

US-Treasuries

Нарастающие как снежный ком проблемы ипотечного сектора США дестабилизировали мировые финансовые рынки, вызвав рост ставок на денежных рынках и увеличение спроса на us-treasuries. В настоящее время вероятность снижения учетной ставки на 25 б.п. к концу года оценивается рынком почти в 100% против 10% в начале июля.

Экономика США пока продолжает развиваться умеренными темпами, что подкрепляется устойчивым внутренним спросом. Однако закрыть глаза на риски, связанные с сектором ипотеки, несущие в себе потенциальную угрозу всей экономике - нельзя. Нестабильность на мировых рынках может сохраниться в ближайшей перспективе. В текущей ситуации наиболее вероятный диапазон доходностей 10-летних UST достаточно широк: 4,65 – 5% годовых.

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Залеская Анастасия
Zalasskaya_AV@mmbank.ru

Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Чупрына Татьяна
Chupryna_TV@mmbank.ru

Emerging markets

Паника инвесторов на денежных рынках прошла только после значительных инъекций центральных банков. Рынки еврооблигаций emerging markets в очередной раз начинают стабилизироваться.

Развитие ситуации на рынке еврооблигаций emerging markets будет в значительной степени зависеть от того, насколько негативным будет новостной фон вокруг событий, связанных с кризисом ипотечных ценных бумаг в США. Когда страсти вокруг ипотеки в США сойдут на нет, спреды еврооблигаций emerging markets должны сузиться.

Российские еврооблигации

Отток средств из emerging markets затронул и российский сегмент. Спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 расширился до максимальных значений за последний год – 138 б.п. Значение спреда останется волатильным в ближайшее время из-за нестабильности на внешних долговых рынках. Наиболее вероятный диапазон его колебаний находится между 100 и 135 б.п.

Внутренний долговой рынок

Внутренний долговой рынок, наконец, отреагировал на негативные новости с внешних долговых рынков. Рост спрэдов еврооблигаций вызвал снижение цен на внутреннем долговом рынке. Котировки рублевых облигаций в среднем снизились на 0,1-0,5%, съедая часть прибыли от предыдущего роста.

Дестабилизация мировых финансовых рынков, на наш взгляд, не несет ничего позитивного для внутреннего долга. Сокращение спрэдов в доходностях рублевых и валютных облигаций остановилось. Внутренний долговой рынок исчерпал запас прочности, основанной на избыточной ликвидности и ожидании укрепления рубля.

Торговые идеи

Мы рекомендуем инвесторам ограничить покупки голубых фишек с длинной дюрацией и эмитентов третьего эшелона, которые имеют повышенные риски рефинансирования, и котировки которых особенно чувствительны к конъюнктуре рынка МБК.

Наши фавориты – эмитенты второго эшелона, а также «переходные выпуски» – бонды тех эмитентов, которых по определенным причинам еще нельзя причислить ко второму эшелону, но которые обладают несколько более высокой финансовой устойчивостью, чем долгосрочные обитатели области high yield. Среди таких эмитентов мы выделяем розничные сети «Единая Европа», «Кора» и «Виват».

US-Treasuries	2
Emerging markets - стресс- тест	6
Российские еврооблигации	10
Корпоративные еврооблигации	11
Внутренний долговой рынок	13
Статистика долгового рынка	15
Торговые идеи	17
Модельный портфель	19
Российская статистика	21
Кривые доходностей	25

US-Treasuries

Нарастающие как снежный ком проблемы ипотечного сектора США дестабилизировали мировые финансовые рынки, вызвав рост ставок на денежных рынках и увеличение спроса на us-treasuries. В настоящее время вероятность снижения учетной ставки на 25 б.п. к концу года оценивается рынком почти в 100% против 10% в начале июля.

Экономика США пока продолжает развиваться умеренными темпами, что подкрепляется устойчивым внутренним спросом. Однако закрыть глаза на риски, связанные с сектором ипотеки, несущие в себе потенциальную угрозу всей экономике - нельзя. Нестабильность на мировых рынках может сохраниться в ближайшей перспективе. В текущей ситуации наиболее вероятный диапазон доходностей 10-летних UST достаточно широк: 4,65 – 5% годовых.

Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

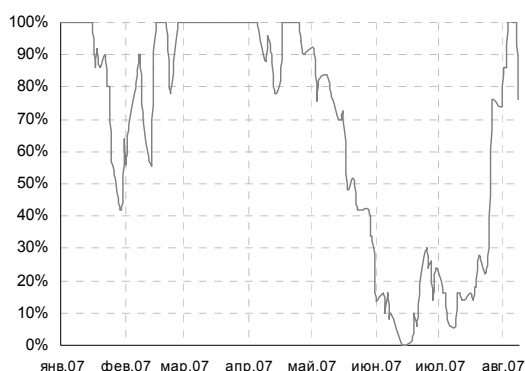
	Изм-е, б.п.					
	10.08.2007	С 29.06.07	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Fed Funds Rate	5.25	0	0	0	0	200
UST 02	4.47	-40	-41	-47	-36	45
UST 05	4.60	-33	-14	-27	-10	47
UST 10	4.81	-21	7	-13	11	52
UST 30	5.04	-8	20	-3	23	54

Источники: REUTERS, Банк Москвы

В июле доходности us-treasuries снова пошли вниз. Основная причина – накопившаяся до предела обстановка вокруг сектора subprime mortgages, возродившая опасения, что проблемы этого сектора могут ударить по экономике в целом. Если в середине июля вероятность снижения ставки на 25 б.п. согласно фьючерсам на ставку fed funds оценивалась как ничтожно малая (около 5 -10%), то в начале августа рынок оценивал это событие уже около 100%. Более то, вновь появились спекуляции относительно двукратного снижения ставки.

В результате очередной переоценки котировки us-treasuries существенно выросли. Доходности 10-летних us-treasuries в конце июля опускались ниже 4,7% годовых до минимального уровня за 2,5 месяца. Наибольшее движение произошло двухлетних бумагах – их доходность снизилась более чем на 60 б.п.

Вероятность снижения ставки ФРС США до 5% до 31.12.2007



Вероятности снижения ставки ФРС США, %

Месяц	до 5.0%	до 4.75%	до 4.50%	Даты объявления реш-я FOMC
сен.07	10.0	5.0	3.3	18.09.07
окт.07	20.0	10.0	6.7	31.10.07
ноя.07	48.0	24.0	16.0	
дек.07	76.0	38.0	25.3	11.12.07
январ.08	90.0	45.0	30.0	30.01.08
фев.08	100.0	67.0	44.7	
мар.08	100.0	72.0	48.0	
апр.08	100.0	81.0	54.0	
май.07	100.0	91.0	60.7	
июн.07	100.0	94.0	62.7	
июл.07	100.0	100.0	67.3	

Источники: CBOT, Fed, расчеты Банка Москвы

*Рассчитано исходя из цен закрытия 30-day Fed Funds Rate фьючерсов на 09.06.2007

Проблемы subprime mortgages выходят за пределы США

Проблемы сектора продолжают нарастать как снежный ком. На ипотечном рынке США они затронули так называемый сектор ипотечных кредитов Alt-A. Выдача таких кредитов предполагает менее жесткие требования к подтверждению доходов заемщика и, соответственно, по степени риска они классифицируются между subprime кредитами и первоклассными кредитами. Одно из крупнейших негосударственных ипотечных агентств - American Home Mortgage - специализирующийся на выдаче таких кредитов, в июле фактически объявил о банкротстве.

Проблема вышла за пределы американских рынков. Один крупнейших банков Франции, BNP Paribas в начале августа заморозил деятельность трех своих фондов, сославшись на проблемы рынка жилья США. В трех фондах было заморожено €1,6 млрд. (\$2,2 млрд.). Такие заявления оказали столь

мощный эффект на мировые рынки (затронув в первую очередь ликвидность банковского сектора), что урегулирование ситуации потребовало вмешательства Центральных Банков. За день однодневная ставка LIBOR вчера подскочила на 50 б.п. до 5,86% против 5,35%. ЕЦБ и Банк Японии предприняли меры по накачиванию денежной системы деньгами: ЕЦБ - 94,84 млрд. евро, Банк Японии - около 1,0 трлн. йен.

О потенциальных потерях, связанных с проблемами subprime mortgages заявляет все больше число крупных инвестиционных фондов и банков, среди которых австралийский инвестиционный фонд Masquarie Bank и один из крупнейших банков Германии Commerzbank. Более того, о возможном негативном эффекте этого сектора на прибыли заговорили компании реального сектора США.

ФРС занимает жесткую позицию

Несмотря разрастающийся масштаб проблемы, ФРС продолжает сохранять олимпийское спокойствие. На очередном заседании FOMC было принято решение оставить учетную ставку на текущем уровне 5,25%, что было ожидаемо. Однако **официальный комментарий по итогам заседания оказался более жестким, чем предполагал рынок**. Превалирующим риском по-прежнему был назван риск повышения инфляционного давления. Последние события в секторе subprime mortgages нашли отражение в официальном комментарии ФРС. FOMC отметил рост волатильности на финансовых рынках и ужесточение кредитных условий для домохозяйств и корпораций. В то же время взгляды ФРС относительно потенциального влияния кризиса subprime mortgages на экономику США и финансовый сектор весьма оптимистичны. По мнению FOMC крепкий рынок труда, рост доходов и мировой экономической рост позволят экономике США продолжить «рост умеренными темпами». Что касается рисков роста инфляционного давления, несмотря на позитивную динамику последних месяцев, ФРС по-прежнему не торопится «праздновать победу» и полагает, что текущие тенденции к снижению инфляционного давления должны быть «убедительно подтверждены».

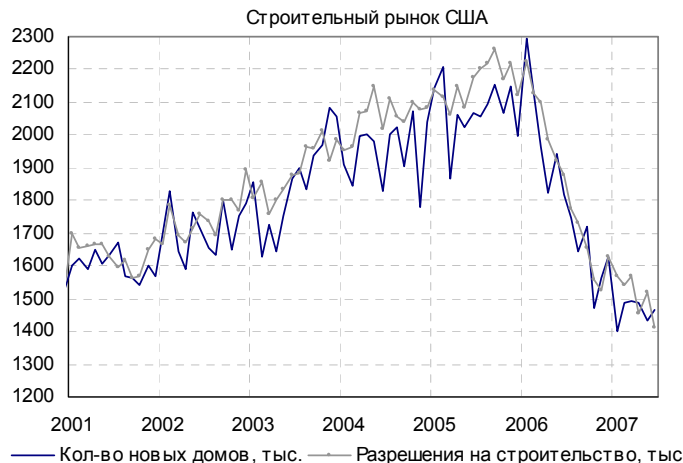
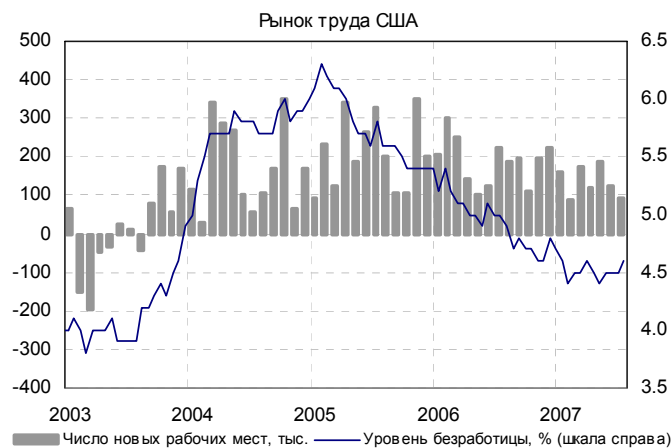
Спустя пару дней после заседания FOMC ситуация на денежном рынке США ухудшилась до такой степени, что ФРС пришлось распечатать резерв в \$38 млрд. для того, чтобы поддержать ликвидность. Это крайняя мера для системы. В последний раз она использовалась после терактов 11 сентября.

Экономика США

Вместе с тем проблемы рынка недвижимости и строительства пока не оказали существенного негативного влияния на экономику страны. Хотя, стоит отметить, что столь «ровной» картины, когда подавляющее число показателей отражают ускоряющийся экономический рост, которую мы наблюдали в июне, уже нет. В частности, в июле снижение продемонстрировали показатели деловой активности в производственном и непроизводственном секторах экономики США, рассчитываемые ISM.

Хуже прогнозов оказался также отчет по рынку труда. Количество новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе США составило 92 тыс. против пересмотренного в меньшую сторону июньского показателя – 126 тыс. Таким образом, среднее значение данного показателя в этом году составило 137 тыс. против 189 тыс. в 2006 году. Уровень безработицы, в течение пяти месяцев державшийся на уровне 4,5%, в июле повысился до 4,6%. В то же время говорить о слабости рынка труда, на наш взгляд, преждевременно – снижение количества новых рабочих мест немного ниже 100 тыс. нельзя считать драматичным.

Инфляционные показатели по-прежнему демонстрируют позитивную для долгового рынка картину. Инфляция растет умеренными темпами, базовый индекс потребительских расходов (PCE Core) «укладывается» в ориентиры, заданные ФРС (2%)



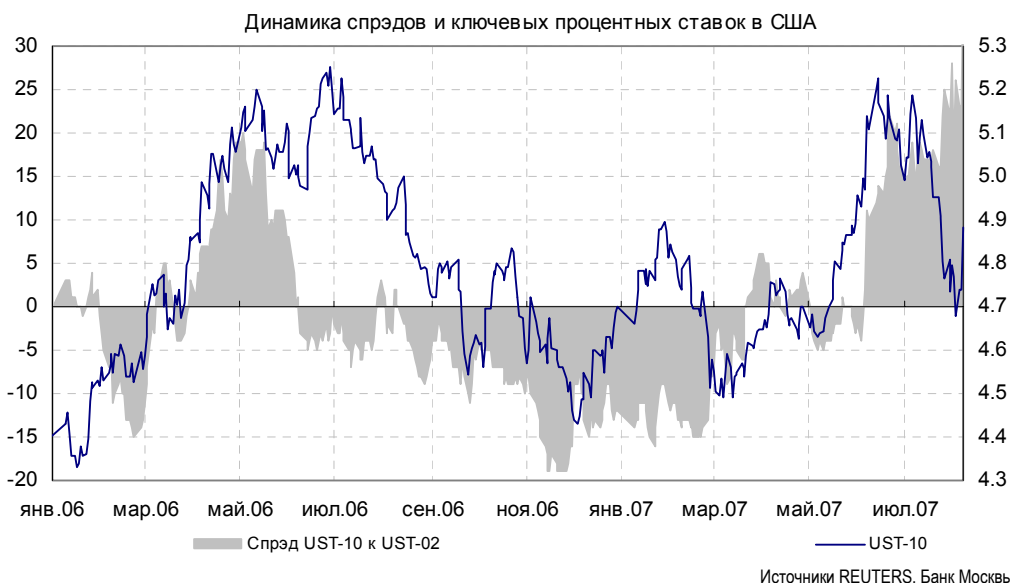
Источники: FRED II Data

Позитивную для долгового рынка картину демонстрируют инфляционные показатели. Уже второй месяц подряд базовый индекс потребительских расходов (PCE Core) «укладывается» в ориентиры, заданные ФРС. Майские данные отразили рост PCE Core в годовом выражении на 1,9%. Вплотную к ориентирам приблизился также CPI Core. Более того, замедление темпов роста демонстрируют не только основные инфляционные индикаторы, снижаются также инфляционные составляющие ключевых индексов деловой активности.

Прогнозы

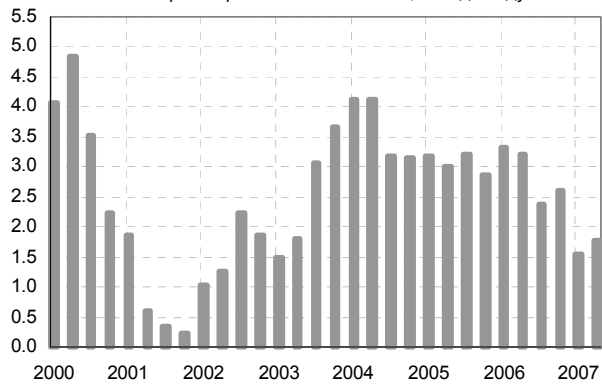
Обостряющиеся проблемы сектора subprime mortgages остаются основной темой на повестке дня. В настоящее время крайне сложно прогнозировать дальнейшее развитие ситуации. Экономика США продолжает развиваться умеренными темпами, что подкрепляется устойчивым внутренним спросом. Однако закрыть глаза на риски, связанные с сектором строительства и недвижимости нельзя. По прогнозам американской Национальной Ассоциации Риэлторов в этом году цены на недвижимость в США могут снизиться в годовом выражении, что станет первым годовым снижением с Великой Депрессии. С уверенностью можно сказать только одно - высокая волатильность на финансовых рынках может сохраниться еще долгое время. US-treasuries - бумаги, растущие на фоне credit crunch fears. Можно предположить, что этот фактор будет выступать мощным фактором поддержки для treasuries в течение длительного времени.

В этой стратегии мы сохраняем наш прогноз по учетной ставке на уровне 5%. В текущей ситуации наиболее вероятный диапазон доходностей 10-летних UST - 4,65 – 5% годовых.



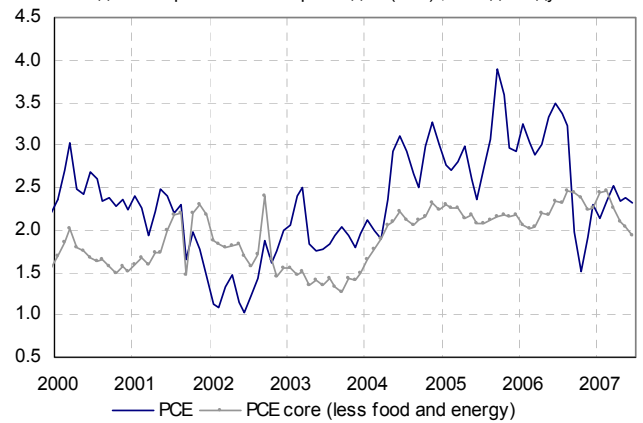
Макроэкономические индикаторы экономики США

Темпы роста реального ВВП США, % год к году



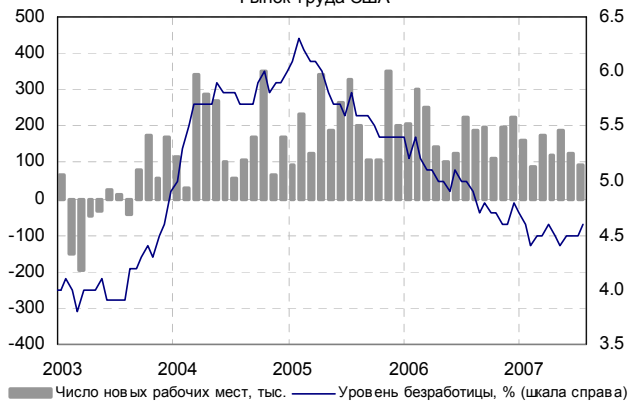
Источники: FRED II data

Индекс потребительских расходов (PCE), % год к году



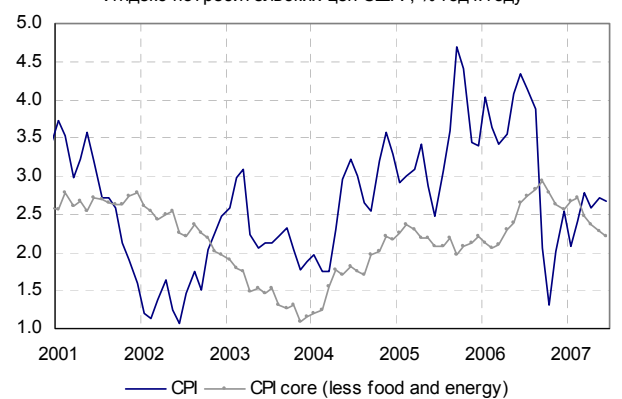
Источники: FRED II data

Рынок труда США



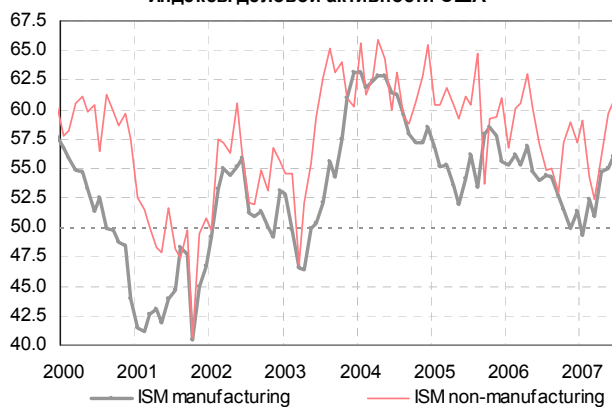
Источники: FRED II data

Индекс потребительских цен США, % год к году



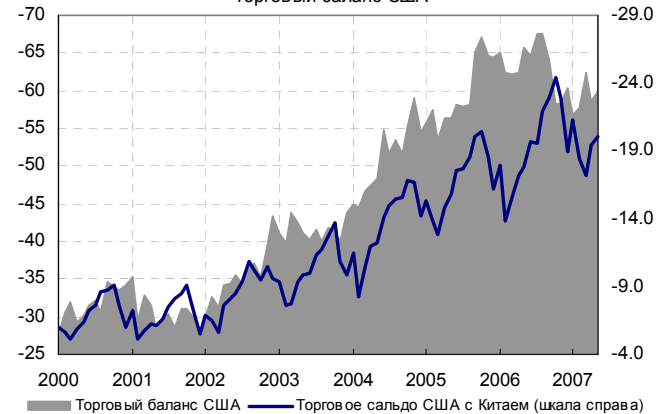
Источники: FRED II data

Индексы деловой активности США



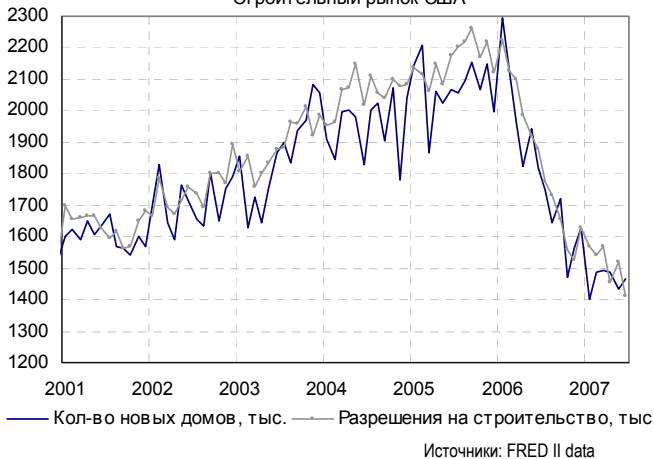
Источники: FRED II data

Торговый баланс США



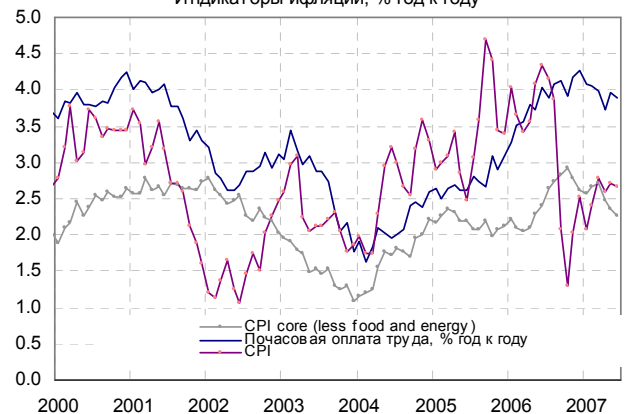
Источники: FRED II data

Строительный рынок США



Источники: FRED II data

Индикаторы инфляции, % год к году



Источники: FRED II data

Emerging markets

Паника инвесторов на денежных рынках прошла только после значительных инъекций центральных банков. Рынки еврооблигаций emerging markets в очередной раз начинают стабилизироваться.

Развитие ситуации на рынке еврооблигаций emerging markets будет в значительной степени зависеть от того, насколько негативным будет новостной фон вокруг событий, связанных с кризисом ипотечных ценных бумаг в США. Когда страсти вокруг ипотеки в США сойдут на нет, спреды еврооблигаций emerging markets должны сузиться.

Конъюнктура emerging markets

	Изм-е					
	10.08.2007	С 29.06.07	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Полный доход, %						
EMBI+	409.5	0.0	0.1	6.6	0.5	17.4
EMBI+ Russia	453.8	0.9	1.0	5.9	1.0	9.6
EMBI+ Mexico	355.6	0.6	1.6	7.0	1.8	11.3
EMBI+ Brasil	598.4	0.0	2.0	9.6	3.1	28.7
EMBI+ Venezuela	551.6	0.6	-8.4	-4.7	-10.3	11.8
EMBI+ Argentine	99.1	-9.4	-23.0	-4.3	-22.0	23.3
EMBI+ Turkey	268.4	0.6	3.1	9.6	3.8	16.8
Спрэды, б.п.						
EMBI+ Spread	203	27	32	22	33	-80
EMBI+ Russia Spread	119	17	18	19	22	-15
EMBI+ Mexico Spread	112	16	10	5	13	-36
EMBI+ Brasil Spread	186	24	1	-19	-7	-204
EMBI+ Venezuela Spread	367	17	152	175	184	-53
EMBI+ Argentine Spread	422	97	208	103	205	17
EMBI+ Turkey Spread	208	19	-1	-10	0	-55

Источники: REUTERS

Спрэды emerging markets, стойко выдерживающие все неприятности первой половины 2007 года и достигшие своих исторических минимумов в июне этого года, в июле исчерпали запас прочности.

Ком проблем рынка subprime и ряда хедж-фондов вызвал серьезные опасения у инвесторов относительно того, что потери по облигациям, обеспеченным ипотечными кредитами в США, могут сильно возрасти.

Первые сигналы к продаже высокорискованных активов emerging markets появились еще в конце июня - неприятности двух хедж-фондов под управлением Bear Stearns, заставили рынок «вспомнить» о проблемах в секторе subprime американского ипотечного рынка, что, в свою очередь, спровоцировало рост спроса на базовые активы (us-treasuries) как на «защитные» бумаги. Позднее, уже в середине июля, оба фонда объявили, что практически остались без средств вследствие убытков по сделкам с высокорискованными ипотечными облигациями США, что только усилило негатив со стороны инвесторов в отношении еврооблигаций развивающихся стран.

Нарастание проблем сектора subprime mortgage, в свою очередь, вызвало ралли на рынке базовых активов. Стремительный рост котировок и снижение доходностей us-treasuries спровоцировало дополнительное расширение спредов к базовым активам emerging markets.

В итоге с начала июля спред индекса EMBI+ расширился на 27 б.п. и составил 203 б.п. Спред индекса еврооблигаций EMBI+ Россия расширился на 17 б.п. до 119 б.п. Свой исторический минимум спред индекса EMBI+ Россия достиг 12 июня 2007 года – тогда уровень спреда по итогам закрытия составил 82 б.п. (!). С того момента спред расширился на 35 б.п. Спред индекса еврооблигаций развивающихся стран EMBI+ 1 июня 2007 года составил 149 б.п., что является абсолютным минимумом за всю историю индекса. За 2 месяца спред вырос на 59 б.п. (!) Надо отметить, что некоторое сужение спредов произошло после заседания Комитета по открытым рынкам по вопросу изменения учетной процентной ставки, состоявшееся 7 августа 2007 года. Однако причиной сужения послужил не рост emerging markets, а повышение доходностей базовых активов как реакции на жесткий комментарий FOMC. В начале августа значение спреда индекса EMBI+ находилось на отметке 226 б.п., индекса EMBI+ Россия – на отметке 141 б.п.

В свою очередь, для рискованных обязательств emerging markets, сравнительно оптимистичный

комментарий FOMC относительно потенциального влияния subprime mortgage на экономику, казалось, имел умеренно позитивный характер. Однако эффект от оптимистичных оценок ситуации со стороны FOMC оказался кратковременным - злосчастный для рискованных активов сектор subprime не замедлил о себе напомнить. 9 августа один из крупнейших банков Франции, BNP Paribas заморозил деятельность трех своих фондов, сославшись на проблемы рынка жилья США, которые приобрели в последнее время глобальный характер. По словам представителей банка, в трех фондах было заморожено €1,6 млрд. (\$2,2 млрд.). Новость о фондах в очередной раз спровоцировала продажи активов с высоким риском, к числу которых относятся еврооблигации emerging markets.

В ближайшей перспективе осторожное отношение рискованным активам emerging markets сохранится.

Неблагоприятная ситуация жилищного сектора США будет сохраняться еще достаточно продолжительное время, что также подтверждают комментарии официальных лиц, в частности председателя Федеральной Резервной Системы США Бена Бернанке. Более того, по последние события свидетельствуют о том, что кризис на ипотечном рынке США начинает приобретать глобальный характер. Столь стремительного сужения спредов индексов еврооблигаций emerging markets, наблюдаемого первые 2 квартала 2007 года, в ближайшем будущем уже не произойдет. Рисковые премии emerging markets к базовым активам останутся примерно на текущем уровне.

Развитие ситуации на рынке еврооблигаций emerging markets будет в значительной степени зависеть от того, насколько негативным будет новостной фон, касающийся событий, связанных с кризисом ипотечных ценных бумаг в США. Когда страсти вокруг ипотеки в США сойдут на нет, спреды еврооблигаций emerging markets должны сузиться.

Кредитные рейтинги emerging markets

Минувший месяц был богат на изменения в страновых рейтингах, а также прогнозов по ним. **В июле рейтинги 18 стран были повышены (!!!), был присвоен рейтинг 1-й стране и ни одного рейтинга не было пересмотрено в сторону понижения.** Международное рейтинговое агентство «Fitch Ratings» присвоило рейтинг дефолта эмитента в иностранной валюте Грузии на уровне «BB», прогноз по рейтингу - «стабильный». По словам главы отдела рейтингов развивающихся стран Восточной Европы Эдварда Паркера, данный уровень рейтинга отражает сокращающийся долг государства, быстрые темпы роста ВВП и рост иностранных инвестиций. В то же время, в Грузии по-прежнему сохраняется большой дефицит текущего счета, умеренный уровень доходов, узкая экономическая база, а также чувствительность к различным экономическим и политическим потрясениям, которые ограничивают рейтинги страны. Рейтинговое агентство «Moody's» в один день повысило рейтинги сразу 5 стран – Бахрейна, Кувейта, Омана, Саудовской Аравии и Катара. Решение о повышении рейтингов «пятерки» отражает постоянное упрочнение внутреннего и внешнего финансового положения данных стран. Повышение также включает в себя относительно разумное использование денежных средств, поступающих от экспортных поставок нефти, в сравнении предшествующим «нефтяным бумом».

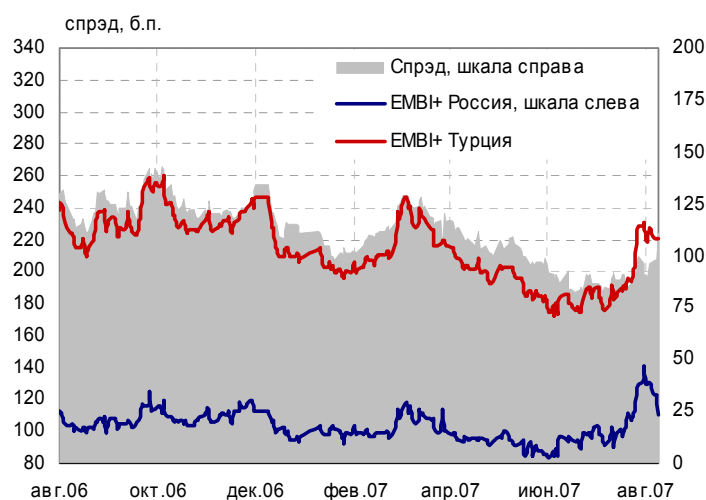
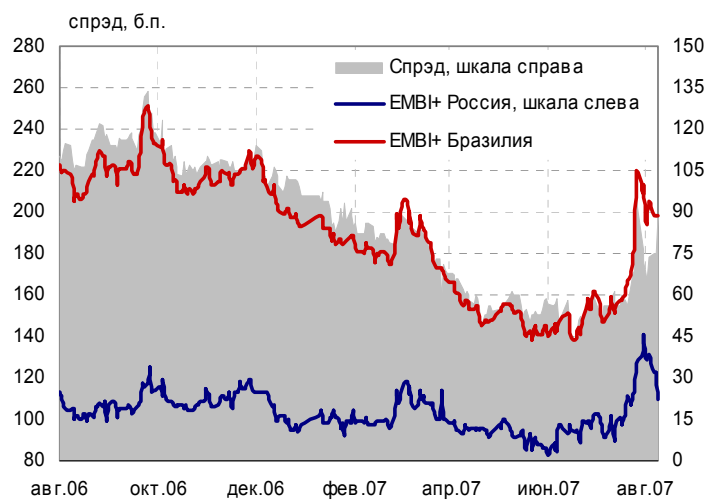
Агентство «Moody's» также повысило рейтинг Китая с «A2» до «A1», прогноз по рейтингу – «стабильный». Повышение рейтинга отражает стабильные внешние денежные выплаты, благоприятный курс в отношении государственного долга и прогресс в экономических реформах страны. По словам старшего вице-президента «Moody's», Тома Берна, «Китай имеет очень сильную позицию в отношении внешних выплат, позволяющую изолироваться от внешних потрясений и дающую время для расширения и углубления структурной реформы».

Рейтинги Emerging Markets

Дата	Агентство	Страна, эмитент	Рейтинговое действие	Новый рейтинг	Новый прогноз	Прежний рейтинг	Прежний прогноз
2 июл 07	S&P	Эстония	Пересмотр прогноза	A	Негатив.	A	Стаб.
2 июл 07	S&P	Мексика	Пересмотр прогноза	BBB	Позитив.	BBB	Стаб.
6 июл 07	Fitch Ratings	Эстония	Подтверждение рейтинга	A	Стаб.	A	Стаб.
6 июл 07	S&P	Гватемала	Пересмотр прогноза	BB	Позитив.	BB	Стаб.
10 июл 07	S&P	Сербия	Пересмотр прогноза	BB-	Стаб.	BB-	Позитив.
10 июл 07	Moody's	Мальта	Повышение рейтинга	A2	Позитив.	A3	Стаб.
10 июл 07	Moody's	Кипр	Повышение рейтинга	A1	Позитив.	A2	Стаб.
10 июл 07	S&P	Пакистан	Пересмотр прогноза	B+	Стаб.	B+	Позитив.
11 июл 07	S&P	Хорватия	Подтверждение рейтинга	BBB	Стаб.	BBB	Стаб.
11 июл 07	S&P	Мальта	Подтверждение рейтинга	A	Стаб.	A	Стаб.
12 июл 07	Fitch Ratings	Мальта	Повышение рейтинга	A+	Стаб.	A	Позитив.
12 июл 07	Fitch Ratings	Кипр	Повышение рейтинга	AA-	Стаб.	A+	Позитив.
12 июл 07	S&P	ЮАР	Подтверждение рейтинга	BBB+	Стаб.	BBB+	Стаб.
13 июл 07	Fitch Ratings	Гонконг	Повышение рейтинга	AA	Стаб.	AA-	Стаб.
13 июл 07	S&P	Буркина Фасо	Подтверждение рейтинга	B	Позитив.	B	Позитив.
16 июл 07	S&P	Саудовская Аравия	Повышение рейтинга	AA-	Стаб.	A+	Стаб.
16 июл 07	S&P	Кувейт	Повышение рейтинга	AA-	Стаб.	A+	Стаб.
16 июл 07	Moody's	Перу	Повышение рейтинга	Ba2	Стаб.	Ba3	Стаб.
18 июл 07	Fitch Ratings	Грузия	Присвоение рейтинга	BB-	Стаб.		
18 июл 07	Moody's	Хорватия	Пересмотр прогноза	Baa3	Позитив.	Baa3	Стаб.
19 июл 07	Fitch Ratings	Гватемала	Подтверждение рейтинга	BB+	Стаб.	BB+	Стаб.
23 июл 07	Fitch Ratings	Словакия	Пересмотр прогноза	A	Позитив.	A	Стаб.
23 июл 07	S&P	Перу	Пересмотр прогноза	BB+	Позитив.	BB+	Стаб.
24 июл 07	Moody's	Бахрейн	Повышение рейтинга	A2	Стаб.	A3	Стаб.
24 июл 07	Moody's	Кувейт	Повышение рейтинга	Aa2	Стаб.	Aa3	Стаб.
24 июл 07	Moody's	Оман	Повышение рейтинга	A2	Стаб.	A3	Стаб.
24 июл 07	Moody's	Саудовская Аравия	Повышение рейтинга	A1	Позитив.	A2	Позитив.
24 июл 07	Moody's	Катар	Повышение рейтинга	Aa2	Стаб.	Aa3	Стаб.
25 июл 07	Moody's	Южная Корея	Повышение рейтинга	A2	Стаб.	A3	Стаб.
25 июл 07	Fitch Ratings	ЮАР	Пересмотр прогноза	BBB+	Позитив.	BBB+	Стаб.
25 июл 07	S&P	Сальвадор	Подтверждение рейтинга	BB+	Стаб.	BB+	Стаб.
26 июл 07	Moody's	Китай	Повышение рейтинга	A1	Стаб.	A2	Стаб.
26 июл 07	Moody's	Гонконг	Повышение рейтинга	Aa2	Стаб.	Aa3	Стаб.
26 июл 07	Moody's	Макау	Повышение рейтинга	Aa3	Стаб.	A1	Стаб.
26 июл 07	S&P	Китай	Пересмотр прогноза	A	Позитив.	A	Стаб.
26 июл 07	S&P	Бахрейн	Подтверждение рейтинга	A	Стаб.	A	Стаб.
26 июл 07	Fitch Ratings	Болгария	Подтверждение рейтинга	BBB	Стаб.	BBB	Стаб.
27 июл 07	Fitch Ratings	Уругвай	Повышение рейтинга	BB-	Стаб.	B+	Стаб.
27 июл 07	Fitch Ratings	Боливия	Пересмотр прогноза	B-	Стаб.	B-	Негатив.
31 июл 07	S&P	Малазия	Пересмотр прогноза	A-	Позитив.	A-	Стаб.
31 июл 07	Fitch Ratings	Саудовская Аравия	Пересмотр прогноза	A+	Позитив.	A+	Стаб.
1 авг 07	S&P	Гренада	Повышение рейтинга	BB-	Стаб.	CCC-	Стаб.
2 авг 07	Fitch Ratings	Сербия	Подтверждение рейтинга	BB-	Стаб.	BB-	Стаб.
2 авг 07	S&P	Украина	Подтверждение рейтинга	BB-	Негатив.	BB-	Негатив.
7 авг 07	Moody's	Ботсвана	Пересмотр прогноза	A2	Позитив.	A2	Стаб.
8 авг 07	S&P	Шри Ланка	Пересмотр прогноза	B+	Стаб.	B+	Негатив.
8 авг 07	Fitch Ratings	Тунис	Подтверждение рейтинга	BBB	Стаб.	BBB	Стаб.

Источники: рейтинговые агентства

Emerging markets – динамика ключевых суверенных спрэдов



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Российские еврооблигации

Отток средств из emerging markets затронул и российский сегмент. Спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 расширился до максимальных значений за последний год – 138 б.п. Значение спреда останется волатильным из-за нестабильности на внешних долговых рынках. Наиболее вероятный диапазон его колебаний находится между 100 и 135 б.п.

Конъюнктура российских еврооблигаций

	Изм-е*					
	10.08.07	С 13.06.07	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Россия-30, цена	109.9	1.3	-2.2	0.3	-2.8	-1.2
Россия-30, YTM	6.07	-20	31	6	42	42
UST 10	4.81	-39	7	-13	11	52
Спрэд России 30 и UST-10	123	16	21	15	27	#Н/Д

Источники: REUTERS

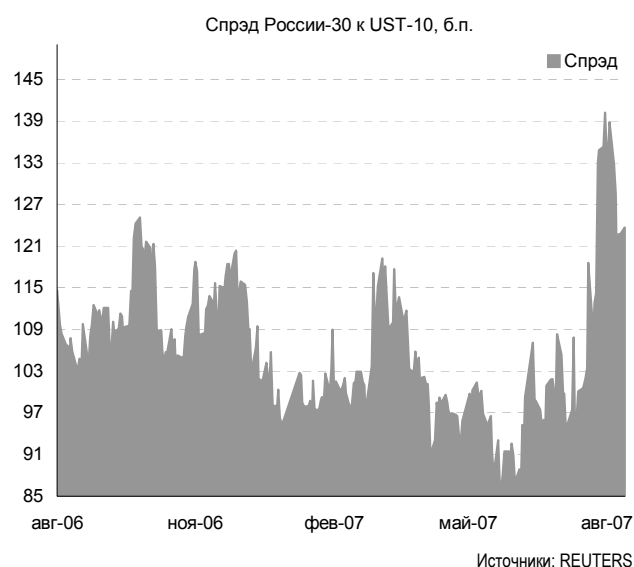
*Изменение для стоимости - %, для спредов и доходности - б.п.

Проблемы ипотечного рынка США вылились в масштабный переток средств из высокодоходных секторов fixed-income в us-treasuries, что привело к существенному расширению спредов.

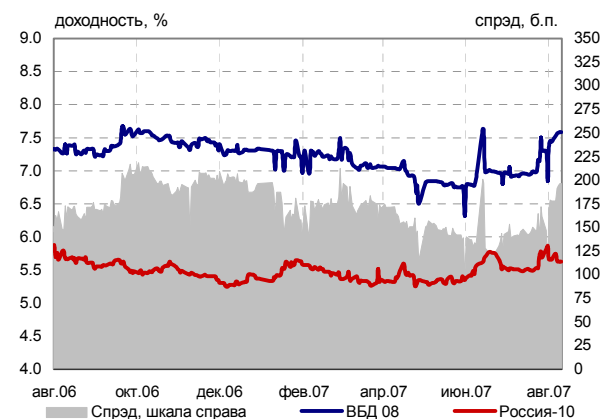
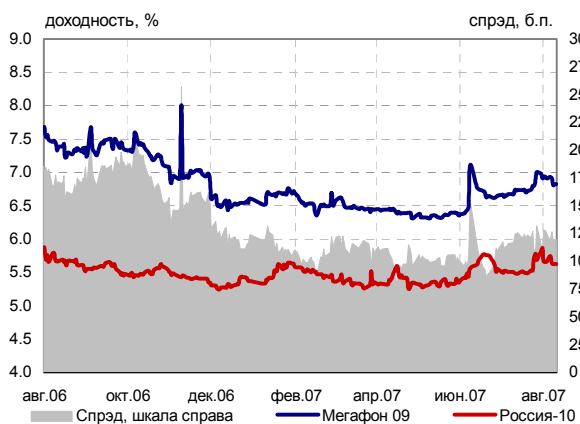
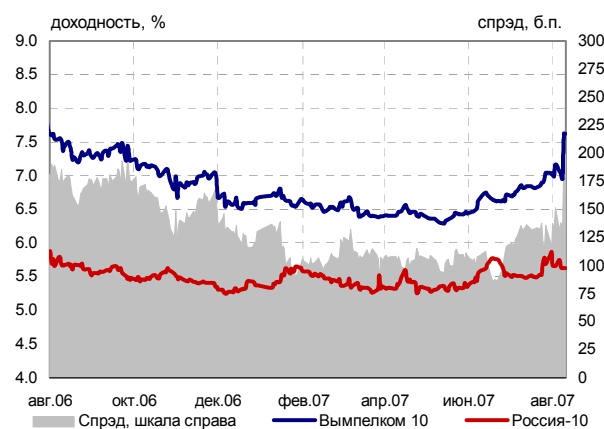
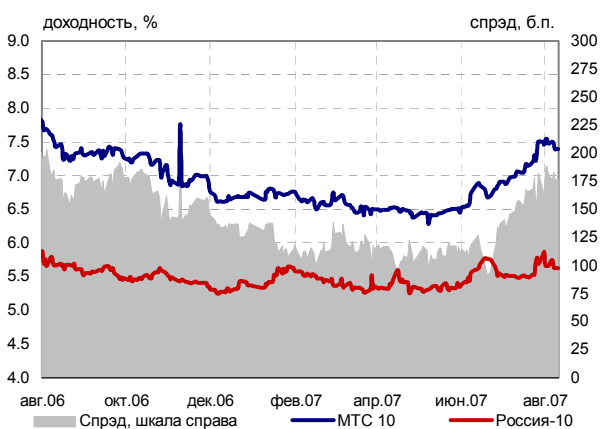
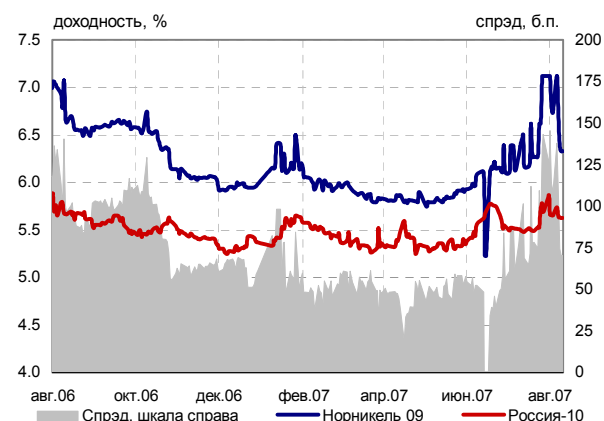
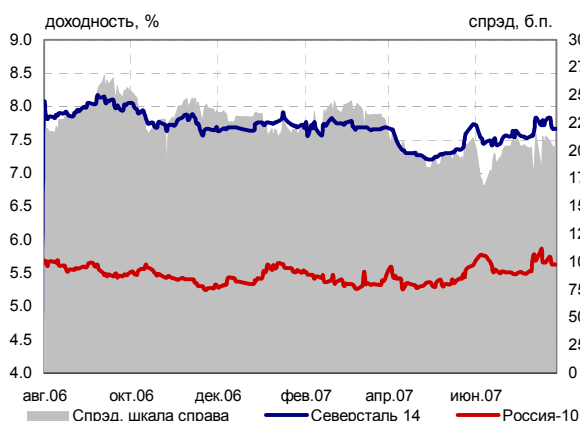
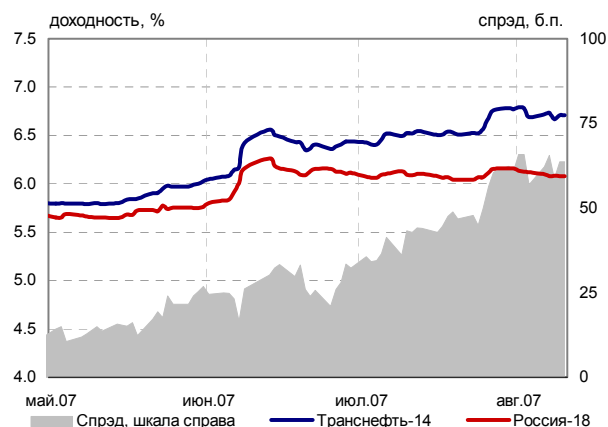
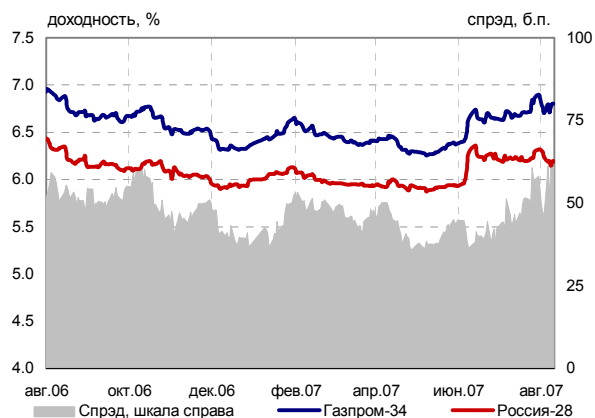
Рост рискованных премий был спровоцирован продажами активов с высоким риском, в число которых входит также сектор еврооблигаций emerging markets и, в частности, Россия. Каких-либо проблем в самом секторе не наблюдается. Российский сегмент не стал исключением – спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 расширился до максимальных значений за год – 138 б.п.

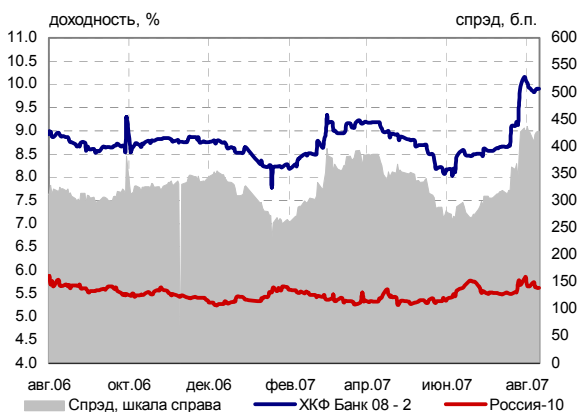
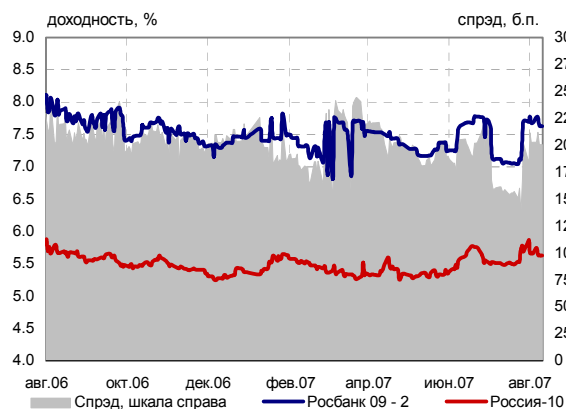
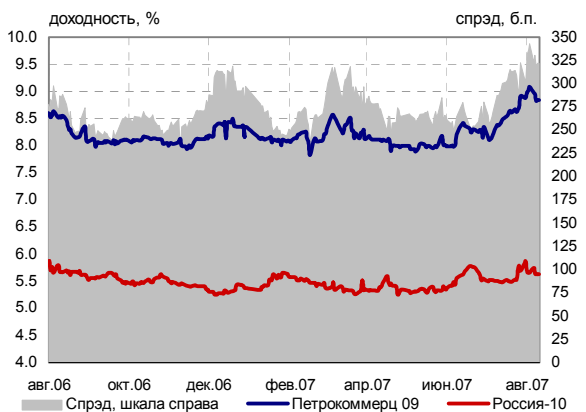
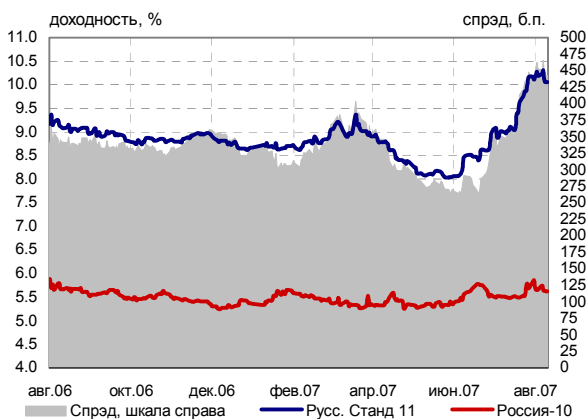
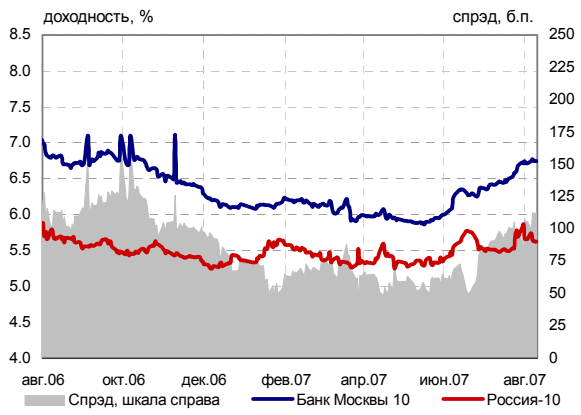
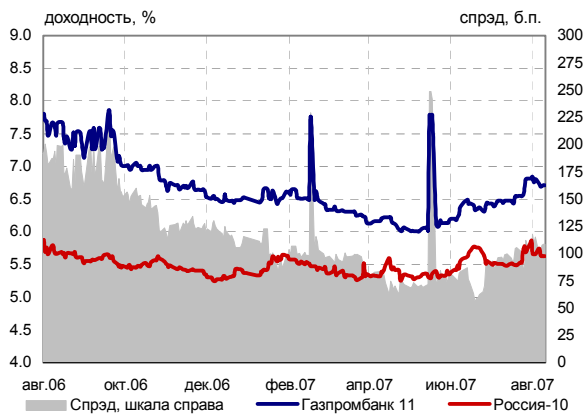
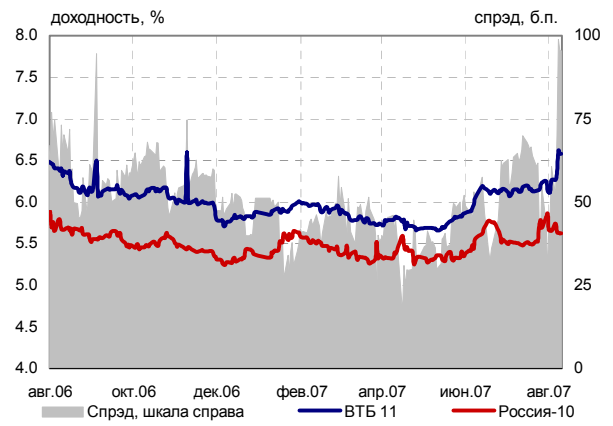
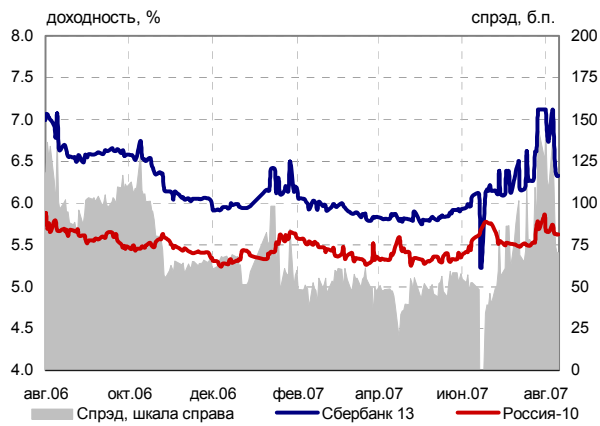
Тема «credit crunch fears» в ближайшее время будет оставаться основной на ЕМ. Соответственно, ситуация в российском сегменте во многом будет зависеть от дальнейшего развития событий вокруг американского subprime mortgages. Мы полагаем, что дальнейшее расширение суверенного спреда выше 140 б.п. маловероятно. В моменты ослабления напряжения спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 сужается до 110 – 120 б.п.

Значение спреда останется волатильным из-за нестабильности на внешних долговых рынках. Наиболее вероятный диапазон его колебаний находится между 100 и 135 б.п.



Корпоративные еврооблигации





Внутренний долговой рынок

Внутренний долговой рынок, наконец, отреагировал на негативные новости с внешних долговых рынков. Рост спрэдов еврооблигаций вызвал снижение цен на внутреннем долговом рынке. Котировки рублевых облигаций в среднем снизились на 0,1-0,5%, съедая часть прибыли от предыдущего роста.

Дестабилизация мировых финансовых рынков, на наш взгляд, не несет ничего позитивного для внутреннего долга. Сокращение спрэдов в доходностях рублевых и валютных облигаций остановилось. Внутренний долговой рынок исчерпал запас прочности, основанной на избыточной ликвидности и ожидании укрепления рубля.



Стагнация, а затем и усиление продаж рублевых облигаций набрали силу в третьей декаде июля, а к десятому августа, котировки рублевых облигаций по нашим расчетам потеряли 0,1- 0,5% годовых. Как ни странно, но именно третий эшелон, заметно потерявший ликвидность, оказался способен сохранить свою стоимость для инвесторов. По итогам прошедшей коррекции, он принес инвесторам 0,7% - около 13,2% годовых. Стоит отметить, что в наши расчеты этого сегмента включены облигации РуссНефти, которые после появления новостей о готовящейся сделке выросли с 74% до 92% от номинала, а их доходность снизилась с 36% до 16,4% годовых.

Так или иначе, но игра в РуссНефть сделала сегмент облигаций третьего эшелона временно привлекательным для инвесторов. Тем не менее, мы продолжаем отмечать более высокие риски в этих облигациях. Наша рекомендация избирательный подход при выборе эмитентов третьего эшелона. Консервативным инвесторам мы рекомендуем искать идеи во втором эшелоне (см. раздел «Торговые идеи»).

Ключевые индикаторы вторичного рынка облигаций (с 20.07 по 10.08.2007 г.)

Сегмент	10.08.07						Динамика индексов			
	Объем, млрд. руб.	Капитализация	YTM, %	St. dev.	M.dur	St. dev.	Ценовой	Tot. return	HPR, % годовых	change, b.p.
Корпоративные облигации	898.1	907.0	8.5	2.6	1.2	0.9	-0.15	0.37	6.4	22
Blue chips	240.4	244.5	6.6	0.6	2.4	1.4	-0.41	0.00	0.0	9
2-й эшелон	411.9	416.3	8.3	1.8	1.3	0.9	-0.16	0.35	6.1	31
3-й эшелон	245.8	246.3	10.9	2.4	0.8	0.5	0.13	0.76	13.2	21
Муниципальные облигации	197.2	208.4	6.4	1.4	1.8	1.3	-0.07	0.44	7.7	12
Государственные облигации	765.6	787.7	5.9	0.6	4.4	3.2	-0.45	-0.03	-0.6	-21

Источники: ММББ, расчеты Банка Москвы

По итогам июля сектор корпоративных облигаций в среднем принес инвесторам 11,6% годовых, средневзвешенная доходность снизилась на 13 б.п. до 8,4% годовых. Средневзвешенная доходность эмитентов второго эшелона повысилась на 9 б.п. до 8,1%, Средневзвешенная доходность эмитентов третьего эшелона составила 10,5% годовых.

Ключевые индикаторы вторичного рынка облигаций (с 29.06 по 31.07.2007 г.)

Сегмент	31.07.07						Динамика индексов			
	Объем, млрд. руб.	Капитализация	YTM, %	St. dev.	M.dur	St. dev.	Ценовой	Tot. return	HPR, % годовых	change, b.p.
Корпоративные облигации	902.6	913.0	8.4	2.9	1.2	0.9	0.22	1.02	11.6	-13
Blue chips	240.4	244.7	6.6	0.6	2.4	1.4	0.16	0.78	8.9	-8
2-й эшелон	416.4	421.4	8.1	1.2	1.3	0.9	-0.03	0.76	8.6	9
3-й эшелон	245.8	246.9	10.5	3.3	0.8	0.5	0.72	1.69	19.3	-58
Муниципальные облигации	196.2	208.1	6.2	2.1	1.8	1.3	0.40	1.19	13.6	-38
Государственные облигации	765.6	789.1	5.9	0.6	4.4	3.2	-0.06	0.57	6.5	-5

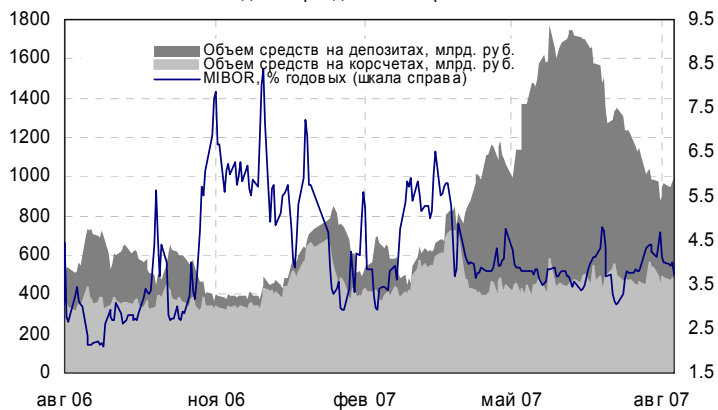
Источники: ММББ, расчеты Банка Москвы

Мы осторожно оцениваем перспективы динамики доходностей рублевых облигаций. Избыток рублевой ликвидности постепенно уходит из денежной системы, а ЦБ начинает использовать альтернативные инструменты денежно-кредитной политики, такие как повышение ставок по депозитам, которое на наш взгляд, еще будет иметь место в этом году.

Ликвидность сокращается довольно высокими темпами. С пика, достигнутого в начале июня, совокупные остатки на депозитах и корсчетах в ЦБ снизились почти вдвое - на 800 млрд. руб. и в настоящее время составляют около 950 млрд. руб. Эта тенденция, по всей видимости, продолжится. Банки будут продолжать использовать избыток средств для инвестирования в экономику.

Дестабилизация внешних рынков сыграет не в пользу рублевых облигаций. Рост рискованных премий еврооблигаций emerging markets приводит к коррекции доходностей российских корпоративных еврооблигаций. В свою очередь эмитенты начинают откладывать размещения на внешних долговых рынках и посматривать в сторону внутреннего. О планах разместить существенные для долгового рынка объемы уже заявили МТС (30 млрд. руб. двумя траншами) и Газпром (пять выпусков на 35 млрд. руб.). В результате коррекции на внешних долговых рынках доходности рублевых и валютных инструментов российских корпоративных эмитентов практически сравнялись. Это заставляет крупных эмитентов смотреть в сторону внутреннего рынка. Мы опасаемся, что рост предложения качественного риска в перспективе может оказать давление на котировки эмитентов третьего эшелона.

Индикаторы денежного рынка



Источники: ЦБ РФ

Средневзв. доходность портфеля ГКО-ОФЗ, %



Источники: ЦБ РФ

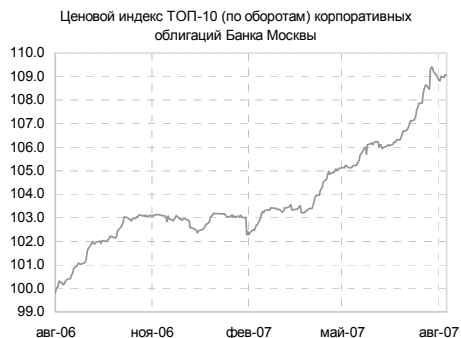
Ключевые индикаторы вторичного рынка облигаций с 29.06-10.08.07

Сегмент	10.08.07						Динамика индексов			
	Объем, млрд. руб.	Капитализация	YTM, %	St. dev.	M.dur	St. dev.	Ценовой	Tot. return	HPR, % годовых	change, b.p.
Корпоративные облигации	898.14	907.03	8.55	2.57	1.17	0.94	0.09	1.13	9.85	6
Blue chips	240.42	244.49	6.62	0.64	2.37	1.43	0.05	0.87	7.60	-7
2-й эшелон	411.94	416.28	-0.03	1.78	1.30	0.85	-0.12	0.91	7.92	-10
3-й эшелон	245.78	246.26	10.87	2.35	0.76	0.48	0.48	1.76	15.32	-18
Отраслевые индексы										
Нефть и газ	71.12	71.64	8.56	2.91	1.60	1.33	1.71	2.69	23.42	-98
Электроэнергетика	95.00	96.27	7.24	0.77	1.97	1.04	0.10	0.99	8.63	-2
Связь	58.57	60.11	8.17	2.07	1.19	0.64	-0.26	0.79	6.89	83
Металлургия	61.00	61.29	8.93	3.52	1.12	0.61	0.04	1.05	9.14	35
Машиностроение	83.75	84.60	8.60	1.38	0.98	0.53	-0.13	0.95	8.26	21
Добывающая промышленность	7.25	7.33	9.05	2.42	1.37	0.55	-0.62	0.44	3.79	39
Потребительский сектор	55.05	55.42	9.98	2.80	0.85	0.63	0.22	1.43	12.39	-27
Агропромышленный комплекс	21.08	21.20	11.49	2.31	0.72	0.34	-1.07	0.23	1.97	182
Транспорт	44.65	45.38	7.53	2.91	1.27	1.17	-0.16	0.79	6.83	11
Лесная промышленность и ЦБК	5.20	5.19	10.46	2.04	0.57	0.24	-1.96	-0.77	-6.68	218
Розничный сектор	81.15	81.30	10.39	3.04	0.99	0.90	0.09	1.27	11.00	44
Строительство, ипотека и недвижимость	84.53	85.98	8.62	2.23	1.52	1.47	0.19	1.35	11.71	-24
Химия и нефтехимия	19.60	19.89	9.05	1.49	1.37	0.82	-0.08	1.04	9.08	14
Финансовый сектор	199.05	200.29	7.64	1.80	1.00	0.72	-0.03	0.90	7.81	-2
Лизинг	11.14	11.15	11.09	2.20	0.84	0.42	-0.47	0.81	7.01	67
Муниципальные облигации	197.20	208.36	6.43	1.37	1.77	1.32	0.03	1.07	9.28	-10
Москва	74.00	79.70	5.52	2.48	2.27	1.97	-0.16	0.89	7.77	-14
Облигации др. регионов	123.20	128.66	6.99	0.87	1.71	1.21	0.15	1.18	10.21	-11
Государственные облигации										
ГКО/ОФЗ	765.63	787.70	5.89	0.63	4.37	3.24	-0.25	0.58	5.07	-3

Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Статистика долгового рынка

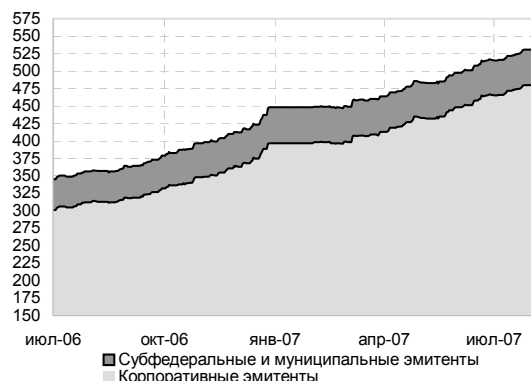
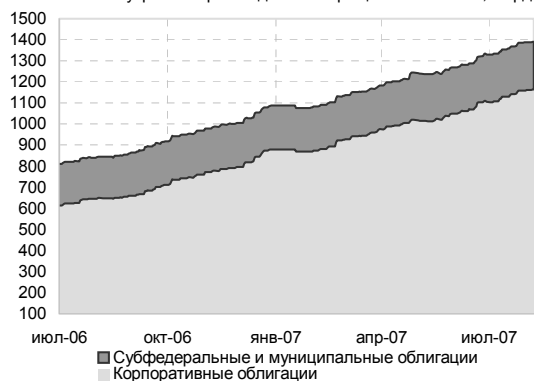
Динамика внутреннего долгового рынка. Индексы рублевых облигаций Банка Москвы



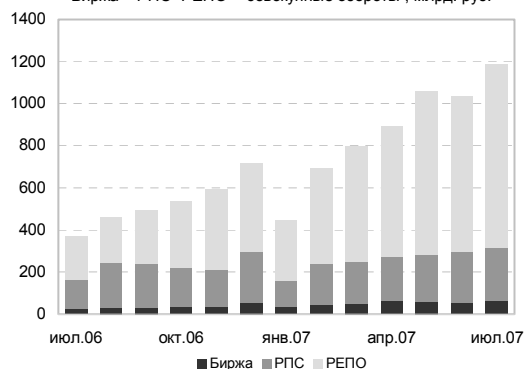
Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Объемы и обороты внутреннего долгового рынка

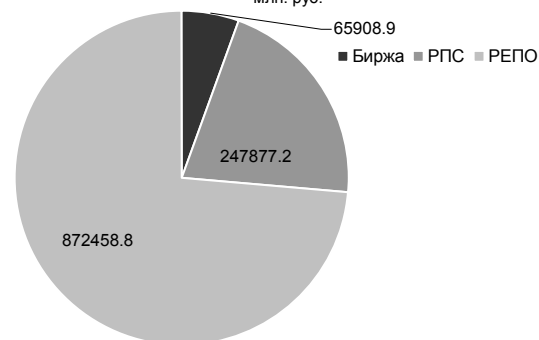
Объем внутреннего рынка долга в обращении на ММВБ, млрд.



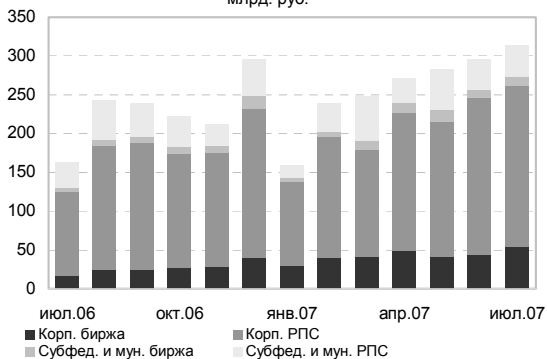
Биржа + РПС+РЕПО - совокупные обороты, млрд. руб.



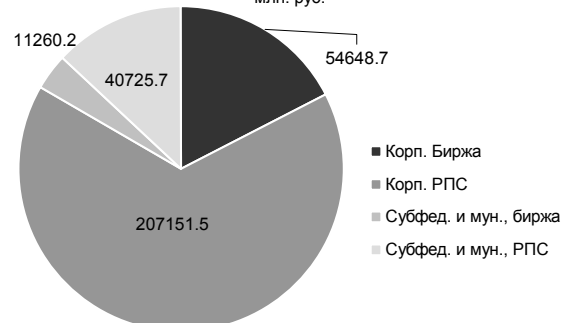
Июль 2007: Биржа + РПС+РЕПО - совокупные обороты, млн. руб.



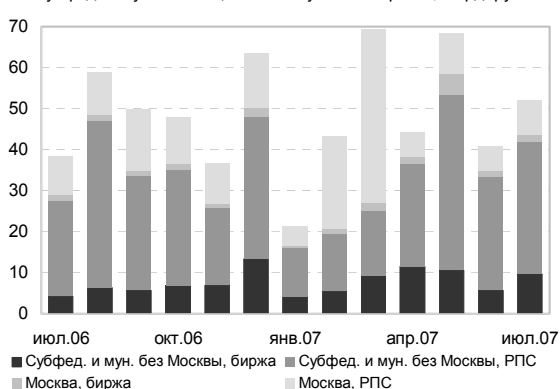
Негосударственные облигации - совокупные обороты, млрд. руб.



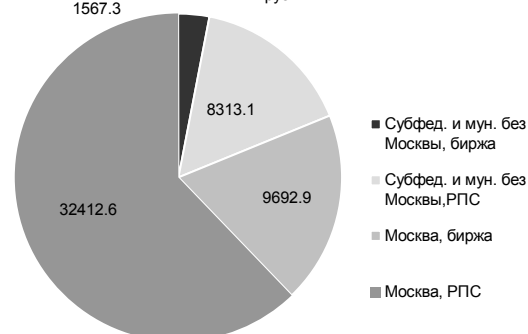
Июль 2007: Негосударственные облигации - совокупные обороты, млн. руб.



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



Июль 2007: Субфед. и мун. облигации - совокупные обороты, млн. руб.



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Торговые идеи

В условиях продолжающегося бегства к качеству и расширившихся спредов emerging markets мы рекомендуем инвесторам отныне более ответственно подходить к выбору бумаг в торговый портфель. Мы не верим в бесконечный бум ликвидности, который до сих пор поддерживал рынок рублевого долга в моменты коррекции на мировом рынке процентных ставок. Поэтому мы рекомендуем инвесторам ограничить покупки голубых фишек с длинной дюрацией и эмитентов третьего эшелона, которые имеют повышенные риски рефинансирования, и котировки которых особенно чувствительны к конъюнктуре рынка МБК.

Наши фавориты – эмитенты второго эшелона, а также «переходные выпуски» – бонды тех эмитентов, которых по определенным причинам еще нельзя причислить ко второму эшелону, но которые обладают несколько более высокой финансовой устойчивостью, чем долгосрочные обитатели области high yield.

Рекомендации и торговые идеи

Выпуск	Тек. УТМ / УТР*	Цель УТМ / УТР	Дата рекомендации
Кора	11.80%	11.30%	04.05.2007
Метзавод им. Серова	8.93%	8.06%	07.05.2007
ОФЗ 46020	6.78%	6.60%	11.05.2007
ХКФ-2	8.92%	8.75%	17.05.2007
Салават-2	7.50%	7.00%	24.05.2007
Виват	12.00%	11.50%	06.06.2007
ЕЭСК	8.35%	8.00%	07.06.2007
ТГК-8	7.79%	7.50%	07.08.2007
Эрконпродукт	11.80%	11.50%	05.07.2007
Мосэнерго-1	6.90%	6.80%	09.07.2007
Мосэнерго-2	7.09%	6.80%	09.07.2007
Разгуляй-3	10.30%	10.00%	06.07.2007
ОГК-2	7.85%	7.65%	10.07.2007
ЛенспецСМУ-2	9.56%	9.10%	23.07.2007
Свободный сокол-3	11.60%	11.50%	20.07.2007

Источник: Reuters. оценки Банка Москвы

Что касается предпочтительных отраслей, то наш взгляд по-прежнему направлен в сторону электроэнергетики, где мы ожидаем дальнейшего сокращения спреда к ОФЗ генерирующих и распределительных компаний по мере продвижения реформы электроэнергетики. Новые потенциально привлекательные выпуски – **Кубаньэнерго** и **ОГК-2**, последний, по нашему мнению, имеет потенциал снижения доходности как минимум в 20 б.п.

Электроснабжение

Мы в очередной раз обращаем внимание инвесторов на недооценку в бумаге **ТГК-8** и повышаем нашу цель по доходности до 7,5%. Причина изменения рекомендаций – наша переоценка перспектив энергокомпаний в ходе подготовки Сочи к Олимпиаде в 2014г. Олимпийская инфраструктура увеличит энергетическую нагрузку на энергосистему Юга, которая и без того является энергодефицитной. Поэтому строительство и модернизация генерирующих мощностей в ЮФО превращаются в задачи государственной важности.

После объявления Сочи городом проведения Олимпиады инвестпрограмма региона по электроэнергетике увеличилась более чем на 30 млрд. руб., а РАО ЕЭС пообещало модернизировать и построить здесь более 1100 мегаватт новых мощностей. Существенная часть этих средств будет освоена ТГК-8 и региональной генкомпанией Кубаньэнерго, которая в скором времени перейдет на единую акцию с ТГК-8.

Наличие премии ТГК-8 к выпускам ТГК-4 и ТГК-10 временный эффект и может быть обусловлено неясностью относительно присоединения Кубанской генерирующей компании к ТГК-8. Насколько нам известно, присоединение КГК все же состоится, поскольку блокирующий пакет компании был приобретен госкомпанией Роснефть, которая вряд ли станет препятствовать переходу КГК на единую акцию ТГК-8.

Строительство

В строительном сегменте мы выделяем облигации **ЛенспецСМУ**, эмитента обладающего кредитным рейтингом от S&P и опубликовавшим отчетность по МСФО. На наш взгляд, спрэд **ЛенспецСМУ** к выпускам **Миракса**, который обладает сопоставимыми рейтингами, неоправданно широкий. Максимальным спрэдом между выпусками в пределах одной ступени кредитного рейтинга мы считаем 50 б.п. В то же время мы отмечаем появление повышенных налоговых рисков в строительной отрасли. Заявление ФНС, опубликованное на прошлой недели, наводит нас на мысль, что в результате массовых проверок деятельности компаний рынка недвижимости, случай с **МИАНОм** может повториться.

Ритейлеры с высокой текущей доходностью

В сегменте розничной торговли мы знаем как минимум три такие опции:

- Единая Европа (11%, дюрация - 1 год),
- Кора (12%, дюрация - 0,42 года),
- Виват (12%, дюрация - 1 год).

На наш взгляд, покупка этих бумаг даст возможность инвестору получить привлекательную доходность в период нестабильности и усиления риска ценовых рисков в бумагах с высокой дюрацией. Помимо этого, каждая из бумаг обладает небольшим ценовым апсайдом, зато существенно ограничен и даунсайд, вероятный в условиях коррекции.

Пересмотр рекомендаций

Мы также пересматриваем рекомендации по ряду выпусков, рекомендованных нами к покупке в предыдущем выпуске стратегии.

Выпуск **Разгуляй-3** был рекомендован нами к покупке с целью по доходности – 10,0%. В настоящий момент выпуск почти достиг цели нашей цели, в результате чего мы понижаем рекомендацию с покупать до держать.

Санвэй, торговавшийся с доходностью 9,8%, достиг уровня 9,3%, рост в цене составил всего 10 б.п., поскольку бумага очень короткая. Мы рекомендуем фиксировать прибыль по цене 100,25.

Апсайд выпуска компании **ЭМАльянс**, установившей ставку купона в размере 10%, по нашему мнению практически исчерпан. Мы рекомендуем инвесторам фиксировать прибыль по цене выше 101% от номинала.

Мы также рекомендуем фиксировать прибыль в облигациях **Промтрактор-2** – выпуск достиг нижней границы рекомендованного нами диапазона доходности – 9,4-9,5% (дюрация – 1,8 года). С начала мая бумага выросла в цене почти на 100 б.п., и мы не ожидаем дальнейшего апсайда выпуска, по крайней мере в краткосрочной перспективе.

Выпуск облигаций **Русского моря**, на наш взгляд, также достиг локального минимума по доходности – бумага торгуется ниже 9%. Мы оцениваем компанию как крайне перспективного эмитента и рекомендовали выпуск к покупке еще на первичном рынке. Тем не менее, последующее снижение доходности маловероятно и возможно лишь в случае, если планируемая сделка с западными инвесторами будет закрыта.

Модельный портфель

В этой стратегии мы продолжаем следить за динамикой нашего модельного портфеля. С момента выхода нашей прошлой стратегии (13.07.2007) по 10.08.2007 портфель принес 0,32% (доход за период владения, учитывающий купонные платежи и изменение цены составил 5,31% годовых) по сравнению с ростом сектора корпоративных облигаций в среднем на 0,71% (9,22% годовых).

Отставание доходности нашего портфеля от среднерыночного произошло за счет включения в его состав облигаций Евросети, котировки которых испытали серьезное давление после сообщений о проведении обысков Генпрокуратуры в квартирах топ-менеджеров сети, и еще ряда руководителей других компаний, занимающихся продажей сотовыми телефонами. Обыски проводились по делу двухлетней давности. Компания никак официально не комментирует происходящие события, ограничиваясь только персональными заявлениями руководителей. Одна из версий, обсуждаемых на рынке, говорит, что Прокуратура ведет адресную атаку против сети. Ситуация весьма неприятная, но мы не считаем необходимым драматизировать ситуацию. Мы надеемся на благополучное решение проблем Евросети – крупнейшем розничном продавце сотовых телефонов на территории СНГ. Мы полагаем, что компания сможет договориться с властью по делам 2-х летней давности, учитывая значительную степень легализации импорта мобильных телефонов, и масштабы бизнеса компании.

В этой стратегии мы оставляем облигации Евросети в нашем модельном портфеле.

Наиболее выигрышными позициями за этот период стали облигации Техносила-Инвест (HPR - 15,59% годовых) Терна-02 (HPR - 12,48% годовых) и ВТК-01 (HPR - 12,49% годовых).

Рекомендованные к покупке выпуски облигаций

Выпуск	Объем выпуска, млн. руб.	Купон, %	Погашение	Оферта	Цена (Last) 10.08.07	Цена (Last) 13.07.07	HPR, %	HPR, % год.	Доходность, % год.		Изм-е, b.p.	Дюрация, лет	Доля в портфеле
									Текущая	УТМ/УТР, %			
Альянс-01	3000	8.92	14.09.11	16.09.09	100.90	100.90	0.66	8.84	8.84	8.61	-1	1.90	8.0%
ВикторияФ2	1500	10.89	16.02.10	-	103.25	103.25	0.78	10.55	10.55	9.63	-3	2.17	4.0%
ВостСервФ1	1500	10.99	10.09.09	13.03.08	99.45	99.45	0.82	11.05	11.05	12.29	13	0.57	3.9%
ВТК 1	1000	12.50	18.12.09	21.12.07	100.00	100.00	0.95	12.50	12.50	12.29	-12	0.36	2.6%
Евросеть-2	3000	10.25	02.06.09	04.12.07	96.00	100.14	-3.31	-43.66	10.68	23.34	1356	0.32	7.9%
ЕЭСК-02	1000	8.74	05.04.12	08.04.10	101.30	101.30	0.65	8.63	8.63	8.35	-1	2.37	2.7%
ИнкомЛада2	1400	12.00	12.02.10	15.02.08	100.95	100.95	0.90	11.89	11.89	10.48	-25	0.50	3.7%
ИнтеграФ-1	2000	10.50	20.03.09	-	102.50	102.50	0.76	10.24	10.24	8.98	-7	1.47	5.2%
Карус.Ф 01	3000	9.75	12.09.13	18.09.08	101.95	101.95	0.71	9.56	9.56	8.02	-11	1.04	8.1%
КОРА УК 01	1000	12.00	14.07.09	15.01.08	100.25	100.25	0.89	11.97	11.97	11.88	-11	0.43	2.6%
ПромТр02об	3000	10.75	18.10.11	20.10.09	103.05	103.05	0.78	10.43	10.43	9.38	-5	1.96	8.2%
СанвэйГ 01	1000	10.00	03.12.08	04.12.07	100.10	100.10	0.76	9.99	9.99	9.50	-13	0.32	2.6%
САНОС-02об	3000	10.00	10.11.09	-	105.30	105.55	0.48	6.39	9.50	7.53	4	2.04	8.3%
СОКАвто 01	1100	12.00	24.04.08	-	100.75	100.75	0.89	11.91	11.91	11.10	-12	0.68	2.9%
ТГК-1 01	4000	7.75	11.03.14	16.03.10	100.49	100.49	0.58	7.71	7.71	7.68	0	2.34	10.6%
Терна-Ф 02	1500	12.60	04.11.11	09.11.07	100.00	100.00	0.95	12.60	12.60	12.22	-12	0.25	4.0%
ТехИнвест-1	2000	10.00	26.05.11	29.05.08	99.70	100.00	0.46	6.09	10.03	10.63	41	0.78	5.3%
УралВагЗФ	2000	9.40	30.09.08	-	100.40	100.40	0.70	9.36	9.36	9.21	-2	1.08	5.3%
ХолидФин1	1500	11.15	01.04.10	02.10.08	101.00	101.00	0.82	11.04	11.04	10.44	-6	1.07	4.0%
100.0%													

Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Эффективность портфеля облигаций*

HPR портфеля, %	0.39
HPR сектора, %	0.71
Доходность портфеля за период, % год.	5.31
Доходность сектора за период, % год.	9.22
Изменение доходности портфеля	105
УТМ портфеля тек., %	10.50

Источники: расчеты Банка Москвы

В этой стратегии мы корректируем наш модельный портфель в соответствии с торговыми идеями, представленными выше, добавляем выпуск ЛенСпецСМУ-02 и удаляем выпуски Санвэй, Промтрактор.

Рекомендуемые к покупке выпуски облигаций

Выпуск	Объем выпуска, млн. руб.	Купон, %	Оферта	Цена (Last) 10.08.07	Доходность, % год.		Дюрация, лет	Доля в портфеле
					Текущая	УТМ/УТР, %		
Альянс-01	3000	8.92	16.09.09	100.90	8.84	8.61	1.90	8.54%
ВикторияФ2	1500	10.89	-	103.25	10.55	9.63	2.17	4.37%
ВостСервФ1	1500	10.99	13.03.08	99.45	11.05	12.29	0.57	4.21%
ВТК 1	1000	12.50	21.12.07	100.00	12.50	12.29	0.36	2.82%
Евросеть-2	3000	10.25	04.12.07	96.00	10.68	23.34	0.32	8.47%
ЕЭСК-02	1000	8.74	08.04.10	101.30	8.63	8.35	2.37	2.86%
ИнкомЛада2	1400	12.00	15.02.08	100.95	11.89	10.48	0.50	3.99%
ИнтеграФ-1	2000	10.50	-	102.50	10.24	8.98	1.47	5.78%
Карус.Ф 01	3000	9.75	18.09.08	101.95	9.56	8.02	1.04	8.63%
КОРА УК 01	1000	12.00	15.01.08	100.25	11.97	11.88	0.43	2.83%
САНОС-02об	3000	10.00	-	105.30	9.50	7.53	2.04	8.93%
СОКАвто 01	1100	12.00	-	100.75	11.91	11.10	0.68	3.13%
ТГК-1 01	4000	7.75	16.03.10	100.49	7.71	7.68	2.34	11.34%
Терна-Ф 02	1500	12.60	09.11.07	100.00	12.60	12.22	0.25	4.23%
ТехИнвст-1	2000	10.00	29.05.08	99.70	10.03	10.63	0.78	5.64%
УралВагЗФ	2000	9.40	-	100.40	9.36	9.21	1.08	5.66%
ХолидФин1	1500	11.15	02.10.08	101.00	11.04	10.44	1.07	4.27%
ЦУН 02 обл	1500	11.19	23.07.08	101.60	11.01	9.47	0.93	4.30%
								100.00%

Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Характеристики портфеля облигаций

Текущая (купонная) доходность портфеля облигаций, % год	10.08%
Доходность портфеля к погашению, % годовых	10.58%
Дюрация портфеля, лет	1.16
Чувствительность стоимости портфеля, при изменении процентных ставок на 1%	1.16%

Источники: расчеты Банка Москвы

Российская статистика

Прогнозы Банка Москвы на 2007-08 гг.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2005	2006	Янв-июнь 2007	2007 П	2008 П
РЫНОК НЕФТИ					
Urals, \$ / баррель					
среднегодовой	50.2	60.9	61.8	56.0	55.1
на конец года	54.4	55.1	74.5	56.0	55.0
ЦВЕТНЫЕ И ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ (LME)					
Золото, \$ / унция					
среднегодовой	445	605	659	680	640
на конец года	517	637	663	710	630
Никель, \$ / тонна					
среднегодовой	14 788	24 160	40 840	32 200	25 150
на конец года	13 372	34 025	31 445	27 500	24 000
Медь, \$ / тонна					
среднегодовой	3 680	6 736	6 923	6 100	4 900
на конец года	4 542	6 308	8 010	5 600	4 750
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК					
Евро / доллар					
среднегодовой	1.24	1.26	1.34	1.34	1.37
на конец года	1.18	1.32	1.37	1.38	1.40
Доллар / рубль					
среднегодовой	28.31	27.14	25.99	25.85	25.50
на конец года	28.78	26.33	25.60	25.35	25.20
Евро / рубль					
среднегодовой	35.16	34.11	34.72	34.75	35.00
на конец года	34.19	34.70	34.93	34.90	35.20
Бивалютная корзина (\$-0,55; €-0,45)					
среднегодовой	31.39	30.28	29.92	29.86	29.78
на конец года	31.21	30.10	29.80	29.65	29.70
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ					
FED Funds rate	4.25	5.25	5.25	5.00	5.00
UST-10					
среднегодовой, % годовых	4.28	4.79	4.79	4.70	-
на конец года, % годовых	4.40	4.70	4.73	5.00	-
Еврооблигации (Россия-30)					
среднегодовой, % годовых	5.89	5.93	5.81	5.70	-
на конец года, % годовых	5.55	5.66	6.14	5.80	-
спрэд к UST-10, б.п.	115	96	140	80	-
Портфель ГКО / ОФЗ					
среднегодовой, % годовых	7.68	6.80	6.58	6.60	-
на конец года, % годовых	6.78	6.57	6.51	6.50	-
Ставка рефинансирования, % годовых	12.0	11.0	10.0	10.0	9.0
РЫНОК АКЦИЙ					
Индекс РТС на конец года	1 126	1 922	1 994	2 350	-
Изменение за год, %	83.3	70.7	3.7	22.3	-

Прогнозы Банка Москвы на 2007-08 гг

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2005	2006	Янв-июнь 2007	2007 П	2008 П
ВВП					
реальный, %	6.4	6.7	7.8	7.5	6.7
номинальный, млрд. рублей	21 620	26 781	13 872	31 730	36 000
номинальный, \$ млрд.	764	987	532	1 227	1 431
на душу населения, \$ тыс.	5.3	6.9	3.7	8.6	10.1
Расходы домохозяйств					
реальные, % год к году	12.8	11.2	11.9*	12.5	12.0
номинальные, млрд. рублей	10 629	12 911	3 333	15 500	18 450
в % к ВВП	49.2	48.2	50.8	48.8	51.3
Промышленность, %					
промышленное производство	4.0	3.9	7.7	6.8	4.4
обрабатывающая промышленность	5.7	4.4	12.2	10.0	5.0
добыча полезных ископаемых	1.3	2.3	3.3	2.6	2.2
производство электроэнергии, воды и газа	1.2	4.2	-3.4	-1.0	2.5
Добыча нефти					
% год к году	2.5	2.2	3.0	2.4	2.3
млн. тонн	470	480	243	492	504
млн. баррелей в сутки	9.44	9.65	9.85	9.88	10.08
Добыча газа					
% год к году	1.1	2.4	0.3	0.6	2.3
млрд. кубометров	641	656	334	660	675
Инвестиции в основной капитал					
% год к году	10.9	13.7	22.3	20.0	14.0
млрд. рублей	3 611	4 581	2 265	5 860	6 800
в % к ВВП	16.7	17.1	16.3	18.5	18.9
Розничная торговля					
% год к году	12.8	13.9	14.2	14.0	13.5
млрд. рублей	7 038	8 690	4 741	10 350	12 150
в % к ВВП	32.6	32.4	34.2	32.6	33.8
Строительство					
объем строительных работ					
% год к году	10.5	15.7	25.5	22.0	15.0
млрд. рублей	1 712	2 247	1 189	3 250	3 705
в % к ВВП	7.9	8.4	8.6	10.2	10.3
жилищное строительство					
новых квартир, тыс. штук	515	605	231	700	785
млн. м2 жилой площади	43.6	50.6	21.2	63.2	69.2
% год к году	6.1	16.1	34.8	25.0	15.0
Сельское хозяйство					
% год к году	2.4	2.8	2.5	1.0	1.5

Прогнозы Банка Москвы на 2007-08 гг

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2005	2006 П	Янв-июнь 2007	2007 П	2008 П
Реальные располагаемые доходы населения					
% год к году	11.1	10.2	11.2	12.8	11.5
Номинальная заработная плата					
среднегодовая, руб. в месяц	8 555	10 728	12 457	13 515	16 550
% год к году	26.9	25.4	26.7	27.1	22.5
среднегодовая, \$ в месяц	302	395	478	523	658
% год к году	29.2	30.8	33.3	33.4	25.9
Реальная заработная плата					
% год к году	12.6	13.4	17.5	16.5	14.5
Рынок труда					
численность постоянного населения, млн. чел.	142.7	142.2	142.0	141.7	141.3
изменение за год, тыс. человек	-736	-561	-175	-500	-450
численность эк. активного населения, млн. чел.	73.8	74.3	74.8	74.0	73.5
число безработных на конец года, млн. чел.	5.7	5.1	4.99	4.9	4.7
норма безработицы на конец года, %	7.7	6.9	6.7	6.6	6.4

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2005	2006 П	Янв-июнь 2007	2007 П	2008 П
Денежная масса (M2)					
% год к году	38.6	48.8	53.3	49.5	34.9
На конец года, млрд. рублей	6 046	8 996	10 874	13 450	18 150
в % к ВВП	28.0	33.6	-	42.4	50.4
в т.ч. наличные деньги					
% год к году	30.9	38.6	35.6	36.4	26.8
млрд. рублей	2 009	2 785	3 028	3 800	4 820
в % к ВВП	9.3	10.4	27.8	28.3	26.6
Инфляция			-	12.0	13.4
Индекс потребительских цен, % год к году	10.9	9.0			
Индекс цен производителей, % год к году	13.4	10.4	8.5	8.8	7.0
Золотовалютные резервы			12.6	14.0	8.5
Прирост с начала года, \$ млрд.	57.7	121.5			
На конец года, \$ млрд.	182.2	303.7	102.1	139.5	55.0
в % к ВВП	23.9	30.8	405.8	443.2	498.2

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	2005	2006	1.06.2007	2007 П	2008 П
Активы, млрд. рублей	9 750	14 046	17 030	20 600	27 250
% год к году	36.6	44.1	52.4	46.7	32.3
в % к ВВП	45.1	52.4	-	64.9	75.7
Собственный капитал, млрд. рублей	1 242	1 693	2 315	2 720	3 550
% год к году	31.2	36.3	67.8	60.7	30.5
в % к ВВП	5.7	6.3	-	8.6	9.9
в % к активам	12.7	12.1	13.6	13.2	13.0
Депозиты населения, млрд. рублей	2 755	3 793	4 209	5 200	6 950
% год к году	39.3	37.7	39.3	37.1	33.7
в % к ВВП	12.7	14.2	-	16.4	19.3
в % к пассивам	28.3	27.0	24.7	25.2	25.5
Кредиты населению, млрд. рублей	1 179	2 065	2 441	3 420	5 150
% год к году	90.6	75.1	70.7	65.6	50.6
в % к ВВП	5.5	7.7	-	10.8	14.3
в % к активам	12.1	14.7	14.3	16.6	18.9

Прогнозы Банка Москвы на 2007-08 гг

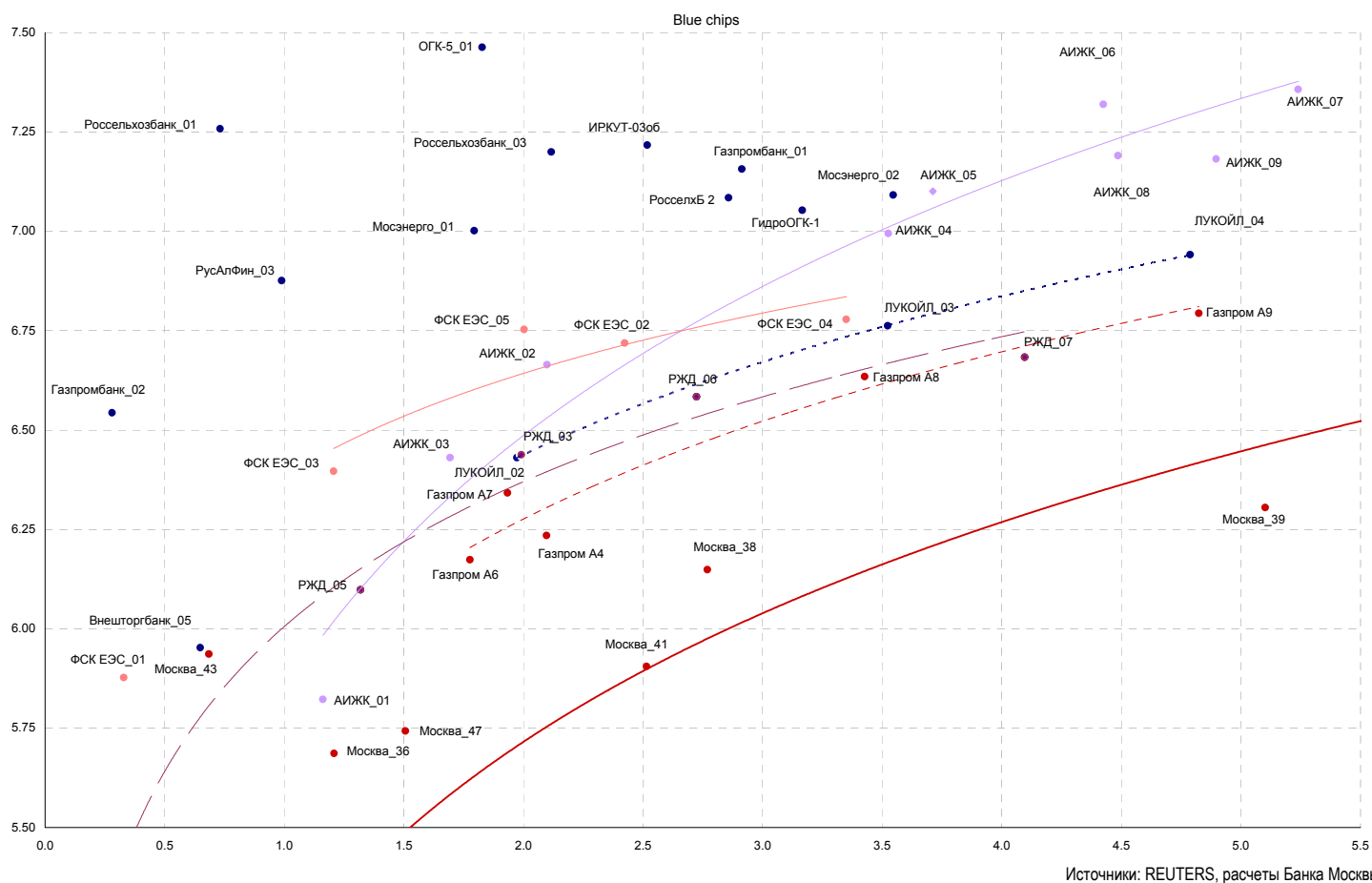
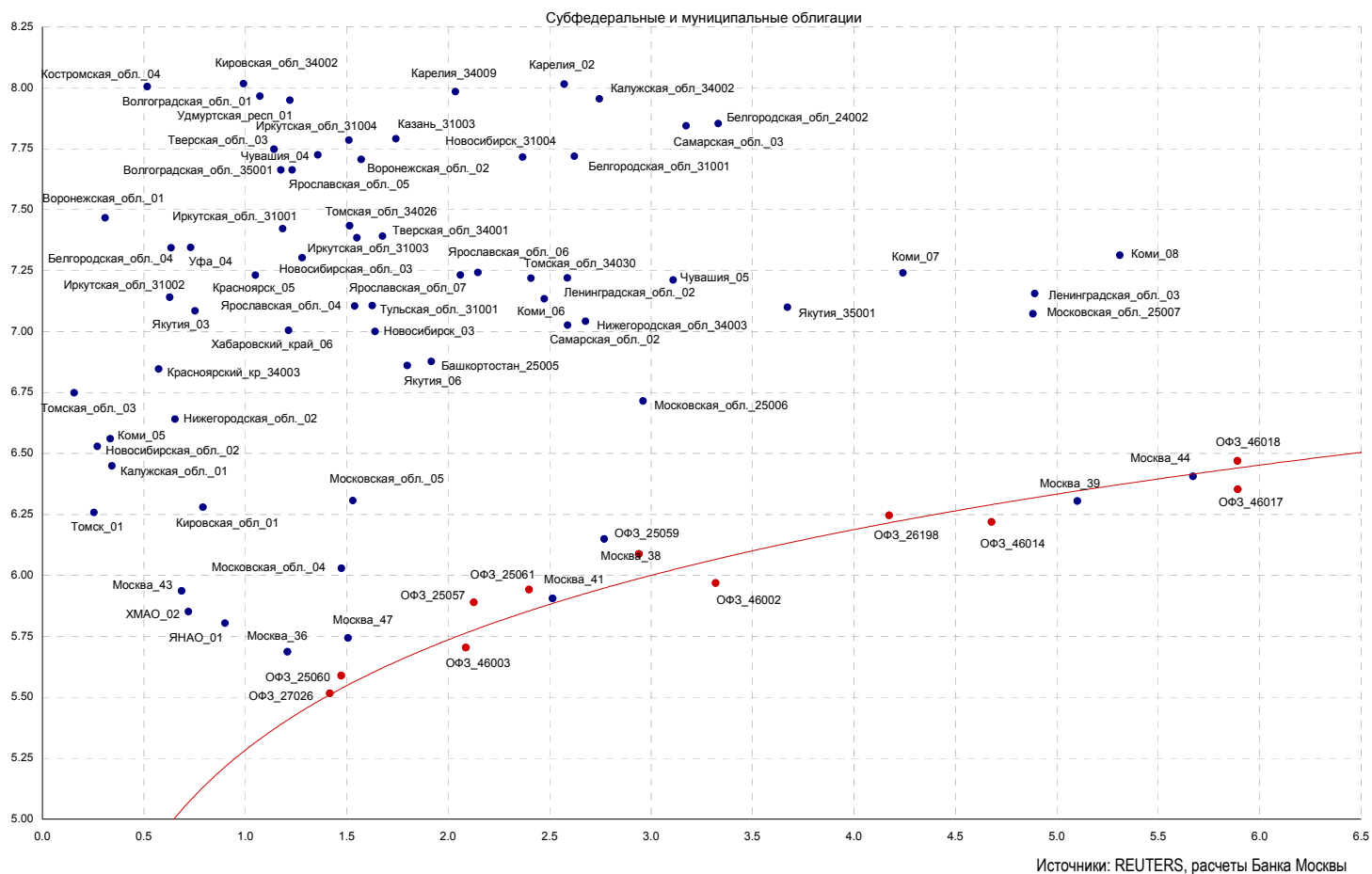
ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2005	2006 П	Янв-июнь 2007	2007 П	2008 П
Доходы, млрд. рублей	5 121	6 277	3 425	6 650	6 700
в % к ВВП	23.7	23.4	24.7	21.0	18.6
Расходы, млрд. рублей	3 504	4 277	2 171	5 611	6 500
в % к ВВП	16.2	16.0	15.6	17.7	18.1
Профицит, млрд. рублей	1 617	1 999	1 254	1 039	200
в % к ВВП	7.5	7.5	9.0	3.3	0.6
Стабилизационный фонд					
млрд. рублей	1 237	2 341	3 141	3 600	-
\$ млрд.	43.0	88.9	121.7	142.0	-
в % к ВВП	5.7	8.7	-	11.3	-

ПЛАТЁЖНЫЙ БАЛАНС	2005	2006 П	Янв-июнь 2007	2007 П	2008 П
Счёт текущих операций, \$ млрд.	83.8	94.5	37.7	67.0	10.0
в % к ВВП	11.0	9.6	7.1	5.5	0.7
Экспорт товаров, \$ млрд.	243.8	303.9	155.8	314.0	316.0
в % год к году	33.1	24.7	8.3	3.3	0.6
в % к ВВП	31.9	30.8	45.5	25.6	22.1
в т.ч. экспорт углеводородов	148.9	190.8	93.7	188.0	186.0
в % к ВВП	19.5	19.3	17.6	15.3	13.0
в % к общему объёму экспорта	61.1	62.8	60.1	59.9	58.9
Импорт товаров, \$ млрд.	125.4	164.7	96.9	221.0	286.0
в % год к году	28.8	31.3	38.8	34.2	29.4
в % к ВВП	16.4	16.7	28.3	18.0	20.0
Торговое сальдо, \$ млрд.	118.4	139.2	58.9	93.0	30.0
в % год к году	37.9	17.6	-20.5	-33.2	-67.7
в % к ВВП	15.5	14.1	17.2	7.6	2.1
Прямые иностранные инвестиции, \$ млрд.	12.8	28.7	24.6	35.0	40.0
в % к ВВП	1.7	2.9	4.6	2.9	2.8
Чистый вывоз капитала частным сектором, \$ млрд.	0.7	41.7	67.1	75.0	40.0
в % к ВВП	0.1	4.2	12.6	6.1	2.8

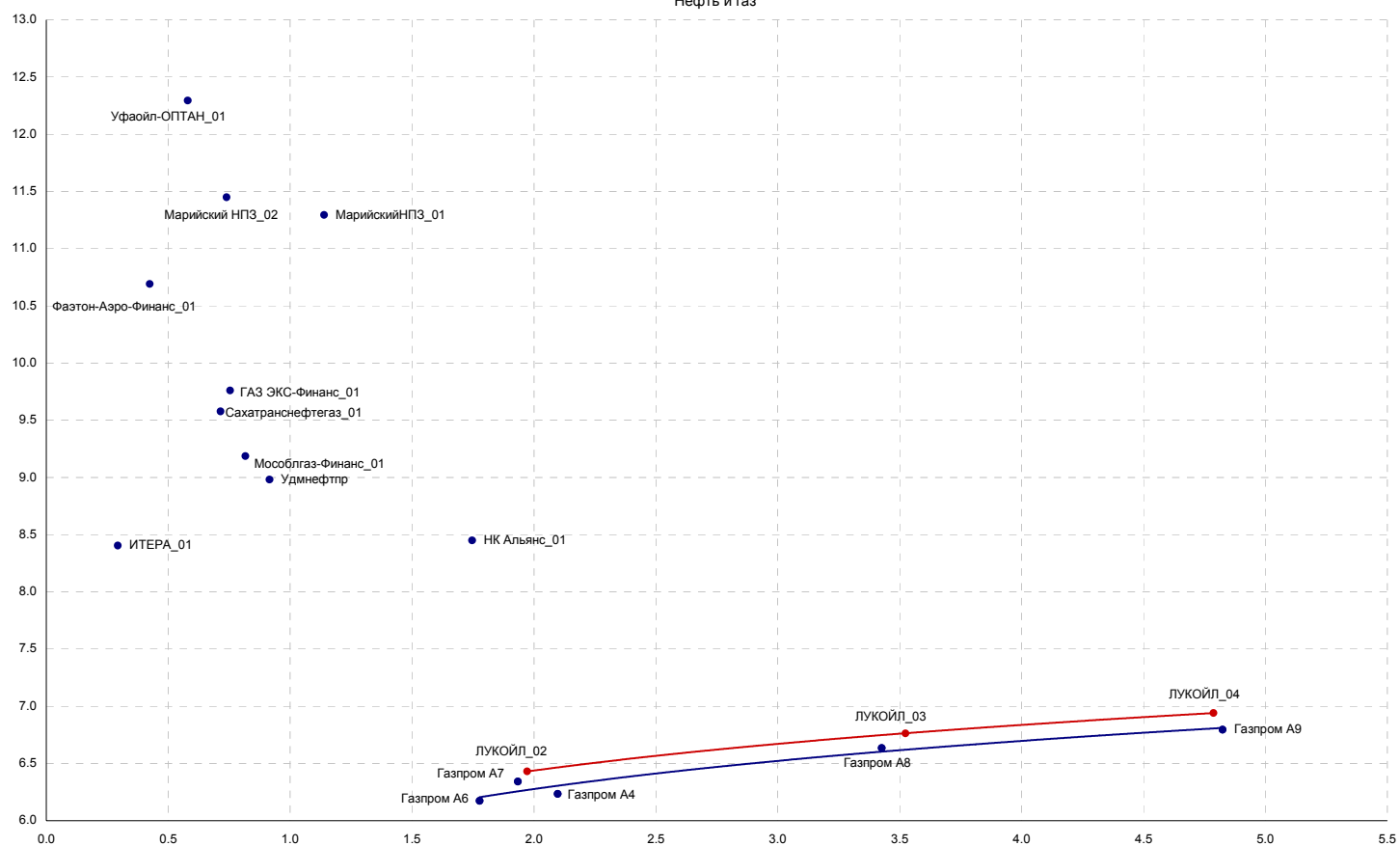
ВНЕШНИЙ ДОЛГ	2005	2006	1.04.2007	2007 П	2008 П
ВСЕГО	257	310	339	400	482
в % к ВВП	33.7	31.4	-	32.8	34.1
Правительство и ЦБ	82	49	44	45	42
в % к ВВП	10.8	5.0	-	3.7	3.0
в % ко всему внешнему долгу	31.9	15.8	13.1	11.3	8.7
Нефинансовые предприятия	125	160	185	200	250
в % к ВВП	16.4	16.2	-	16.4	17.7
в % ко всему внешнему долгу	48.6	51.5	54.4	50.0	51.9
Банки	50	101	110	155	190
в % к ВВП	6.6	10.3	-	12.7	13.5
в % ко всему внешнему долгу	19.5	32.7	32.5	38.8	39.4

Источники: Росстат, ЦБ РФ, Минфин, МЭРТ, REUTERS, оценки Банка Москвы

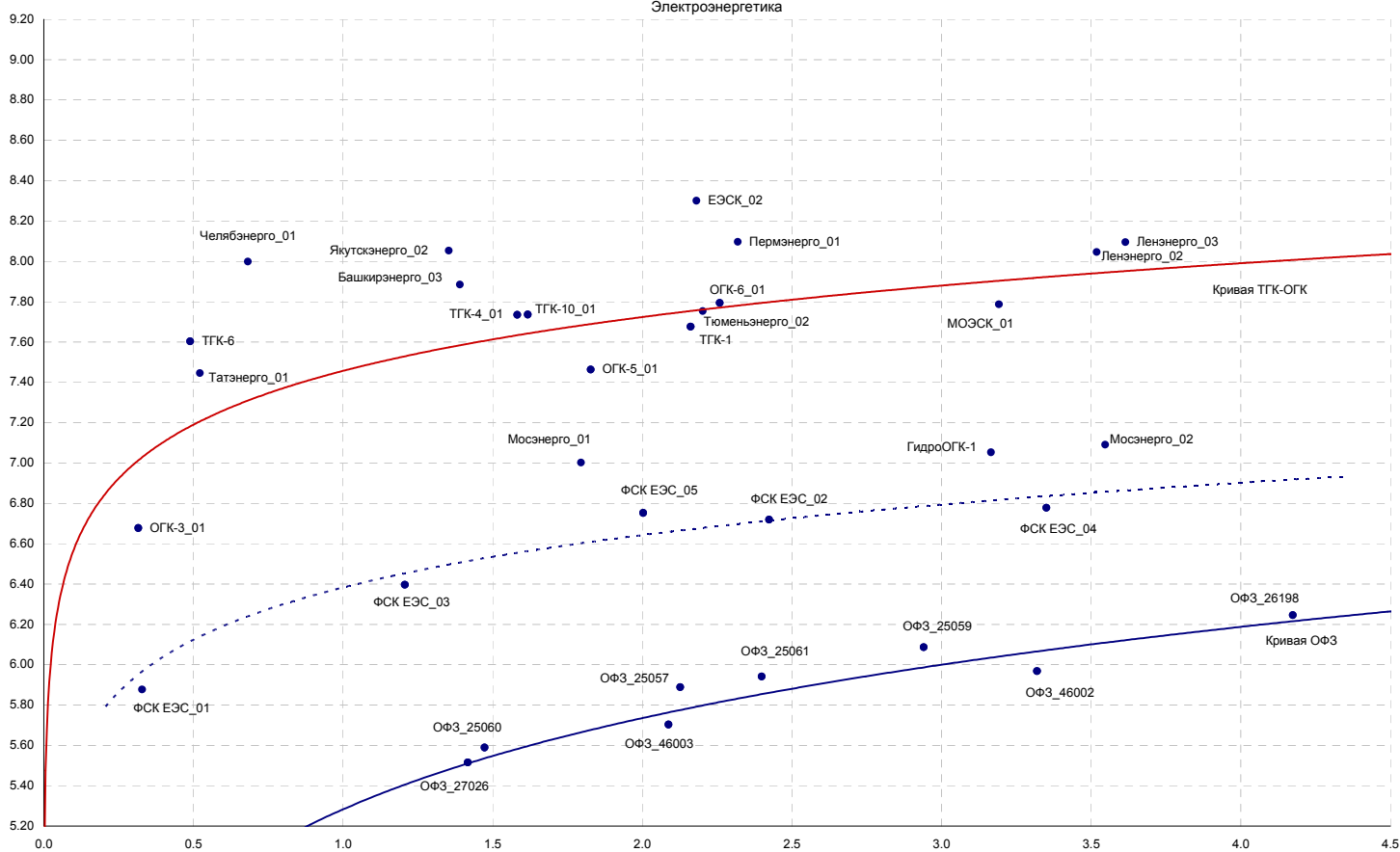
Кривые доходностей



Нефть и газ

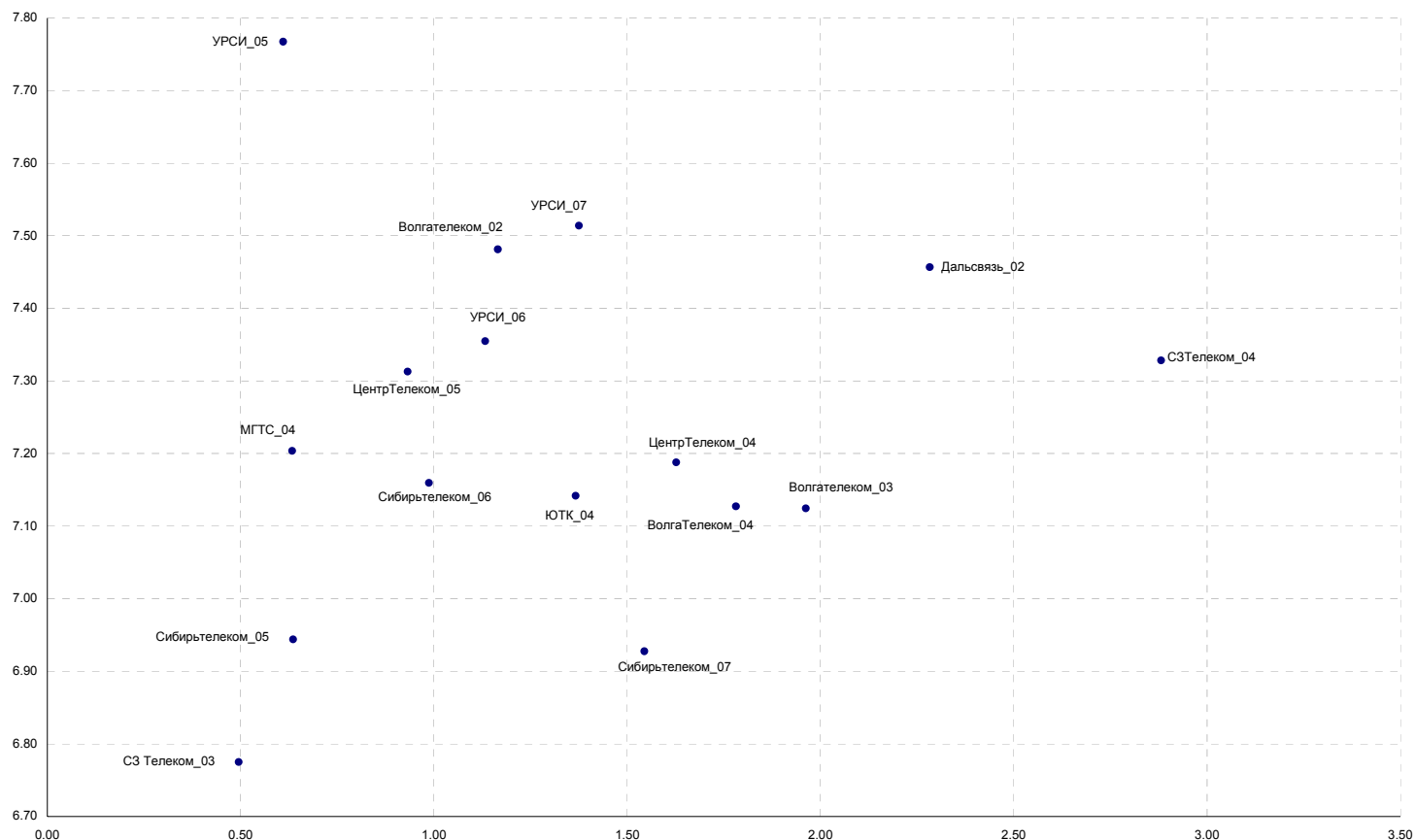


Электроэнергетика

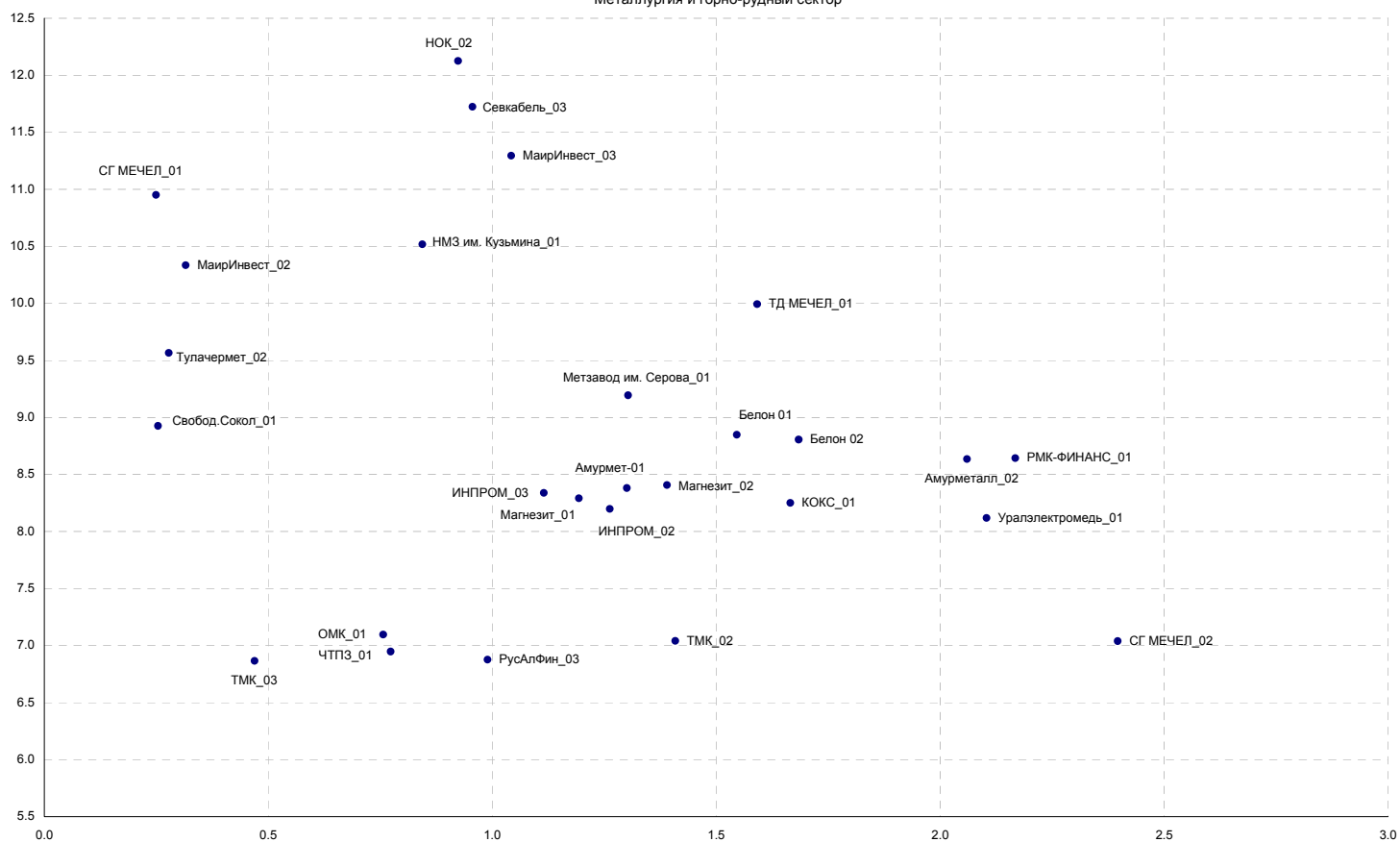


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

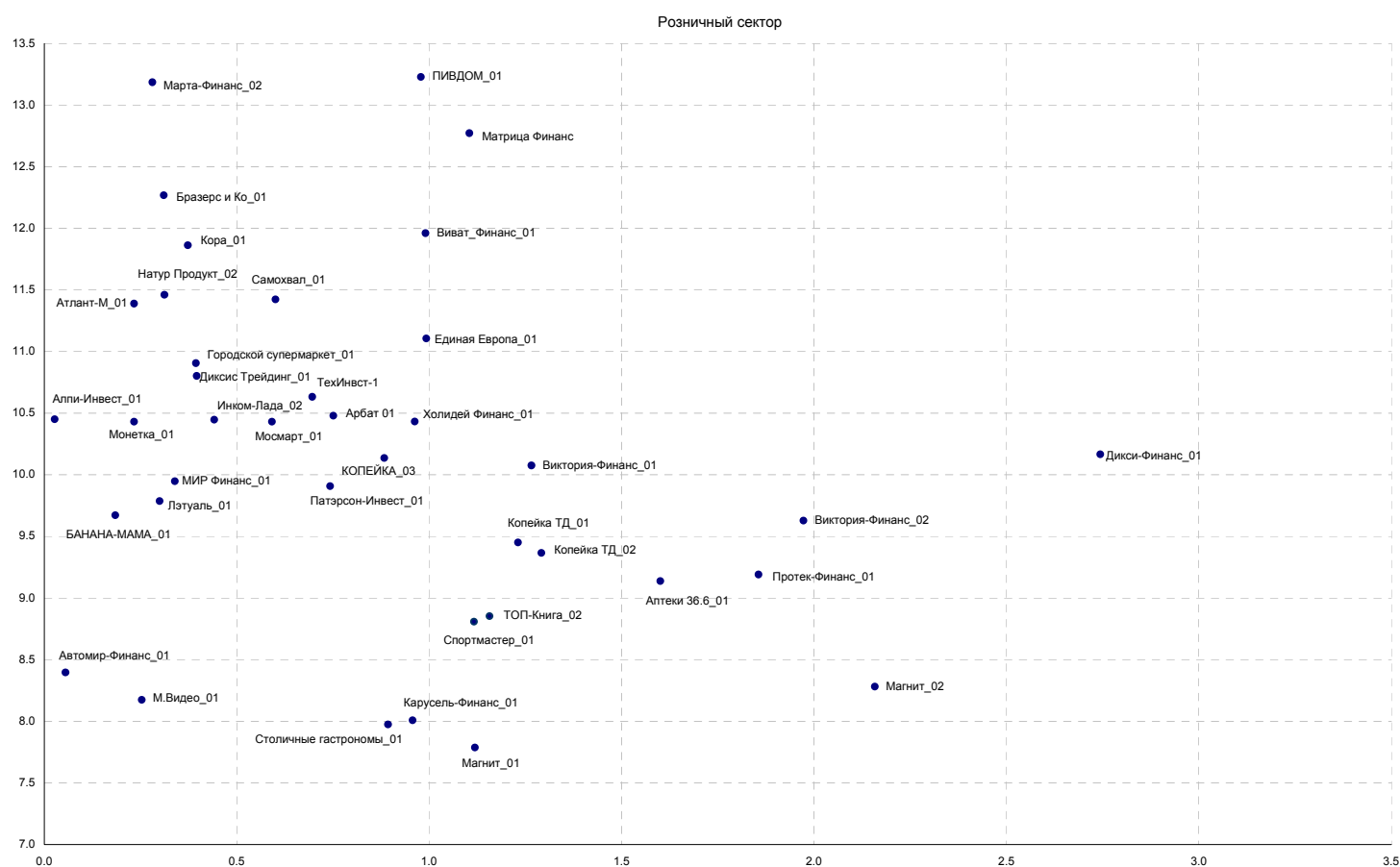
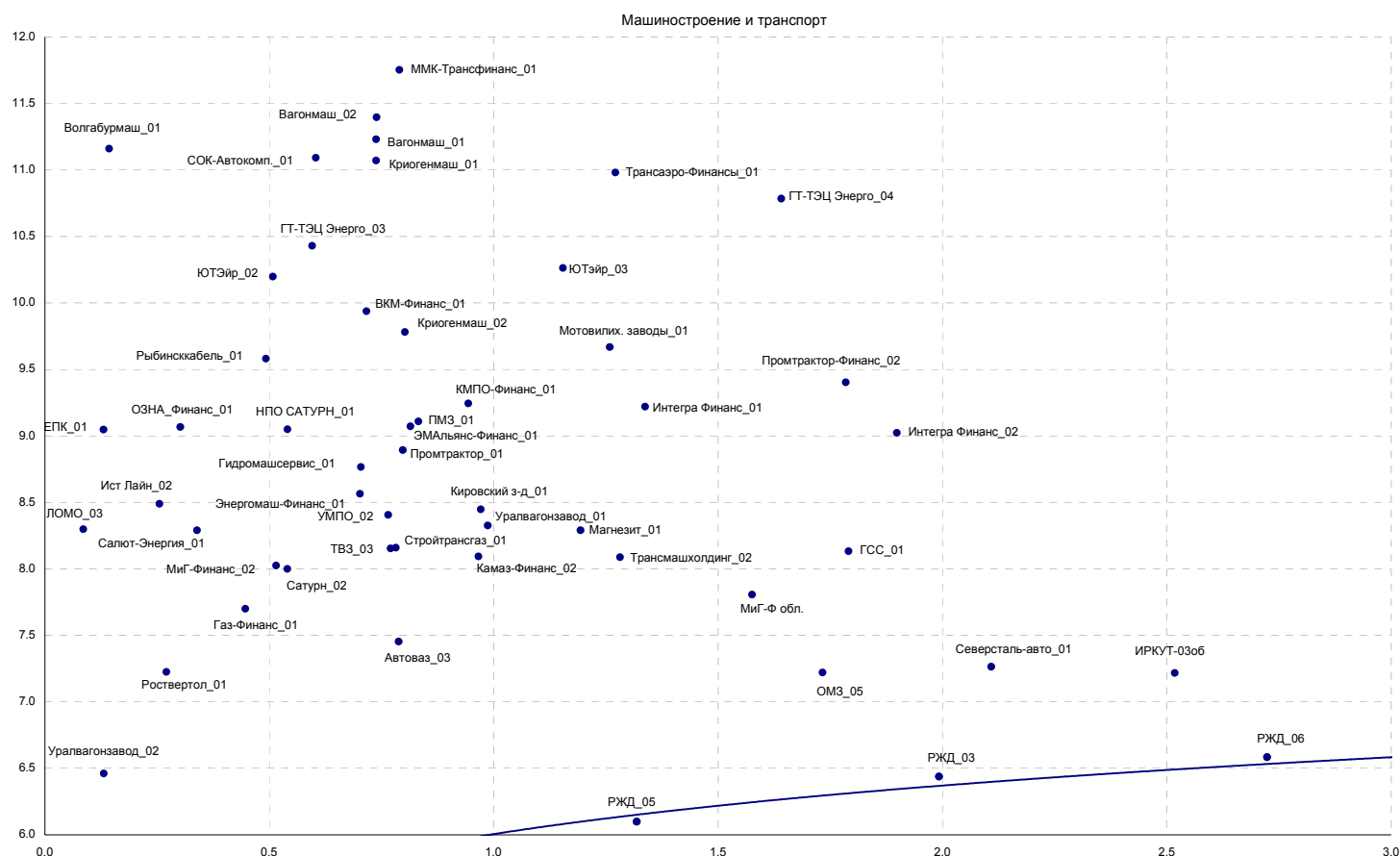
Телекоммуникации



Металлургия и горно-рудный сектор

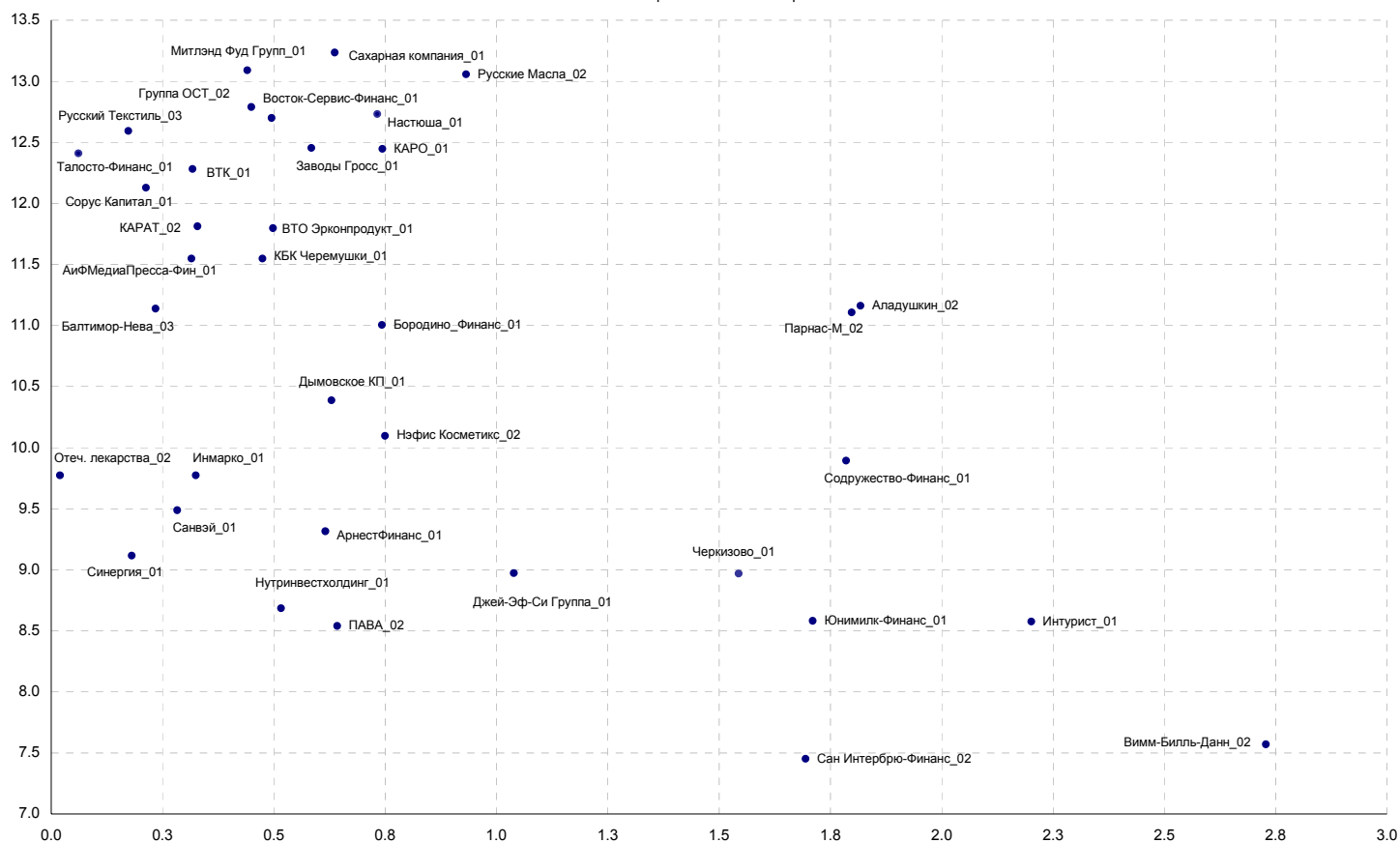


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

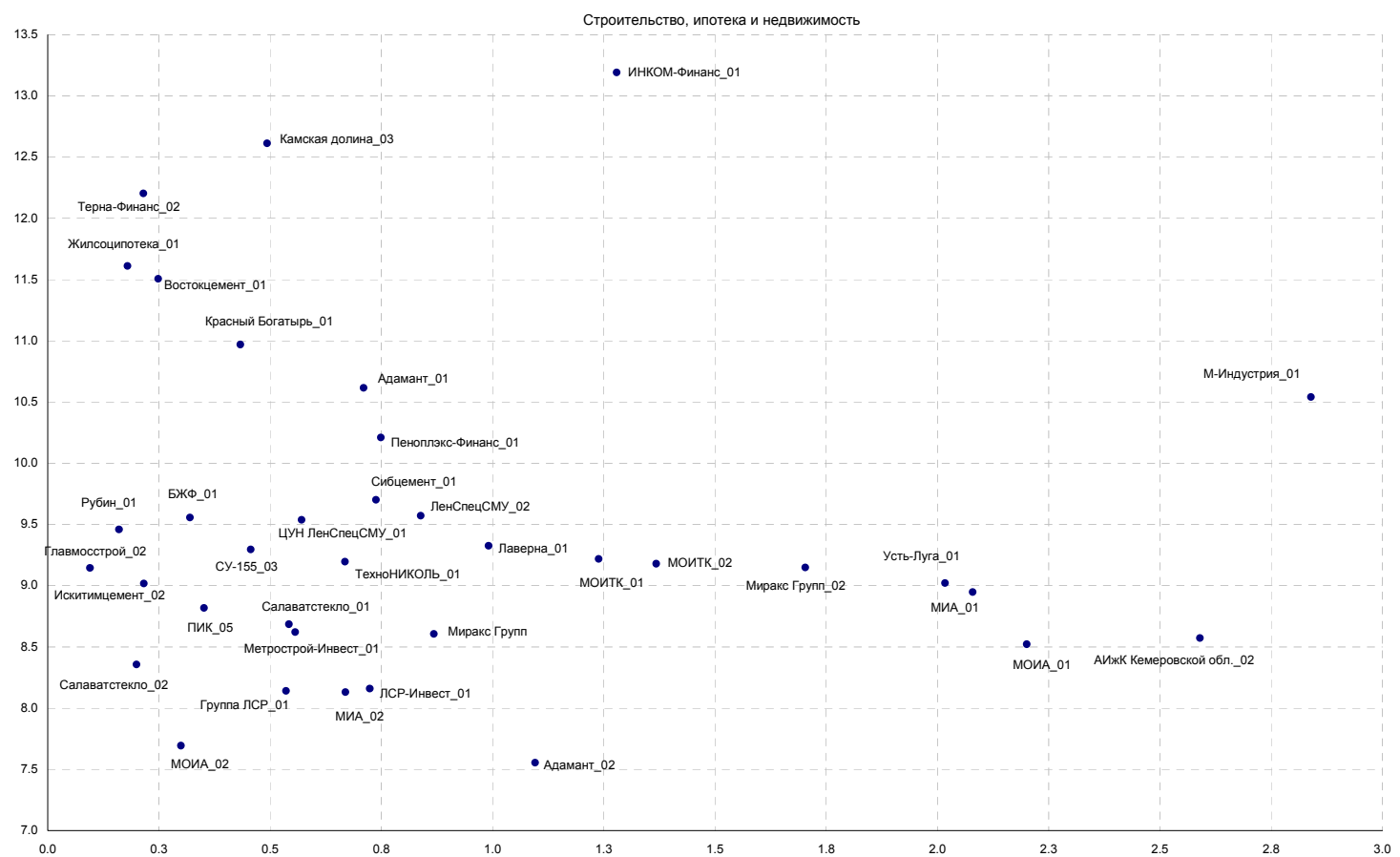
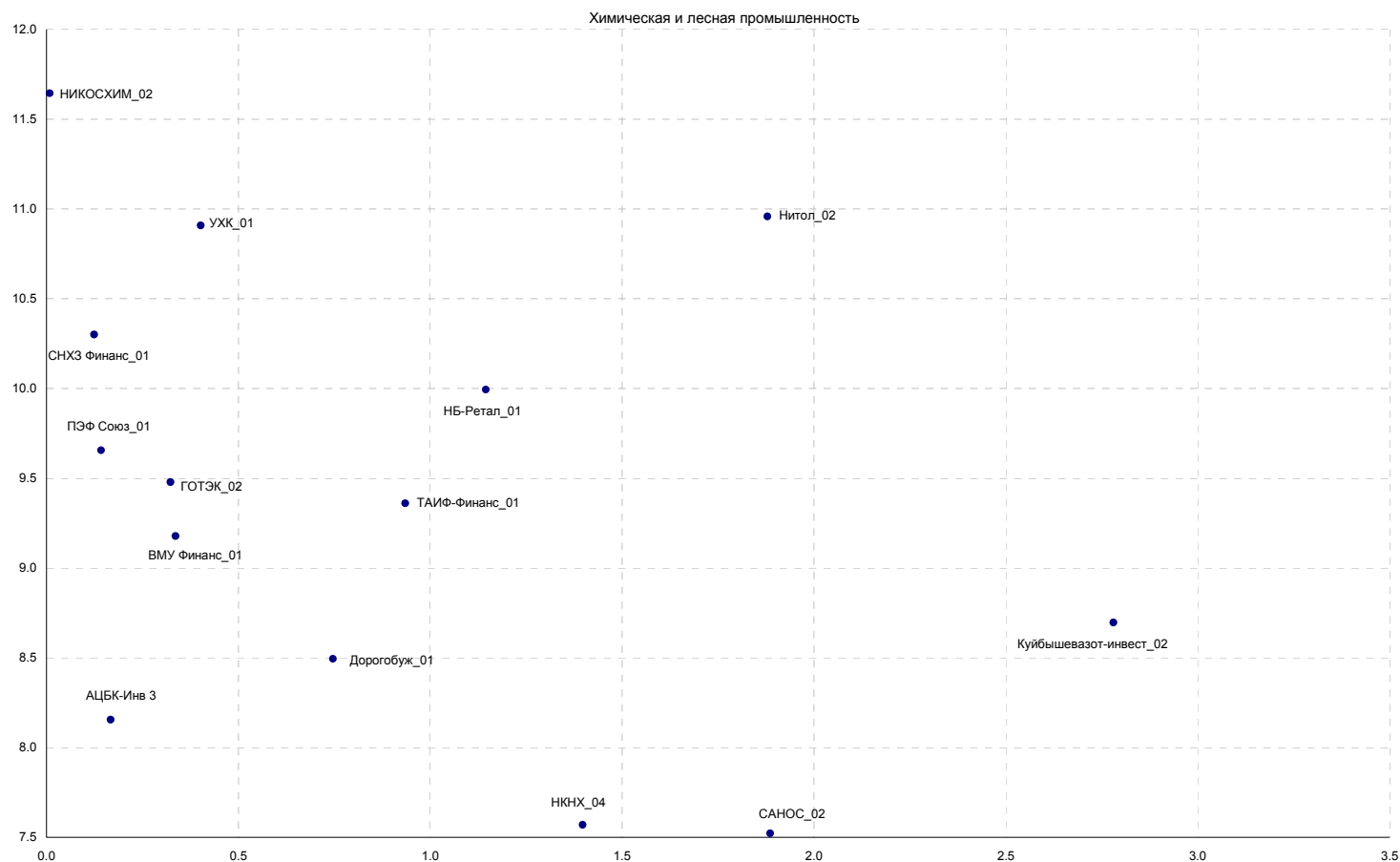
Потребительский сектор



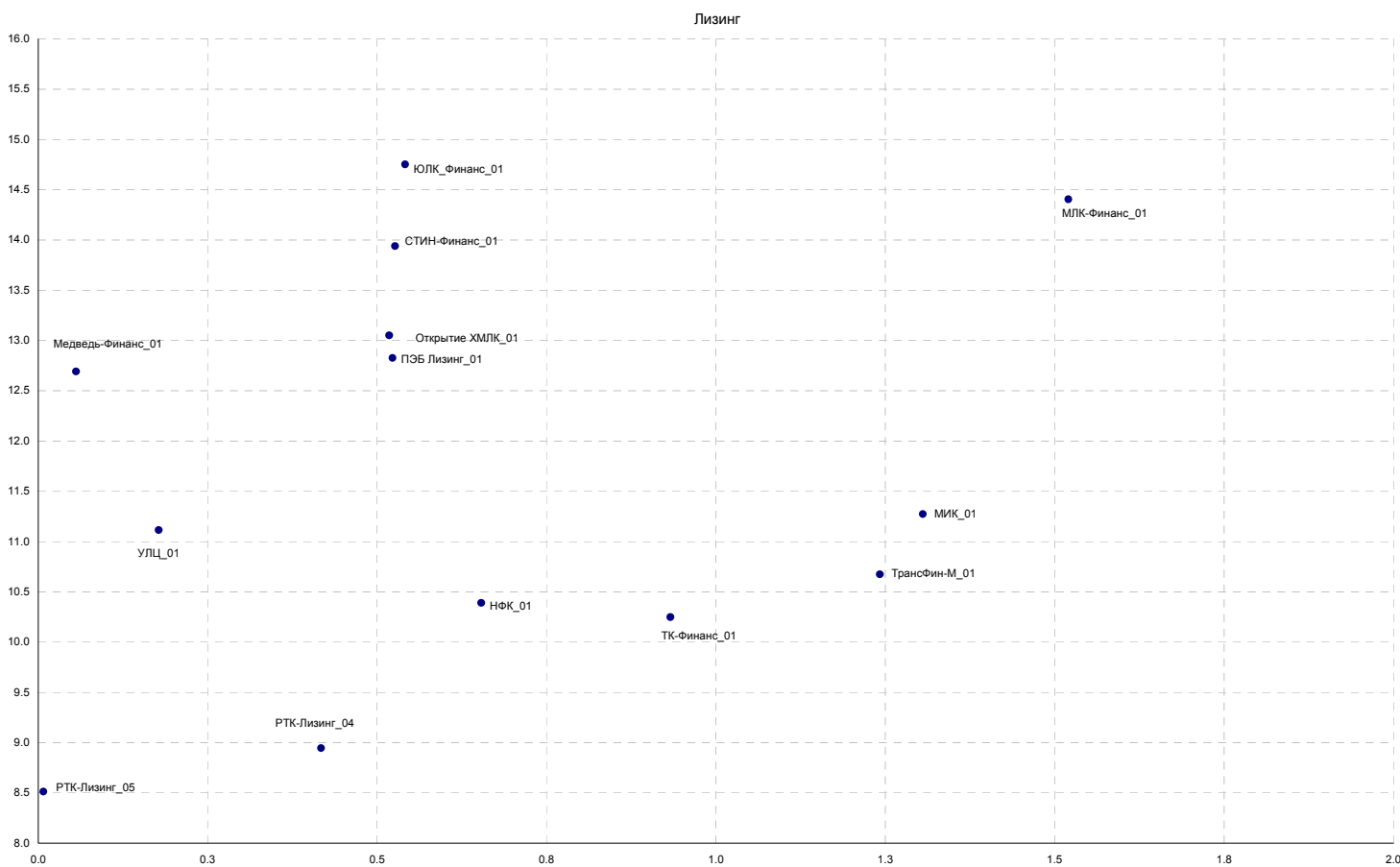
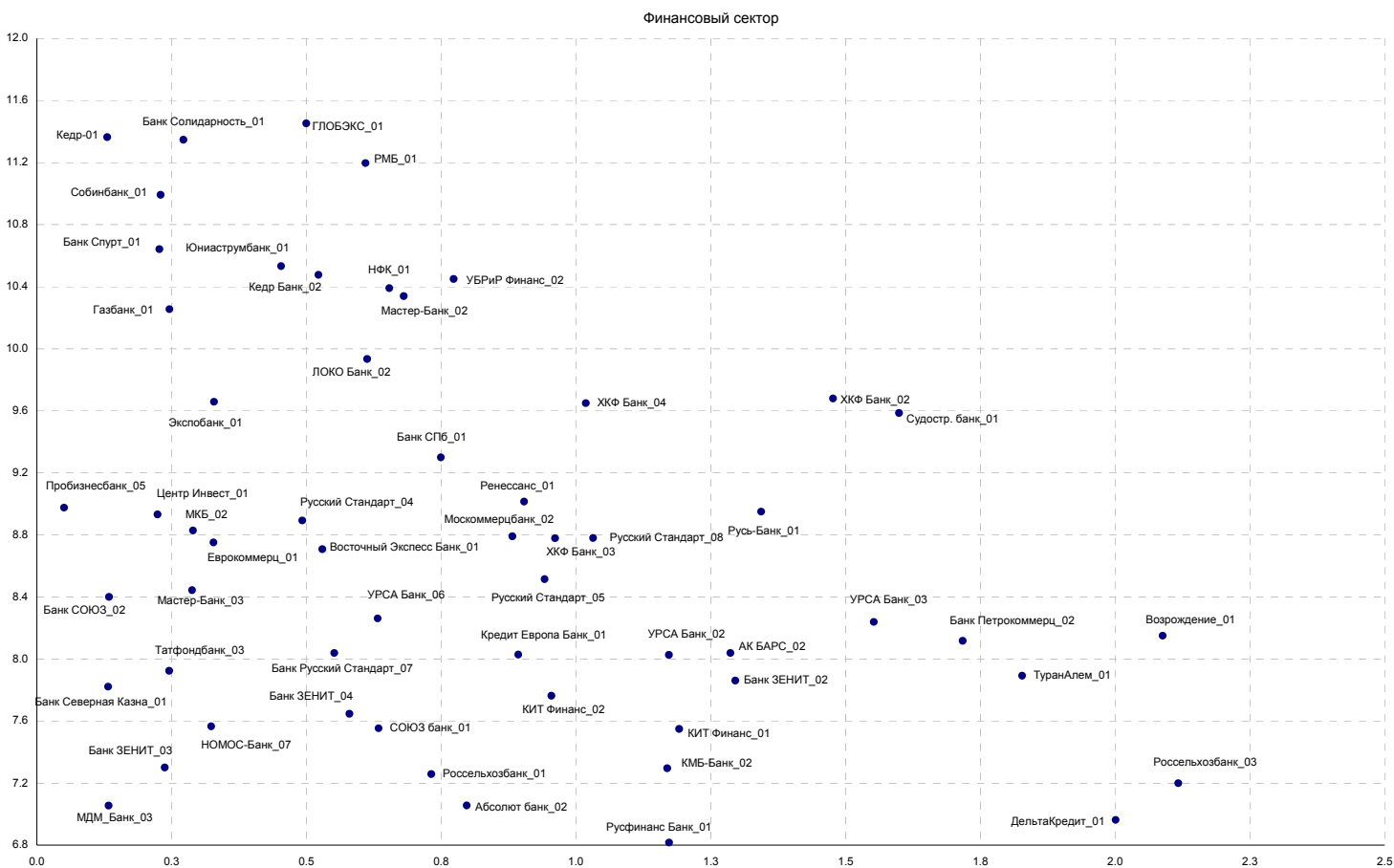
Агропромышленный комплекс



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

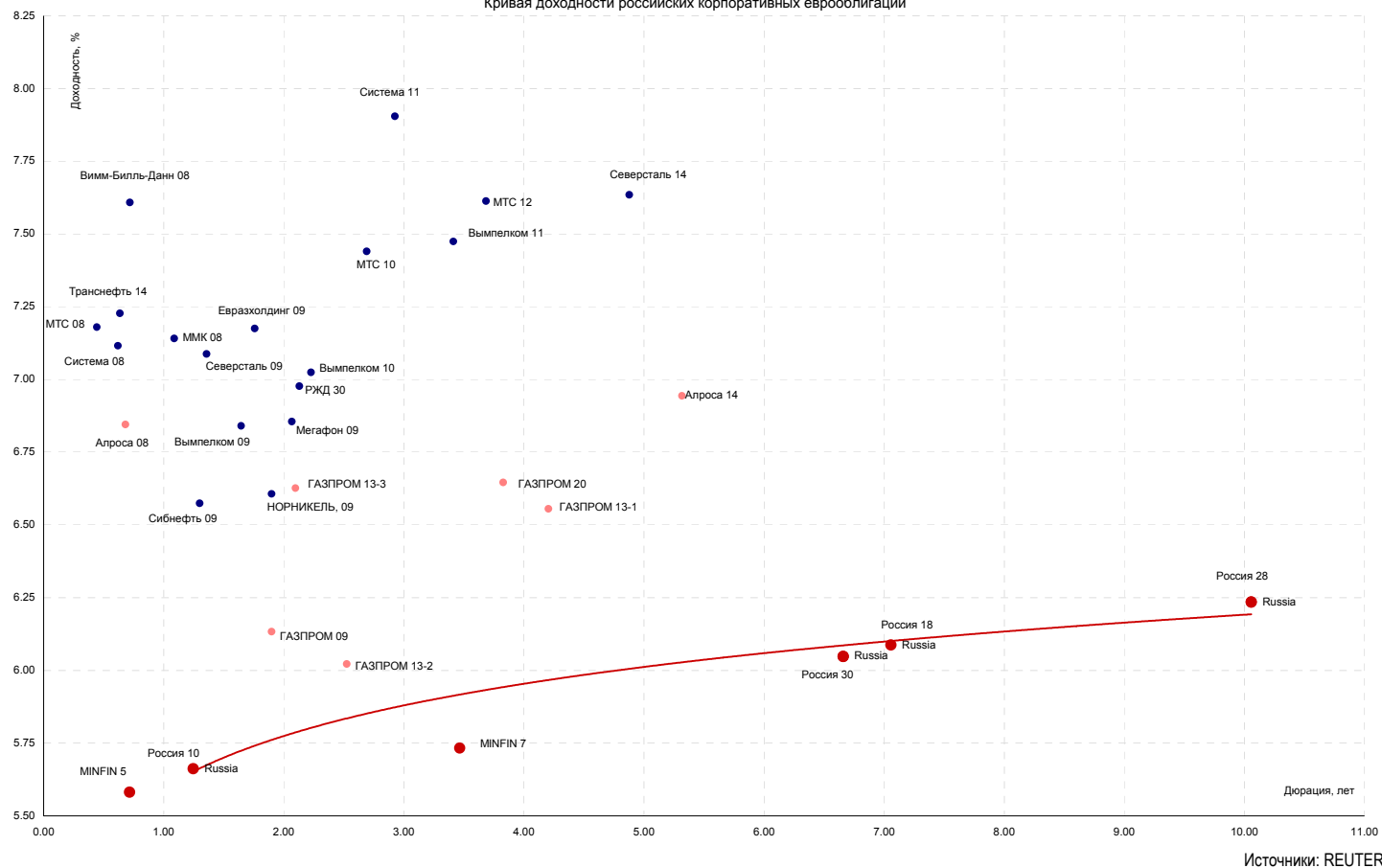


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

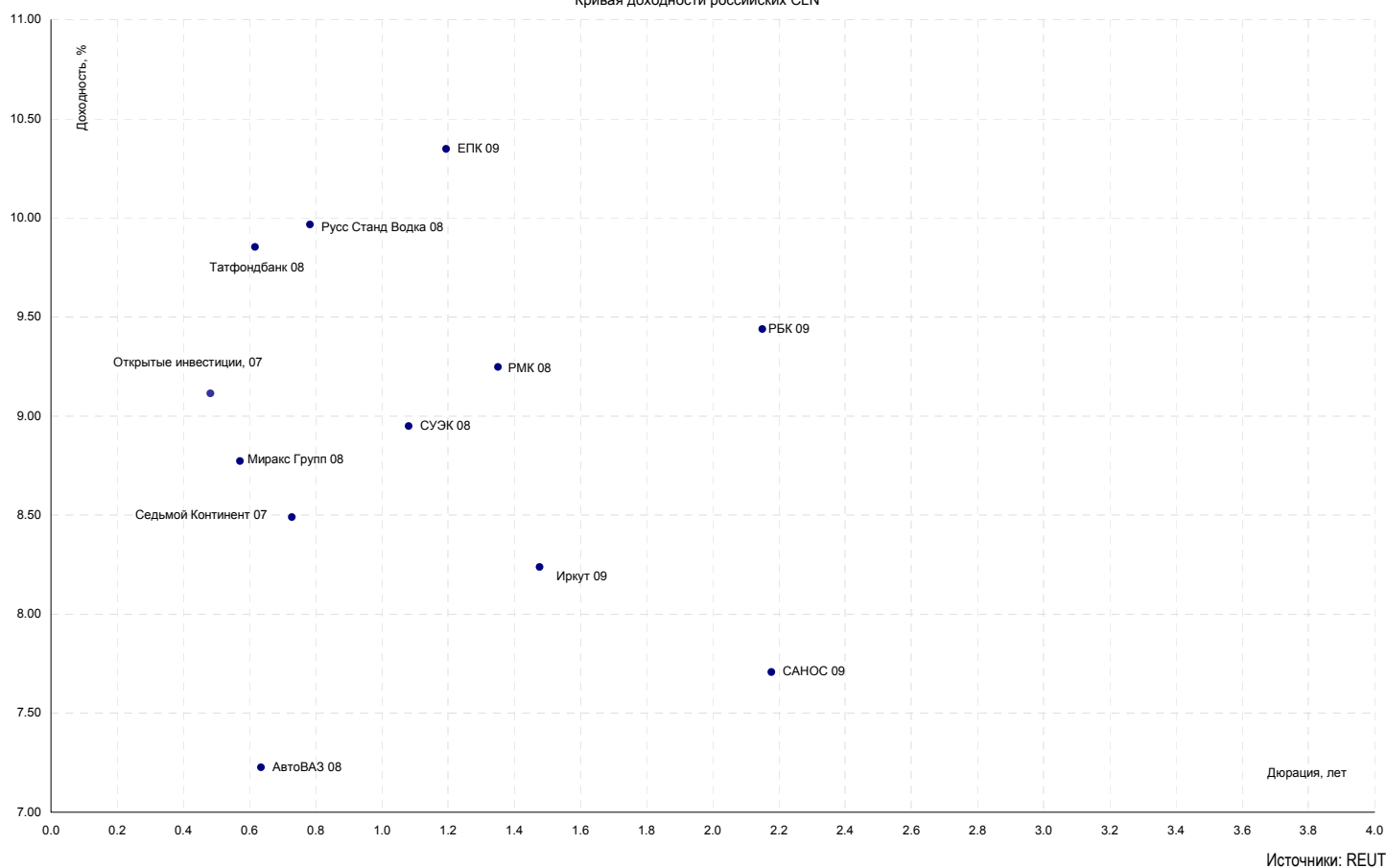


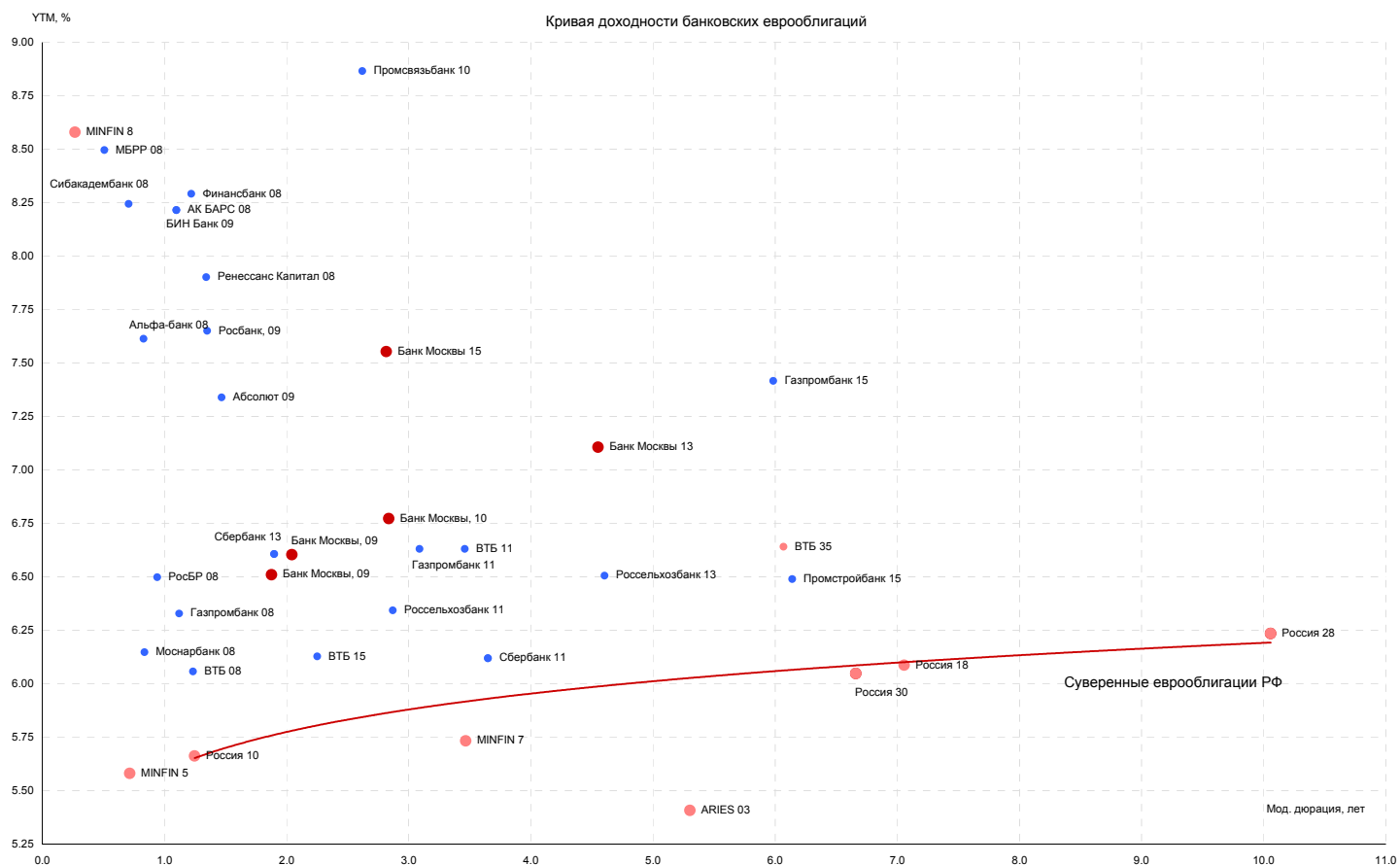
Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

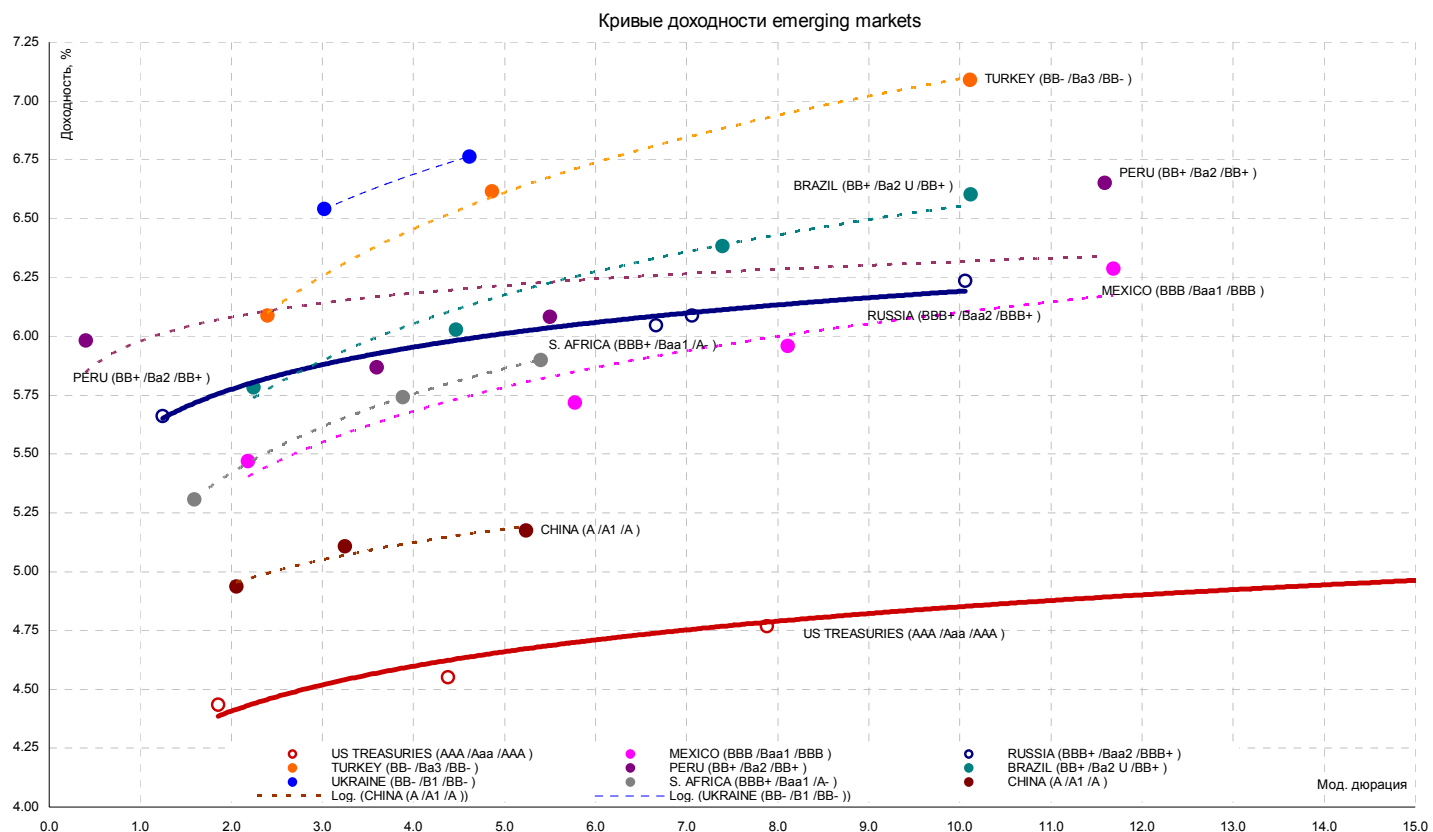
Кривая доходности российских корпоративных еврооблигаций



Кривая доходности российских CLN







Источники: REUTERS

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
Bank of Moscow Research@mmbank.ru
Bank of Moscow FI Research@mmbank.ru

Директор департамента
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Начальник управления анализа рынка акций
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Экономика
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Нефтехимия и нефтепереработка
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Телекоммуникации
Мусиенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Стратегия
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Электроэнергетика
Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Металлургия
Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Потребительский сектор
Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Отдел анализа рынка облигаций

Стратегия/ кредитный анализ
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Стратегия
Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Кредитный анализ
Залесская Анастасия
Zalesskaya_AV@mmbank.ru

Стратегия
Чупрына Татьяна
Chupryna_TV@mmbank.ru

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.