд, сделка, о которой пока еще не было официально объявлено, приведет к резкому сокращению кредитного риска облигаций. Мы считаем, что потенциал сокращения доходностей облигаций Нортгаза очень высок. Фактически, облигации Нортгаза должны торговаться с доходностью Газпрома плюс спрэд, значение которого должно составлять не выше 200 пунктов.

Отчет о прибылях и убытках, млн. руб.

	2003	2003	9М. 2004
Выручка от реализации	4 591	4 664	3 274
Себестоимость	1 284	3 313	2 204
Операционная прибыль	2 513	1 069	874
ЕБИТДА	2 627	1 260	1 100
Чистая прибыль	1 992	97	258
Денежный поток от операц.деят (CFFO)	0	170	24
Gross margin, %	72.0	29.0	32.7
Operation margin, %	54.7	22.9	26.7
ЕБИТДА margin, %	57.2	27.0	33.6
Net margin, %	43.4	2.1	7.9

Баланс, млн. руб.

	2002	2003	9М. 2004
Активы	6 148.7	6 149	5 681
Внеоборотные активы	4 970.9	4 971	4 348
Оборотные активы	1 177.8	1 178	1 333
Денежные средства	34.5	34	127
Пассивы	6 148.7	6 149	5 681
Капитал и резервы	2 306.3	2 306	2 564
Долгосрочные обязательства	2 142.2	2 142	2 656
Краткосрочные обязательства	1 700.2	1 700	461

Внутренний долговой рынок - первичные размещения

Первичный рынок облигаций в апреле набрал максимальные обороты с начала этого года. За месяц на рынок вышли 24 эмитента с предложением своих облигаций на сумму 41,9 млрд. рублей, что стало очередным рекордом. Для сравнения по итогам первого квартала 2005 года на первичном рынке было размещено облигаций на общую сумму 33,8 млрд. рублей. Предыдущий рекорд был установлен в декабре прошлого года, когда объем первичного рынка составил 40,1 млрд. рублей. Причем в апреле состоялось историческое, с точки зрения объема, размещение облигаций Московской области (см. стратегию «Долговые рынки - апрель, 2005: Цели становятся ближе»). Эмитентом были предложены облигации на сумму 12 млрд. рублей, что стало самым значительным предложением рублевых негосударственных облигаций за всю историю рынка. Благоприятная ситуация с денежной ликвидностью и отсутствие явного негативного давления со стороны внешних факторов позволили эмитентам удачно разместить облигационные займы, не предлагая существенных премий. Наиболее удачными с точки зрения спроса и стоимости заимствования (не считая аукционов по размещению новых выпусков облигаций Москвы и Московской области, которые мы описывали в предыдущей стратегии), на наш взгляд, стали размещения облигаций трех телекоммуникационных компаний.

Мегафон

19 апреля состоялось размещение третьего выпуска облигаций Мегафона на сумму 3 млрд. рублей. Новые облигации были встречены огромным интересом со стороны инвесторов. Спрос на аукционе превысил предложение в 2,3 раза, составив 7 млрд. рублей. По итогам аукциона выпуск Мегафона был размещен в полном объеме. Ставка 1-го купона по облигациям 3-й серии установлена в размере 9,25% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 9,46% годовых. Наш прогноз ставки купона, исходя из текущих уровней обращающихся выпусков, находился на уровне 9,25 – 9,5% годовых.

Уралсвязьинформ

21 апреля ОАО «Уралсвязьинформ» проводило размещение своего пятого выпуска трехлетних облигаций на сумму 2 млрд. рублей. Спрос на новые облигации в 1,9 раза превысил объем предложения. Ставка купона по итогам аукциона была установлена на уровне 9,19% годовых, что соответствует доходности на уровне 9,4% годовых. Таким образом, доходность при размещении облигаций УРСИ пятой серии также оказалась в диапазоне нашего прогноза (9,1-9,4% годовых).

Сибирьтелеком

29 апреля Сибирьтелеком предложил к размещению 5-й выпуск на сумму 3 млрд. рублей. Уровень спроса на новый облигации нового выпуска оказался немного ниже, чем уровень спроса на аукционах по Мегафону и УРСИ, впрочем, это никак не отразилось на итогах размещения. Средневзвешенная доходность на аукционе была определена на уровне 9,41% годовых.

Предстоящие размещения

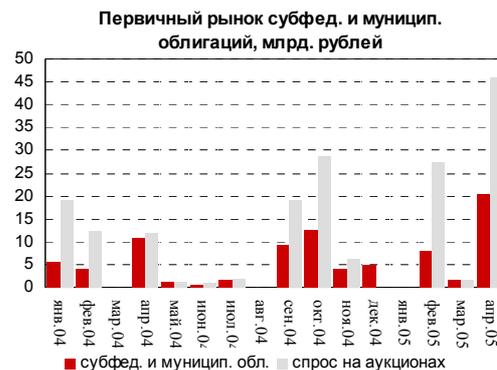
По нашим оценкам активность первичного рынка по итогам мая снизится по сравнению с апрелем. По нашим оценкам, ориентировочный объем предложения негосударственных выпусков составит 19,2 млрд. рублей. В мае прошлого года эмитенты привлекли 6,5 млрд. рублей.

Индикаторы первичного рынка



Источники: ММББ, расчеты Банка Москвы

Индикаторы первичного рынка



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Итоги размещений* негосударственных выпусков облигаций в апреле

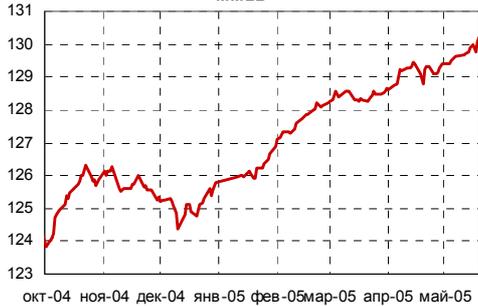
Инструмент	Серия выпуска	Дата начала размещения	Объем выпуска (предложения), млн. руб.	ближ оферта/ погашение, лет	Доходность к оферте/ погашению, %	Bid-to-cover ratio
НКНХ	4	04.04.05	1500	4.00	10.24	1.17
Московская обл.	34005	05.04.05	12000	5.00	9.20	1.85
Москва	42	06.04.05	2000	2.35	7.14	5.05
Москва	36	06.04.05	3900	3.70	7.62	2.31
Хайленд Голд Финанс	1	06.04.05	750	1.50	12.55	1.43
Мидленд Кэпитал Менеджм	1	07.04.05	530	1.50	12.89	1.43
РТК-Лизинг	4	12.04.05	2250	1.00	9.93	2.33
Нижегородская область	34002	13.04.05	2500	3.50	10.56	1.92
Мегафон	3	19.04.05	3000	3.00	9.46	2.34
Уралсвязьинформ	5	21.04.05	2000	3.00	9.40	1.90
ИМПЭКСБАНК	1	21.04.05	1000	1.00	10.49	1.62
ГТ-ТЭЦ Энерго	3	22.04.05	1500	1.50	12.40	1.01
Новые Черемушки	2	26.04.05	300	1.00		1.00
Московский Кредитный Бан	1	27.04.05	500	1.00	12.01	1.23
СОК-Автокомпонент	1	28.04.05	1100	1.50		1.00
СОЮЗ Банк	1	28.04.05	1000	1.00		1.00
ЛенСпецСМУ	1	28.04.05	1000	1.00	16.10	1.34
Сибирьтелеком	5	29.04.05	3000	3.00	9.41	1.58

Источники: REUTERS, Банк Москвы

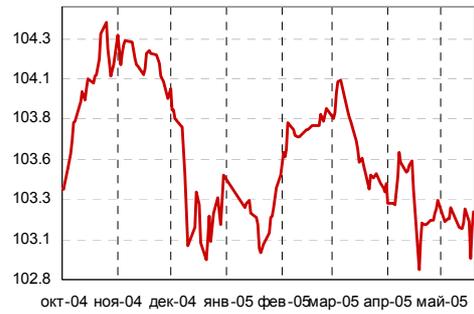
ВНУТРЕННИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Динамика индексов корпоративных облигаций ММВБ

Индекс полной доходности корпоративных облигаций ММВБ

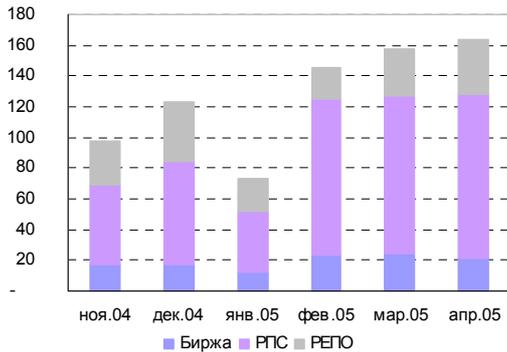


Ценовой индекс корпоративных облигаций ММВБ

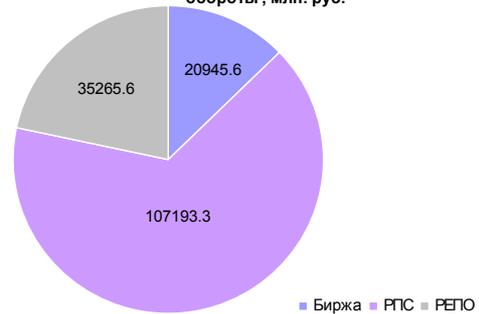


Биржевые обороты с рублевыми облигациями на ММВБ

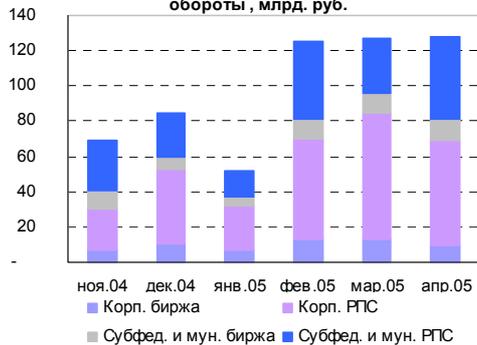
Биржа + РПС+РЕПО - совокупные обороты, млрд.



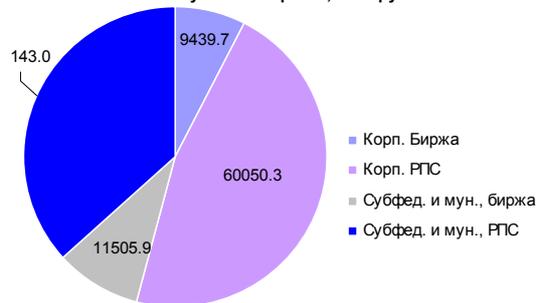
Апрель 2005. Биржа + РПС+РЕПО - совокупные обороты, млн. руб.



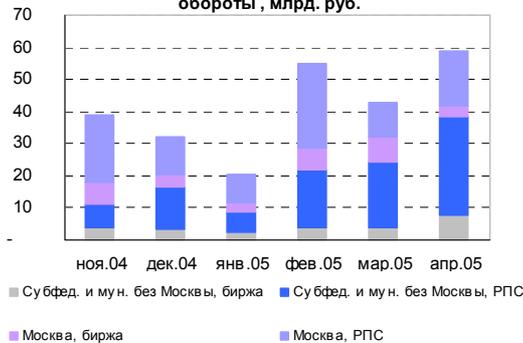
Негосударственные облигации - совокупные обороты, млрд. руб.



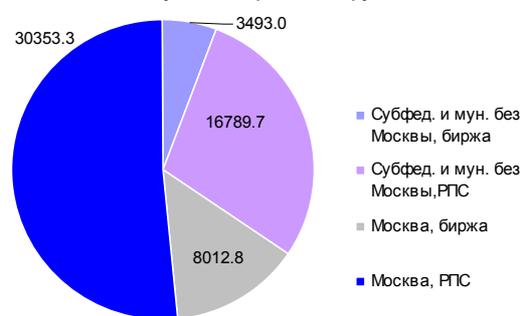
Апрель 2005: Негосударственные облигации - совокупные обороты, млн. руб.



Субфед. и мун. облигации - совокупные обороты, млрд. руб.



Апрель 2005: Субфед. и мун. облигации - совокупные обороты, млн. руб.



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Фундаментальные факторы

Основное влияние на котировки рублевых долговых инструментов в апреле-мае оказывали два фактора – позитивная динамика внешнего долгового рынка и достаточно высокий уровень рублевой ликвидности. Влияние валютного рынка, по нашему мнению, в апреле оказалось нейтральным характер и практически не оказывало давления на динамику котировок рублевых облигаций.

Курс рубля

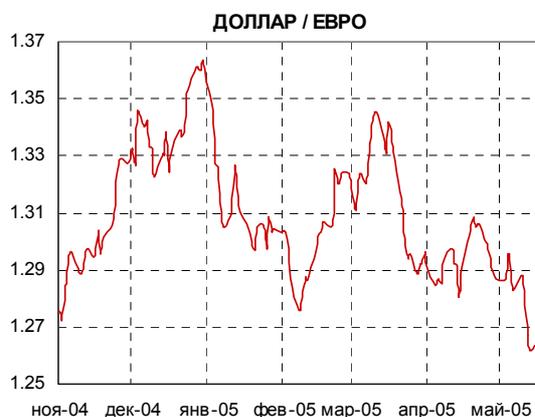
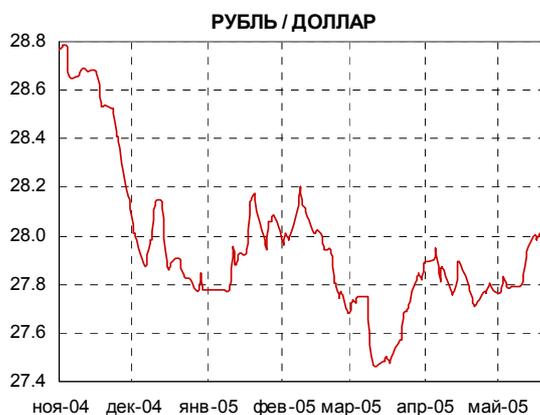
Волатильность внутреннего валютного рынка увеличилась в апреле-начале мая. На протяжении всего месяца курс рубля изменялся в диапазоне от 27,70 до 27,91 рублей за доллар. К концу апреля курс рубля укрепился на 6 копеек до уровня 27,86. Стоит отметить, что в отличие от динамики курса рубля в первом квартале, апрельская тенденция не имела ярко выраженного направления. Мы полагаем, что апрельская динамика национальной валюты не нашла отражения в котировках рублевых облигаций, оказывая, слабое психологическое давление на участников рынка.

В начале мая курс рубля начал потихоньку сдавать позиции вслед за укреплением курса доллара на мировом валютном рынке, и одно время рубль торговался выше отметки 28,0 рублей за доллар. На этом фоне небольшое ослабление национальной валюты вызвало снижение котировок и активности участников внутреннего долгового рынка. Тем не менее, в долгосрочной перспективе мы позитивно оцениваем потенциал укрепления рубля. По нашим оценкам, среднегодовой курс рубля составит порядка 27,8 рублей за доллар.

Инфляция

Рост потребительских цен в апреле составил 1,1% по сравнению с ростом на 1,3% в марте и на 1,0% в апреле прошлого года. Годовой показатель инфляции (апрель к апрелю) составил 13,4%, что является максимальным значением за 21 месяц. С начала года потребительские цены выросли на 6,5% по сравнению с ростом на 4,6% за аналогичный период прошлого года. Таким образом, инфляция в апреле продемонстрировала небольшое снижение, однако, в годовом выражении рост цен сохранился на достаточно высоком уровне.

На наш взгляд, апрельские цифры позволяют говорить о некоторой стабилизации темпов роста цен. Мы ожидаем, что уже в ближайшие месяцы обозначится тенденция к замедлению инфляционных процессов, которая может стать более выраженной, если ЦБ пойдёт на значительное укрепление рубля. Впрочем, мы не думаем, что финансовые власти будут в этом году делать резкие движения. Наш годовой прогноз инфляции остаётся неизменным – 11,5%



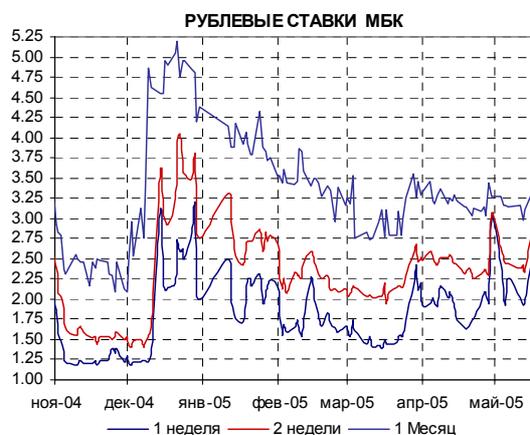
Источники: REUTERS

Ликвидность

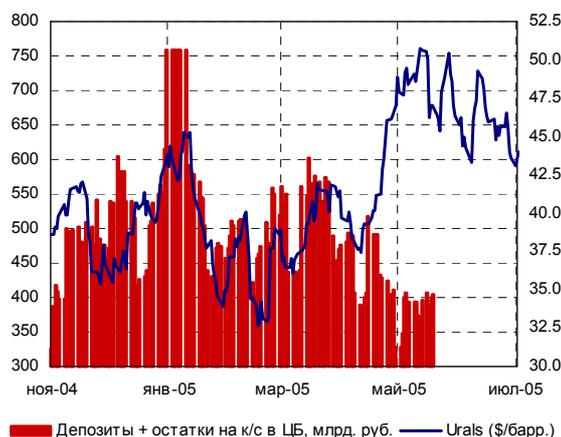
Показатели денежной ликвидности в апреле оказались несколько хуже, чем за месяц до этого, однако это ухудшение не отразилось на внутреннем валютном рынке. Однако традиционное весеннее снижение ликвидности практически не повлияло на внутренний долговой рынок.

Краткосрочный цикл снижения цен на нефть с трехмесячным лагом достиг своего минимума в конце апреля, что привело к снижению остатков на корсчетах на фоне роста объемов кредитования со стороны банков. Среднедневные остатки на корсчетах снизились в апреле до 264,62 млрд. рублей с 295,95 млрд. рублей в марте. На этом фоне среднемесячное значение ставки «overnight» на МБК выросло до 1,51% по сравнению с 0,8% месяцем ранее. Среднедневные остатки на депозитах ЦБ снизились до 173,41 млрд. рублей (219,34 млрд. рублей в марте).

Некоторое ухудшение показателей денежного рынка не отразилось на рынке рублевых облигаций. Недостаток денежных средств появился только в конце месяца на фоне предстоящих выходных и налоговых выплат (в последний торговый день ставки «overnight» на МБК выросли до 7,5% годовых). Тем не менее, рублевой ликвидности хватило не только на то, чтобы переварить огромный объем новых размещений (который, как мы уже называли, составил 41,9 млрд. руб.), но и на поддержание высокой активности участников внутреннего долгового рынка.



Источники: REUTERS, ЦБ РФ



Источники: REUTERS, ЦБ РФ

Если, полагаться на зависимость динамики цен на нефть и рублевой ликвидности (которая происходит с лагом в три месяца), то надо ожидать роста уровня рублевой ликвидности. Однако, с начала мая такая тенденция не прослеживается. Мы связываем это с двумя факторами:

- ростом курса доллара на внутреннем рынке,
- традиционным весенним ростом объемов кредитования предприятий банковским сектором.

В настоящее время установился негативный тренд остатков на корсчетах и депозитах коммерческих банков в ЦБ. Возрастающий дефицит рублевой ликвидности подтверждает рост краткосрочных ставок на межбанковском рынке. Мы связываем это с ростом курса доллара на внутреннем валютном рынке и увеличением объемов кредитования предприятий. Если эта ситуация получит развитие, то в конце мая надо опасаться роста ставок на МБК в связи с налоговыми выплатами. Все это повысит давление на котировки рублевых облигаций.

Прогнозы и рекомендации

На наш взгляд, динамика внутреннего рынка будет подвержена негативному влиянию валютного рынка и снижению уровня денежной ликвидности. Высокий объем предложения новых выпусков, возможно, также негативно повлияет на котировки. По нашим оценкам, объем первичного предложения негосударственных выпусков в мае составит от 25,0 до 30,0 млрд. руб.

Риск изменения благоприятной ситуации на рынке us-treasuries остается высоким. Мы полагаем, что рынок us-treasuries сегодня находится на своем пике и любая позитивная статистика может развернуть направление движения доходностей us-treasuries вверх. Негативная динамика внешних долговых рынков окажет дополнительное влияние на стоимость рублевых долговых инструментов.

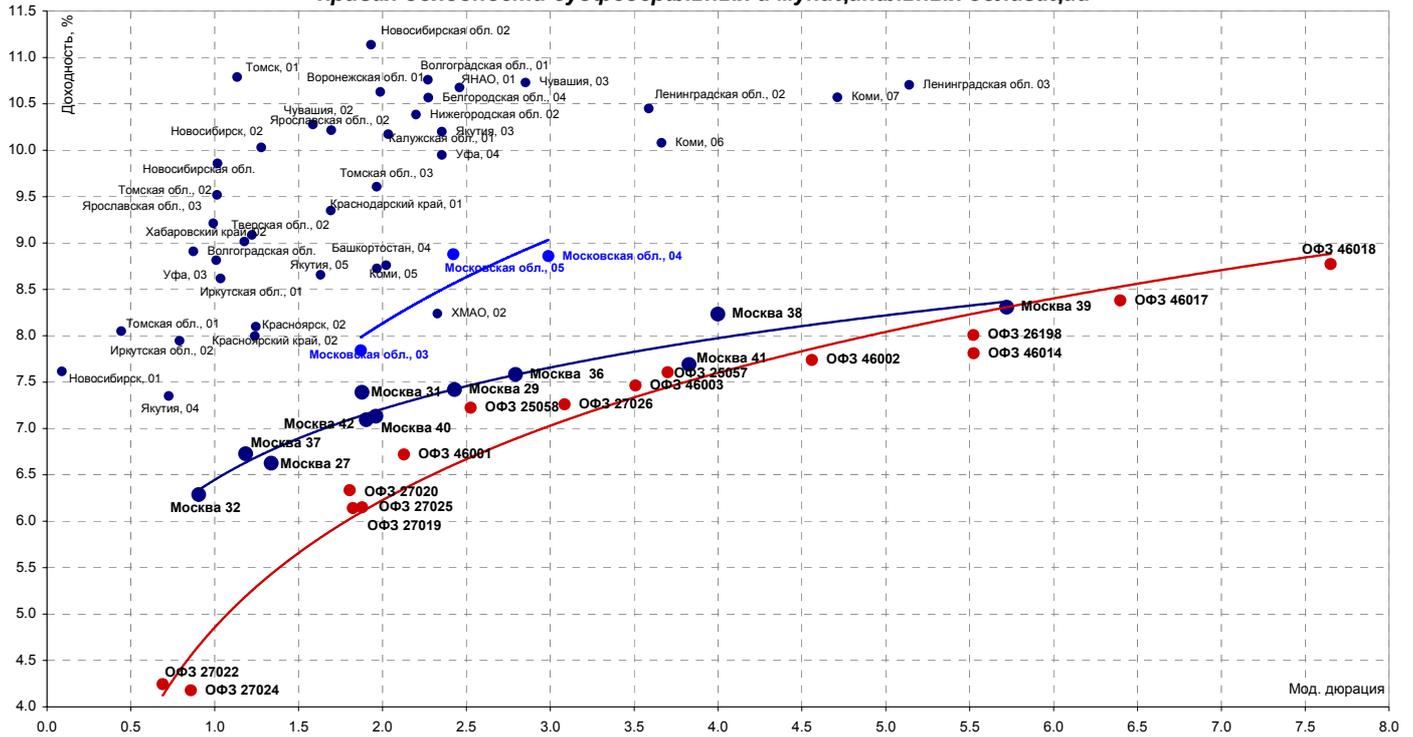
Оптимальной нам кажется стратегия покупки среднесрочных (с дюрацией не более 1,5-2,0) лет облигаций и участие в аукционах по первичному размещению новых выпусков.

В этой связи мы рекомендуем выбирать инструменты с дюрацией не более 1,5-2,0 лет в корпоративном сегменте и облигации с дюрацией не выше 3,0 лет в сегменте облигаций региональных эмитентов.

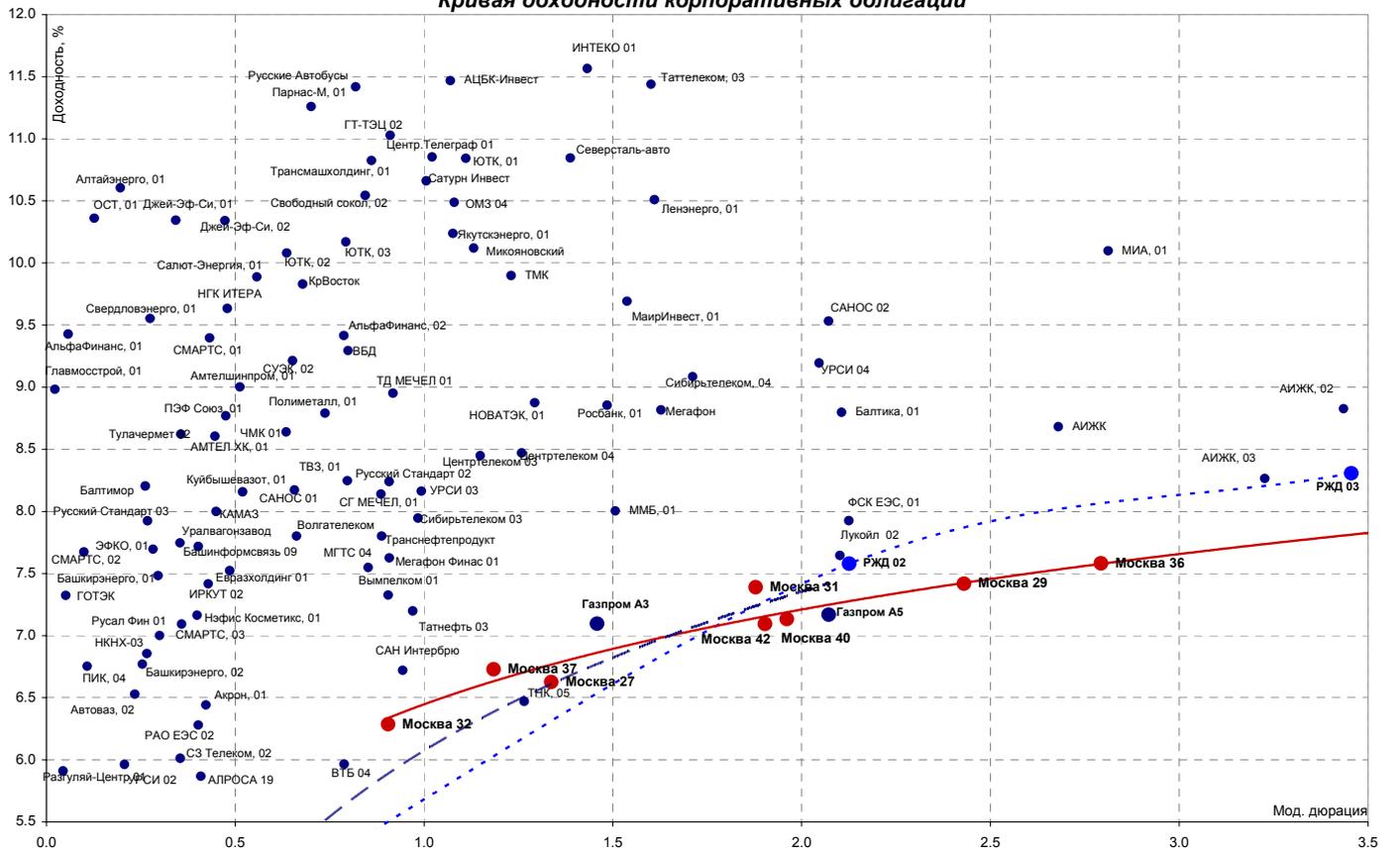
Наиболее привлекательные выпуски

ЭМИТЕНТЫ	ПОГАШЕНИЕ		ЦЕНА		ДОХОДНОСТЬ, %			ДЮРАЦИЯ	
	Погашение	Оферта	Покупка	Продажа	Текущая	К погаш.	К оферте	Дюр. лет.	Мод. дюр
Корпоративные облигации									
САНОС 02	10.11.2009	13.11.2007	101.01	101.35	9.57	-	9.53	2.27	2.07
Мегафон	11.04.2007	-	101.00	0.00	9.18	8.82	-	1.77	1.63
НГК ИТЕРА	07.12.2007	07.12.2005	102.00	102.20	13.22	-	9.63	0.53	0.48
РЖД, 03	02.12.2009	-	100.65	100.70	8.27	8.31	-	3.74	3.46
Салют-Энергия, 01	25.12.2007	10.01.2006	102.15	102.45	13.71	-	9.89	0.61	0.56
Сибирьтелеком, 04	05.07.2007	-	106.65	107.45	11.70	9.09	-	1.87	1.71
ТД МЕЧЕЛ 01	12.06.2009	16.06.2006	103.00	103.34	11.41	-	8.95	1.00	0.92
Трансмашхолдинг, 01	01.12.2007	05.06.2006	103.05	103.46	13.57	-	10.83	0.95	0.86
Тулачермет 02	02.12.2007	02.12.2005	101.50	102.37	10.76	-	8.77	0.52	0.48
УРСИ 04	01.11.2007	-	102.00	102.15	9.78	9.19	-	2.23	2.05
Субфедеральные и муниципальные облигации									
Новосибирская обл. 02	29.11.2007	-	105.70	105.79	12.58	11.14	-	2.15	1.93
Нижегородская обл. 01	02.11.2008	-	100.30	100.37	10.45	10.38	-	2.43	2.20
Чувашия, 02	13.04.2007	-	99.30	100.20	9.57	10.28	-	1.75	1.59
Московская обл., 05	30.03.2010	-	103.35	103.40	9.68	8.88	-	2.64	2.42
Ярославская обл., 02	03.07.2007	-	106.21	106.50	12.98	10.22	-	1.87	1.69

Кривая доходности субфедеральных и муниципальных облигаций

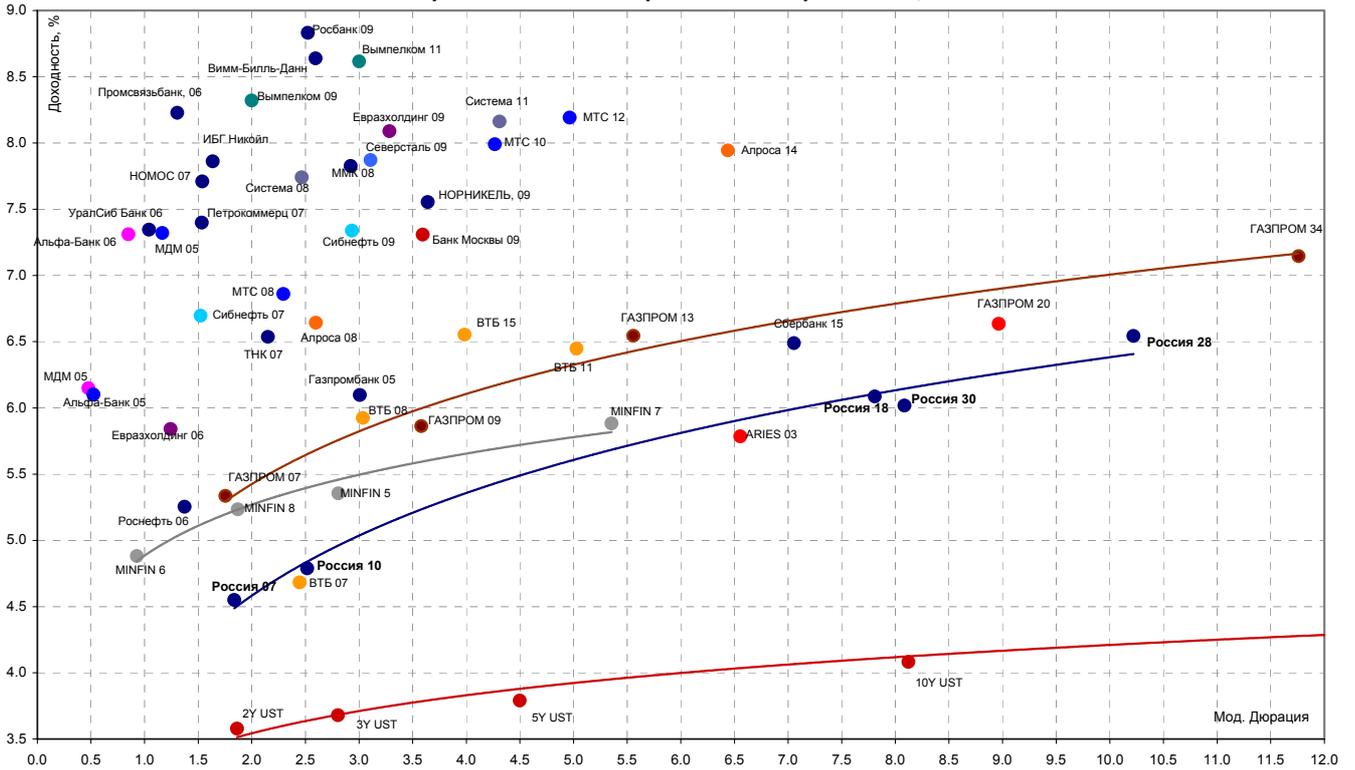


Кривая доходности корпоративных облигаций

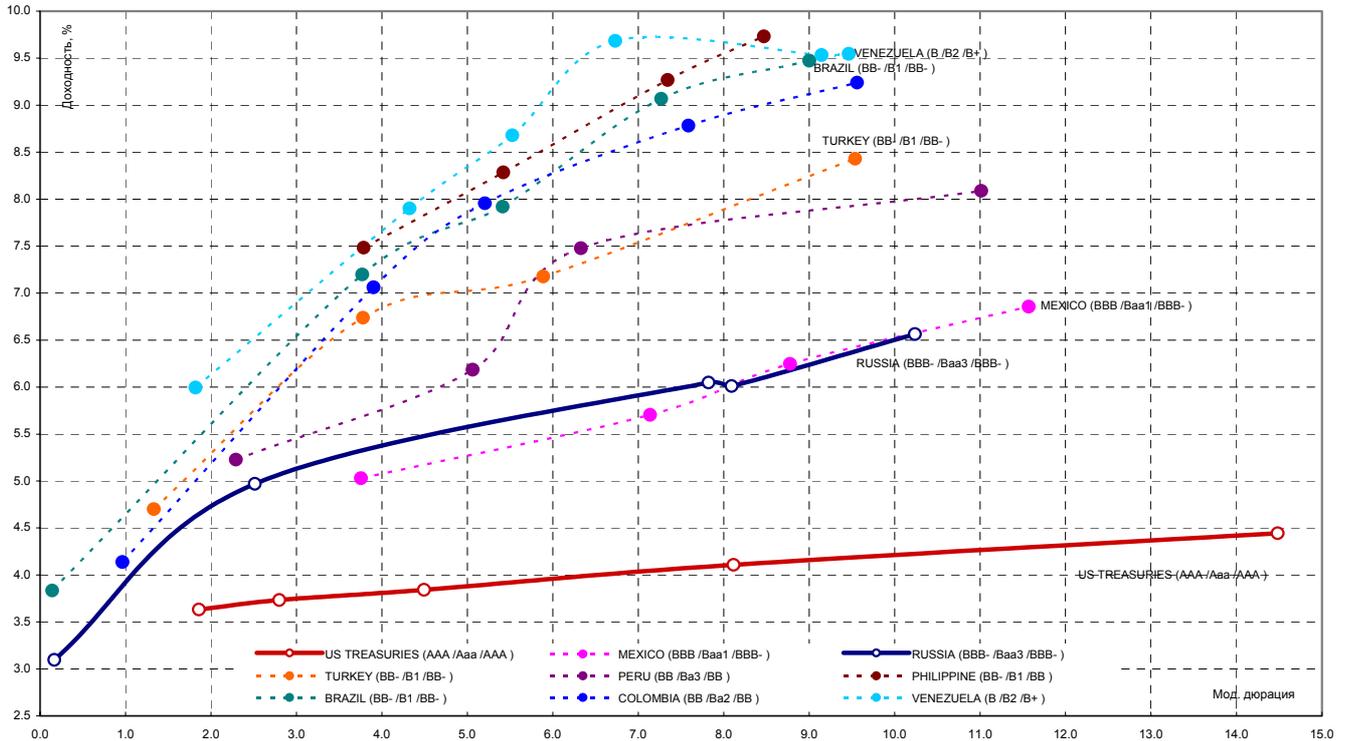


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривая доходности российских еврооблигаций



Кривые доходности emerging markets



Источники: REUTERS

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

WWW.MMBANK.RU

+7 (095) 105-8000, 924-0080

		<u>e-mail</u>	<u>вн. тел.</u>
<u>ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ</u>	Сытников Алексей		
<u>НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ ДОВЕРИТЕЛЬНЫХ ОПЕРАЦИЙ</u>	Касьянова Елена	Kasyanova_EA@mmbank.ru	4679
<u>КОЛЛЕКТИВНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ</u>	Исаев Бейшен	Isaev_BK@mmbank.ru	4591
<u>ИНДИВИДУАЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ АКТИВАМИ</u>			
Начальник отдела	Беспалов Алексей	Bespalov_AV@mmbank.ru	4220
Менеджер по работе с клиентами	Шухова Алла	Shuhova_AG@mmbank.ru	4263
<u>АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ</u>			
Начальник отдела	Тремасов Кирилл	Tremasov_KV@mmbank.ru	4592
Анализ акций	Веденеев Владимир	Vedeneev_VY@mmbank.ru	2817
Анализ рынка акций	Скворцов Дмитрий	Skvortsov_DV@mmbank.ru	2832
Анализ долговых рынков	Федоров Егор	Fedorov_EY@mmbank.ru	4233
Анализ долговых рынков	Лямин Михаил	Lyamin_MY@mmbank.ru	2844
<u>ОТДЕЛ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ</u>			
Облигации	Храмцовский Станислав	HSS@mmbank.ru	2895
Акции	Волков Алексей	Volkov_A@mmbank.ru	2833

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Обзор основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2003, Банк Москвы. Без разрешения Банка Москвы запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.