

СТРАТЕГИЯ**Emerging markets в моде!****US-Treasuries**

Сильные сигналы со стороны американской экономики, скорее всего, будут способствовать продолжению повышения учетной ставки ФРС США. Основной интригой рынка остаются темпы повышения ставки.

Мы разделяем позицию умеренного роста доходностей долгосрочных us-treasuries. Наш целевой уровень на конец года доходности по UST-10 - 5,0% годовых, целевой уровень учетной ставки ФРС США - 4,0% годовых.

Emerging markets

Мы полагаем, что в случае плавного роста доходностей на рынке us-treasuries, рынку долга развивающихся стран ничего не угрожает и в дальнейшем сокращение спрэдов продолжится. Однако интерес к долговым обязательствам emerging markets привел к существенному снижению спрэдов, что делает котировки еврооблигаций более чувствительными к изменению процентных ставок на рынке базовых активов.

Внешний долговой рынок

Сравнение сегментов индекса EMBI+ показывает, что сокращение спрэдов еврооблигаций emerging markets шло в одинаковых пропорциях, что у России, Мексики или Бразилии. Из этого можно сделать лишь предположение о том, что инвесторы среди еврооблигаций emerging markets не сильно выделяли российские еврооблигации, а играли на сокращение российских спрэдов также как и на сокращение спрэдов других еврооблигаций emerging markets.

Мы позитивно оцениваем перспективы российского рынка еврооблигаций и полагаем, что текущие ожидания участников рынка по плавному росту доходностей на рынке us-treasuries будут и дальше способствовать сокращению спрэдов.

Мы рекомендуем больше внимания уделять негосударственным еврооблигациям российских эмитентов, потенциал сокращения спрэдов которых отыгран в меньшей степени, чем спрэдов суверенных еврооблигаций. В частности наиболее привлекательными нам видятся еврооблигации: Вымпелком 11, Северсталь 14, МТС 10.

Внутренний долговой рынок

Мы полагаем, что состояние денежного рынка, оказывающего давление на котировки рублевых облигаций последние два месяца, в августе должно стабилизироваться. Других факторов, которые могут вызвать рост доходностей на внутреннем долговом рынке, мы не видим. Таким образом, мы полагаем, что в августе котировки рублевых облигаций продолжат плавно подниматься вверх.

Однако, по нашему мнению, облигации эмитентов первого эшелона в настоящее время уже практически полностью исчерпали потенциал роста. На этом фоне мы рекомендуем инвесторам обращать больше внимания на облигации эмитентов второго эшелона, спрэды которых, на фоне сохраняющегося интереса к рублевым долговым инструментам, будут сокращаться.

Суверенный рейтинг: на кону решение Moody's

Начало августа преподнесло подарок российским долговым рынкам. Рейтинговое агентство Fitch Ratings повысило долгосрочные рейтинги Российской Федерации в иностранной и национальной валюте на одну ступень до «BBB» с «BBB-». Кроме того, агентство повысило рейтинги облигаций Минфина (ОВГВЗ V и VIII транши) сразу на две ступени - до «BBB» с «BB+». Прогноз по долгосрочным рейтингам «стабильный».

По мнению агентства, «поводом для повышения стало существенное улучшение финансовых показателей страны». В пресс-релизе говорится, что «общий государственный профицит, вероятно, увеличится примерно до 6% ВВП в этом году при высоких ценах на нефть, а также с учетом выплат задолженностей по налогам. На фоне укрепления реального курса рубля, роста ВВП на уровне 5,5% и досрочного погашения внешнего долга МВФ и Парижскому клубу на сумму более 17 млрд. долл. ожидается снижения государственного долга до 17% ВВП к концу года, что существенно ниже среднего уровня в 36%, характерного для стран с рейтингом «BBB». Также ожидается продолжение накопления активов в Стабилизационном фонде».

Таким образом, достижение договоренности Министерства финансов РФ с Парижским клубом о досрочном погашении части российского долга начало приносить плоды. По нашему мнению следующим агентством, которое решит пересмотреть уровень кредитных рисков России станет Moody's. Напомним, что в настоящее время РФ имеет позитивный прогноз долгосрочного рейтинга по версии данного агентства. Мы ожидаем повышения рейтинга со стороны Moody's уже осенью текущего года, после визита представителей агентства в Россию. Мы также не исключаем, что в этом году Moody's как и два года назад примет решение о повышении рейтинга сразу на две ступени.

В том, что Moody's повысит суверенный рейтинг России уже в этом году сейчас никто не сомневается. Однако возможное повышение рейтинга более чем на одну ступень добавляет привлекательности российским еврооблигациям. Мы полагаем, что слабая реакция рынков на повышение рейтинга РФ со стороны Fitch, вызвана тем, что повышение уже было заложено в котировках российских еврооблигаций, и не важно кто это сделал первым Moody's или Fitch. Однако «двухуровневое» повышение рейтинга должно заставить инвесторов пересмотреть свое отношение к российскому долгу.

Уровни кредитных рейтингов РФ

	S&P	Fitch	Moody's
инвестиционный уровень	AA-	AA-	Aa3
	A+	A+	A1
	A	A	A2
	A-	A-	A3
	BBB+	BBB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
спекулятивный уровень	BBB-	BBB-	Baa3
	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3
	B+	B+	B1
	B	B	B

Россия

источник: Банк Москвы

US-Treasuries

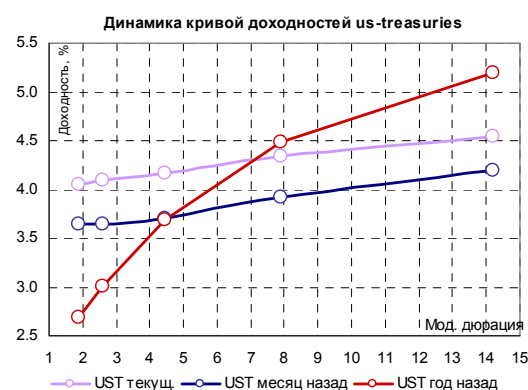
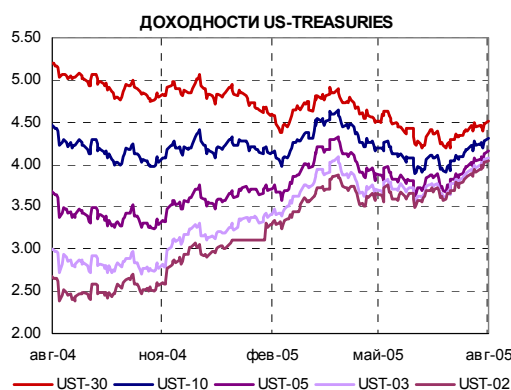
Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

	30.07.05	Изм.-е, б.п.			Прогноз на конец года	Прогноз изм-я
		За месяц	С начала года	За 12 мес.		
Fed Funds Rate	3.25	0	100	200	4.00	75
UST-02	4.02	37	95	134	4.15	13
UST-05	4.13	43	52	44	4.60	47
UST-10	4.28	36	6	-20	5.00	72
UST-30	4.47	28	-35	-73	5.40	93

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Доходности долгосрочных us-treasuries постепенно росли в течение всего июля. Однако их динамика имела плавный характер и в основном была связана с выходом позитивной макроэкономической статистики. Выступление А. Гринспена перед Сенатом США, состоявшееся 20 июля не принесло никаких идей на рынок. Однако, наиболее важные новости, которые встряхнули весь мировой финансовый рынок, пришли совсем с другой стороны. На следующий день после выступления Гринспена, 21 июля 2005 года, Китай отказался от жесткой привязки курса юаня к доллару США, чем, по сути, изменил равновесие сил на международном валютном рынке. Курс доллара сразу же начал терять позиции против мировых валют. На наш взгляд, слабость рынка базовых активов могла быть вызвана еще и оттоком капитала из долларовых активов.

По итогам июля кривая доходности казначейских облигаций США практически одинаково выросла по всем сегментам: от краткосрочных ставок до долгосрочных. Доходности 10-летних us-treasuries выросли на 36 б.п. и к первому августа достигли уровня 4,28% годовых, а после выхода сильной статистики рынка труда выросли еще на 12 пунктов.



Источники: REUTERS

Экономика США

ВВП США. Предварительная оценка ВВП США за 2-й квартал показала, что экономика США продолжает расти устойчивыми темпами. По предварительной оценке Министерства торговли США, рост американской экономики во втором квартале составил 3,4%, что полностью совпало с прогнозами. Напомним, что в первом квартале 2005 года ВВП США вырос на 3,8%. Инфляционная составляющая отчета (индекс PCE) во втором квартале продемонстрировала значительный рост, установив годовой максимум. Так по итогам второго квартала индекс PCE вырос на 3,3% по сравнению с ростом на 2,3% в первом квартале. Составляющая индекса, исключая влияние цен на энергоресурсы и продукты питания, выросла на 1,8% по сравнению с 2,4% в первом квартале.

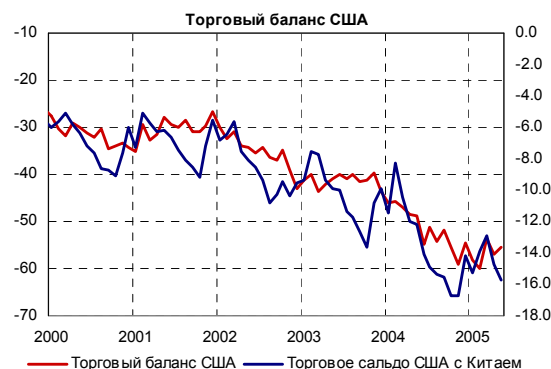
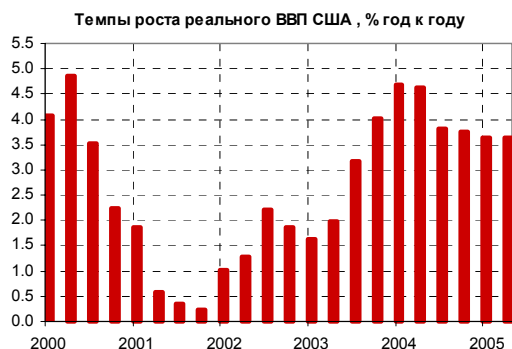
Индекс деловой активности (US PMI)

Возрастающая динамика доходностей us-treasuries получила развитие сразу же в начале августа. Статистика индекса деловой активности оказалась гораздо лучше ожиданий экономистов.

Так, по итогам июля индекс продемонстрировал рост на 2,8 пункта с 53,8 до 56,6. При этом прогнозное значение индекса, согласно последнему опросу REUTERS, составляло 54,5 пункта. Т.е. фактический рост деловой активности в промышленности оказался гораздо выше ожидаемого. Кроме того, компонента индекса, отражающая уровень занятости выросла второй месяц подряд. В июле ее значение составило 53,2, против 49,9 пунктов - уровня июля.

Статистика рынка труда (05 августа 2005 г.)

Отчет по рынку труда, опубликованный в первую пятницу августа, оказался очень хорошим, а число новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе превысило ожидания экономистов. По итогам июля экономика США создала 207 новых рабочих мест, превывсив пересмотренный в сторону повышения до 166 тыс. показатель июня и среднегодовой уровень в 188 тыс. мест. Кроме того, отчет показал резкий рост в среднечасовой оплате труда, который за месяц вырос на 0,4% до \$16,3, что на 2,7% превышает уровень годовой давности. Среднемесячное значение роста этого показателя в этом году находилось на уровне 0,2% и не превышало уровень 0,3%.

Экономические индикаторы США

Источники: FRED II data

На наш взгляд, экономические индикаторы свидетельствуют, что экономика США прошла легкий экономический спад, наблюдавшийся в весенние месяцы, когда экономисты получили возможность говорить о т.н. «слабой полосе» в экономике США. Таким образом, сильные сигналы со стороны американской экономики, скорее всего, будут способствовать продолжению повышения учетной ставки ФРС США. Основной интригой рынка остаются темпы повышения ставки. Стоит отметить, что весной текущего года вопрос о том, сохранит ли ФРС США курс взвешенного повышения своей ставки, практически полностью перестал волновать инвесторов, но последние макроданные, снова возвращают его в разряд актуальных. Действительно, судя по последним данным, экономика продолжает расти устойчивыми темпами, что расширяет пространство для маневра ФРС. Говорить о том, что инфляция находится под контролем монетарных властей пока рано, т.к. инфляционные индикаторы пока не дают однозначной оценки. Так индекс потребительских цен (CPI) в июле не изменился, однако инфляционная составляющая отчета по ВВП (индекс PCE) за второй квартал показала значительный рост (+3,3%). Также в последние месяцы в экономике США наблюдался рост потребительских расходов и стоимости рабочей силы, что в долгосрочном периоде может усилить давление на цены.

Во вторник 9-го августа состоялось очередное заседание комитета по открытым рынкам ФРС США (FOMC). Как и ожидалось ранее, ФРС повысил учетную ставку на 25 пунктов до 3,5%. С наибольшим интересом инвесторы ожидали комментария ФРС, который традиционно выходит после заседания. Однако, новый комментарий также не преподнес никаких сюрпризов, полностью повторив содержание предыдущего комментария от 30 июня 2005 года.

ФРС по-прежнему видит сильный рост американской экономики на фоне умеренной инфляции. «Реальная инфляция в последние месяцы была относительно низкой, и в долгосрочной перспективе инфляционные ожидания остаются хорошо сдержанными, однако риск возрастания инфляционного давления сохраняется». Таким образом, ФРС продолжает считать, что ставка находится на стимулирующем уровне, и в ближайшее время монетарные власти продолжат ее повышать во «взвешенном» режиме.

Прогнозы

«ФРС будет продолжать отказываться во взвешенном режиме от монетарной политики, поддерживающей экономический рост», - так Алан Гринспен завершил свое последнее выступление перед Финансовым Комитетом Сената США, используя цитату из пресс-релиза по итогам заседания Комитета по открытым рынкам (FOMC). Иными словами ФРС подтвердило свой курс, направленный на постепенное повышение учетной ставки.

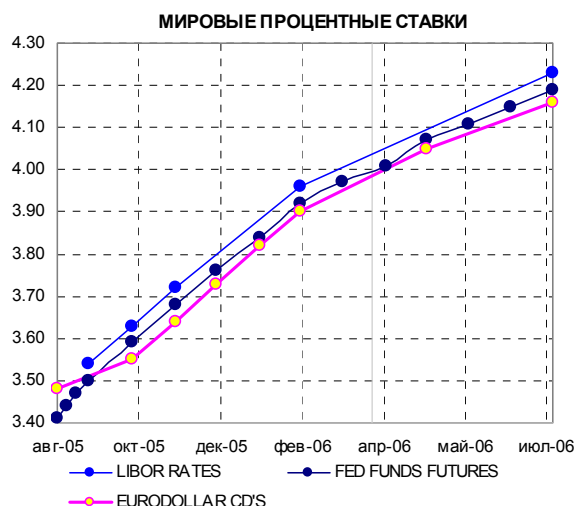
Долговые рынки не получили никаких новых сигналов от слов Гринспена. Замедление экономики, которое наблюдалось в весенние месяцы, по всей видимости, имело временный характер. Это подтверждают практически все индикаторы, вышедшие в июле-начале августа.

Темпы экономического роста в целом устраивают ФРС США, а поведение доходностей долгосрочных казначейских облигаций США до сих пор, по мнению Гринспена, представляется странным. Природа сил, оказывающих влияние на динамику долгосрочных облигаций на фоне роста учетных ставок, остается предметом многочисленных дискуссий. Гринспен заявил, что «каковы бы ни были эти силы, безусловно, они имеют глобальный характер. Доходности долгосрочных облигаций имеют тенденцию к снижению на многих финансовых рынках – не только в США».

Возможно по этому, Казначейство США решилось на возобновление программы выпуска 30-летних облигаций США, которые способны изменить акценты многих инвестиционных и пенсионных фондов, заинтересованных в долгосрочных облигациях. Мы полагаем, что предложение 30-летних облигаций способно оттянуть солидную часть спроса из сегмента 10-летних бумаг, что должно привести к более эффективному, с фундаментальной точки зрения, ценообразованию на рынке казначейских облигаций США.

Август станет, по всей видимости, месяцем испытания настроений инвесторов. Какие уровни доходности долгосрочных us-treasuries начнут вызывать беспокойство у инвесторов. В настоящий момент, на наш взгляд, большинство из них разделяет позицию умеренного роста доходностей долгосрочных us-treasuries, а потому на рынке нет какой-либо тревоги.

Мы оставляем наши целевые уровни на конец года без изменений. Наш целевой уровень доходности по UST-10 - 5,0% годовых, целевой уровень учетной ставки ФРС США - 4,0% годовых.



Источники: REUTERS

Конъюнктура emerging markets

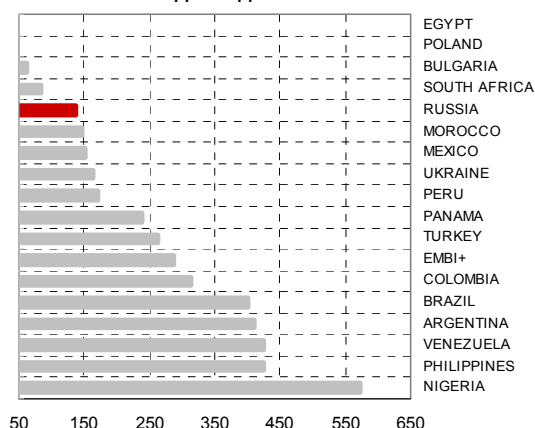
	30.07.05	Изм-е*		
		За месяц	С начала года	За 12 мес.
EMBI+	346.9	-0.2	5.3	17.5
EMBI+ Spread	289	-25	-69	-174
EMBI+ Russia	412.2	-0.5	9.7	23.8
EMBI+ Russia Spread	137	-23	-77	-177
EMBI+ Mexico	318.8	-0.7	4.6	11.7
EMBI+ Mexico Spread	152	-17	-15	-47
EMBI+ Brasil	460.8	-0.8	3.8	22.0
EMBI+ Brasil Spread	401	-13	18	-191
EMBI+ Turkey	230.2	0.3	4.1	16.3
EMBI+ Turkey Spread	265	-21	-1	-122

Источники: J.P.Morgan, REUTERS

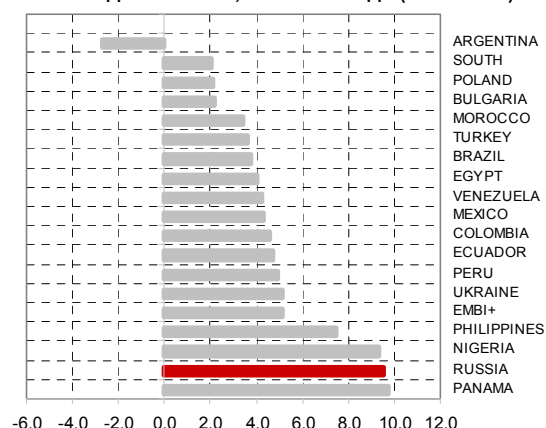
Emerging markets

Весь июль котировки еврооблигаций emerging markets ощущали на себе давление со стороны дешевающих us-treasuries. Однако вопреки сложившейся традиции – покорно следовать динамике базовых активов, рынок emerging markets сохранял стабильность, по итогам месяца лишь немного снизившись. Композитный индекс EMBI+ за месяц потерял 0,2%. Для сравнения котировки десятилетних us-treasuries за месяц потеряли 2,96%, а доходность выросла на 36 пунктов. Интерес к более рискованным активам не ослабевал и всякие попытки «медведей» сбить цену заканчивались активизацией «быков». В результате спрэды еврооблигаций продолжали сужаться, что стало демонстрацией уверенности инвесторов в стабильности ситуации на долговых рынках развивающихся стран. Так, по итогам месяца спрэд индекса EMBI+ сузился на 25 б.п.

СПРЭДЫ ИНДЕКСА EMBI+



ИНДЕКСЫ EMBI+, С НАЧАЛА ГОДА (на 01.01.08)



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Прогнозы

Напомним, что в прошлой стратегии мы отмечали факт мощного притока средств на финансовые рынки развивающихся стран, наблюдавшегося в конце июня - начале июля. Мы полагаем, что стабильность рынка в июле – начале августа в основном связана с сохранением направления денежного потока. Однако интерес к долговым обязательствам emerging markets привел к существенному снижению спрэдов, что делает котировки еврооблигаций более чувствительными к изменению процентных ставок на рынке базовых активов. Мы не исключаем возможности дальнейшего сокращения спрэдов, но только в случае стабильности на рынке базовых активов. При дальнейшем росте доходностей us-treasuries, еврооблигации emerging markets будут терять свою способность сопротивляться. Чем ближе доходность десятилетних us-treasuries будет подбираться к отметки 4,5 - 4,6% годовых, тем сильнее будет реакция на развивающихся рынках.

Спрэд ЕМВІ+Россия

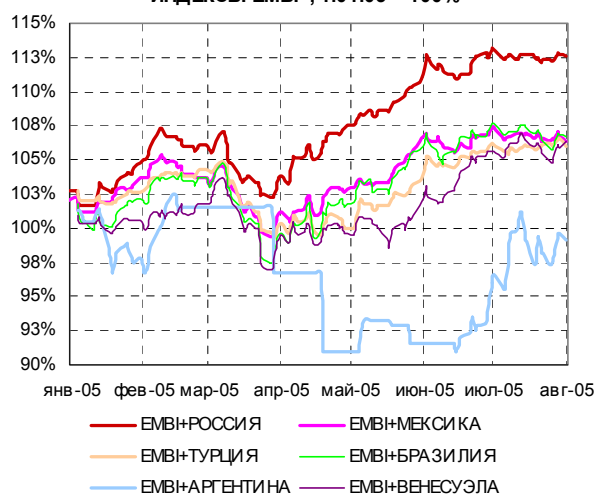


Спрэд ЕМВІ+



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

ИНДЕКСЫ ЕМВІ+, 1.01.05 = 100%



Российские еврооблигации

Конъюнктура российских еврооблигаций

	30.07.2005	Изм.-е*		
		За месяц	С начала года	За 12 мес.
Доходн. UST-10	4.28	36	6	-20
Стоимость Росси-30	110.75	-0.8	7.9	20.8
Доходн. Россия 30 YTM	5.70	11	-83	-211
Спрэд России 30 и UST-10	142	-25	-89	-191

Источники: REUTERS

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

Котировки российских еврооблигаций в июле двигались в рамках общей динамики еврооблигаций emerging markets. По итогам месяца индекс EMBI+Russia снизился на 0,5%, спрэд индекса сузился на 23 пункта до 137 б.п.

В начале августа агентство Fitch Ratings повысило долгосрочные рейтинги Российской Федерации в иностранной и национальной валюте на одну ступень до «BBB» с «BBB-». Реакция рынка на повышение рейтинга оказалась достаточно слабой, что в основном связано с тем, что рынок уже заложил в котировки российских еврооблигаций возможное повышение. Правда, большинство участников рынка ожидали этот шаг от другого рейтингового агентства – Moody's Investors service.



Источники: REUTERS

Российские еврооблигации - лидеры роста прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	YTM, %	Дюр. лет.	S&P	Moody's	Fitch
Сибнефть 09	2.67	6.03	2.99	B+	Ba3	
МТС 12	1.17	7.64	5.19	BB-	Ba3	
НОРНИКЕЛЬ, 09	1.07	7.05	3.59	BB	Ba2	
Сибнефть 07	1.02	5.60	1.38	B+	Ba3	
Северсталь 14	0.83	8.60	6.07	B+	B2	B+
МТС 10	0.68	7.35	4.25	BB-	Ba3	
МДМ 06	0.62	6.20	1.05	B		B+
Вимм-Билль-Данн	0.59	7.88	2.51	B+	B3	
ММК 08	0.55	7.22	2.84	BB-	Ba3	BB-
ТНК 07	0.37	5.72	2.02		Ba2	

Российские еврооблигации - лидеры падения прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	YTM, %	Дюр. лет.	S&P	Moody's	Fitch
Россия 28	-1.10	6.20	10.93	BBB-	Baa3	BBB-
ARIES 03	-1.06	5.69	6.56	BB+	Ba2	0.00
Россия 30	-0.84	5.70	8.21	BBB-	Baa3	BBB-
ГАЗПРОМ 09	-0.83	5.60	3.49	BB-	Baa3	BB U
Роснефть 06	-0.80	5.44	1.21	B-	Baa3	
Россия 07	-0.79	4.70	1.76	BBB-	Baa3	BBB-
ВТБ 11	-0.78	6.04	5.00	BB+		BBB-
Газпромбанк 05	-0.78	4.00	0.17	B+	Baa2	
MINFIN 6	-0.76	5.55	3.03	BB+		BBB-
ВТБ 15	-0.75	6.01	3.92	BB+		BBB-

Источники: REUTERS, расчеты банка Москвы

Россия идет в ногу с emerging markets

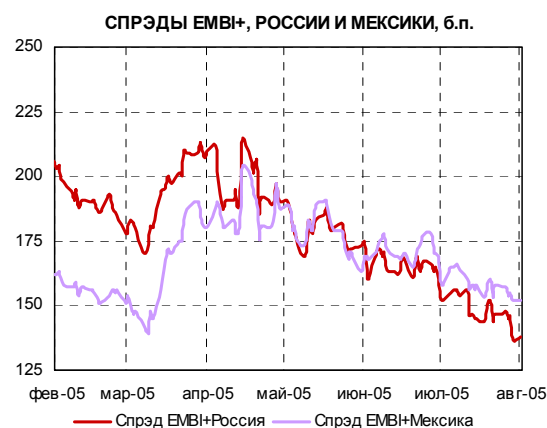
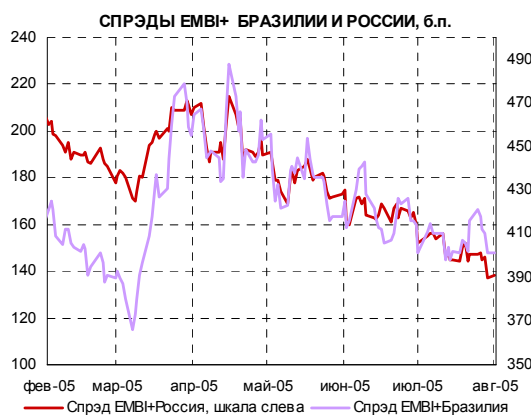
Сокращение спрэдов российских еврооблигаций на первый взгляд может создать впечатление, что инвесторы сделали переоценку российским рискам. В подтверждение этой гипотезы говорило быстрое сокращение суверенного спрэда еврооблигаций России-30 к 10-летним КО США. С начала года его уровень снизился почти на 100 базисных пунктов, и в начале августа он составил около 130 б.п. Особенно ярко сокращение разрыва между доходностью российских еврооблигаций и доходностью американских us-treasuries начало проявляться в июле.



Источники: REUTERS

На графике видно, как синхронно двигались доходности еврооблигаций «Россия 30» и десятилетних us-treasuries, но в июле доходности бумаг разошлись. Подобная динамика порождает мнение, что Россия стала центральным объектом для инвестиций среди emerging markets, но это не совсем так.

Если посмотреть на динамику отдельных суверенных сегментов индекса EMBI+, то можно увидеть, что сокращение спрэдов еврооблигаций emerging markets шло примерно одинаково как у России, так и у Мексики или Бразилии. Таким образом, инвесторы среди еврооблигаций emerging markets не сильно выделяли российские еврооблигации, а играли на сокращение российских спрэдов практически также как и на сокращение спрэдов других еврооблигаций emerging markets. Российские достижения (снижение долговой нагрузки, рост бюджетного профицита, увеличение объемов золотовалютных резервов и т.д.), которые позволили значительно улучшить кредитоспособность страны, пока что полностью не нашли своего отражения в настроениях инвесторов.



Источники: REUTERS

Корпоративные риски

Мы продолжаем отслеживать динамику спредов наиболее привлекательных, с точки зрения покупки кредитного риска, корпоративных еврооблигаций.

В июле - начале августа спреды еврооблигаций рассматриваемых нами эмитентов продолжили сокращаться, несмотря на то, что на рынке us-treasuries возобновился рост доходностей. По нашим оценкам в среднем спреды корпоративных еврооблигаций снизились на 15 пунктов, для сравнения в июне среднее снижение составило 24 пункта.

Еврооблигации Сибнефти вновь оказались в списке лидеров. В центре внимания инвесторов остается возможное поглощение Сибнефти Газпромом. В июле президент РФ Владимир Путин сообщил, что знает о переговорах между компаниями и не имеет ничего против данной сделки, что увеличивает вероятность успешного завершения переговоров. По итогам месяца рисковая премия евробондов Сибнефть 09 снизилась на 55 пунктов до 135.

Мы позитивно оцениваем перспективы сокращения спредов некоторых корпоративных еврооблигаций. По нашим оценкам, наибольший потенциал роста стоимости имеют корпоративные еврооблигации Вымпелком-11 и Северсталь-14.

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

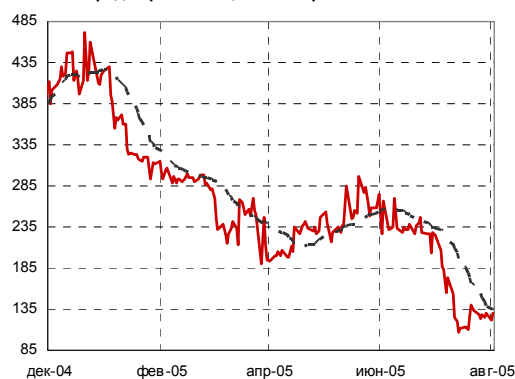
Выпуск	Изменение спреда с начала года	Значение спреда по сост. на 01.08.05	Оценка справедливого уровня	Потенциал сужения	Наименьшее значение за год	S&P	Moody's	Fitch	Дюр. лет.
ТНК 07	8	114	80	34	81		Ba2		2.02
ММК 08	-26	268	130	138	142	BB-	Ba3	BB-	2.84
Сибнефть 09	-292	135	220	-85	132	B+	Ba3		2.99
Евразхолдинг 09	-115	314	290	24	305	B+		BB-	3.38
Норникель 09	-78	237	175	62	137	BB	Ba2		3.58
МТС 10	-54	260	190	70	250	BB-	Ba3		4.25
Система 11	-65	328	280	48	298	B	B3	B+	4.47
Вымпелком 11	-83	301	200	101	258	BB-	B1		4.87
Северсталь 14	-56	405	280	125	355	B+	B2	B+	6.06

Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

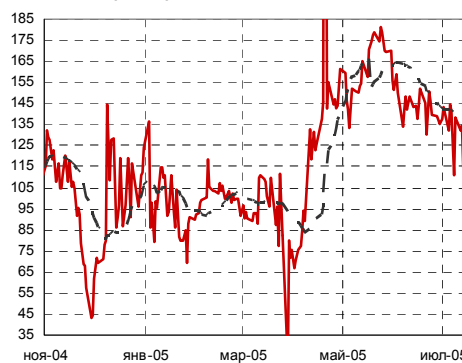
* К еврооблигациям Россия-10. Сглаженные с помощью 20-дневн. скользя. средн. данные

Корпоративные риски – графики индикативных спрэдов

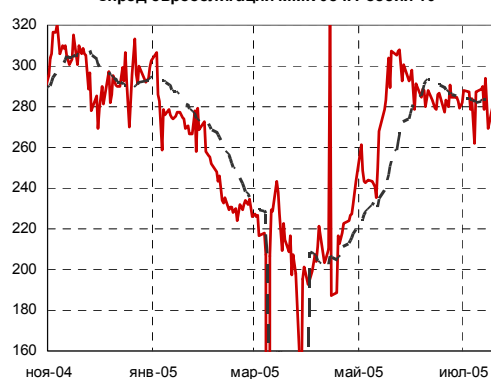
Спрэд еврооблигаций Сибнефти 09 к России 10



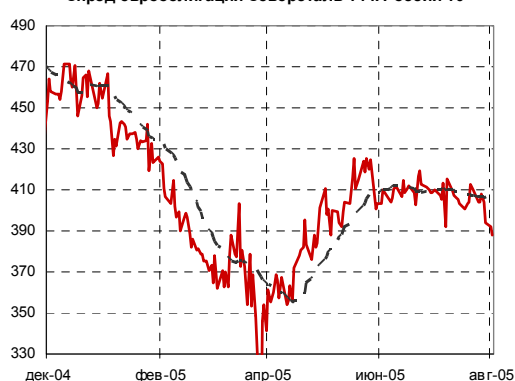
Спрэд еврооблигаций ТНК 07 к России 10



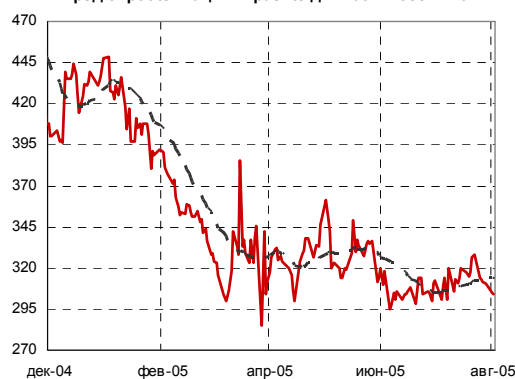
Спрэд еврооблигаций ММК 08 к России 10



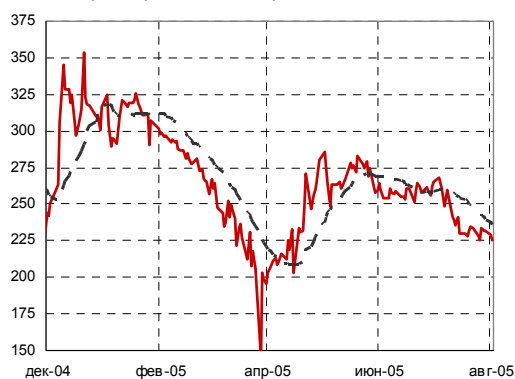
Спрэд еврооблигаций Северсталь 14 к России 10



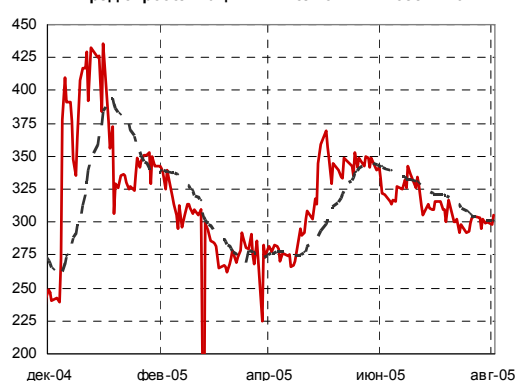
Спрэд еврооблигаций Евразхолдинг 09 к России 10



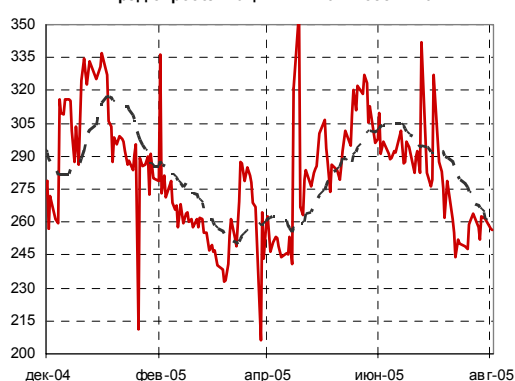
Спрэд еврооблигаций Норникель 09 к России 10



Спрэд еврооблигаций Вымпелком 11 к России 10



Спрэд еврооблигаций МТС 10 к России 10



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Заимствования на внешних долговых рынках

Международный рынок капитала по-прежнему остается привлекательным для российских заемщиков. Большой интерес к российским еврооблигациям со стороны инвесторов, подтверждается результатами размещений. При размещении большинства займов российских эмитентов спрос значительно превышал предложение, в результате чего появлялась возможность увеличить объем привлекаемых средств. По нашим оценкам российскими эмитентами в июле было привлечено внешних заимствований на рекордную сумму - \$5,4 млрд. прошлый рекорд был установлен в декабре 2004 года, когда российским эмитентам удалось привлечь \$4,2 млрд.

Особенно стоит выделить развитие нового для российских компаний направления заимствований – секьюритизация кредитных портфелей. Так в июле состоялось дебютное размещение еврооблигаций Банка Союз, гарантированных автокредитами. Размещение осуществлялось через не аффилированную с банком компанию - Russian Auto Loan Finance B. V. (Голландия), которая выкупила закладываемый под облигации портфель автокредитов банка. Еврооблигации банка разбиты на три класса. Первый класс – «А» (примерно 88% от общего объема выпуска) имеет срок обращения два года и предполагает первоочередное право держателей облигаций на получение купонов и основной суммы долга. Второй класс – «В» имеет срок обращения три года, а расчеты по основной части долга начнутся только после полного погашения задолженности перед держателями облигаций класса «А». Погашение задолженности по третьему типу облигаций – классу «С» начнется после всех расчетов с держателями облигаций более высокого класса. Подобная схема обеспечения выпускаемых обязательств позволяет значительно снизить кредитные риски, что отражается на более высоком уровне рейтинга. Рейтинговое агентство Moody's присвоило кредитный рейтинг еврооблигации банка Союз класса «А» на уровне суверенного - Баа3.

**Заимствования на внешних долговых рынках в июле 2005 г.**

Эмитент	\$млн	Дата	срок, лет	Ставка купона, %	Вид кредита /программа займа
Peter Hambro	100.0	01.07.05	нд.	7.125	convertible bond
Уралкалий	65.0	04.07.05	4.0	нд.	sindicated loan
РИТЭК	60.0	05.07.05	3.0	LIBOR+90 b.p.	credit
Ралмир Финанс	65.0 €	05.07.05	10.0	нд.	sindicated loan
Вулкан (Сеть клубов)	125.0	06.07.05	1.5	12.00	CLN
Промсвязьбанк	125.0	06.07.05	1.0	LIBOR+265 b.p.	sindicated loan
Кузбассразрезуголь	150.0	07.07.05	2.0	9.00	CLN
Мегафон	290.0	08.07.05	нд.	нд.	sindicated loan
Мегафон	304.5 €	08.07.05	нд.	нд.	sindicated loan
УралСиб	135.5	13.07.05	1.0	LIBOR+200 b.p.	sindicated loan
Газпром	646.5	15.07.13	8.0	5.625	LPN
Газпром	1222.0	15.07.13	8.0	4.505	LPN
ПСБ (Промышленно-строите	300.0	19.07.05	3.0	6.875	eurobonds
ТНК-ВР	600.0	22.07.05	5.0	LIBOR+90 b.p.	sindicated loan
МДМ-банк	10.0	22.07.05	1.0	нд.	credit
Связьинвестнефтехим (Тата	250.0	22.07.05	10.0	7.7	LPN
Связной	50.0	26.07.05	2.0	10.75	CLN
Номос-Банк	80.0	25.07.05	1.0	LIBOR+265 b.p.	sindicated loan
Внешэкономбанк	500.0	27.07.05	3.0	LIBOR+90 b.p.	sindicated loan
Русский банк развития	170.0	27.07.05	3.0	6.5	LPN
Банк Союз	43.7	28.07.05	5.0	LIBOR+175 b.p.	eurobonds

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Российские еврооблигации - прогноз

Мы позитивно оцениваем перспективы российского рынка еврооблигаций и полагаем, что текущие ожидания участников рынка по плавному росту доходностей на рынке us-treasuries будут и дальше стимулировать приток средств на долговые рынки emerging markets. Огромный интерес инвесторов к внешним долговым обязательствам стран с развивающимися экономиками будет способствовать дальнейшему сокращению спрэдов.

Российские же еврооблигации, по нашему мнению, в настоящее время остаются немного недооцененными относительно еврооблигаций с близким значением рейтинга. Повышение рейтинга России по версии агентства Fitch не стало сюрпризом для инвесторов. Участники уже закладывали в цены повышение суверенного рейтинга на одну ступень, но не от Fitch, а от другого агентства – Moody's. Рейтинговые агентства продолжают отмечать высокие политические риски, которые являются основным грузом России, препятствующим улучшению инвестиционной привлекательности и повышению уровня кредитных рейтингов. Мы полагаем, что существенное улучшение финансовых показателей после достижения договоренности о частичном погашении долга перед Парижским клубом, способно смягчить отношение рейтинговых агентств к России. В ближайшее время мы ожидаем, что и Moody's решит пересмотреть свое отношение к кредитоспособности России, что, впрочем, похоже, уже ни у кого не вызывает сомнений. Основной вопрос – повторит ли агентство свои действия двухлетней давности, когда рейтинг России был повышен сразу на две ступени. Тем самым неспешность Moody's добавляет интриги на рынок российских еврооблигаций, что может привести к спекулятивному сужению спрэдов российских еврооблигаций.

Мы рекомендуем больше внимания уделять негосударственным еврооблигациям российских эмитентов, потенциал сокращения спрэдов которых отыгран в меньшей степени, чем спрэдов суверенных еврооблигаций. В частности наиболее привлекательными нам видятся еврооблигации: Вымпелком 11, Северсталь 14, МТС 10.

Внутренний долговой рынок

В июле котировки рублевых облигаций продолжали испытывать давление со стороны денежного рынка. Тем не менее, активность участников рынка, не смотря на лето, осталась высокой. Особенностью внутреннего долгового рынка в июне - июле стало, то, что на фоне достаточно высоких ставок на денежном рынке, появился спрос на длинные выпуски облигаций эмитентов первого эшелона и облигации города Москвы. Так практически всю последнюю неделю июля из списка лидеров по торговым оборотам не выходили облигации Москвы 39 и 38 серии, облигации РЖД 03, и длинные выпуски Газпрома, котировки которых медленно росли. Подобная динамика, на наш взгляд, явно сигнализирует о появлении интереса к наиболее ликвидным рублевым долговым инструментам со стороны инвесторов, спрос которых мало зависит от уровня ликвидности в банковском секторе. Таким образом, присутствие нерезидентов на рынке стало гораздо заметнее.

Российские инвесторы в июле в периоды стабилизации денежного рынка предпочитали покупки наиболее недооцененных облигаций эмитентов второго эшелона и длинные выпуски облигаций региональных правительств, доходности которых выглядят достаточно привлекательно. Так, по итогам месяца в списки лидеров роста попали облигации Центртелекома 04 (+2,02%), ОМЗ 04 (1,39%), НКНХ 04 (+1,38%), Ленинградская область 03 (4,03%), Коми 06 (3,19%), Коми 07 (1,78%).

По итогам июля индекс корпоративных облигаций ММВБ снизился на 0,12%, а совокупный индекс корпоративных облигаций, учитывающий купонные платежи, прибавил 0,69%. Торговая активность сектора негосударственных облигаций в июле значительно снизилась. По итогам месяца среднедневные торговые обороты составили 4,97 млрд. рублей по сравнению с 6,19 млрд. рублей в июне. Причем основное снижение активности наблюдалось в секторе субфедеральных и муниципальных облигаций, где среднедневные обороты сократились практически на треть (с 2,14 до 1,71 млрд. рублей).

Корпоративные облигации - лидеры роста прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Центртелеком 04	2.02	9.82	-	3.13
Группа ОСТ, 02	2.00	-	10.13	0.77
ОМЗ 04	1.39	-	8.98	0.99
НКНХ, 04	1.38	-	9.44	3.07
ПИТ-Инвестментс 02	1.36	-	9.95	1.07

Корпоративные облигации - лидеры падения прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Евразхолдинг 01	-1.27	8.31	-	0.35
Дальсвязь 01	-1.26	-	-4.70	0.29
Волгателеком	-1.21	7.16	-	0.53
СМАРТС, 03	-1.20	-	0.98	0.18
СМАРТС, 03	-1.20	-	0.98	0.18

Источники: ММВБ, REUTERS, расчеты банка Москвы

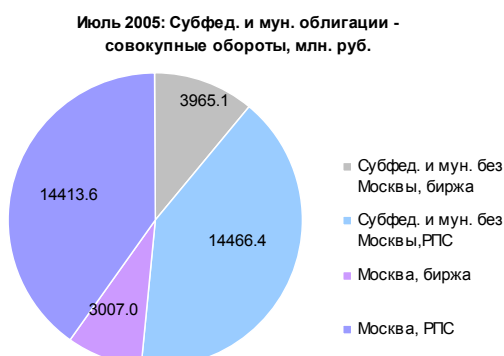
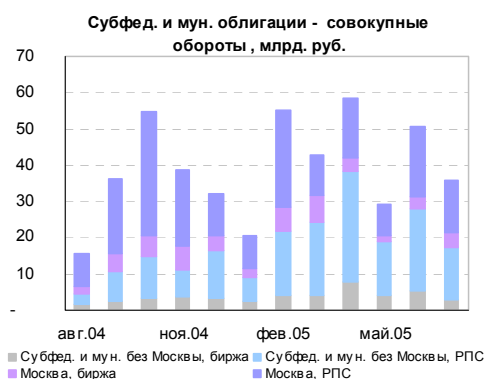
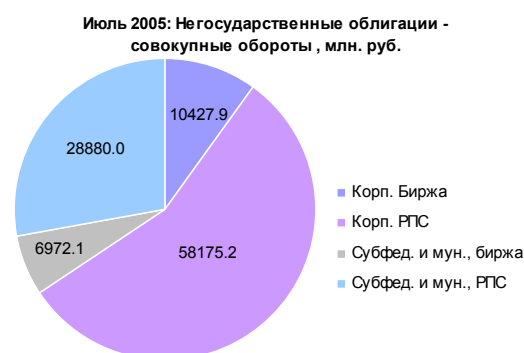
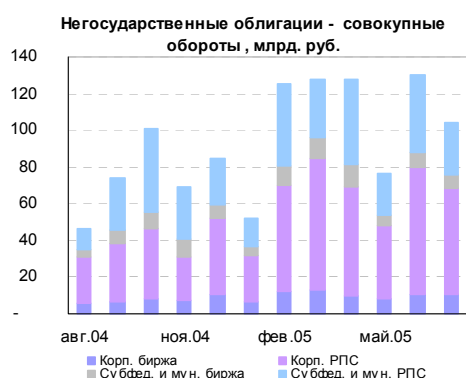
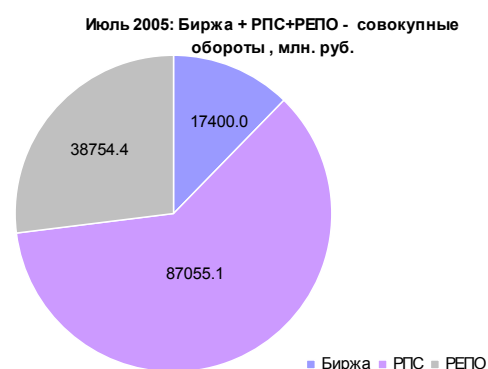
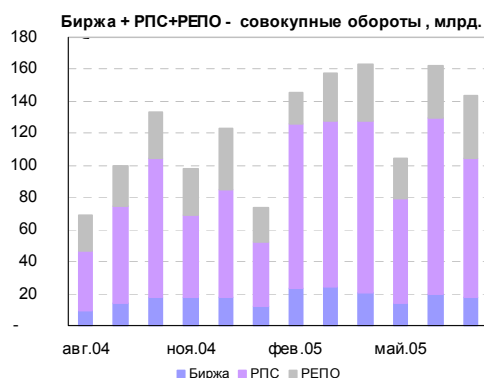
Субфедеральные и муниципальные облигации - лидеры роста прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Ленинградская обл. 03	4.03	9.42	-	5.95
Коми, 07	3.19	9.42	-	5.41
Чувашия, 03	1.86	9.32	-	2.97
Коми, 24006	1.78	9.22	-	3.85
Нижегородская обл. 02	1.48	8.98	-	2.30

Субфедеральные и муниципальные облигации - лидеры падения прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Москва 24	-1.21	2.81	-	0.09
Белгородская обл., 03	-1.17	2.81	-	0.38
Томская обл., 01	-0.89	8.39	-	0.30
Хабаровский край, 01	-0.89	6.59	-	0.07
Чувашия, 01	-0.63	5.86	-	0.03

Источники: ММВБ, REUTERS, расчеты банка Москвы

Динамика индексов корпоративных облигаций ММВБ**Биржевые обороты с рублевыми облигациями на ММВБ**

Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Внутренний долговой рынок - первичные размещения

В июле эмитенты снизили свою активность. Совокупный объем размещения негосударственных выпусков составил 11,25 млрд. руб. по сравнению с 29,7 млрд. руб., привлеченных эмитентами в первом месяце лета. Их этой суммы 8,85 млрд. руб. пришлось на 10 выпусков корпоративных облигаций, остальная сумма (т.е. 2,4 млрд. руб.) пришлась на три выпуска облигаций регионов. Показатель совокупного спроса (отношение bid-to-cover ratio) на аукционах по размещению корпоративных облигаций составил 1,45 - минимальное значение с начала года, в абсолютном выражении, по нашим оценкам, его значение составило около 12,8 млрд. руб. Показатель спроса на аукционах по размещению муниципальных облигаций оценить достаточно сложно. Два из трех размещенных выпусков (облигации Казани (серия 31001) объемом 1,0 млрд. руб. и облигации Новосибирска (серия 31003) также объемом 1,0 млрд. руб. были размещены на внебиржевом рынке. Детали размещений не объявлялись.

Среди прочих выпусков облигаций, аукционы по размещению которых состоялись в прошлом месяце, мы отмечаем дебютный выпуск облигаций Пермского моторного завода и выпуск облигаций серии 02 ОАО «ИНПРОМ». Мы полагаем, что выпуски облигаций этих эмитентов – являются классическими с точки зрения инвестиций в доходность до погашения.

Облигации Пермского моторного завода (26 июля 2005 г.)

26 июля 2005 года на ММВБ состоялось размещение дебютного выпуска ОАО «Пермский моторный завод» на сумму 1,2 млрд. рублей. Спрос на аукционе составил 2,23 млрд. рублей. По итогам конкурса ставка первого купона была определена на уровне 9,70 % годовых, что соответствует доходности к годовой оферте в размере 10,06% годовых. Таким образом, что практически совпало с нижним уровнем нашего прогноза – 380 – 410 пунктов. Мы полагаем, что ключевую роль в определении доходности облигаций ПМЗ сыграл хороший синдикат андеррайтеров, в который вошли крупные игроки первичного рынка рублевых облигаций.

Облигации ИНПРОМ-02 (аукцион по размещению состоялся 28 июня 2005 г.)

21 июля на ММВБ состоялось размещение второго выпуска облигаций сетевой металосервисной компанией «ИНПРОМ» на сумму 1 млрд. рублей. По итогам конкурса ставка первого купона пятилетних облигаций ОАО «ИНПРОМ» определена на уровне 12% годовых, что соответствует доходности - 12,36% годовых. Соответственно рискованная премия по доходности облигаций ИНПРОМ к облигациям Москвы составила 622 пункта. Напомним, что ранее мы оценивали справедливый уровень спреда облигаций Инпрома на уровне 600-610 пунктов. Мы думаем, что при размещении компании пришлось заплатить инвестором премию, за размещение в период удорожания кредитных ресурсов.

Итоги размещений негосударственных выпусков облигаций в июле 2005 г.

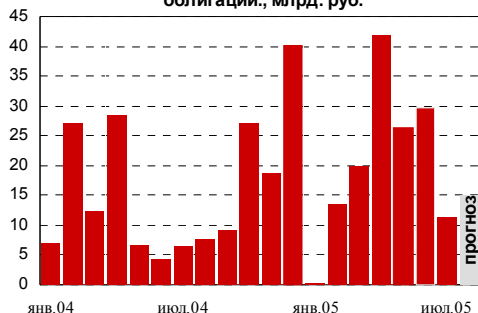
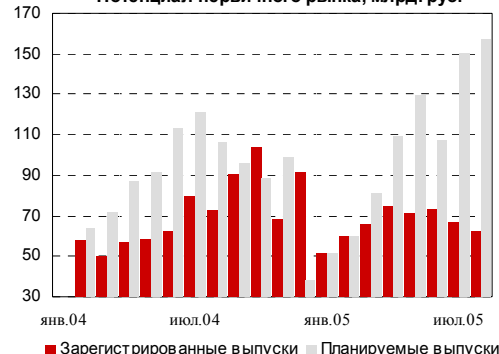
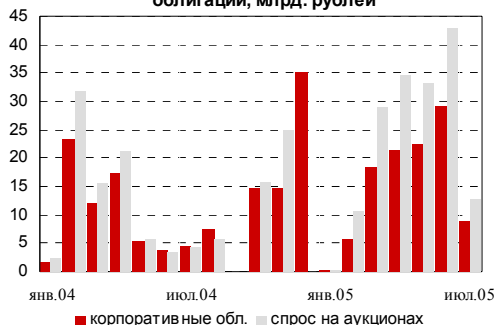
Инструмент	Серия выпуска	Дата начала размещения	Объем выпуска (предложения), млн. руб.	ближ оферта/ погашение, лет	Доходность к оферте/ погашению, %	Bid-to-cover ratio
ЮСКК	1	05.07.05	600	1.00	14.49	1.22
УБРиР-финанс	1	06.07.05	500	0.50	12.50	1.18
Промтрактор-Финанс	1	07.07.05	1500	1.00	10.99	1.05
Новосибирск	31003	11.07.05	1000	4.00	9.81	1.00
Перекресток ТД	1	12.07.05	1500	1.00	9.00	2.46
Криогенмаш	2	12.07.05	500	1.00	10.67	1.44
Нижнее-Ленское-Инвест	1	12.07.05	400	1.50	16.64	1.06
ММК-Трансфинанс	1	14.07.05	650	1.50	11.83	1.37
Русagro	1	20.07.05	1000	1.50	11.66	1.00
ИНПРОМ	2	21.07.05	1000	1.00	12.00	1.00
Казань г.	31001	21.07.05	1000	1.00	10.50	1.00
Волгоград	31001	21.07.05	400	3.00	10.20	1.83
Пермский Моторный Завод	1	26.07.05	1200	1.00	9.70	1.86

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Предстоящие размещения

Судя по активности эмитентов в первом полугодии 2005 года, второе полугодие может оказаться не менее жарким. По нашим оценкам объем зарегистрированных и готовых к размещению выпусков составляет в настоящее время около 61,8 млрд. руб. по сравнению с 55,0 млрд. руб. в начале года. Совокупный объем зарегистрированных и запланированных выпусков продолжает расти и составляет в настоящее время около 218,8 млрд. руб. по сравнению со 102,0 млрд. руб. в январе этого года

В августе-сентябре эмитенты должны снова активизироваться. Объем объявленных к размещению в этот период выпусков составляет около 53,8 млрд. руб. Кроме того, дату начала размещения 6-го выпуска облигаций, объемом 5,0 млрд. руб. объявил Газпром, а коммерческий банк «МИА» 9-го августа проведет аукцион по размещению 2-го выпуска облигаций объемом 1,0 млрд. руб.

Индикаторы первичного рынка**Размещения негосударственных рублевых облигаций, млрд. руб.****Потенциал первичного рынка, млрд. руб.****Первичный рынок корпоративных облигаций, млрд. рублей****Первичный рынок субфед. и муницип. облигаций, млрд. рублей****Наиболее вероятные размещения в ближайшее время**

Эмитент	Серия выпуска	План выхода на рынок	Объем выпуска, млн. руб.	Срок до погашения/оферты, лет	Состояние выпуска
Субфедеральные и муниципальные облигации					
Красноярск	3	3 кв. 2005	1000	нд.	планируется
Красноярский Край	3	3 кв. 2005	3000	3 года	зарегистрирован
Самарская область	25001 (тр.2)	3 кв. 2005	1185	3 года	зарегистрирован
Томская область	23	осень 2005	900	нд.	зарегистрирован
ЯНАО	2	3 кв. 2005	1200	3-5 лет	зарегистрирован

Корпоративные облигации

АИЖК	5	сен.05	2200	нд.	планируется
ЕЭСК	1	3 кв. 2005	500	3 года/ 1,5	зарегистрирован
ИнвестСберБанк	1	2 пол. 2005	1500	нд.	планируется
КАМАЗ-Финанс	2	3 кв. 2005	1500	5 лет/ 3 года	планируется
Микрон	3	3 кв. 2005	400	2 года	зарегистрирован
МИР-Финанс	1	3 кв. 2005	1000	нд.	планируется
РЖД	7 выпусков	3-4 кв. 2005	30000	нд.	планируется
Сибирьтелеком	6	3 кв. 2005	2000	5 лет	зарегистрирован
Солнечные продукты (х)	1	3 кв. 2005	1000	2 года	планируется
Тураналем	1	лето 2005	3000	4 года	зарегистрирован
Тураналем	2	лето 2005	3000	4,5 года	зарегистрирован
Тураналем	3	лето 2005	4000	6 лет	зарегистрирован
Финансконтракт	1	авг.05	700	2 года / год	зарегистрирован
ЖКФ	3	2 пол. 2005	3000	5 лет/1,5года	зарегистрирован

Итого:**53800**

Источники: Банк Москвы, эмитенты

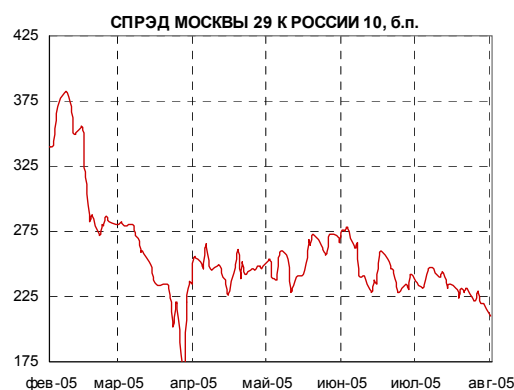
Фундаментальные факторы

Высокие ставки на денежном рынке, а также негативная динамика внутреннего валютного рынка не смогли оказать сильное давление на котировки рублевых облигаций. Как мы и ожидали ранее, в июле ситуация на денежном рынке существенно не изменилась. Низкие уровни рублевой ликвидности наблюдались как в конце, так и в начале месяца. Хотя традиционно начало месяца характеризуется ростом уровня свободных денежных средств в банковской системе. Валютный рынок в июле оказывал скорее нейтральное влияние на рублевые облигации, хотя ожидания будущей динамики рубля, складывающиеся на рынке, ближе к концу месяца стали оказывать поддержку котировкам наиболее ликвидных облигаций. Основными поддерживающим фактором для котировок рублевых облигаций в июле осталась стабильность на внешнем долговом рынке России.

Курс рубля в июле оказывал скорее нейтральное влияние на динамику внутреннего долгового рынка. По итогам месяца курс рубля относительно доллара США вырос с 28,66 до 28,65 рубля за доллар, таким образом, укрепившись всего на 1 копейку. Несмотря на достаточно существенное колебание курса внутри месяца (28,58 – 28,84), эта динамика практически полностью игнорировалась долговым рынком. Похоже, что в настоящее время долговой рынок сумел адаптироваться к краткосрочным курсовым колебаниям рубля, делая акцент на долгосрочные ожидания. По нашему мнению данная тенденция будет наблюдаться и далее, т.к. с введением бивалютного механизма регулирования курса национальной валюты Центральным Банком РФ, дневная курсовая волатильность будет увеличиваться. Другими словами, чем ближе доля евро в корзине к 50%, тем выше колебания курса внутри торгового дня. Напомним, что в июле ЦБ довел долю евро в бивалютной корзине до 35%.

Инфляция в июле составила 0,5% по сравнению с 0,6% в июне и 0,9% в июле прошлого года. Годовой показатель инфляции (июль к июлю) составил по нашим оценкам 12,9%. С начала года потребительские цены выросли на 8,5% по сравнению с ростом на 7,2% за аналогичный период прошлого года. Основной вклад в июльскую инфляцию внесли платные услуги населению – они подорожали на 0,9%. Цены на продовольственные товары поднялись на 0,3%, на непродовольственные товары – на 0,4%.

Июльские показатели инфляции оказались несколько ниже средних рыночных ожиданий. Эти данные позволяют утверждать, что тенденция к замедлению инфляции, наметившаяся в июне, в прошедшем месяце получила подтверждение. Тем не менее, мы по-прежнему не видим никаких возможностей уложиться по инфляции в годовой ориентир правительства, который недавно был повышен с 10% до 11%. Наш годовой прогноз инфляции остаётся неизменным – 11,5%, при этом мы не исключаем небольшого превышения этого значения по итогам года.

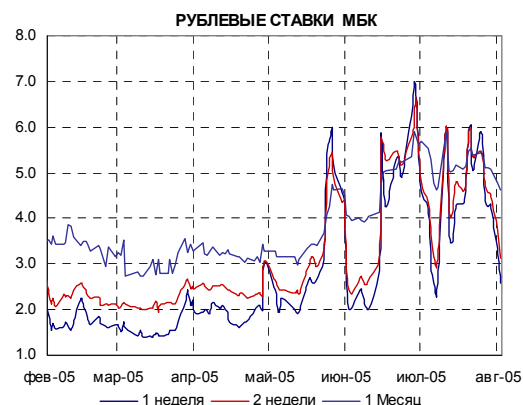


Источники: REUTERS

Ликвидность

В июле ситуация на денежном рынке продолжила оказывать негативное влияние на динамику котировок рублевых облигаций. В прошлом месяце уровни свободной денежной ликвидности достигли своих годовых минимумов, что весь месяц поддерживало ставки денежного рынка на высоком уровне. Так, по итогам июля среднее значение ставки на однодневные кредиты на МБК находилось на уровне 3,65% годовых, что значительно превышает среднегодовое значение данного показателя (2,09%). Однако стоит отметить, что в отличие от мая-июня в июле отток рублевых средств на валютный рынок носил менее агрессивный характер. На этом фоне объем спроса на рублевые средства не выходил за «рамки разумного», а среднемесячное значение кредитных ставок на МБК немного снизилось по сравнению с июнем. Напомним, что по итогам июня ставка по однодневным кредитам на МБК в среднем находилась на уровне 3,78% годовых.

Среднедневные остатки на корсчетах кредитных организаций в ЦБ в июле составляли 253,48 млрд. рублей по сравнению со среднегодовым значением - 273,07 млрд. рублей. Среднедневные остатки на депозитах ЦБ по сравнению с предыдущим месяцем снизились более чем в 2 раза и составляли 37,6 млрд. рублей по сравнению с 77,6 млрд. рублей в мае.



Источники: REUTERS, ЦБ РФ

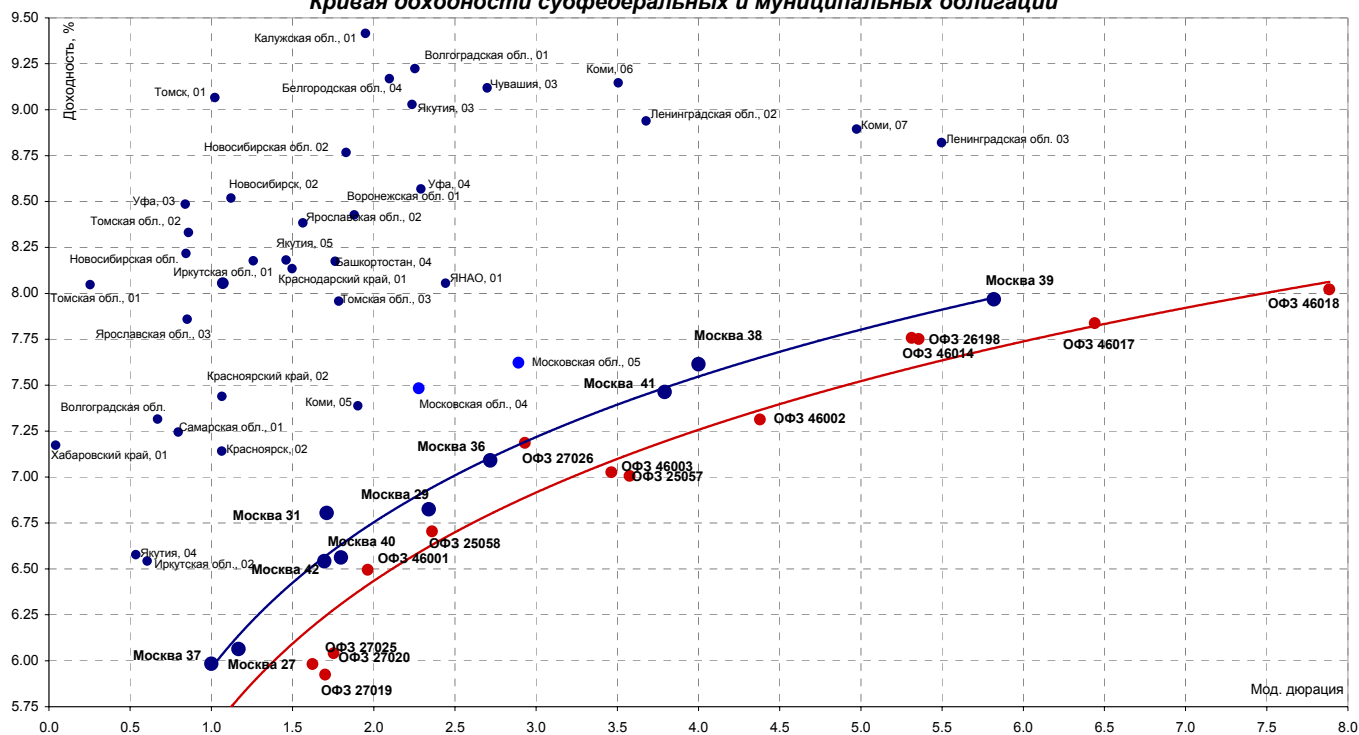
Состояние денежного рынка пока что не внушает оптимизма, но мы ожидаем увеличения рублевой ликвидности ближе к концу августа. Высокие цены на нефть, а также снижение доллара на FOREX, с одной стороны будут способствовать притоку валюты в страну, а с другой снизят интерес у валютных спекулянтов играть на снижение рубля. Все это позитивно отразится на состоянии денежного рынка.

Прогнозы и рекомендации

В ближайшее время мы не видим причин для роста доходностей на внутреннем долговом рынке. Интерес к наиболее ликвидным облигациям, наблюдавшийся в конце июля, даже, несмотря на низкий уровень рублевой ликвидности в банковском секторе, позволяет предположить, что на рублевом долговом рынке активизируется спрос со стороны нерезидентов. Таким образом, в ближайшее время основным фактором, который будет определять динамику внутреннего долгового рынка, вновь станут ожидания участников рынка относительно динамики курса рубль/доллар, которые пока что складываются в пользу укрепления рубля.

На этом фоне мы полагаем, что в ближайшее время рынок рублевых облигаций продолжит расти. Однако, по нашему мнению, облигации эмитентов первого эшелона в настоящее время уже практически полностью исчерпали потенциал роста. На этом фоне мы рекомендуем инвесторам обращать больше внимания на облигации эмитентов второго эшелона, спреды которых, на фоне сохраняющегося интереса к рублевым долговым инструментам, будут сокращаться.

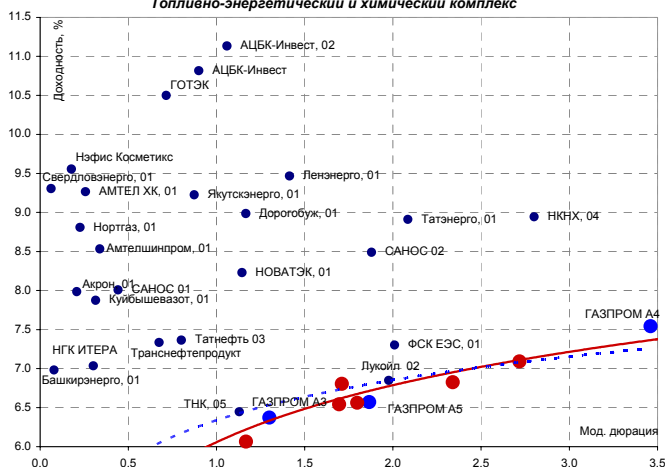
Кривая доходности субфедеральных и муниципальных облигаций



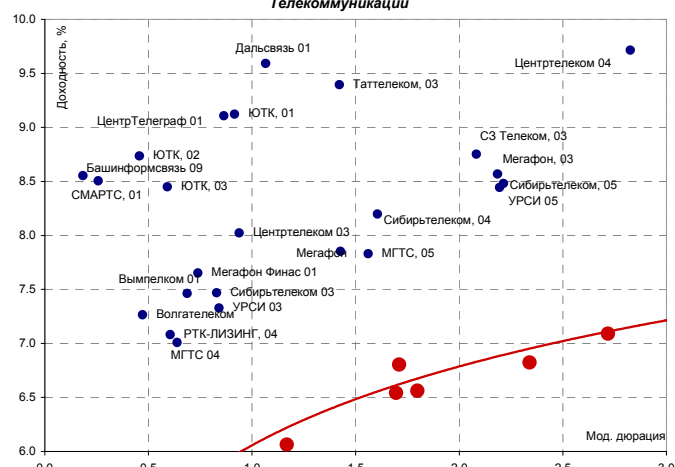
Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривые доходностей корпоративных облигаций

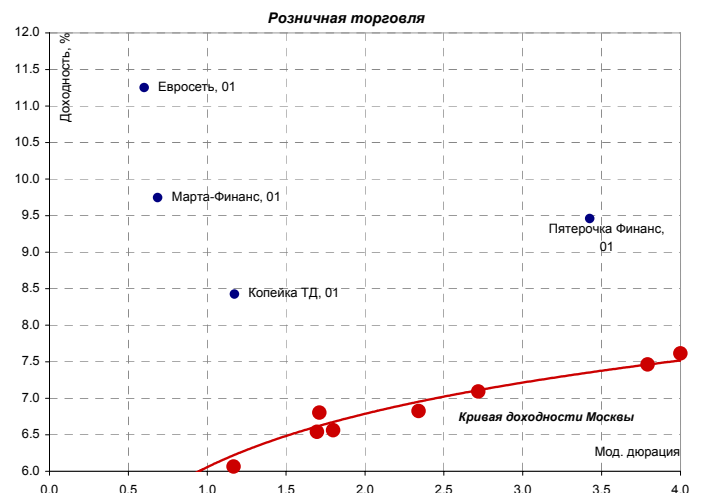
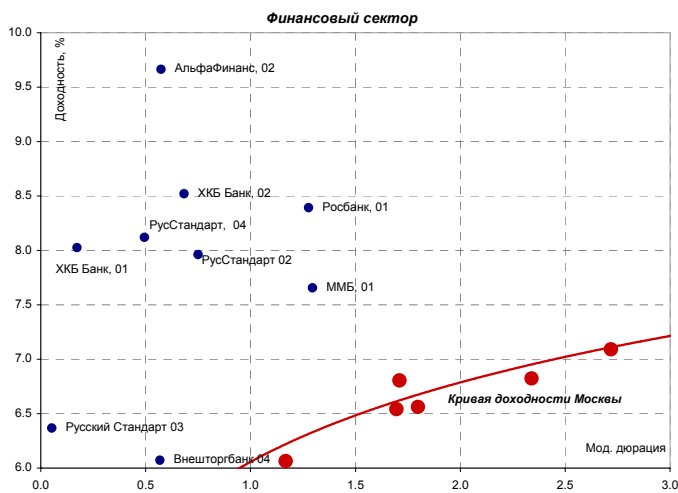
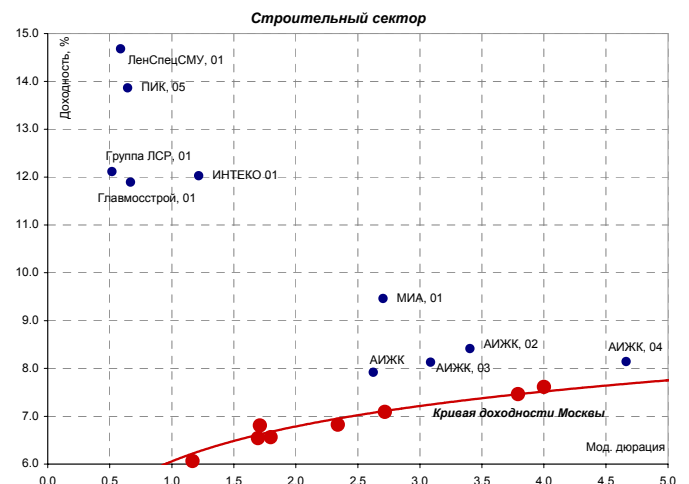
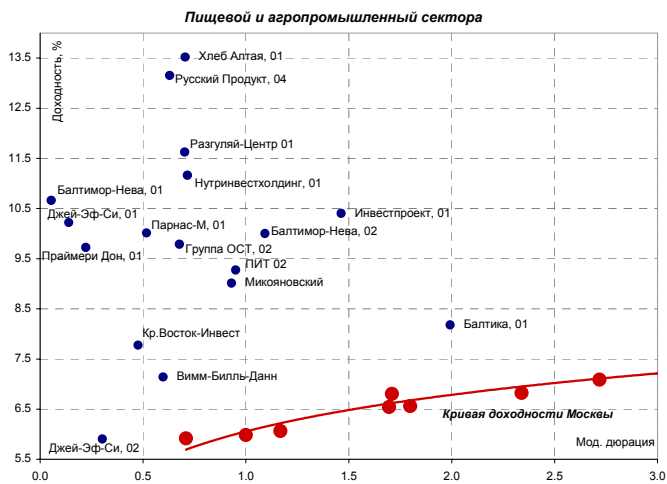
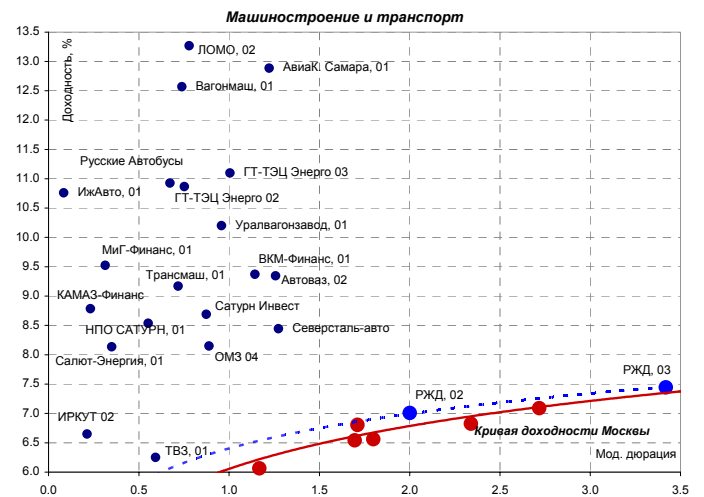
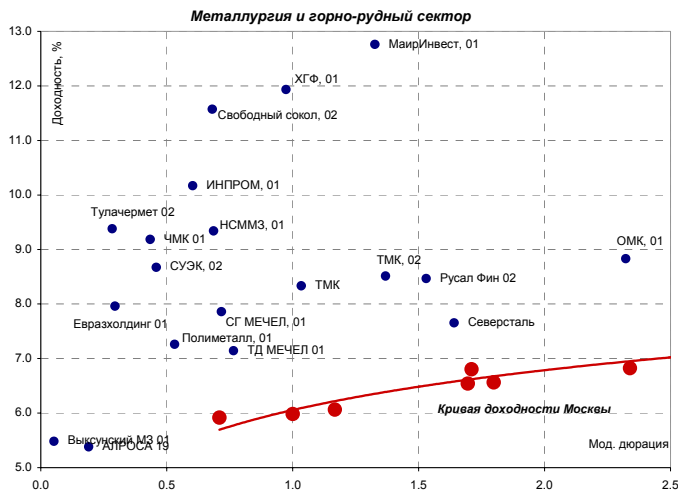
Топливо-энергетический и химический комплекс



Телекоммуникации



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

[illegible]

Figure 1 is a scatter plot showing the relationship between the logarithm of the yield (logarithm of the yield) on the x-axis and the yield percentage (Доходность, %) on the y-axis. The plot includes data points for various countries and US Treasuries, along with logarithmic regression lines for each series. The countries included are Venezuela, Turkey, Mexico, Russia, Philippines, Colombia, Brazil, and Peru. The US Treasuries are represented by a solid red line. The logarithmic regression lines are shown in various colors and styles (solid, dashed, dotted, dash-dot). The plot shows that the yield generally increases with the logarithm of the yield, with a steeper slope for countries with lower yields and a flatter slope for countries with higher yields.

Country/Instrument	Logarithm of Yield (x)	Yield (%) (y)
US TREASURIES (AAA /Aaa /AAA)	1.8	4.1
US TREASURIES (AAA /Aaa /AAA)	2.8	4.2
US TREASURIES (AAA /Aaa /AAA)	4.5	4.25
US TREASURIES (AAA /Aaa /AAA)	8.0	4.4
US TREASURIES (AAA /Aaa /AAA)	14.0	4.6
RUSSIA (BBB-/Baa3/BBB)	2.2	4.9
RUSSIA (BBB-/Baa3/BBB)	8.0	5.7
RUSSIA (BBB-/Baa3/BBB)	10.5	6.2
PERU (BB-/Ba3/BB)	2.2	5.3
PERU (BB-/Ba3/BB)	6.5	6.3
PERU (BB-/Ba3/BB)	11.0	7.5
BRAZIL (BB-/B1/BB-)	3.8	6.8
BRAZIL (BB-/B1/BB-)	5.5	7.1
BRAZIL (BB-/B1/BB-)	8.5	8.1
VENEZUELA (B/B2/B+)	1.5	5.8
VENEZUELA (B/B2/B+)	3.5	6.8
VENEZUELA (B/B2/B+)	7.0	8.9
VENEZUELA (B/B2/B+)	10.0	8.8
MEXICO (BBB-/Baa1/BBB-)	3.8	5.1
MEXICO (BBB-/Baa1/BBB-)	9.0	6.0
MEXICO (BBB-/Baa1/BBB-)	12.0	6.4
TURKEY (BB-/B1/BB-)	1.2	4.8
TURKEY (BB-/B1/BB-)	6.0	6.7
TURKEY (BB-/B1/BB-)	10.0	7.9
PHILIPPINE (BB-/B1/BB)	5.5	7.9
PHILIPPINE (BB-/B1/BB)	8.0	8.8
PHILIPPINE (BB-/B1/BB)	10.5	8.5
COLOMBIA (BB-/B2/BB)	5.5	7.6
COLOMBIA (BB-/B2/BB)	9.0	8.9
COLOMBIA (BB-/B2/BB)	10.5	8.5

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ		WWW.MMBANK.RU	+7 (095) 105-8000 +7 (095) 924-0080
		<u>e-mail</u>	<u>вн. тел.</u>
<u>ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ</u>	Сытников Алексей		
<u>НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ</u> <u>ДОВЕРИТЕЛЬНЫХ ОПЕРАЦИЙ</u>	Касьянова Елена	Kasyanova_EA@mmbank.ru	4679
<u>СОПРОВОЖДЕНИЕ КЛИЕНТОВ</u> 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 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> Начальник отдела	Беспалов Алексей	Bespalov_AV@mmbank.ru	4220
Долговые инструменты	Храмцовский Станислав	HSS@mmbank.ru	2895
Акции	Волков Алексей	Volkov_A@mmbank.ru	2837