

Оптимистичный сценарий реализуется

Российский долговой рынок растет в преддверии повышения рейтинга от Moody's. От того насколько ступеней агентство повысит рейтинг, зависит продолжение роста.

US-Treasuries

Краткосрочная реакция долговых рынков на ураган «Катрина» во многом стала следствием усилившихся ожиданий замедления экономического роста США. Долгосрочная динамика долговых рынков будет зависеть от того, насколько драматичной окажется реакция экономики. Перспектива замедления роста заставляет нас скорректировать прогнозы по уровню доходности казначейских облигаций. Мы понижаем наш базовый прогноз уровня доходности 10-летних казначейских облигаций с уровня 5,0% на конец года до уровня 4,7% годовых.

Emerging markets

Рисковая премия в доходности еврооблигаций emerging markets достигла своего минимума с декабря 1997 г. Однако опасность серьезного ухудшения ситуации на в настоящее время минимальна – прогнозируемое снижение темпов экономического роста США при контролируемой инфляции ограничит потенциал роста доходностей us-treasuries и риск роста процентных ставок на emerging markets.

Внешний долговой рынок

Поводов для спекулятивной игры на рост стоимости российских суверенных еврооблигаций в краткосрочном периоде становится все меньше. В случае если Moody's повысит суверенный рейтинг России всего на одну ступень и ограничится заявлениями о структурном дисбалансе российской экономики, инвесторы будут слегка разочарованы, а на рынке, вероятно, наступит краткосрочная фиксация прибыли в суверенных бумагах. Однако в настоящее время интрига повышения рейтинга по версии Moody's на одну или две ступени сохраняется.

Нашими фаворитами по-прежнему остаются корпоративные еврооблигации Вымпелком-11 и Севресталь-14, имеющие потенциал сокращения спреда. Интересными также представляются еврооблигации Норникель-09 и МТС-10.

Внутренний долговой рынок

Высокий уровень ликвидности и благоприятная конъюнктура на внешних долговых рынках определяют рост рынка рублевых облигаций в сентябре. Неудовлетворенный спрос на предлагаемые к размещению выпуски субфедеральных и муниципальных облигаций приведет к очередному витку роста котировок рублевых облигаций. На наш взгляд, вероятность роста внутреннего долгового рынка весьма высока. Мы рекомендуем участвовать в аукционах по первичному размещению новых выпусков облигаций, спекулятивно покупать первый эшелон и играть на сокращении кредитных спредов наиболее недооцененных облигаций эмитентов 2-го и 3-го эшелона.

Moody's повысит рейтинг России и госкомпаний

Долгожданная реакция Moody's на позитивные изменения кредитного качества российского риска заставила себя ждать. Ровно через 1 год и 11 месяцев после последнего повышения российского суверенного рейтинга, 8 сентября 2005 г. Moody's заявило, что через 6-8 недель собирается повысить суверенный рейтинг России и компаний, находящихся под контролем государства.

СУВЕРЕННЫЙ РЕЙТИНГ. Международное рейтинговое агентство Moody's поместило рейтинги Российской Федерации на пересмотр с возможным повышением. На пересмотр были поставлены рейтинг по обязательствам в иностранной и национальной валютах «Baa3», а также потолок рейтинга по депозитам в иностранной валюте «Ba1», и потолок рейтинга по обязательствам РФ в иностранной валюте «Baa3». Кроме того, агентство поместило на пересмотр рейтинги пятого транша облигаций внутреннего валютного займа «Ba2», а также шестого и седьмого траншей, находящихся на уровне «Ba1».

ОБЛИГАЦИИ ARIES. Агентство также включило рейтинги бумаг Aries, выпущенных Германией в счет госдолга РФ, в список на пересмотр с возможным повышением.

РЕЙТИНГИ ГОСКОМПАНИЙ. В связи с пересмотром суверенного рейтинга Moody's также поместило в список на пересмотр рейтинги крупнейших российских государственных компаний. С возможностью повышения в список на пересмотр были включены рейтинги следующих госкомпаний:

- 1) **ОАО «Газпром»** по обязательствам в иностранной валюте «Baa3», а также долгосрочный рейтинг гарантированных выпусков облигаций Gaz Capital S.A и Gazstream S.A. «Baa2».
- 2) **ОАО «Транснефть»** по обязательствам в национальной валюте «Baa1» и долгосрочный рейтинг эмитента по обязательствам в иностранной валюте «Baa3».
- 3) **ОАО «Российские железные дороги»** рейтинг эмитента по обязательствам в национальной валюте «Baa2» и рейтинг эмитента по обязательствам в иностранной валюте «Baa3».
- 4) **ОАО НК «Роснефть»** на пересмотр были также помещены долгосрочный рейтинг эмитента в национальной валюте «Baa3» и долгосрочный рейтинг выпуска еврооблигаций компании на \$150 млн. «Baa3».

Решение Moody's пересмотреть рейтинги было воспринято рынком как само собой разумеющееся событие спустя почти три недели после официального объявления о завершении выплат по досрочному погашению российского долга. Ралли в российских еврооблигациях не последовало, однако это событие позволило котировкам российских бумаг противостоять наметившемуся росту доходностей на рынке базовых активов (us-treasuries). В результате спреды российских еврооблигаций сузились до исторических минимумов. Спрэд России-30 к UST-10 достиг уровня в 110 б.п.

Рынок уже живет с тем, что Moody's повысит суверенный рейтинг. Котировки облигаций уже учитывают это событие, и возможно, повышение рейтинга на одну ступень приведет к фиксации прибылей в российских бумагах, а не к росту их курсовой стоимости. Напомним, что мы ждали нового рейтинга от Moody's еще в первом квартале - в преддверии завершения переговоров России с Парижским Клубом. Однако Moody's оказалось более консервативным агентством, чем мы предполагали.

В прошлом месяце Fitch уже опередило Moody's и повысило потолок суверенного рейтинга России до уровня «BBB» (соответствует уровню «Baa2» по версии Moody's). Теперь Moody's может удивить рынок, только повысив суверенный рейтинг сразу на две ступени (скажем, до «Baa1».) На наш взгляд, вероятность такого развития событий очень высока. Вполне возможно, что через 6-8 недель (когда по версии агентства будет готово заключение) Moody's снова, как и два года назад, отберет пальму первенства у Fitch и S&P. Это событие снова разогреет рынок.

US-Treasuries – корректировка прогнозов

Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

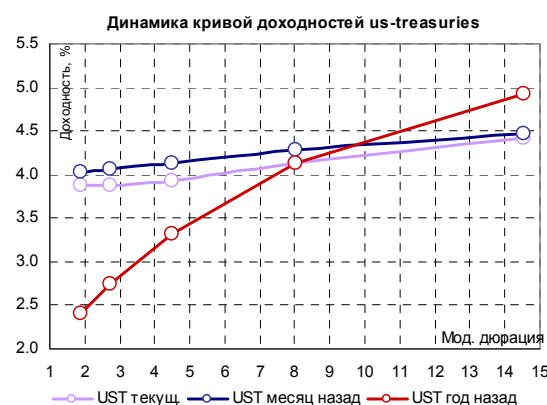
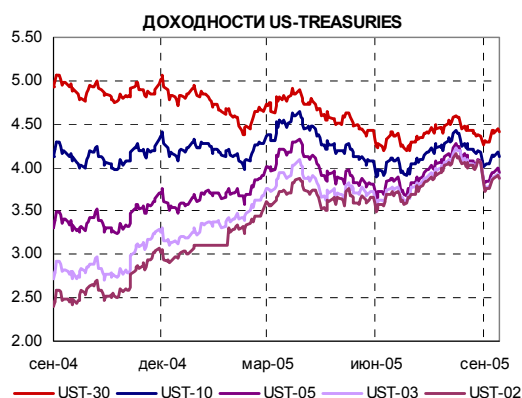
	31.08.2005	Изм-е, б.п.			Прогноз на конец года	Прогноз изм-я
		За месяц	С начала года	За 12 мес.		
Fed Funds Rate	3.50	25	125	200	4.00	50
UST-02	3.83	-19	75	142	4.15	32
UST-05	3.87	-26	25	55	4.30	43
UST-10	4.02	-27	-21	-11	4.70	68
UST-30	4.26	-22	-57	-67	5.00	74

Источники: REUTERS, Банк Москвы

В прошедшем месяце доходности казначейских облигаций снова стали снижаться на ожиданиях замедления экономического роста, а последствия урагана «Катрина», пронесшегося над акваторией Мексиканского залива и его побережья, заставили экономистов скорректировать свои прогнозы экономического роста. Согласно опросу REUTERS, проведенному сразу после урагана, консенсус-прогноз роста экономики США в 4-м квартале упал с 3,8% до 3,4%. Стоимость казначейских облигаций выросла, а доходности опустились до майских минимумов.

По итогам августа доходности 10-летних us-treasuries снизились на 27 б.п. и к первому сентября достигли уровня 4,02% годовых. За это время спред между 2-хлетними и 10-летними бумагами к 30-му августа успел сузиться до 10 б.п. – минимального уровня с декабря 2000 г., а на момент написания этой стратегии его значение выросло до 25 б.п.

Экономику США в IV квартале ждет замедление роста, обусловленного приспособлением к высоким уровням цен на нефть и реакцией на последствия урагана. В начале сентября снова активизировались дискуссии относительно возможного изменения политики, которую проводит ФРС.



Источники: REUTERS

От следующего заседания Комитета по Открытым рынкам США (FOMC), которое состоится 20-го сентября, рынок ждет очередного повышения учетной ставки с 3,5% до 3,75% годовых, оценки состояния экономики и комментария относительно изменений проводимой монетарной политики. Пока ФРС по-прежнему ставит во главу угла экономический рост при условии сохранения ценовой стабильности, Комитет не откажется от политики повышения учетной ставки на фоне приемлемого для нее темпа роста экономики. Однако в случае видимого замедления экономики ФРС может взять паузу в политике повышения ставок. В этом случае на Комитет естественно отреагирует на изменение макроэкономических условий и даст понять, когда политика ФРС может измениться.

Экономика США замедлит рост

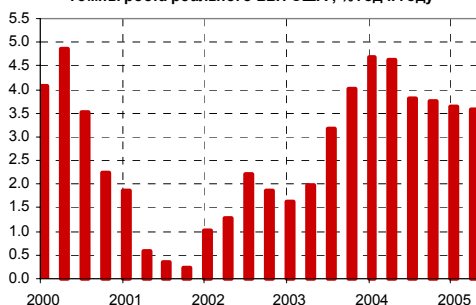
Ураган «Катрина» вызвал классический внешний шок предложения в экономике. Внезапное ограничение предложения нефти вызвало резкий скачок цен на энергоносители, к которому экономика США оказалась не готова. Впрочем, добыча нефти в заливе и нефтепереработка, которые пострадали во время урагана, восстановятся скорее, чем сама экономика.

В среднесрочной перспективе рост высокий уровень цен на энергоносители приведет к росту базового показателя инфляции и стоимости рабочей силы. ФРС уже сейчас обеспокоена будущей ценовой стабильностью и готова принять все необходимые меры для обуздания инфляции. Если раньше ФРС, контролируя инфляцию, была удовлетворена экономическим ростом, то сейчас рост экономики может замедлиться, а инфляция – возрасти.

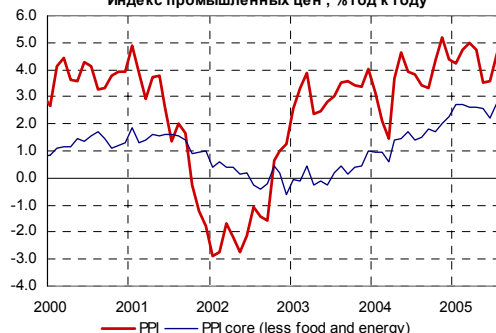
Большая неопределенность состоит в том, насколько быстро экономика восстановит прежние темпы роста и насколько высоким окажется ущерб, причиненный ураганом. Большинство экономистов уже снизило оценки роста экономики США в 2006-м г и 4-м квартале 2005 г.

Экономические индикаторы США

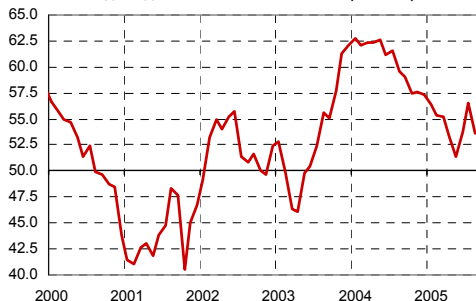
Темпы роста реального ВВП США, % год к году



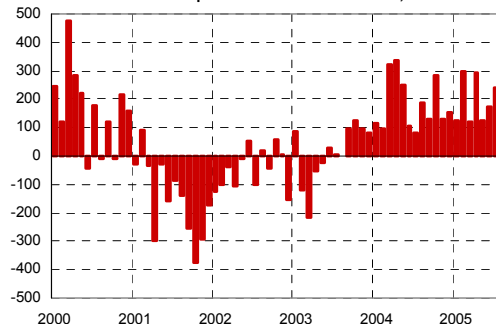
Индекс промышленных цен, % год к году



Индекс деловой активности США (US-PMI)



Число новых рабочих мест в экономике, тыс.



Источники: FRED II data

Рынок труда, демонстрировавший постепенное восстановление в этом году, снова может начать стагнировать. По данным Morgan Stanley, только 609 тыс. человек занятых ранее в Новом Орлеане, будут вынуждены искать новую работу или получать пособия. Очевидно, понадобится несколько месяцев, чтобы потерявшие работу люди снова оказались заняты.

В более долгосрочной перспективе (от 3-х до 6-ти месяцев) экономика адаптируется к изменившимся условиям и восстановит прежние темпы роста. Негативное влияние урагана вызовет бум в строительстве при восстановлении «акватории» Нового Орлеана, который окажет позитивное влияние на экономический рост. Правда, пройдет несколько месяцев, перед тем как земля, готовая для строительства, будет осушена и станет пригодной для жилья.

Развитие ситуации на долговых рынках во многом будет зависеть от того, насколько глубоким окажется снижение экономического роста, и насколько быстрым и серьезным окажется инфляционное давление, вызванное последним ростом цен на нефть и бензин. В случае ускорения инфляции ФРС будет продолжать повышать ставки. Если более серьезным окажется замедление экономического роста, что сейчас более актуально, ФРС временно приостановит повышение учетных ставок.

Прогнозы – ФРС возьмет паузу уже в этом году

Краткосрочная реакция долговых рынков на ураган «Катрина» во многом стала следствием роста цен на нефть, ожиданиями замедления экономического роста США в 4-м квартале и возросшим инфляционным давлением. Долгосрочная динамика долговых рынков будет зависеть от того, насколько драматичной окажется реакция экономики.

В случае если замедление экономического роста в США окажется серьезным, монетарная политика ФРС США, непременно претерпит изменения. Самый вероятный сценарий – временная приостановка повышения учетных ставок.

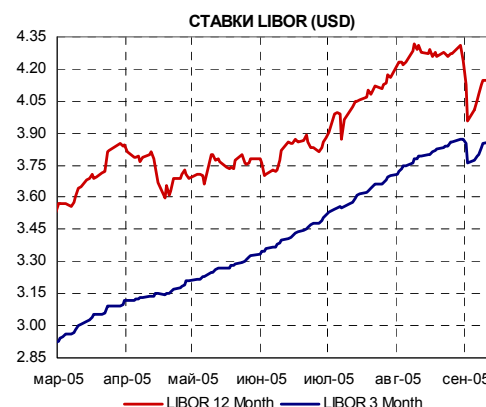
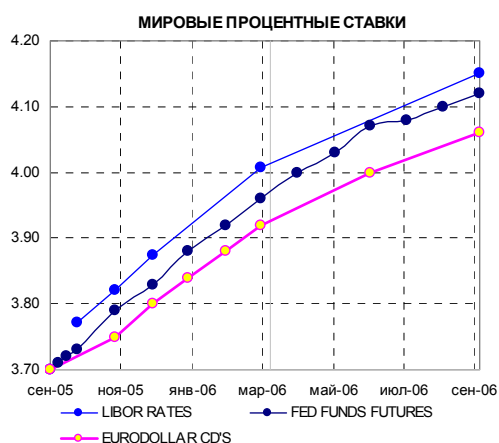
Перспектива замедления экономического роста в США и возможного ускорения инфляции к концу года заставляет нас скорректировать прогнозы по уровню доходности казначейских облигаций.

Мы понижаем наш базовый прогноз уровня доходности 10-летних казначейских облигаций с уровня 5,0% на конец года до уровня 4,7% годовых. Прогнозный уровень доходности 30-и 5-ти летним облигациям мы снижаем на 40 и 30 б.п. соответственно. В тоже время, мы сохраняем неизменными свои оценки уровня учетной ставки FED Funds на уровне 4,0% годовых и уровня доходности 2-х летних us-treasuries.

Базовый прогноз ставок на долговом рынке США, % годовых

	Новый прогноз	Прежний прогноз	Изменение
Fed Funds Rate	4.00	4.00	0.00
UST-02	4.15	4.15	0.00
UST-05	4.30	4.60	-0.30
UST-10	4.70	5.00	-0.30
UST-30	5.00	5.40	-0.40

Источники: Банк Москвы



Источники: REUTERS

Конъюнктура emerging markets

	31.08.2005	Изм-е*		
		За месяц	С начала года	За 12 мес.
EMBI+	354.0	2.0	7.4	14.8
EMBI+ Spread	295.0	6.0	-63.0	-141.0
EMBI+ Russia	425.0	3.1	13.1	22.6
EMBI+ Russia Spread	130.0	-7.0	-84.0	-169.0
EMBI+ Mexico	326.2	2.3	7.0	10.1
EMBI+ Mexico Spread	151.0	-1.0	-16.0	-34.0
EMBI+ Brasil	468.2	1.6	5.5	16.7
EMBI+ Brasil Spread	412.0	11.0	29.0	-106.0
EMBI+ Turkey	230.7	0.2	4.4	10.7
EMBI+ Turkey Spread	290.0	25.0	24.0	-54.0

Источники: J.P.Morgan, REUTERS

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

Emerging markets – рост продолжается

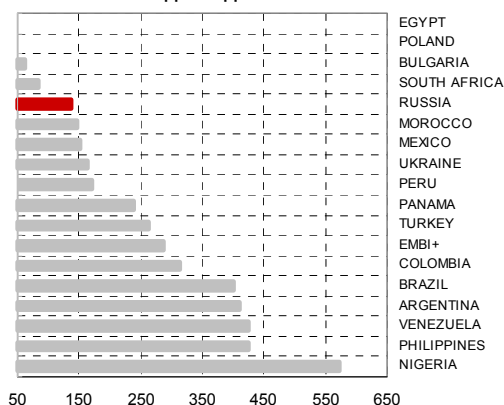
Несмотря на новый скачок цен на нефть и кризис, разразившийся в Индонезии, приток капитала на развивающиеся рынки не остановился. Очередной виток роста базовых активов (us-treasuries) привел к новому росту стоимости еврооблигаций emerging markets, что подтверждает сложившуюся в этом году тенденцию – постепенную переоценку рисков emerging markets при относительной стабильности рынка us-treasuries в будущем.

По итогам августа индекс еврооблигаций развивающихся рынков вырос на 2,0%, а его спред сократился на 6 б.п. до 295 б.п. В начале сентября его значение достигло 275 б.п. – минимального значения с декабря 1997 г.

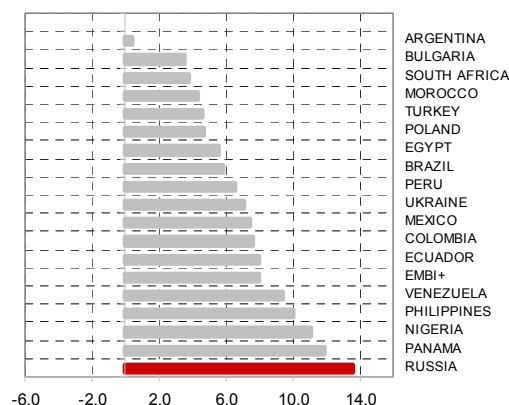
Российский сегмент рынка еврооблигаций emerging markets продолжает оставаться среди лидеров роста в этом году. По итогам 8-ми месяцев его значение выросло на 12,1%, а значение индикативного суверенного спреда сузилось в начале сентября более чем на 100 б.п. по сравнению с началом года до 110 б.п.

Emerging markets

СПРЕДЫ ИНДЕКСА EMBI+



ИНДЕКСЫ EMBI+, С НАЧАЛА ГОДА (на 02.09.2005)



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

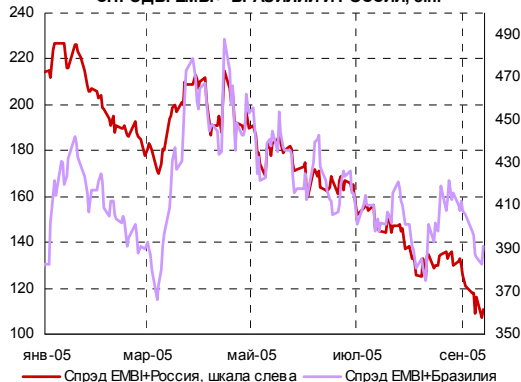
Прогнозы

Глобальная переоценка рисков будет продолжаться до тех пор, пока стабильность рынка базовых активов не нарушится. Пока участники рынка не ждут серьезного роста доходностей us-treasuries, активы стран emerging markets по-прежнему представляют интерес для мирового капитала. Опасность серьезного ухудшения ситуации в настоящее время минимальна – прогнозируемое снижение темпов экономического роста США при контролируемой инфляции ограничит потенциал роста доходностей us-treasuries, а следовательно и риск роста процентных ставок на emerging markets.

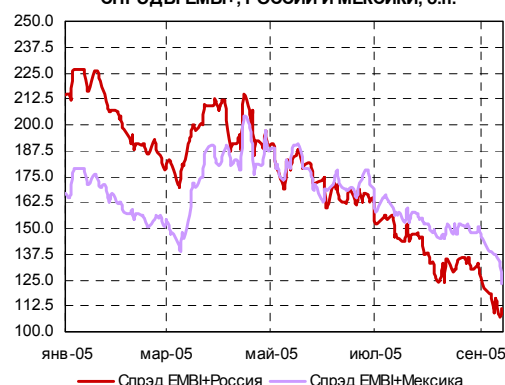
Emerging markets – динамика суверенных спрэдов

В прошлом месяце мы отмечали, что потенциал сокращения российского спрэда относительно других emerging markets еще не исчерпан, поскольку его сокращение происходило почти параллельно с сокращением других спрэдов emerging markets. В августе эта тенденция нарушилась. Динамика спрэдов Бразилии, Турции и ЮАР была отлична от динамики суверенного спрэда России. Еврооблигации нефтедобывающие стран пользовались спросом на фоне очередного роста цен на нефть. Так, спред России и Венесуэлы двигались в одном направлении на протяжении августа. Тем не менее, с начала сентября цены на нефть слегка снизились, а спред России уперся в отметку 110 б.п., никак не реагируя на конъюнктуру рынка нефти. Последует ли рост премии за российский риск в случае более серьезного снижения цен на нефть? - пока большой вопрос на фоне ожидаемого повышения рейтинга Moody's.

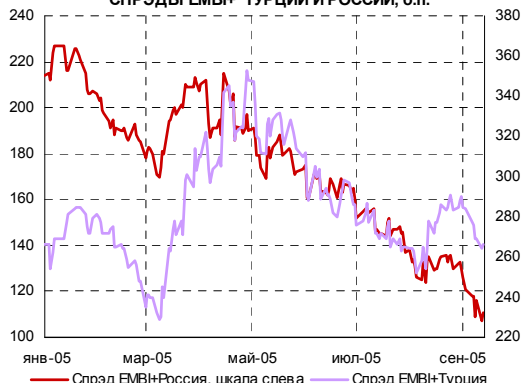
СПРЭДЫ ЕМВН+ БРАЗИЛИИ И РОССИИ, б.п.



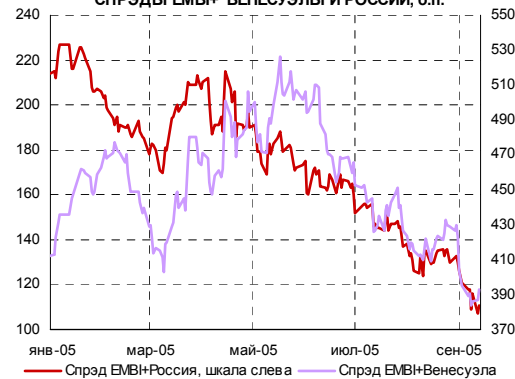
СПРЭДЫ ЕМВН+ РОССИИ И МЕКСИКИ, б.п.



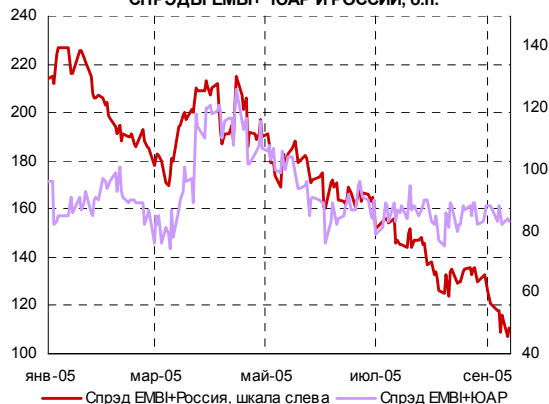
СПРЭДЫ ЕМВН+ ТУРЦИИ И РОССИИ, б.п.



СПРЭДЫ ЕМВН+ ВЕНЕСУЭЛЫ И РОССИИ, б.п.



СПРЭДЫ ЕМВН+ ЮАР И РОССИИ, б.п.



ДИНАМИКА СПРЭДОВ РОССИИ К ЮАР И К МЕКСИКЕ



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Российские еврооблигации

Конъюнктура российских еврооблигаций

	31.08.2005	Изм.-е*		
		За месяц	С начала года	За 12 мес.
Доходн. UST-10	4.02	-27	-21	-11
Стоимость России-30	114.125	3.0	11.2	19.0
Доходн. Россия 30 YTM	5.35	-36	-119	-194
Спрэд России 30 и UST-10	133	-9	-98	-183

Источники: REUTERS

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

Рост котировок российских еврооблигаций продолжился в августе благодаря хорошей конъюнктуре на внешних долговых рынках. Поток позитивных новостей после повышения суверенного рейтинга по версии Fitch в начале августа не ослабел – в третьей декаде месяца Минфин заявил о завершении выплат по Парижскому долгу. Заявление Moody's о пересмотре рейтинга России (ее обязательств) и ряда госкомпаний, в т.ч. Газпрома последовало спустя две недели, однако уже не вызвало бурной реакции на внешних долговых рынках.

По итогам августа доходность индикативных еврооблигаций «Россия-30» снизилась на 36 б.п., а их стоимость выросла на 3,0%. На следующий день после заявления Moody's котировки «России-30» достигли очередного исторического максимума – 115,250 процентов от номинала при спреде к 10-летним казначейским облигациям США на уровне 110 б.п.



Источники: REUTERS

По итогам прошлого месяца наши фавориты – еврооблигации телекоммуникационных компаний и металлургии в частности, МТС-12 и Северсталь-14 стали лидерами роста, прибавив по итогам месяца 4,0% и 6,2% соответственно. Этому способствовали хорошие финансовые результаты компаний и позитивные оценки рейтинговых агентств.

Российские еврооблигации - лидеры роста прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	YTM, %	Дюр. лет.	S&P	Moody's	Fitch
Северсталь 14	6.26	7.53	6.04	B+	B2	B+
МТС 12	4.11	6.60	5.11	BB-		
Мегафон 09	3.71	6.76	3.61	B+		BB-
Россия 28	3.51	5.76	11.05	BBB-	Baa3 U	BBB
Алроса 14	3.06	6.33	6.53	B		
Россия 30	3.05	5.26	8.19	BBB-	Baa3 U	BBB
ММК 08	2.96	6.19	2.72	BB-		BB-
МТС 10	2.81	6.26	4.15	BB-		
НОРНИКЕЛЬ, 09	2.77	6.06	3.47	BB+	Ba2	
Система 11	2.76	6.94	4.38	B	B3	B+

Российские еврооблигации - лидеры падения прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	YTM, %	Дюр. лет.	S&P	Moody's	Fitch
ГАЗПРОМ 34	-0.78	6.26	12.60	BB-	Baa3 U	BB+
Москва 06	-0.49	2.49	0.61	BBB-	Baa3	BBB
Газпромбанк 05	-0.42	2.90	0.04	B+	Baa2	
Роснефть 06	-0.34	4.94	1.09	B-	Baa3 U	
Сибнефть 07	-0.29	5.12	1.32	BB-	Ba3	
ВТБ 06	-0.27	4.33	0.00	BB+		BBB
МДМ 05	-0.24	5.77	0.25	B		B+
Вымпелком 11	-0.23	4.39	1.64	BBB-	Baa3 U	BBB
Альфабанк 05	-0.18	4.66	0.17	B	Ba2	B

Источники: REUTERS, расчеты банка Москвы

Корпоративные риски

Мы продолжаем отслеживать динамику спрэдов наиболее привлекательных, с точки зрения покупки кредитного риска корпоративных еврооблигаций. Спрэды корпоративных еврооблигаций рассматриваемых нами эмитентов продолжились снижаться на фоне благоприятной конъюнктуры внешних долговых рынков и отсутствия негативных новостей из России, усиливающих политические риски.

Высокие финансовые результаты и ряд других факторов привели к тому, что практически все рассматриваемые эмитенты получили положительные отзывы рейтинговых агентств, а ряд рейтингов был повышен. В частности агентством S&P были повышены рейтинги следующих компаний.

1) ОАО «Сибнефть». Рейтинг повышен с «В+» до «ВВ-») вследствие высоких показателей в 2004 г. и определенного прояснения ситуации с акционерной структурой.

2) ОАО ГМК «Норильский Никель». Рейтинг повышен до «ВВ+» с уровня «ВВ» вследствие высоких операционных и финансовых показателей.

3) ТНК-ВР. Рейтинг повышен с уровня «ВВ-» до «ВВ» вследствие разрешения налогового спора и успешных результатов деятельности.

4) Вымпелком. Рейтинг повышен до «ВВ» с «ВВ-» в связи с продолжающимися положительными результатами деятельности этой компании.

Кроме того, агентство Moody's повысило прогноз рейтинга до «позитивного» со «стабильного» прогноз рейтингов компаний Evraz Securities S.A. и Mastercraft, входящих в группу **ЕвразХолдинг**. Положительный отзыв российские металлурги получили в сентябре и от агентства Fitch, которое пока сохранило «стабильный» прогноз изменения рейтингов металлургических компаний, однако заметило, что кредитоспособность данных компаний улучшится в будущем. «Причиной тому станет усиление их значимости на международном рынке ввиду эффекта экономии на масштабе и публичного листинга, а также увеличивающийся спрос на внутреннем рынке. Также такие компании сохраняют высокие финансовые показатели, которые поддерживаются вертикальной интеграцией и низко-затратным производством», говорится в заявлении Fitch.

Снижение спрэдов корпоративных еврооблигаций, которое произошло в последнее время, существенно ограничивает потенциал роста корпоративных еврооблигаций и делает их котировки зависимыми от конъюнктуры на рынке суверенных еврооблигаций. Тем не менее, сильные финансовые показатели и позитивные отзывы рейтинговых агентств заставляют нас снизить оценки справедливых уровней спрэдов.

По нашей оценке наиболее привлекательно выглядят еврооблигации Вымпелком-11 и Севресталь-14, имеющие потенциал сокращения спрэда на 61 и 56 б.п. соответственно. Интересными также представляются еврооблигации Норникель-09 и МТС-10.

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

Выпуск	Изменение спрэда с начала года	Значение спрэда по сост. на 14.09.2005	Оценка справедливого уровня**	Потенциал сужения	Наименьшее значение за год	S&P	Moody's	Fitch	Дюр. лет.
ТНК 07	-41	65	60	5	63		Ba2		1.90
ММК 08	-125	169	130	39	142	BB-		BB-	2.72
Сибнефть 09	-318	109	110	-1	99	BB-	Ba3		2.87
Евразхолдинг 09	-187	241	230	11	241	B+	B3	BB-	3.27
Норникель 09	-161	155	130	25	153	BB+	Ba2		3.47
МТС 10	-123	192	180	12	192	BB-			4.15
Система 11	-134	259	270	-11	259	B	B3	B+	4.38
Вымпелком 11	-153	231	170	61	231	BB	B1		4.78
Северсталь 14	-155	306	250	56	306	B+	B2	B+	6.04

Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

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

** Справедливый спрэд еврооблигаций "Евразхолдинг-09" снижен с 290 до 230 б.п.

** Справедливый спрэд еврооблигаций "ТНК-07" снижен с 80 до 60 б.п.

** Справедливый спрэд еврооблигаций "Сибнефть-09" снижен с 185 до 110 б.п.

** Справедливый спрэд еврооблигаций "Норникель-09" снижен с 175 до 130 б.п.

** Справедливый спрэд еврооблигаций "МТС-10" снижен с 190 до 180 б.п.

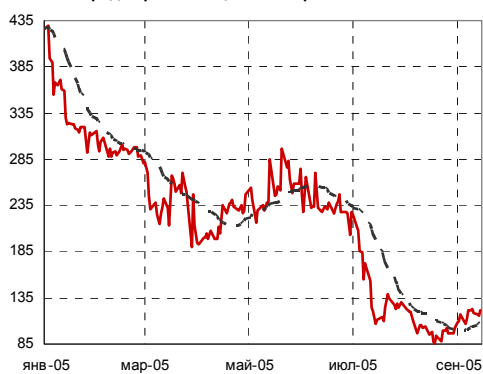
** Справедливый спрэд еврооблигаций "Вымпелком-11" снижен с 200 до 170 б.п.

** Справедливый спрэд еврооблигаций "Северсталь-14" снижен с 280 до 250 б.п.

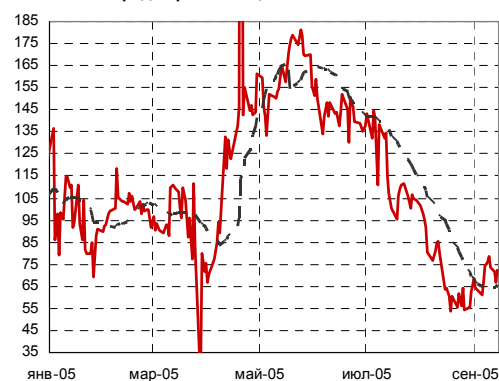
** Справедливый спрэд еврооблигаций "Евразхолдинг-09" снижен с 310 до 290 б.п.

Корпоративные риски – графики индикативных спрэдов

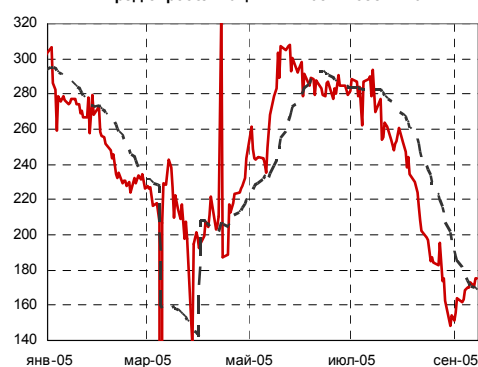
Спрэд еврооблигаций Сибнефти 09 к России 10



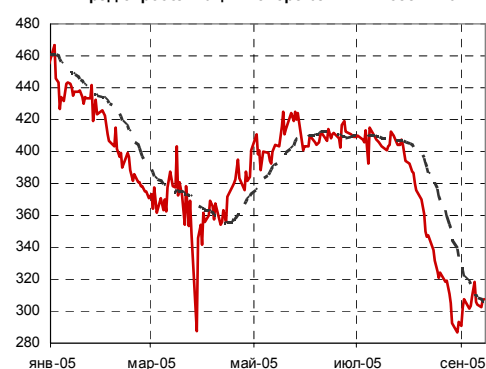
Спрэд еврооблигаций ТНК 07 к России 10



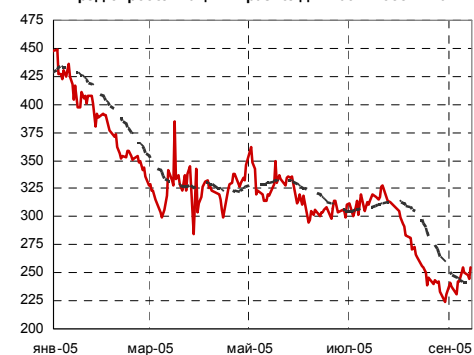
Спрэд еврооблигаций ММК 08 к России 10



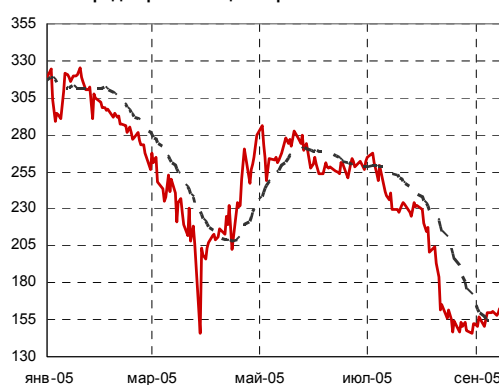
Спрэд еврооблигаций Северсталь 14 к России 10



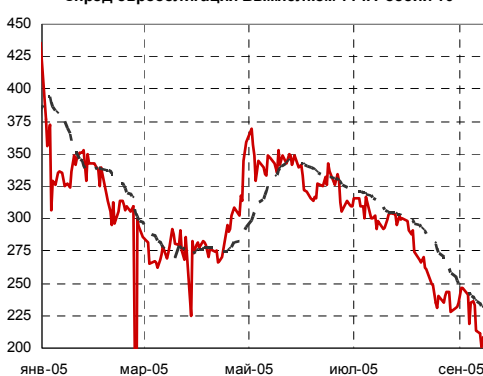
Спрэд еврооблигаций Евразхолдинг 09 к России 10



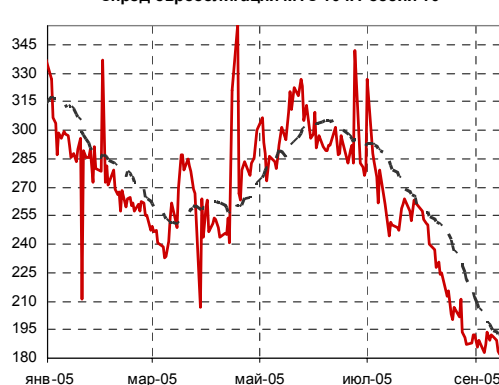
Спрэд еврооблигаций Норникель 09 к России 10



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

Август оставил «белое пятно» на графике внешних заимствований российских эмитентов на внешнем долговом рынке. По нашим оценкам, объем привлеченных средств российских заемщиков на внешних рынках составил чуть более \$100,0 млн. Такое снижение объемов привлечения средств мы связываем исключительно с сезонным фактором (возможно, какое-то влияние оказал период отпусков, пришедшихся на август). В действительности снижения активности российских заемщиков на внешних долговых рынках не происходило. В прошлом месяце было объявлено о готовности российских эмитентов привлечь в ближайшее время, по крайней мере, \$1,3 млрд. Кроме того, по нашим оценкам, до конца года компании планируют привлечь еще около \$4,0 млрд. Таким образом, поток средств от привлечения средств на долговых рынках не ослабеет до конца года. Что возможно положительно отразится на ликвидности внутреннего денежного рынка в 4-м квартале. Кроме того, недавно компания «Роснефтегаз» заключила соглашение с кредиторами на предоставление ей синдицированного кредита в размере \$7,0 млрд., которые поступят до конца 2005 г. разными траншами.

Намерение усилить свое присутствие на внешних долговых рынках заявила ТНК-ВР. В начале сентября компания зарегистрировала на Люксембургской фондовой бирже рекордную по объему для российских заемщиков программу среднесрочных заимствований (EMTN – euro medium term notes) на \$5,0 млрд. Компания пока не приняла решения о дате и объемах первого выпуска. Ранее, источники сообщали, что объем первого выпуска еврооблигаций может составить около \$500 млн., а срок обращения 5-7 лет. Международные рейтинговые агентства Standard & Poor's, Moody's и Fitch присвоили программе долгосрочные рейтинги «BB», «Ba2» и «BB+» соответственно..



Источники: Банк Москвы

Внешние долговые рынки - планы эмитентов в сентябре

Эмитент	\$млн	Планы заимствования	срок, лет	Ставка купона, %	Программа займа
Сбербанк	500.0	xxx сентябрь 2005	3 года	-	sindicated loan
НСММЗ	50.0	xxx сентябрь 2005	1.5	-	CLN
Седьмой Континент	90.0	xxx сентябрь 2005	1-2 года	-	CLN
Казаньоргсинтез	200.0	xxx сентябрь 2005	3.0	не более 10.0%	eurobonds
Норильский Никель	300.0	xxx сентябрь 2005	3.0	LIBOR+75 b.p.	sindicated loan
Перекресток ТД	125.00€	xxx октябрь 2005	2.0	LIBOR+200 b.p.	sindicated loan
МПБ	30.0	xxx сентябрь 2005	1.0	-	-

1295

Источники: СМИ, Банк Москвы

Внешние долговые рынки - планы эмитентов до конца года

Эмитент	\$млн	Планы заимствования	срок, лет	Ставка купона, %	Программа займа
МДМ-Банк	200.0	2005	-	-	euro commercial papers
РОСБАНК	70.0	2005	-	-	sindicated loan
ВТБ	300.0	2005	-	-	-
ВТБ	100.0	2005	-	-	eurobonds/ secured debt
Банк Русский Стандарт	400.0	2005	-	-	EMTN
Газпромбанк	1000.0	2005	7-10 лет	-	LPN
АвтоВАЗ	300.0	2005	2.5 года	-	CLN
ТНК-ВР	500.0	2005	5-7-10 лет	-	EMTN
ТНК-ВР	500.0	2005	3.0	-	sindicated loan
РЖД	300.0	2005	5.0	-	sindicated loan
РЖД	300.0	2005	3.0	-	sindicated loan

3970

Источники: СМИ, Банк Москвы

Российские еврооблигации - прогноз

Поводов для спекулятивной игры на рост стоимости российских суверенных еврооблигаций становится все меньше. В случае если Moody's повысит суверенный рейтинг России всего на одну ступень и ограничится заявлениями о структурном дисбалансе российской экономики, инвесторы будут слегка разочарованы, а на рынке, вероятно, наступит краткосрочная фиксация прибыли в суверенных бумагах. Однако в настоящее время интрига повышения рейтинга по версии Moody's на одну или две ступени сохраняется.

Корректировки прогнозов кривой доходности us-treasuries, сокращение премии за российский риск и позитивные ожидания относительно суверенного рейтинга заставляют нас снизить наш базовый прогноз по спреду Россия-30 к UST-10 на конец года до уровня 130 б.п. со 160 б.п. В оптимистичном сценарии наша оценка спреда на конец года снижается со 140 до 100 б.п., а в пессимистичном - с 200 до 180 б.п.

Базовый прогноз уровня доходности UST-10 мы корректируем с уровня 5,0% на конец года до уровня 4,7% годовых. В оптимистичном варианте мы оцениваем уровень доходности 10-летних казначейских облигаций США на уровне 4,0% годовых (вместо 4,15%), в пессимистичном - на уровне 5,0% годовых (вместо 5,25%).

Стоимость России-30 в зависимости от сценария

	Баз. прогноз	Оптимист.	Пессимист.	Текущее**
Доходность UST-10	4.70	4.00	5.00	4.04
Доходность России-30	6.00	5.00	6.80	5.26
Спрэд России-30, б.п.	130	100	180	122
Стоимость России-30	108.28	117.48	100.91	115.07
Потенциал роста* цены, %	-5.77	2.24	-12.18	0.14

Источники: расчеты Банка Москвы

*Текущая(расчетная) цена 114.91

**Расчет стоимости России-30 исходя из предполагаемого спреда

В нашем базовом варианте стоимость облигаций Россия-30 к концу года составляет около 108,3 процентов от номинала, что предполагает снижение стоимости российских еврооблигаций на 5,8% от текущей цены. Однако последние полгода рыночная конъюнктура была чрезвычайно благоприятной, и на рынке до сих пор реализовывался оптимистичный сценарий. В этом случае стоимость «России-30» может вырасти до 117,5 процентов от номинала.

Рекомендации

Потенциал роста российских суверенных еврооблигаций остается минимальным. Игра в суверенных еврооблигациях и еврооблигациях «квази» суверенных эмитентов, таких как Газпром стоит свеч, но только при условии повышения рейтинга Moody's не на одну, а на две ступени. В противном случае, мы не исключаем негативной реакции рынка.

Более консервативным инвесторам мы рекомендуем обратить внимание на корпоративные еврооблигации телекоммуникационных компаний и металлургов. Нашими фаворитами по-прежнему остаются Вымпелком-11 и Северсталь-14. Интересными также представляются еврооблигации Норникель-09 и МТС-10.

ЭМИТЕНТЫ	ПОГАШЕНИЕ		ЦЕНА		ДОХОДНОСТЬ,%			ДЮРАЦИЯ	
	Погашение	Оферта	Покупка	Продажа	Текущая	К погаш.	К оферте	Дюр. лет.	Мод. дюр
Российские еврооблигации									
Вымпелком 11	22.10.2011	-	107.00	0.00	7.83	6.94	-	4.78	4.78
МТС 10	14.10.2010	-	108.98	109.48	7.68	6.26	-	4.15	4.15
Северсталь 14	19.04.2014	-	110.75	111.25	8.35	7.53	-	6.04	6.04

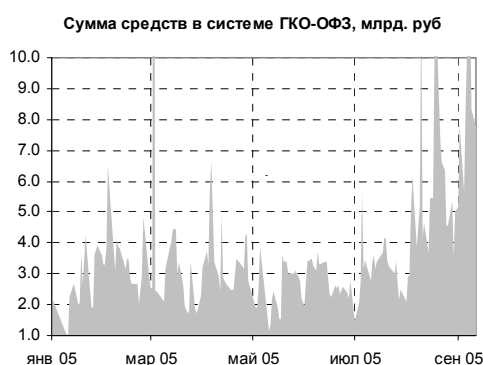
Внутренний долговой рынок

В августе внутренний долговой рынок продолжил радовать инвесторов. Котировки рублевых облигаций на протяжении всего месяца демонстрировали положительную динамику. Росту рублевого рынка облигаций способствовали как внутренние, так и внешние факторы. Денежный рынок стабилизировался, а курс национальной валюты по отношению к доллару США по итогам месяца изменился всего лишь на 2 копейки. Динамика на внешних долговых рынках по-прежнему позитивно влияла на изменение стоимости рублевых облигаций. Поводов для пессимистических настроений не было, поэтому активность участников долгового рынка заметно выросла, несмотря на конец лета. По итогам месяца средненежные обороты сектора негосударственных рублевых облигаций составили 6,7 млрд. рублей (5 млрд. рублей в июле), а совокупный месячный оборот превысил 153,7 млрд. рублей, что является абсолютным рекордом.

В секторе негосударственных долговых инструментов, как мы и предполагали ранее, основной интерес участников рынка переместился в облигации эмитентов второго-третьего эшелонов. Учитывая сложившиеся уровни доходностей наиболее качественных выпусков облигаций, которые в настоящее время находятся на уровне 5-7% годовых, основной стратегией локальных инвесторов становится поиск более доходных облигаций. Однако облигации эмитентов первого эшелона также не остались без внимания. По итогам месяца доходности «blue chips» в среднем снизились на 25 пунктов.

Доходности на рынке облигаций московского правительства по итогам месяца в среднем снизились на 20 пунктов. В основном интерес участников рынка был сконцентрирован в длинных выпусках, где доходности снизились на 25-30 б.п. Среди прочих выпусков облигаций региональных правительств, также как и на рынке корпоративных облигаций, наибольшим спросом у инвесторов пользовались длинные и менее качественные выпуски, доходности которых находятся на приемлемых уровнях.

Стоит выделить резкий рост государственного сегмента рынка рублевых облигаций, который не привлекал к себе внимания инвесторов в этом году. Котировки на рынке ГКО/ОФЗ продемонстрировали уверенный рост на фоне достаточно высоких торговых оборотов вслед за ростом российских суверенных еврооблигаций. Длинный конец кривой доходности ОФЗ снизился по итогам месяца на 100 пунктов, опустившись на 50 – 60 пунктов ниже доходностей облигаций города Москвы. Тогда как ранее в результате отсутствия интереса к длинным государственным облигациям доходности гособлигаций зачастую находились на 20-50 пунктов выше доходностей Москвы. Рост интереса инвесторов к государственным облигациям также подтверждают данные по зарезервированным денежным средствам в системе ГКО-ОФЗ (см. график ниже). Так в августе средненежной объем средств в системе ГКО-ОФЗ вырос до 5,57 млрд. рублей по сравнению с 3,2 млрд. рублей в июле.



Источники: Центральный Банк РФ

Внутренний долговой рынок - Статистика

Согласно нашим расчетам, совокупный объем рынка корпоративных облигаций (размещенных и находящихся в обращении на ФБ ММВБ) в начале сентября достиг уровня 350,0 млрд. руб. Общее число уникальных эмитентов, разместивших выпуски своих облигаций на ММВБ, достигло уровня 197, а число эмиссий 245. В конце прошлого года (См. нашу стратегию «В поисках доходности...» от 24.12.2004 г.) мы прогнозировали, что совокупный объем рынка корпоративных облигаций вырастет к концу 2005 г. до 340 млрд. руб. с 250,0 млрд. в конце 2004 г. Таким образом, высокая активность эмитентов в этом году, привела к тому, что рост объема рынка корпоративных облигаций оказался выше наших ожиданий и уже к сентябрю превысил прогнозное значение.



Источники: REUTERS

Корпоративные облигации - лидеры роста прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Центральный Телеграф 01	3.58	8.61	-	0.91
Ижмаш, 02	3.30	-	10.82	1.20
Центртелеком 04	3.21	8.36	-	3.24
Пятерочка Финанс, 01	2.88	8.73	-	3.70
Вагонмаш, 01	2.85	-	8.99	0.76

Корпоративные облигации - лидеры падения прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
ИРКУТ 02	-1.07	6.37	-	0.16
АЛРОСА 19	-0.85	4.63	-	0.13
ГАЗПРОМ А2	-0.76	4.10	-	0.16
РАО ЕЭС 02	-0.73	4.75	-	0.13
НОВАТЭК, 01	-0.65	7.98	-	1.17

Источники: ММВБ, REUTERS, расчеты банка Москвы

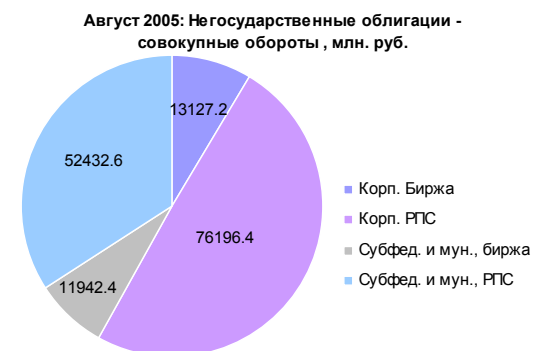
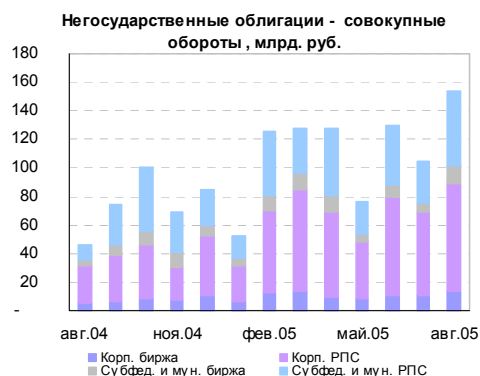
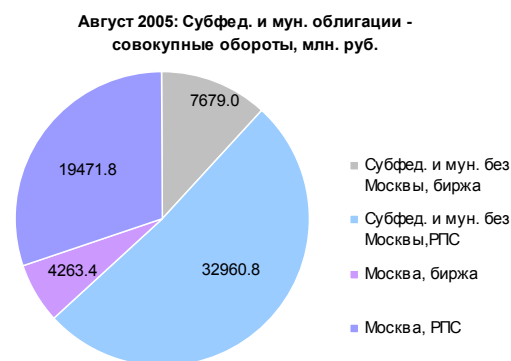
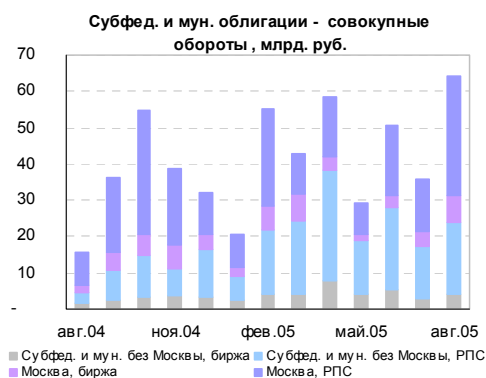
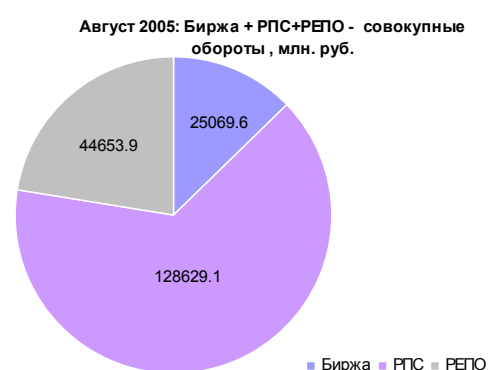
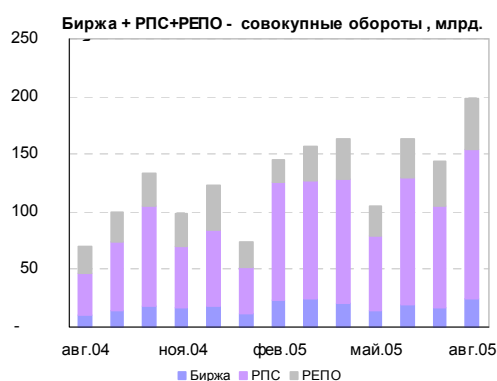
Субфедеральные и муниципальные облигации - лидеры роста прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Ленинградская обл. 02	4.88	8.24	-	3.96
Якутия, 06	4.75	8.24	-	3.42
Коми, 07	4.39	8.53	-	5.37
Воронежская обл. 02	4.05	8.05	-	3.09
Новосибирск, 03	3.93	8.76	-	3.24

Субфедеральные и муниципальные облигации - лидеры падения прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Белгородская обл., 03	-1.47	5.29	-	0.28
Москва 31	-0.23	5.29	-	1.76
Волгоградская обл.	-0.19	6.69	-	0.65
Красноярский край, 02	-0.19	7.07	-	1.08
Москва 27	-0.18	5.46	-	1.17

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 августе первичный рынок взял паузу. Всего за месяц на рынке негосударственных рублевых облигаций состоялось размещение шести новых выпусков на сумму 9,0 млрд. рублей. На рынке государственных долговых инструментов в августе состоялось шесть аукционов по доразмещению ОФЗ на сумму 56 млрд. рублей. В результате низкого предложения на первичном рынке образовался «дефицит», что способствовало хорошим итогам прошедших аукционов. На наш взгляд, стоит отметить итоги трех прошедших в августе аукционов.

Облигации ОФЗ 46017 (17 августа 2005 г.)

17 августа ЦБ проводил аукцион по доразмещению ОФЗ 46017 на сумму 8 млрд. рублей. Интерес на аукционе оказался настолько высоким, что ЦБ пришлось перенести аукцион на полтора часа. Так спрос на аукционе превысил 30 млрд. рублей, причем объем неконкурентных заявок (предполагают приобретение облигаций по любой цене) составил 12 млрд. рублей, что в полтора раза выше предельного объема доразмещения. В подобных условиях ЦБ был вынужден перенести аукцион на более позднее время.

После возобновления аукциона ЦБ удалось разместить ОФЗ на сумму 7,4 млрд. рублей. Средневзвешенная доходность определилась на уровне 7,61% годовых, что на 15 пунктов ниже доходности данного выпуска на вторичном рынке.

Позитивные результаты аукциона сразу же нашли свое отражение на вторичном рынке. Неудовлетворенный спрос вылился на рынок государственного долга, где по итогам торгов котировки близлежащих к ОФЗ 46017 выпусков в среднем выросли на 1,3%.

Облигации Газпром А6 (11 августа 2005 г.)

Очередным драйвером роста котировок на вторичном рынке в августе стало удачное, впрочем, как и всегда, размещение нового выпуска облигаций Газпрома шестой серии.

11 августа Газпром проводил размещение своего нового четырехлетнего выпуска облигаций на сумму 5 млрд. рублей. Данный аукцион вызвал огромный интерес у участников рынка. Спрос на аукционе в 2,4 раза превысил предложение и составил 12 млрд. рублей. В результате ставка купона была определена на уровне 6,95%, что соответствует доходности – 7,07% годовых. Напомним, что ранее мы оценивали справедливый уровень доходности облигаций Газпрома А6 – 7,3-7,4% годовых, а среднерыночные ожидания по доходности складывались на уровне 7,25% годовых. Впрочем, мы изначально ожидали, что новые облигации Газпрома традиционно разместятся с дисконтом к вторичному рынку.

Облигации Миракс Групп 01 (23 августа 2005 г.)

В конце августа на ММВБ состоялось еще одно достаточно красочное размещение. На первичный рынок вышел новый эмитент строительной отрасли – Миракс Групп. Эмитентом был предложен дебютный выпуск трехлетних облигаций на сумму 1 млрд. рублей. Спрос на аукционе составил около 2,5 млрд. руб., что является абсолютным рекордом для показателя отношения спроса к предложению на аукционах по размещению облигаций эмитентов строительной отрасли. Ставка купона на первый год обращения была определена на уровне 12,5% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 12,89% годовых. Организаторами выпуска выступили Банк Москвы и Банк ЗЕНИТ.

Итоги размещений негосударственных выпусков облигаций в августе 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
НЛК	1	04.08.2005	500	1.00	12.26	1.22
МИА	2	09.08.2005	1000	1.50	9.54	1.92
Газпром	6	11.08.2005	5000	4.00	7.07	2.42
Миракс Групп	1	23.08.2005	1000	1.00	12.89	2.50
Удмуртнефтепродукт	1	30.08.2005	1500	1.30	9.79	1.33
Финансконтракт	1	06.09.2005	700	1.00	12.22	1.49
Медведь-Финанс	1	07.09.2005	750	1.00	14.75	1.13
Москва	25043	14.09.2005	5000	2.70	6.07	3.93
Иркутская область	31001	14.09.2005	1500	4.30	7.70	4.0
Финанс Интернэшнл Инвест	2	14.09.2005	2500	1.00	8.50	н.д.

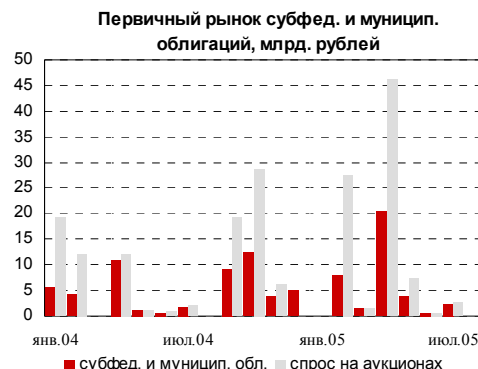
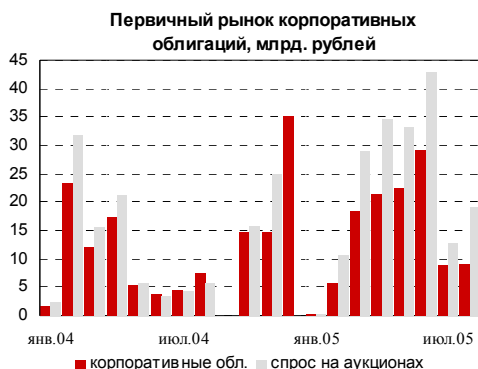
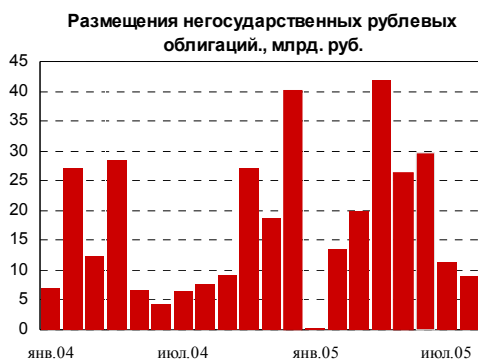
Источники: REUTERS, Банк Москвы

*За исключением займов, объем которых составляет менее 500 млн. руб.

Предстоящие размещения

По нашим оценкам объем зарегистрированных и готовых к размещению выпусков составляет в настоящее время около 98,4 млрд. руб. по сравнению с 61,8 млрд. руб. в начале августа. Совокупный объем зарегистрированных и запланированных выпусков продолжает расти. В начале сентября этот показатель составил около 218,8 млрд. руб. по сравнению со 102,9 млрд. руб. в январе этого года.

В ближайшее время эмитенты должны снова активизироваться. Объем объявленных к размещению в ближайшее время выпусков негосударственных эмитентов составляет около 35,0 млрд. руб.

Индикаторы первичного рынка

Источники: СМИ, расчеты Банка Москвы

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					
Самарская область	25002	15.09.05	2000	5 лет	зарегистрирован
Красноярск	3	2005	1000	нд.	планируется
Красноярский Край	3	2005	3000	3 года	зарегистрирован
Томская область	23	2005	900	нд.	зарегистрирован
ЯНАО	2	2005	1200	3-5 лет	зарегистрирован
Корпоративные облигации					
Банк Русский Стандарт	5	15.09.05	5000	5 лет/ 1,5 года	зарегистрирован
РУСАЛ	3	21.09.05	6000	3 года	зарегистрирован
ХКФ	3	22.09.05	3000	5 лет/ 1,5 года	зарегистрирован
ТК Финанс	1	22.09.05	1000	3 года	зарегистрирован
ИРКУТ	3	22.09.05	3250	5 лет	зарегистрирован
КАМАЗ-Финанс	2	23.09.05	1500	5 лет/ 3 года	зарегистрирован
Очаково	2	сен-2005	1500	3 года	зарегистрирован
Сибирьтелеком	6	сен-2005	2000	5 лет	зарегистрирован
Балтфинанс	1	сен-2005	500	3 года	зарегистрирован
АИЖК	5	2005	2200	нд.	планируется
ЕЗСК	1	2005	500	3 года/ 1,5	зарегистрирован
ИнвестСберБанк	1	2005	1500	нд.	планируется
Микроф	3	2005	400	2 года	зарегистрирован
МИР-Финанс	1	2005	1000	нд.	зарегистрирован
РЖД	7 выпусков	2005	30000	нд.	планируется
Тураналем	1	2005	3000	4 года	зарегистрирован
Тураналем	2	2005	3000	4,5 года	зарегистрирован
Тураналем	3	2005	4000	6 лет	зарегистрирован

Итого:

69350

Источники: Банк Москвы, эмитенты

Предстоящие размещения

В сентябре даты начала размещения назначили 13 эмитентов, которые планируют разместить облигации на сумму около 35,0 млрд. рублей. Ниже мы приводим описание некоторых предстоящих размещений.

САМАРСКАЯ ОБЛАСТЬ

Размещение облигаций Самарской области серии 25002 состоится 15 сентября. Объем выпуска составляет 2,0 млрд. руб. Срок обращения – 5 лет. В настоящее время на рынке обращаются облигации Самарской области с погашением 04.07.2006 г., дюрация которых составляет 0,8 года, а доходность – около 6,8% годовых. Спрэд доходности, обращающихся облигаций к облигациям Москва-32 составляет 120 б.п. и по нашей оценке включает в себя премию за низкую ликвидность этого выпуска на вторичном рынке в размере 50-70 б.п. Исходя из рыночной конъюнктуры, сложившейся накануне размещения, мы оцениваем справедливый уровень доходности к погашению нового выпуска на уровне 7,3-7,6% годовых (без учета премии/скидки за размещение), что соответствует ставке купона на уровне 7,11%-7,39% годовых.

БАНК «РУССКИЙ СТАНДАРТ» предложит инвесторам купить предложит 5-ю серию облигаций объемом 5,0 млрд. руб. 15 сентября. Срок обращения облигаций составляет 5 – лет. Владельцы облигаций имеют право предъявить облигации к выкупу через 1,5 года по цене номинала (другими словами – выпуск облигаций имеет встроенную 1,5 годовую оферту). Дюрация нового выпуска составляет около 1,4 года. Спрэд обращающихся выпусков облигаций «Русского Стандарта» к кривой доходности Москвы составляет около 250 б.п. Исходя из этой оценки, мы полагаем, что доходность нового выпуска должна составлять 8,4-8,6% годовых (без учета премии/скидки за размещение), что соответствует ставке купона на уровне 8,23-8,42% годовых.

КАМАЗ-ФИНАНС

Начало размещения второго выпуска пятилетних облигаций «КАМАЗ-Финанс» назначено на 23 сентября. Эмитент предложит инвесторам определить ставку купона на первые три года обращения облигаций (1-6 купонный период). Ставка седьмого купона будет определена эмитентом не позднее 10 рабочих дней до даты окончания шестого купонного периода. В соответствии с проспектом эмиссии по облигациям предусматривается право на досрочное погашение через три года. Мы оцениваем справедливый уровень спреда облигаций «КАМАЗ-Финанс» к доходностям облигаций города Москвы на уровне 190-240 б.п. Таким образом, исходя из сформировавшихся доходностей московских облигаций на 14 сентября, справедливая доходность нового выпуска КАМАЗа находится на уровне 8,4-8,9% годовых к трехлетней оферте.

Фундаментальные факторы

Как мы уже отмечали выше, в августе основные фундаменталии играли в сторону роста котировок на внутреннем долговом рынке. Денежный рынок прекратил оказывать давление на котировки рублевых облигаций, что на фоне с отсутствием большого предложения новых облигаций позитивно отразилось на вторичном рынке. Внутренний валютный рынок практически весь месяц сохранял стабильность. Позитивная динамика котировок российских еврооблигаций подталкивала вверх цены рублевых облигаций.

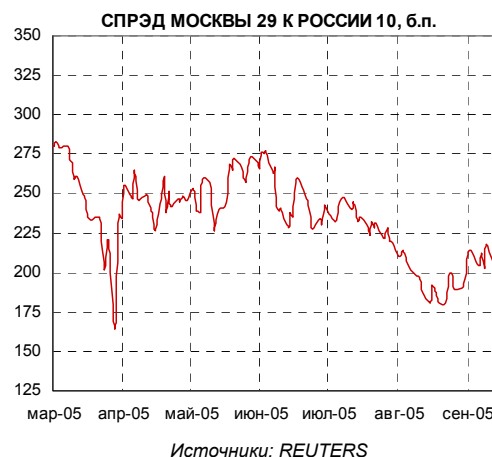
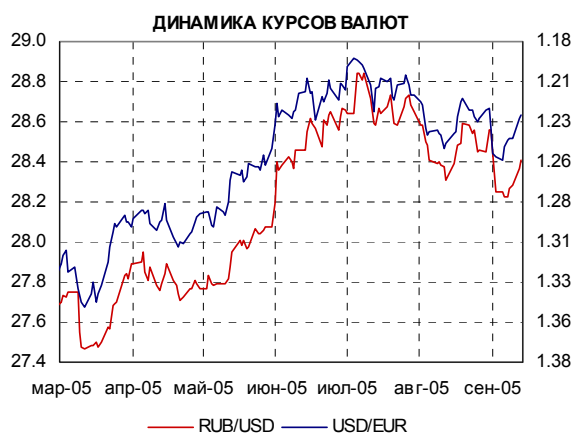
Курс рубля в августе продолжил оказывать нейтральное влияние на динамику внутреннего долгового рынка. По итогам месяца курс рубля относительно доллара США вырос всего на 2 копейки с 28,58 до 28,56 рубля за доллар. Мы полагаем, что в ближайшее время на внутреннем валютном рынке сохранится стабильность.

Инфляция. В начале сентября Росстат опубликовал официальные данные по инфляции в августе. В прошедшем месяце было зафиксировано снижение потребительских цен на 0,1% по сравнению с ростом на 0,5% в июле и на 0,4% в августе прошлого года. При этом цены на продовольственные товары снизились в августе на 1,0% (в июле: +0,3%); цены на непродовольственные товары возросли на 0,5% (в июле: +0,5%); платные услуги населению подорожали на 0,8% (+0,9% в июле).

Годовой показатель инфляции (август к августу) составил по нашим оценкам 12,3%, что является минимальным значением за последние восемь месяцев. С начала года потребительские цены выросли на 8,3% по сравнению с ростом на 7,6% за аналогичный период прошлого года.

Августовские показатели инфляции оказались близки к консенсусу. Эти данные позволяют утверждать, что тенденция к замедлению инфляции сохраняется, и надежды на сезонную дефляцию частично оправдались.

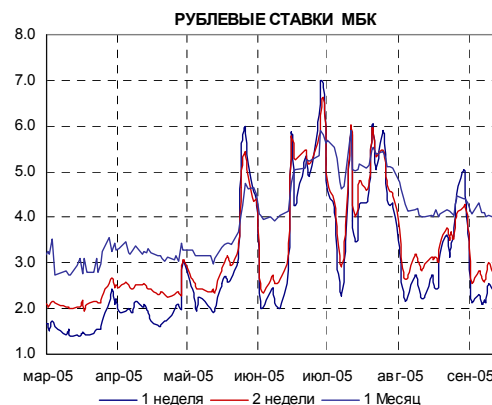
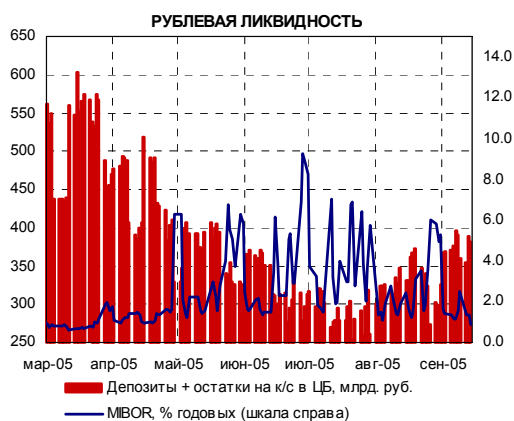
Наш годовой прогноз инфляции остаётся неизменным – 11,5%.



Ликвидность

Давление на котировки рублевых облигаций со стороны денежного рынка уменьшилось. Рост уровня свободной рублевой ликвидности привел к снижению ставок на рынке МБК. Так, по итогам августа среднее значение ставки на однодневные кредиты на МБК находилось на уровне 2,6% годовых (3,65% месяцем ранее).

Среднедневные остатки на корсчетах кредитных организаций в ЦБ в августе составляли 273,95 млрд. рублей по сравнению со среднегодовым значением - 279,78 млрд. рублей. Среднедневные остатки на депозитах ЦБ по сравнению с предыдущим месяцем выросли на 15,4 млрд. рублей и составляли 53,03 млрд. рублей (среднегодовое значение - 127,43 млрд. рублей).



Источники: REUTERS, ЦБ РФ

Мы полагаем, что в сентябре состояние денежного рынка должно улучшиться. Благоприятное сочетание внешних факторов (высокие цены на нефть, сохранения мировых ставок на низком уровне и т.д.) будут способствовать притоку валюты в страну, а также снизят интерес у валютных спекулянтов играть на снижение рубля, что позитивно отразится на состоянии денежного рынка.

Прогнозы и рекомендации

Высокий уровень ликвидности предопределил рост рынка рублевых облигаций в сентябре. Неудовлетворенный спрос на предлагаемые к размещению выпуски субфедеральных и муниципальных облигаций приведет к очередному витку роста котировок рублевых облигаций. Частично это подтверждает безостановочный 1,5 мес. рост государственных облигаций.

Доходности наиболее ликвидных облигаций с высоким кредитным качеством достигли своих исторических минимумов. Кривая доходности облигаций Москвы располагается от 6,5 до 7,25% годовых. Доходность облигаций Газпрома несет в себе премию в размере 10-20 б.п. к Москве. Доходности облигаций телекоммуникационных компаний сосредоточились в районе 7,0-8,0% годовых.

Несмотря на минимальные сложившиеся уровни доходности риск роста процентных ставок на внутреннем долговом рынке весьма незначителен. В то же время стоимость заемных средств российских инвесторов сопоставима с уровнями доходности внутреннего долгового рынка. В их случае рублевые облигации стоит покупать только в расчете на рост, вероятность которого в этом месяце гораздо выше вероятности какой-либо коррекции.

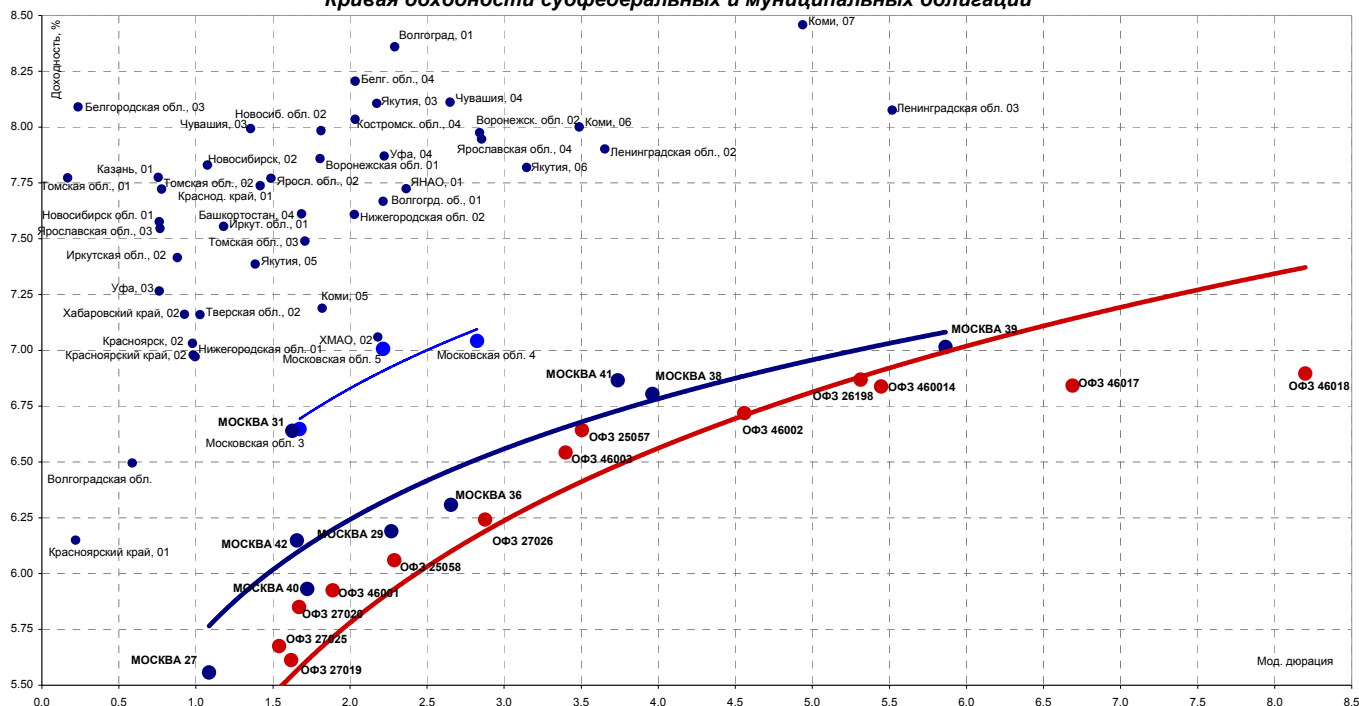
Одним из основных драйверов роста внутреннего рынка долга в этом месяце станет спрос на субфедеральные облигации со стороны нерезидентов. Председатель Комитета заимствований Москвы С. Пахомов недавно заявил, что по его оценкам доля иностранных инвесторов в общем объеме долга Москвы составляет порядка 40,0%. В таком случае, ценообразование на рынке субфедерального долга, а в конечном итоге и на всем рынке рублевых облигаций пока будет определяться валютной доходностью нерезидентов.

Для консервативных инвесторов мы сохраняем рекомендацию покупки наиболее недооцененных облигаций эмитентов второго эшелона. В то же время, поскольку вероятность очередного ралли на внутреннем рынке весьма велика, мы рекомендуем спекулятивно покупать наиболее ликвидные облигации Москвы, Московской области. Как нельзя кстати подходит выпуск облигаций Самарской области серии 25002, выходящий скоро на рынок.

В этой связи мы рекомендуем инвесторам активно участвовать в аукционах по первичному размещению выпусков как региональных, так и корпоративных эмитентов.

ЭМИТЕНТЫ	ПОГАШЕНИЕ		ЦЕНА		ДОХОДНОСТЬ, %			ДЮРАЦИЯ	
	Погашение	Оферта	Покупка	Продажа	Текущая	К погаш.	К оферте	Дюр. лет.	Мод. дюр
Корпоративные облигации									
НКНХ, 04	26.03.2012	02.04.2009	105.45	106.20	9.41	-	8.09	2.97	2.75
Свердловэнерго, 01	01.03.2007	-	101.08	102.15	11.27	10.24	10.24	1.38	1.25
Центртелеком 04	21.08.2009	-	118.10	119.00	11.64	8.36	-	3.21	2.96
УРСИ 05	17.04.2008	-	103.20	103.60	8.99	8.39	-	2.29	2.11
Таттелеком, 03	06.05.2007	-	105.15	106.00	11.17	8.59	-	1.51	1.39
Уралвагонзавод, 01	30.09.2008	03.10.2006	0.00	103.80	12.91	-	10.00	0.96	0.88
Хайленд Голд Финанс, 0	02.04.2008	09.10.2006	102.07	102.40	11.76	-	10.33	1.00	0.90
Главмосстрой, 01	27.05.2007	27.05.2006	101.75	102.29	12.75	-	10.37	0.68	0.61
ПИК, 05	20.05.2008	23.05.2006	100.40	100.58	12.92	-	12.62	0.66	0.59
Субфедеральные и муниципальные облигации									
Якутия, 03	17.06.2008	-	0.00	0.00	10.89	8.11	-	2.35	2.17
Костромская обл., 04	11.03.2008	-	108.76	109.02	11.99	8.33	-	2.20	2.03
Коми, 07	22.11.2013	-	108.00	109.79	11.16	8.46	-	5.35	4.94
Ярославская обл., 04	26.05.2009	-	107.50	108.50	10.25	8.33	-	3.08	2.84
Новосибирск, 03	14.07.2009	-	110.30	111.50	4.48	8.64	-	3.22	2.97

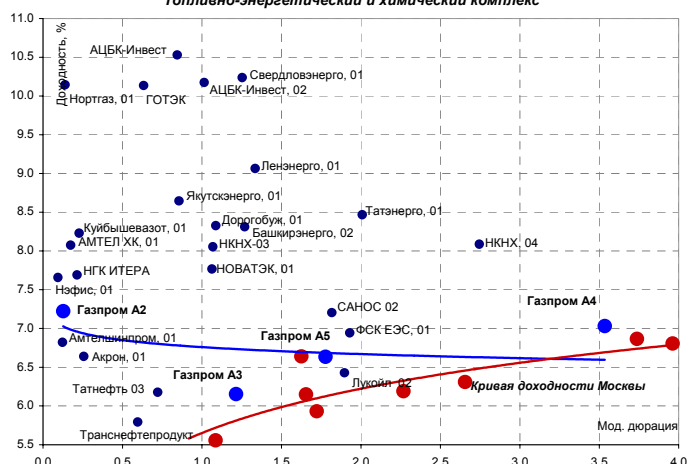
Кривая доходности субфедеральных и муниципальных облигаций



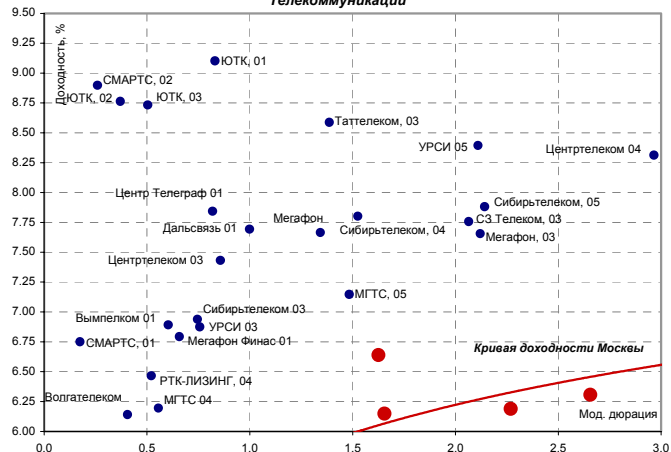
Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривые доходностей корпоративных облигаций

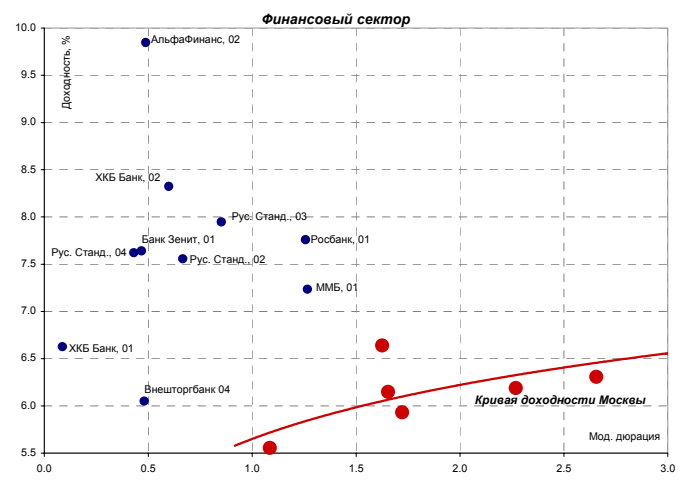
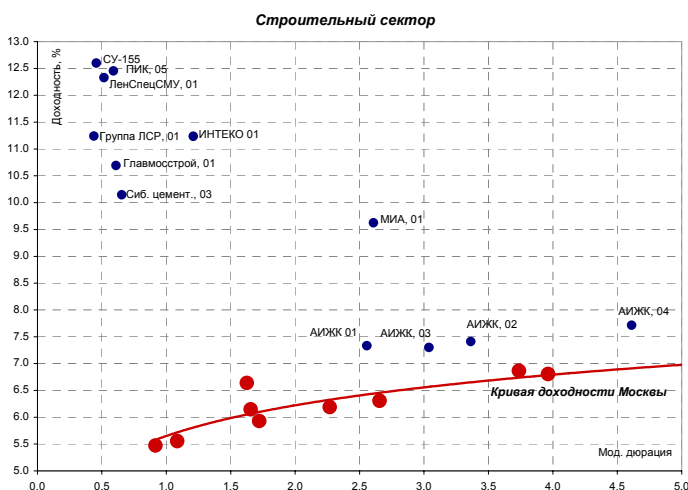
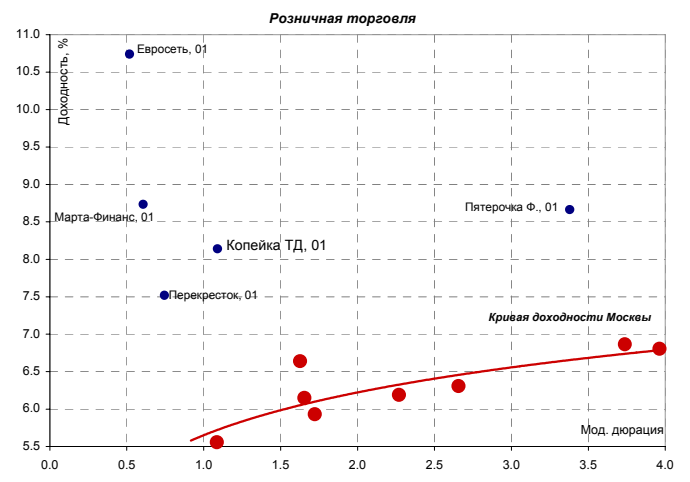
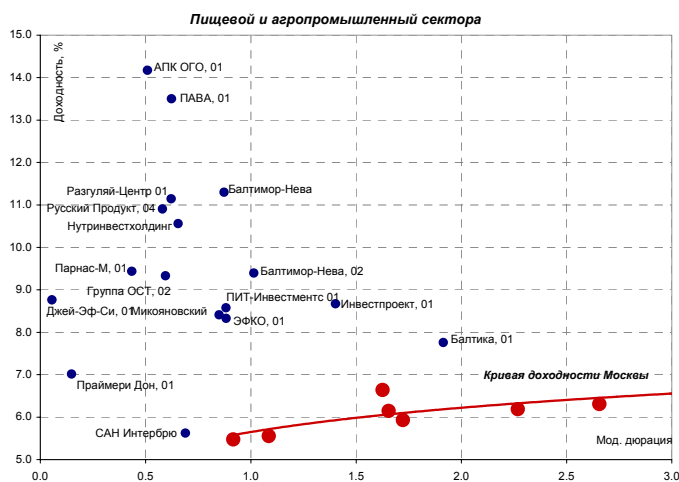
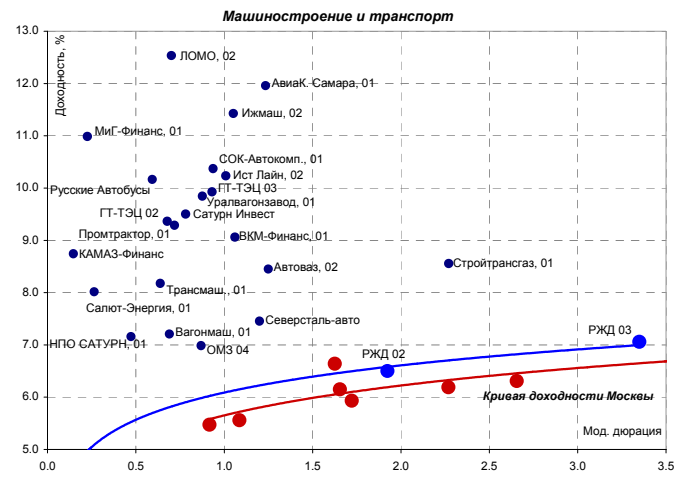
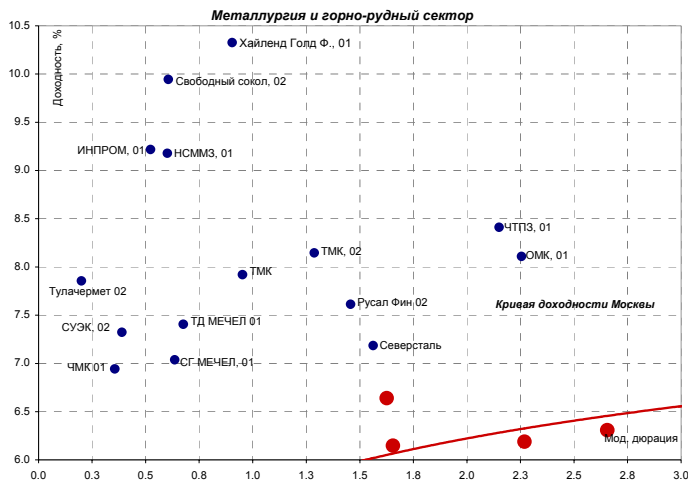
Топливо-энергетический и химический комплекс



Телекоммуникации

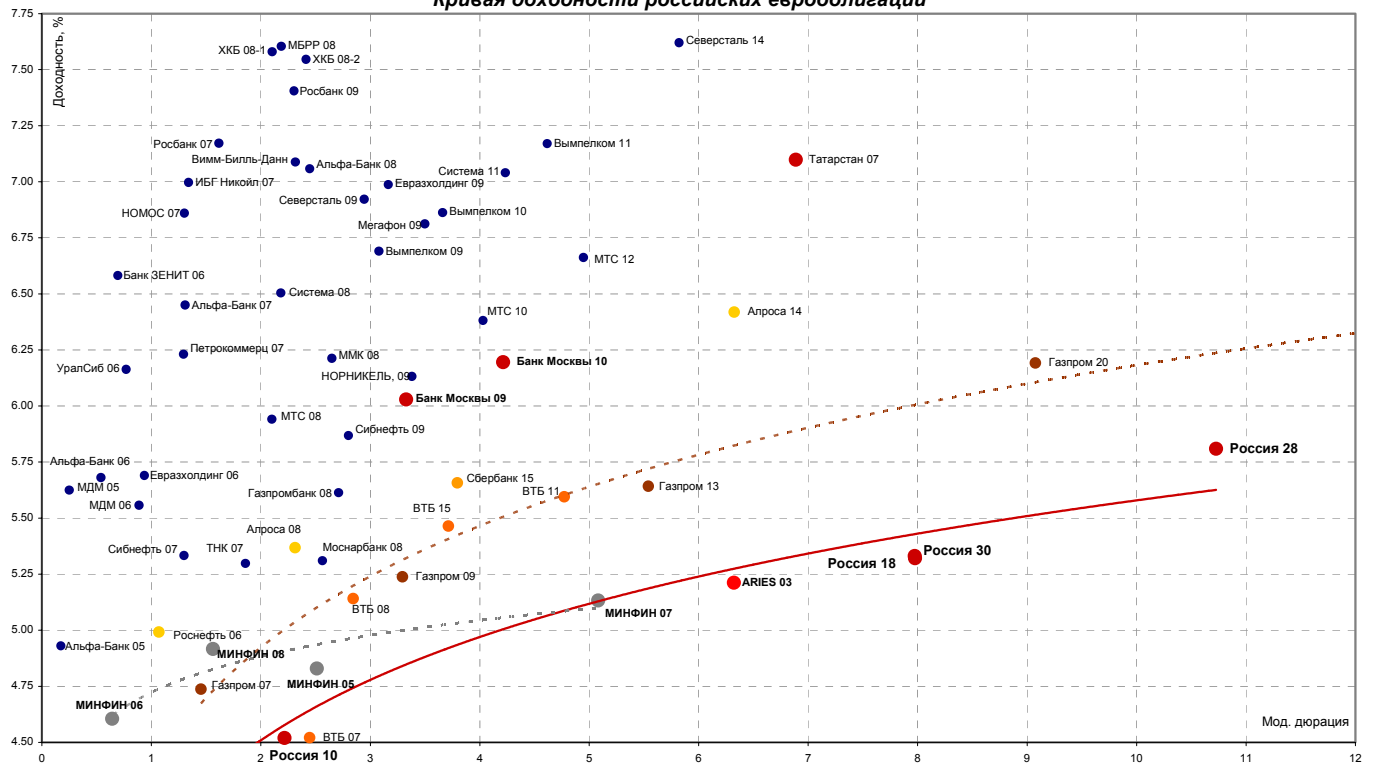


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

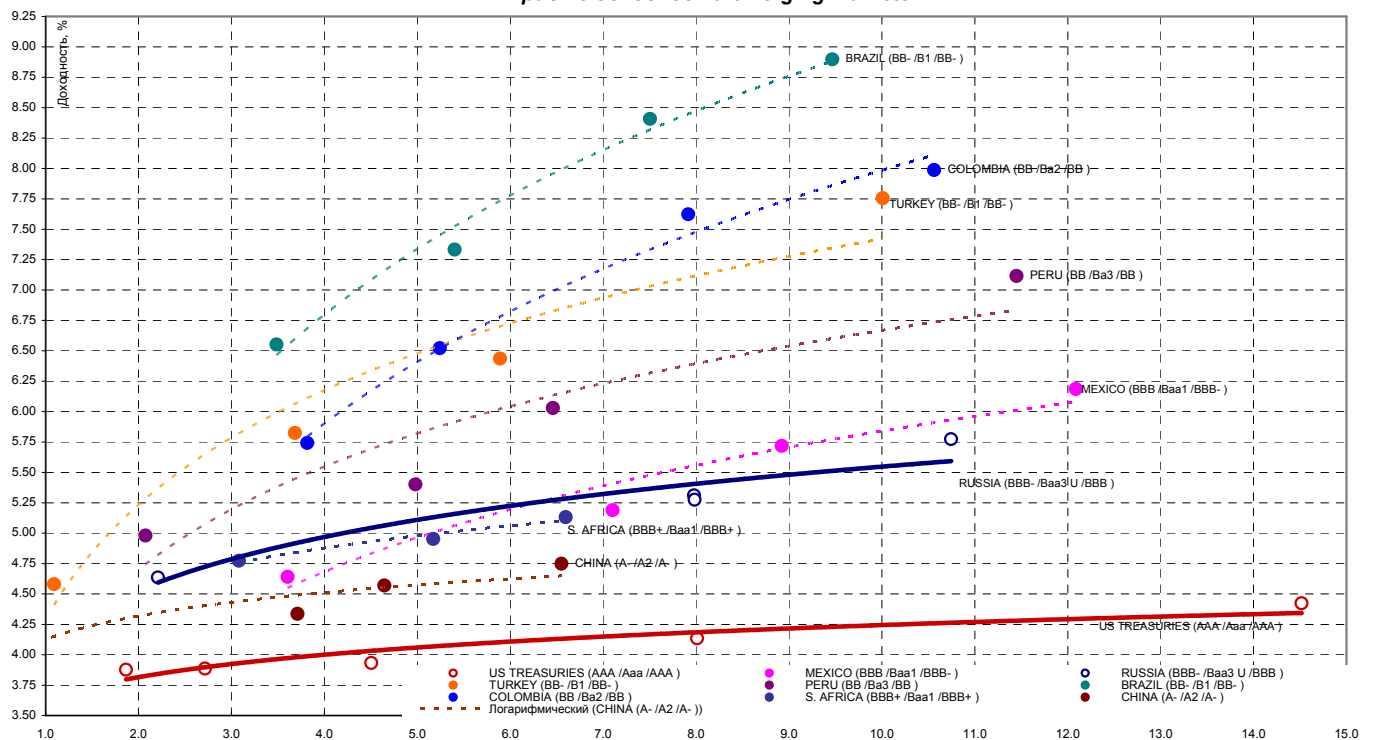


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривая доходности российских еврооблигаций



Кривые доходности emerging markets



Источники: REUTERS

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>ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ</u>	Сытников Алексей	<u>e-mail</u>	<u>вн. тел.</u>
<u>НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ 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