

US-Treasuries

Резкий рост доходностей us-treasuries, произошедший в начале марта, заставляет вспомнить ситуацию прошлого года, когда развивающиеся рынки пережили настоящий шок и массовый отток капитала. В настоящий момент мы ждем снижения высокого темпа роста доходностей, и полагаем, что опасения участников рынка относительно начала продаж со стороны крупнейших иностранных владельцев us-treasuries сильно преувеличены. В ближайший месяц рост доходностей us-treasuries, возможно, продолжится более умеренными темпами за счет негативного влияния инфляционного фактора. Общий прогноз по уровню процентных ставок в США мы оставляем неизменным - целевой уровень доходности на конец года по UST-10 5,0% годовых, целевой уровень учетной ставки ФРС США - 4,0%

Emerging markets

Дальнейшие перспективы emerging markets – остаются под вопросом. В условиях роста доходностей us-treasuries, котировки еврооблигаций emerging markets испытывают серьезное давление. Российский сегмент не станет исключением в ближайший месяц, поскольку также подвержен риску роста процентных ставок со стороны долговых рынков США.

Внешний долговой рынок

Потенциал дальнейшего роста российских еврооблигаций остается на минимальных уровнях. Как и в прошлом месяце, мы считаем, что дальнейшее сужение российских спрэдов не будет «отбивать» умеренный рост доходностей us-treasuries. Наши рекомендации остаются неизменными – продажа длинных суверенных еврооблигаций, покупка корпоративных еврооблигаций с дюрацией 2,5-5,0 лет. Наиболее привлекательными объектами для инвестиций, на наш взгляд, остаются недооцененные бумаги корпоративного сектора – Система-08, Система-11, Вимм-Билль-Данн-08, Вымпелком-09, Вымпелком-11, Северсталь-09, Норникель-09.

Внутренний долговой рынок

В случае если резкий рост доходностей us-treasuries затянется, ответное снижение котировок российских еврооблигаций, может оказать серьезное давление на внутренний долговой рынок. Исходя из наших ожиданий по динамике курса рубля, ликвидности и динамике внешних долговых рынков, мы полагаем, что кардинальных изменений на внутреннем долговом рынке в марте не произойдет. Мы считаем, что в ближайшем месяце основная игра участников рынка, будет сосредоточена на сокращении дюрации портфелей облигаций, игре на спрэде облигаций второго и третьего эшелонов и участии в размещении новых выпусков облигаций. Мы сохраняем свои рекомендации по приобретению облигаций эмитентов второго и третьего эшелона, доходности которых остаются привлекательными.

US-Treasuries

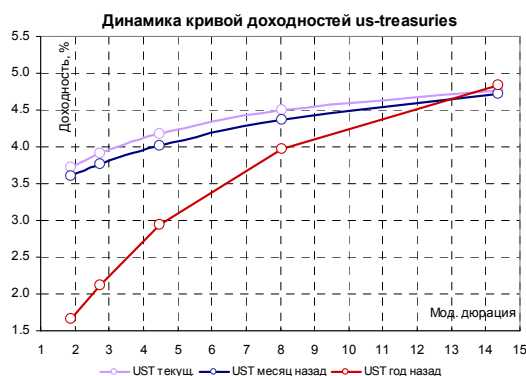
Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

	28.08.05	Изм-е, б.п.			Прогноз на конец года	Прогноз изм-я
		За месяц	С начала года	За 12 мес.		
Fed Funds Rate	2.50	25	25	150	4.0	150
UST-02	3.60	32	52	194	4.2	55
UST-05	4.01	31	40	106	4.6	59
UST-10	4.37	24	15	39	5.0	63
UST-30	4.72	14	-10	-12	5.4	68

Источники: REUTERS, Банк Москвы

В феврале доходности долгосрочных us-treasuries начали расти, отвечая, таким образом, на вопросы Алана Гринспена относительно динамики доходностей долгосрочных us-treasuries, которые он сформулировал, выступая с докладом в Сенате. Месяц назад Гринспен так и не решился склониться в сторону того или иного объяснения странного, с его точки зрения, поведения доходностей долгосрочных us-treasuries в начале года.

Доклад Гринспена, совпал с разворотом в динамике us-treasuries, и во многом стимулировал февральский рост доходностей. По итогам месяца доходности 30-летних us-treasuries выросли на 14 пунктов до 4,72% годовых, доходности 10-х летних облигаций выросли на 24 б.п. до 3,37% годовых, 2-х летние ноты выросли в доходности на 32 пункта до 3,60%.



Источники: REUTERS

Выход целого ряда ключевых макропоказателей, спровоцировал последующий рост доходностей us-treasuries. Однако наиболее драматичные изменения рынок базовых активов пережил 9-го марта. Премьер-министр Японии Коидзуми высказался в пользу изменения структуры золотовалютных резервов страны. Его слова о возможном сокращении долларовых активов, значительная часть которых представлена в us-treasuries, были чувствительно восприняты рынком и быстро привели к массовым продажам на рынке us-treasuries. В результате доходности 10-летних us-treasuries увидели уровни 4,57% годовых, а 30-летних - 4,87% годовых (за один день доходности выросли на 17-18 б.п.).

С первого взгляда создается впечатление «дежа вю» - текущий всплеск доходностей, по своей динамике очень похож на ситуацию апреля прошлого года – тогда доходности us-treasuries также росли стремительными темпами. Тем не менее, факторы которые лежат в основе изменений на долговом рынке сейчас и в прошлом, имеют совершенно иную природу. Напомним, что резко изменившаяся конъюнктура на рынке us-treasuries в прошлом году привела к сильному оттоку капитала с развивающихся рынков. Тем не менее, на этот раз влияние последнего всплеска доходностей us-treasuries может оказаться не столь разрушительным как прежде.

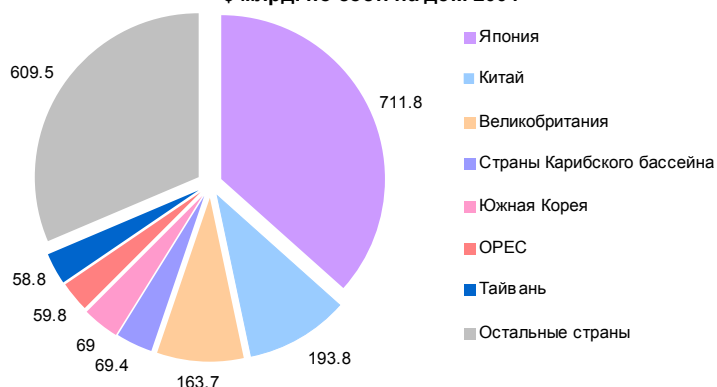
В отличие от прошлого года, когда экономика в США начала демонстрировать первые признаки оживления, а ФРС завершила 3-х летнюю фазу стимулирования экономики с помощью политики низких учетных ставок, сигналы, которая посылает экономика США в последнее время, остаются достаточно противоречивыми. Как и в прошлом году, рост доходностей us-treasuries в течение февраля происходил за счет изменения ряда макроиндикаторов. Последний всплеск доходностей us-treasuries, произошел за счет спекуляций о возможных продажах us-treasuries со стороны Японии.

Основные иностранные владельцы us-treasuries вряд ли станут продавать us-treasuries

Заявление премьер-министра Японии Коидзуми о возможном изменении структуры золотовалютных резервов страны и сокращении доли долларовых активов оказалось уже вторым аналогичным в этом году заявлением и привело к наиболее драматичным изменениям на рынке us-treasuries в этом году. Позже это высказывание, как ранее в случае с Южной Кореей, было официально опровергнуто представителями Центрального Банка. Тем не менее, 9-го марта доходности 10-летних us-treasuries увидели уровни 4,57% годовых (за один день доходности выросли на 18 б.п., +35 б.п. с начала года). Мы полагаем, что реакция рынка была справедливой, но серьезно опасаться каких-либо продаж со стороны крупнейших иностранных владельцев us-treasuries не стоит.

Япония является одним из крупнейших иностранных владельцев us-treasuries. По состоянию на декабрь 2004 года объем us-treasuries, которыми владеет Япония составил \$712,0 млрд. или около 37,0% от совокупного объема казначейских облигаций США, которыми владеют нерезиденты. Большая часть объема us-treasuries, принадлежащих Японии, входит в состав золотовалютных резервов страны. Неудивительно, что реакция участников оказалась весьма чувствительной – в случае начала продаж us-treasuries со стороны Банка Японии – крупнейшего иностранного владельца казначейских облигаций США - котировки базовых активов мгновенно полетят вниз.

Основные иностранные владельцы us-treasuries,
\$ млрд. по сост. на дек. 2004



Источники: U.S. Department of the Treasury

Прошлогодняя динамика объема казначейских облигаций США, принадлежащих Японии, показывает, что страна в 2004 году нарастила объем us-treasuries более чем на 22,0% с \$583,2 млрд. в январе до \$711,8 млрд. в декабре 2004 года. При этом совокупный портфель us-treasuries, принадлежащих нерезидентам, вырос на 23,2% с \$1570,9 млрд. до \$1935,8 млрд. Доля Японии в совокупном портфеле us-treasuries принадлежащих нерезидентам оставалась устойчивой, и слегка снизилась с 37,1% в январе 2004 года до 36,8% в декабре. Таким образом, в 2004 году имела тенденция роста объема портфеля us-treasuries, принадлежащих нерезидентам, и Япония следовала общей тенденции.

Мы полагаем, что опасения по поводу возможных продаж us-treasuries со стороны крупнейших иностранных владельцев, сильно преувеличены, поскольку в первую очередь эти продажи будут иметь негативные последствия и принесут ущерб их инициаторам. Наиболее вероятный вариант поведения крупнейших владельцев us-treasuries – это сокращение будущего объема покупок us-treasuries.

Основные иностранные владельцы us-treasuries

	дек.04	январ.04	изм-е, %
Япония	711.8	583.2	22.1
Китай	193.8	156.2	24.1
Великобритания	609.5	91.8	78.3
Страны Карибского бассейна	69.4	48.1	44.3
Южная Корея	69	59.6	15.8
ОПЕК	59.8	43.4	37.8
Тайвань	58.8	53.1	10.7
Остальные страны	609.5	535.5	13.8
Всего	1935.8	1570.9	23.2

Источники: U.S. Department of the Treasury

Факторы роста доходностей us-treasuries

Основной рост доходностей us-treasuries в феврале во многом произошел за счет изменения трех ключевых макроиндикаторов – торгового баланса, всплеска инфляции в промышленном секторе и роста базовой составляющей индекса потребительских расходов.

Самый значительный рост доходностей us-treasuries произошел после выхода двух блоков статистики, связанных с инфляцией – показателей инфляции в промышленном секторе и статистике потребительских расходов.

Январский рост базовой составляющей индекса промышленных цен на уровне 0,8% - стал рекордным с декабря 1998 года. Рост индекса год к году в январе составил 3,1% по сравнению с 2,3% в декабре 2004 года. Базовая составляющая индекса потребительских расходов (PCE core) в январе также оказалась выше ожиданий – 0,3%, против 0,0% в декабре. По сравнению со значением этого индекса в прошлом году в январе он вырос на 1,6%, против 1,5% в декабре. Темпы роста общего индекса (PCE) снизились с 2,4% (год к году) в декабре до 2,2% в январе. Рост доходностей 10-летних us-treasuries после выхода этих блоков статистики в совокупности составил 21 базисный пункт (по итогам месяца рост составил 24 б.п.)

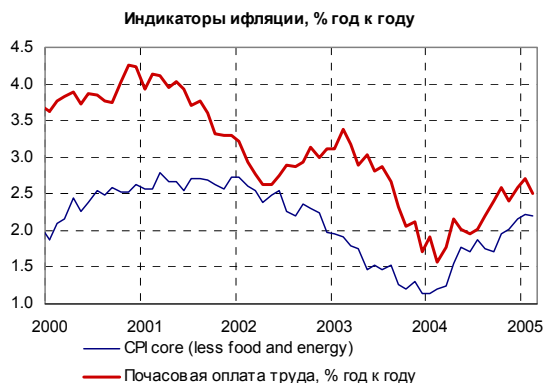
Экономические индикаторы США



Источники: FRED II Data

Статистика торгового баланса улучшилась по итогам декабря, что негативным образом сказалось на котировках казначейских облигаций США. Отрицательное сальдо торгового баланса снизилось с \$59,4 млрд. в ноябре прошлого года до \$55,7 млрд. по итогам декабря. Улучшение совокупного показателя торгового баланса привело к росту доходностей us-treasuries. Доходности 10-летних казначейских облигаций мгновенно прибавили порядка 9 б.п.

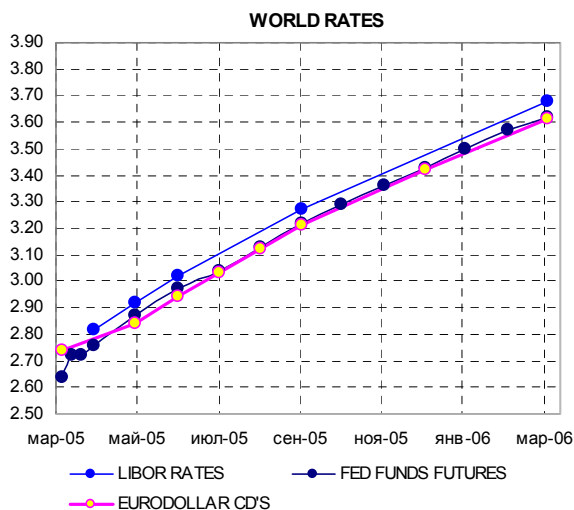
Статистика рынка труда США, напротив, позволила участникам рынка сыграть на повышение котировок us-treasuries. Мартовский отчет отразил значительное увеличение числа новых рабочих мест в экономике при снижении темпов роста почасовой оплаты труда. В феврале число новых рабочих мест составило 262 тыс. против ожиданий в 200 – 220 тыс., при этом, среднечасовой уровень оплаты труда не изменился и составил \$15,9. Темпы роста этого показателя снизились. В феврале он вырос к соответствующему значению прошлого года на 2,5%, против 2,7% в январе. Участники рынка восприняли этот сигнал как ослабление инфляционного давления. Сразу после выхода этого блока статистики доходности us-treasuries проявили смешанную динамику и в результате немного снизились. Результирующий вклад выхода февральского и мартовского блока статистики занятости США в снижение доходностей 10-летних us-treasuries составил 14 б.п.



Таким образом, общий вклад изменения ключевых макропоказателей в рост доходностей us-treasuries оказался весьма умеренным и пока совпадает с нашими ожиданиями. Главный вклад в рост доходностей us-treasuries в феврале внес резкий рост ряда инфляционных показателей по итогам января, в то время как реакция на выход другой ключевой статистики, отражающей темпы роста экономики (розничные продажи, деловая активность, статистика ВВП и др.) оказалась весьма незначительной.

Сегодня на фоне рекордных цен на нефть угроза инфляционного давления снова выходит на первый план. 22 марта Комиссия по открытым рынкам снова собирается для того, чтобы принять решение об изменении уровня процентной ставки. Сегодня уже мало кто сомневается, что учетная ставка будет повышена на 25 б.п. до 2,75% годовых. Фьючерсы на учетную ставку на CВОТ с датой исполнения 5 апреля торгуются по цене 97,23 процентов от номинала, что соответствует уровню в 2,77% годовых. На конец года участники рынка закладывают рост ставки до уровня 3,9% годовых.

Резкий рост доходностей us-treasuries, произошедший в начале марта, заставляет вспомнить ситуацию прошлого года, когда развивающиеся рынки пережили настоящий шок и массовый отток капитала. В настоящий момент мы ждем снижения высокого темпа роста доходностей, и полагаем, что опасения участников рынка относительно начала продаж со стороны крупнейшей иностранной владельцев us-treasuries сильно преувеличены. В ближайший месяц рост доходностей us-treasuries, возможно, продолжится более умеренными темпами, за счет негативного влияния инфляционного фактора. Общий прогноз по уровню процентных ставок в США мы оставляем неизменным. (см. табл. выше).



Источники: REUTERS

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Emerging markets

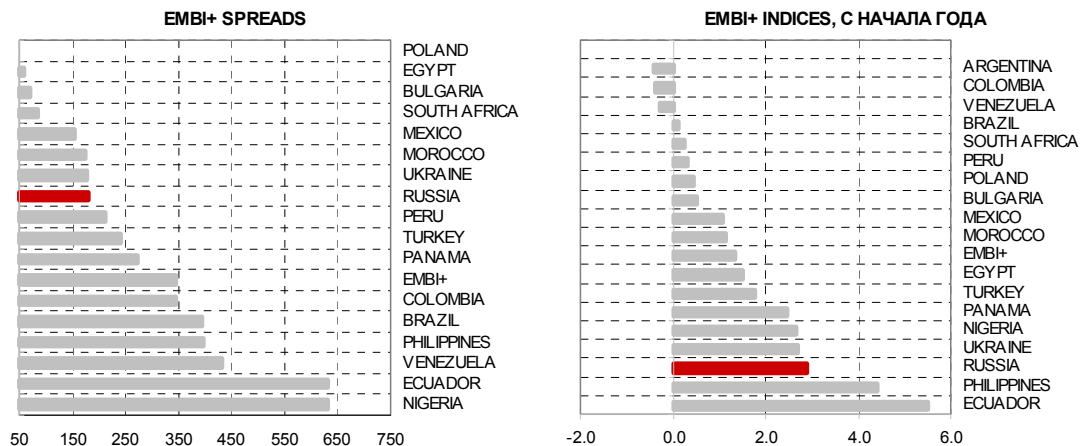
Конъюнктура emerging markets

	28.08.05	Изм-е*		
		За месяц	С начала года	За 12 мес.
EMBI+	335.4	1.1	1.8	12.9
EMBI+ Spread	339	-28	-19	-105
EMBI+ Russia	388.0	1.3	3.2	12.2
EMBI+ Russia Spread	178	-28	-36	-85
EMBI+ Mexico	310.0	0.0	1.7	6.7
EMBI+ Mexico Spread	151	-11	-16	-38
EMBI+ Brasil	447.5	1.5	0.8	19.4
EMBI+ Brasil Spread	390	-27	7	-181
EMBI+ Turkey	225.3	1.7	1.9	10.7
EMBI+ Turkey Spread	235	-46	-31	-104

Источники: J.P.Morgan, REUTERS

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

Умеренный рост доходностей us-treasuries по итогам февраля не сильно сказался на состоянии долговых обязательств emerging markets. По итогам первых двух месяцев этого года индекс EMBI+ вырос на 1,8%, а спрэд индекса сузился на 19 пунктов. Российский сегмент рынка продемонстрировал едва ли не лучшую динамику, среди других сегментов еврооблигаций emerging markets. Индекс EMBI+ Russia вырос за два первых месяца на 3,2% (1,3% в феврале), а его спрэд сузился на 36 б.п. (28 б.п. по итогам февраля).

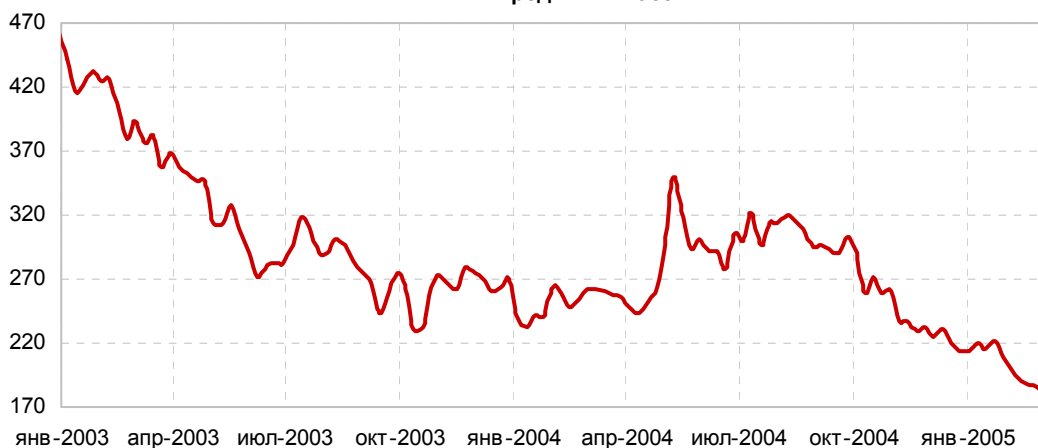


Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Прогнозы

Мы не изменяем наши ожидания на ближайший месяц. Учитывая базовые предпосылки – рост доходностей на рынке us-treasuries до конца года – рост рынка emerging markets не сможет продолжаться такими же темпами, какими они были в первые два месяца. Спрэд индекса EMBI+, достиг исторического минимумом и в настоящее время продолжает оставаться на таких же низких уровнях: 340-350 б.п. Такое значение говорит о сильной чувствительности рынка emerging markets к динамике us-treasuries. В нашем случае дальнейший рост доходностей долгосрочных облигаций Казначейства США негативным образом повлияет на стоимость еврооблигаций emerging markets и, вероятно, приведет к росту спрэдов.

Спрэд EMBI+Россия



Спрэд EMBI+



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Российские еврооблигации

Конъюнктура российских еврооблигаций

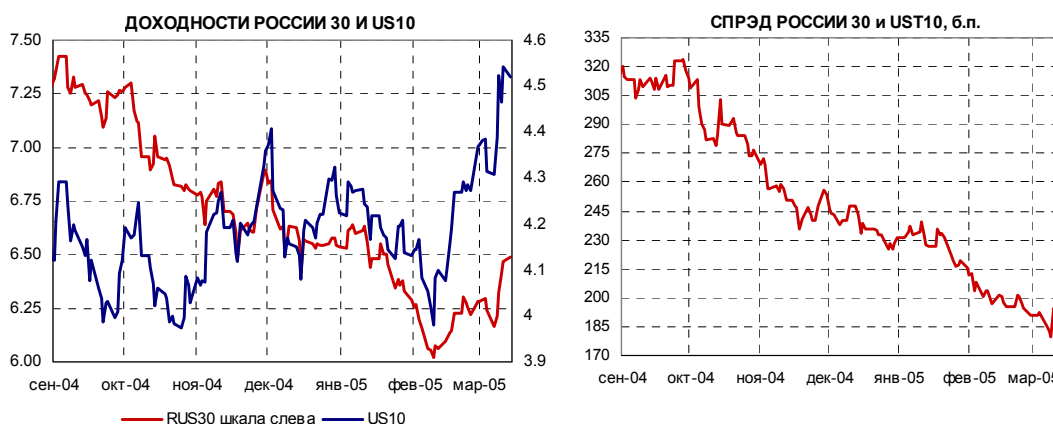
	28.08.2005	Изм.-е*		
		За месяц	С начала года	За 12 мес.
Доходн. UST-10	4.37	24	15	39
Стоимость Россси-30	105.06	1.8	2.4	7.1
Доходн. Россия 30 YTM	6.28	-1	-25	-63
Спрэд России 30 и UST-10	191	-24	-40	-102

Источники: REUTERS

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

Практически сразу же после того как стоимость «России-30» в начале февраля достигла очередных исторических максимумов - 107,0 процентов от номинала – началась коррекция на долговом рынке США. Российские суверенные облигации показали завидную сопротивляемость росту доходностей – стоимость бумаг снижалась очень незначительно, приводя в конечном итоге к дальнейшему сокращению спрэдов к казначейским облигациям США. Спрэд «России-30» вопреки нашим ожиданиям продолжил сужаться и к концу февраля достиг уровня 191 б.п., а в начале марта участники рынка увидели уровни 185 б.п.

Надо отметить, что спрэды российских еврооблигаций сужались за счет устойчивости российских бумаг на фоне роста доходностей us-treasuries. В прошлой стратегии мы отмечали, что после отыгранной реакции рынка на повышение суверенного рейтинга России по версии S&P до инвестиционного уровня, спрэд будет находиться в пределах 195-205 б.п., и для его дальнейшего снижения (по нашим оценкам, уровня в 180 б.п.) рынку российских еврооблигаций потребуется серьезная стимуляция в виде очередного присвоения рейтинга от Moody's (в настоящий момент агентство держит прогноз изменения рейтинга России на «позитивном» уровне).



Источники: REUTERS

Второй месяц подряд лучшую динамику в секторе российских еврооблигаций продемонстрировали облигации корпоративного сектора. Напомним, что в прошлом месяце мы определили именно этот сегмент рынка российских еврооблигаций и предположили, что в случае дальнейшего сокращения премий за политический риск, облигации именно этих эмитентов окажутся среди лидеров роста по итогам месяца.

Еврооблигации - лидеры роста в феврале

ЭМИТЕНТЫ	Изм.-е цены за месяц	YTM, %	Дюр. лет.	S&P	Moody's	Fitch
Северсталь 14	3.52	8.41	6.48	B+	B2	B+ D
Алроса 14	2.31	7.86	6.89	B	B2	
Евразхолдинг 09	2.16	8.00	3.77			B
Вымпелком 09	1.96	7.53	3.67	BB-	B1	
Северсталь 09	1.94	7.59	3.57	B+	B2	B+ D
MINFIN 8	1.93	8.87	2.78	BBB-	Baa3	BBB-
Петрокоммерц 07	1.90	7.27	1.86	B	B1	
Росбанк, 09	1.85	8.48	2.56	B-		B
НОРНИКЕЛЬ, 09	1.84	7.29	3.99	BB	Ba2	
Русс. Станд 07	1.67	6.94	1.98	B	Ba3	

Источники: REUTERS, расчеты банка Москвы

Корпоративные риски. Требуемая премия за риск к доходностям еврооблигаций компаний частного сектора продолжила снижаться в феврале. Мы считаем, что сужение спрэдов в какой-то мере отражает снижение политических рисков, характерных для этих эмитентов. Норильский Никель и ТНК - бумаги, где спрэды снизились в меньшей степени. Наши ожидания оправдались, когда в прошлом месяце мы поставили на дальнейшее сужение корпоративных спрэдов.

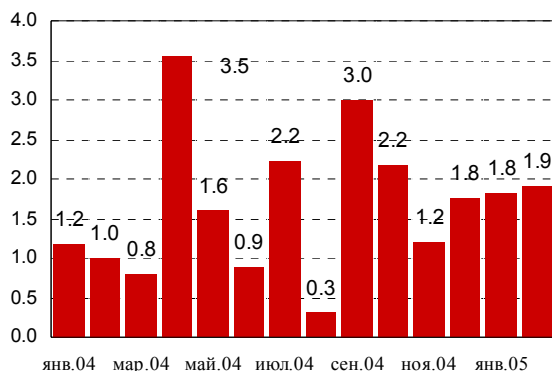


Заимствования на внешних рынках. Итоги февраля оказались удачными с точки зрения объема заимствований, которые осуществили российские корпоративные эмитенты. По нашим оценкам, в феврале им удалось привлечь порядка \$1,9 млрд., по сравнению с \$1,8 млрд. месяцем ранее. Значительная доля привлеченных средств (\$1,0 млрд.) приходится на выпуск субординированных еврооблигаций Сбербанка. Таким образом, по итогам первых двух месяцев корпоративные эмитенты привлекли порядка \$3,7 млрд.

Для сравнения: согласно нашим оценкам, среднемесячный объем заимствований в 2004 году составил порядка \$1,64 млрд., а в январе-феврале 2004 года эмитенты привлекли порядка \$2,2 млрд.

Основная масса эмитентов, которая объявила о размещении еврооблигаций в начале 2005 года, успела привлечь средства до начала роста процентных ставок в США. По нашим сведениям в настоящее время не готовится ни одного выпуска корпоративных еврооблигаций. Мы ждем, что в оставшееся время до конца марта, активность эмитентов на внешнем рынке заметно снизится.

Внешние заимствования российских корпоративных эмитентов, млрд. долл.



Источники: Банк Москвы

Заимствования на внешних долговых рынках с начала года

Эмитент	\$млн	Дата	срок, лет	Ставка купона, %	Программа займа
Москредитбанк	10	19.01.2004	0.50	LIBOR+375 b.p.	credit
Алроса	200	20.01.2005	10.00	8.875	144-A
ЖКФ	150	21.01.2005	3.00	9.125	eurobonds
МТС	400	21.01.2005	7.00	8.000	144-A
Альфа-Банк	150	27.01.2005	2.00	7.750	eurobonds
ВТБ	€ 130.00	27.01.2005	1.00	EURIBOR+150 b.p.	SSD
ВТБ	750	31.01.2005	10.00	6.315	sub. eurobonds
РОСБАНК	75	02.02.2005	4.64	9.750	eurobonds
Сбербанк	850	04.02.2005	10.00	6.230	sub. eurobonds
Еврохим (Холдинг)	€ 150.00	04.02.2005	2.00	LIBOR+350 b.p.	syndicated loan
Сбербанк	150	07.02.2005	10.00	6.230	sub. eurobonds
Вымпелком	300	08.02.2005	5.00	8.000	eurobonds
МБРР	150	25.02.2005	3.00	8.625	eurobonds
Сибнефть	200	28.02.2005	3.25	LIBOR+160 b.p.	syndicated loan
Промсвязьбанк	100.00	01.03.2005	2.00	10.250	eurobonds

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Российские еврооблигации - прогноз

Наша позиция относительно дальнейших перспектив российских еврооблигаций не претерпела серьезных изменений. Потенциал роста длинных суверенных еврооблигаций практически исчерпан.

На наш взгляд, их дальнейшее сужение возможно лишь за счет повышения рейтинга Moody's (прогноз изменения которого в настоящее время «позитивный»). Положительный эффект будет иметь место в случае удачного исхода переговоров России с Парижским Клубом насчет досрочного погашения долга.

Тем не менее, несмотря на вероятное продолжение сужения спрэдов, мы считаем, что дальнейший потенциал роста долгосрочных суверенных еврооблигаций практически отсутствует. Учитывая наступление всех потенциально позитивных событий перечисленных выше, мы предполагаем, что спрэд еврооблигаций «Россия-30» к десятилетним us-treasuries в текущем году может достигнуть уровня 180 б.п., но вряд ли сможет опуститься ниже. Правда, в начале марта спрэд достигал значения в 183 б.п., после чего снова вырос. В настоящее время этот спрэд колеблется в пределах уровня в 195-210 б.п. и является, на наш взгляд, оптимальным. Стоимость России-30 можно определить исходя из различных предположений о доходности us-treasuries к концу года:

Стоимость России-30 в зависимости от сценария

	Баз. прогноз	Оптимист.	Пессимистичный	Текущее
Доходность UST-10	5.00	4.15	5.50	4.50
Доходность России-30	6.80	5.95	7.30	6.30
Спрэд России-30, б.п.	180	180	180	180
Стоимость России-30	100.70	107.92	96.45	104.94
Потенциал роста* цены, %	-2.7	4.2	-6.8	1.4

Источники: расчеты Банка Москвы

*Расчетная цена **103.50**

Основной вывод из расчетов - **потенциал роста в длинных суверенных еврооблигациях практически отсутствует, а сужение спрэдов, которое вероятно произойдет, не отыграет вероятного неблагоприятного изменения конъюнктуры** (роста доходностей us-treasuries).

Согласно нашему базовому варианту – сужению спрэда России-30 к UST-10 до 180 б.п. и росту доходности UST-10 к концу года до 5,0% годовых - потенциал снижения стоимости России-30 (от 103,5 процентов от номинала - цены на конец января) составляет около 2,71%.

В настоящее время мы не видим дальнейшего потенциала роста стоимости долгосрочных российских суверенных еврооблигаций, и считаем, что он остается только в случае сохранения стабильности рынка us-treasuries, что маловероятно. Более вероятный сценарий - это умеренный рост доходностей us-treasuries. В этом случае инвестирование в длинные российские суверенные еврооблигации сопряжено с высоким риском неблагоприятного изменения процентных ставок. Консервативным инвесторам мы рекомендуем формировать портфели с дюрацией в пределах 5 лет, в том числе за счет включения в портфель корпоративных еврооблигаций.

Внутренний долговой рынок

Позитивный настрой участников рынка в начале месяца оказал неплохую поддержку котировкам рублевых облигаций. Основной рост котировок на внутреннем долговом рынке наблюдался лишь на протяжении первой недели февраля (31 января S&P повысило рейтинг России до инвестиционного уровня), после чего рынок до конца февраля погрузился в дрему. По итогам месяца ценовой индекс корпоративных облигаций ММВБ вырос на 0,37%, а индекс полной доходности корпоративных облигаций ММВБ вырос на 1,06%. На протяжении всего месяца наибольшая активность концентрировалась в облигациях второго эшелона, спреды которых расширились относительно «голубых фишек» во время ралли первой недели.

Торговая активность в бумагах первого эшелона, за исключением выпусков Газпрома, находилась на низком уровне. По итогам месяца доходности наиболее ликвидных облигаций первого эшелона снизились на 13-20 пунктов. Исключением стали облигации Внешторгбанка и РАО ЕЭС. Доходности третьего выпуска ВТБ снизились на 64 пункта (5,84% годовых на 01.03.2005), доходность второго выпуска ВТБ упала на 112 пунктов до 4,56% годовых. Доходность облигаций РАО ЕЭС за месяц снизилась на 81 пункт до уровня 5,43% годовых (по состоянию на 01.03.2004).

Рублевые облигации - лидеры роста в феврале

ЭМИТЕНТЫ	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Субфедеральные и муниципальные облигации				
Башкортостан, 04	2.98	8.18	-	2.26
Уфа, 04	2.97	10.66	-	2.79
Волгоградская обл., 01	2.93	10.88	-	2.72
Якутия, 05	2.47	9.52	-	1.94
ЯНАО, 01	2.38	9.45	-	2.94
Корпоративные облигации				
СГ МЕЧЕЛ, 01	2.45	-	8.75	1.17
АИЖК, 02	2.15	8.87	-	3.95
УРСИ 04	2.10	9.21	-	2.34
ТД МЕЧЕЛ 01	2.07	-	8.99	1.21
Ленэнерго, 01	2.04	10.45	-	1.90

Источники: ММВБ, REUTERS, расчеты банка Москвы

Высокий уровень свободной денежной ликвидности поддерживал рынок на протяжении всего месяца. Отсутствие больших объемов первичного предложения разогрело аппетит инвесторов, результатом чего, стали отличные результаты двух аукционов по размещению новых выпусков облигаций Банка Русский Стандарт и Северо-Западного Телекома. Высокий аппетит инвесторов отразился также и на динамике вышедших на вторичный рынок облигаций Лукойла, ИТЕРы, Тулачермета, НОВАТЭКа.

Котировки субфедеральных и муниципальных облигаций также демонстрировали позитивную динамику. В феврале практически все облигации данного сектора, за исключением ХМАО 01 и Москвы 26, продемонстрировали уверенный рост. Торговая активность сектора в целом сохранялась на среднем уровне. Из московских облигаций наиболее позитивную динамику продемонстрировали длинные выпуски столичного правительства (Москва 39 (+1,97%), Москва 38 (+1,7%), Москва 40 (+1,46%), Москва 29 (+1,32%). Стоит отметить, что за февраль – начало марта правительство Москвы активно производило выкуп дорогих (с точки зрения обслуживания) выпусков московских облигаций с близкими сроками до погашения. Так, за полтора месяца объем рынка краткосрочных московских облигаций сократился на 4,5 млрд. рублей по номиналу, что оказало некоторую поддержку котировкам более длинных выпусков города Москвы.

Выкуп облигаций города Москвы на вторичном рынке Комитетом государственных заимствований (с 25 января по 05 марта)

выпуск	гос.регистрационный номер	Количество облигаций, штук
24	RU25024MOS	761 549
28	RU25028MOS	1 880 808
33	RU25033MOS	566 550
34	RU25034MOS	1 303 831

Источники: Москомзайм



Источники: REUTERS

Первичные размещения. После месяца затишья в феврале состоялись первые аукционы по размещению новых выпусков корпоративных облигаций. Всего было проведено 4 аукциона по размещению четырех выпусков облигаций на общую сумму 5,5 млрд. рублей.

Первым с желанием провести размещение нового выпуска стал Газпром. Восьмого февраля на ММВБ прошел аукцион по размещению четвертой серии пятилетних облигаций на 5 млрд. рублей. Спрос на новый выпуск превысил предложение в два раза. Несмотря на достаточно приличный интерес, инвесторы потребовали премию ко вторичному рынку на уровне 50 пунктов. Учитывая неопределенность будущей динамики процентных ставок и двухмесячную заморозку нового выпуска перед началом торгов на вторичном рынке, размер премии, которую потребовали участники рынка, является вполне справедливым. В итоге, эмитент разместил новый выпуск облигаций с доходностью к погашению на уровне 8,39% годовых. Премия при первичном размещении четвертого выпуска облигаций Газпрома помешала точно спрогнозировать итоги аукционов, по размещению облигаций Банка «Русский Стандарт» и Северо-Западного Телекома, которые состоялись в начале марта. Солидный синдикат участников размещения позволил эмитентам «сэкономить» на премии и разместиться по уровням доходности текущего вторичного рынка.

Банк «Русский Стандарт» разместил четвертый выпуск трехлетних облигаций на сумму 3 млрд. рублей. По выпуску предусмотрена годовая оферта, что делает выпуск достаточно привлекательным для инвесторов, ориентирующиеся на небольшую дюрацию. Спрос на аукционе в 1,5 раза превысил предложение, а доходность при размещении к годовой оферте была определена на уровне 9,19% годовых. Наши ожидания по доходности оказались несколько завышенными, поскольку мы рассчитывали, что инвесторы, также как и в случае с Газпромом, потребуют солидную премию в доходности (не менее 50 б.п.) при первичном размещении, и ожидали что доходность нового выпуска составит порядка 9,7-9,9% годовых. Однако, результаты размещения превзошли не только наши ожидания, но и оказались ниже текущих уровней доходности уже торгующихся на бирже выпусков. Так, облигации Банка «Русский Стандарт» серии 02, имеющие схожую дюрацию с новым выпуском, в день размещения торговались с доходностью 9,26% годовых.

При размещении третьего выпуска шестилетних облигаций Северо-Западного Телекома на сумму 3 млрд. рублей, эмитенту также не пришлось предоставлять премию к вторичному рынку. Спрос на аукционе в 2,5 раза превысил предложение, а доходность к трехлетней оферте была определена на уровне 9,57% годовых.

Итоги прошедших размещений (с 01 февраля по 05 марта)

облигации	дата аукциона	объем выпуска, млн. руб.	Срок до погашения/оферты, лет	Доходность к оферте/погашению, % годовых	Спрос, млн. рублей
Газпром, 04	08.02.2005	5000	5 лет	8.39	10300.0
ЭЛЕМТЭ ИК, 01	22.02.2005	200	3 года/год	14.20	200.0
Северный Город, 02	24.02.2005	200	2 года	16.54	214.3
Камская долина - Финанс, 01	25.02.2005	100	2 года/год	17.78%	21.9*
Банк Русский Стандарт, 04	01.03.2005	3000	3 года/год	9.19	4427.0
Северо-Западный Телеком, 03	03.03.2005	3000	6 лет/3года	9.57	7400.0

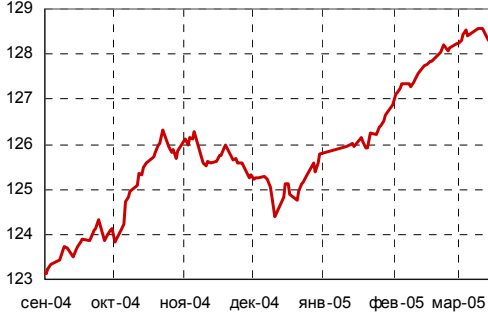
* - исходя из объемов торгов в первый день размещения

Источник: Банк Москвы

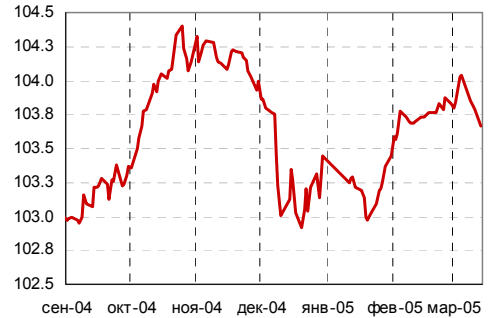
Внутренний долговой рынок в графиках

Динамика индексов корпоративных облигаций ММВБ

Индекс полной доходности корпоративных облигаций ММВБ

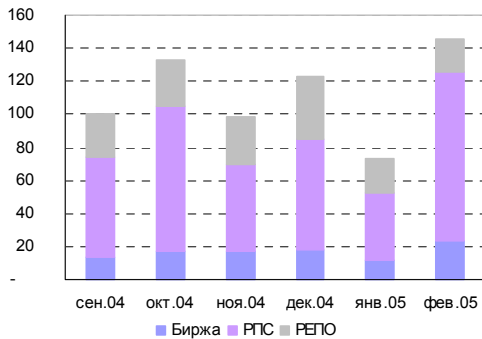


Ценовой индекс корпоративных облигаций ММВБ

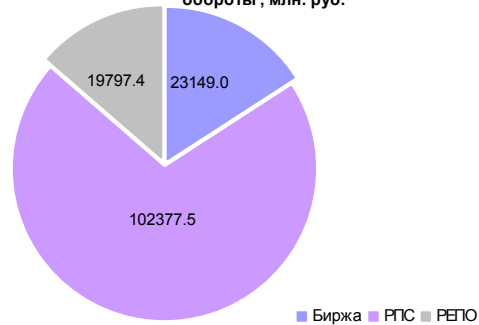


Биржевые обороты с рублевыми облигациями на ММВБ

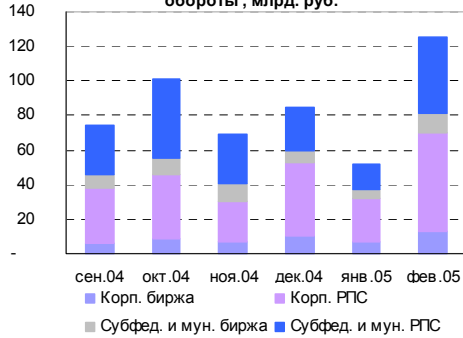
Биржа + РПС+РЕПО - совокупные обороты, млрд. руб.



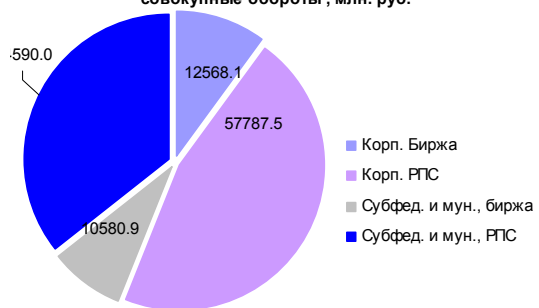
Февраль 2005. Биржа + РПС+РЕПО - совокупные обороты, млн. руб.



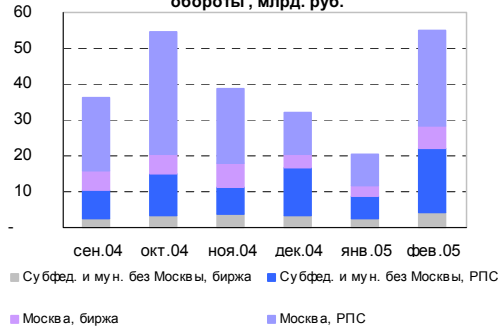
Негосударственные облигации - совокупные обороты, млрд. руб.



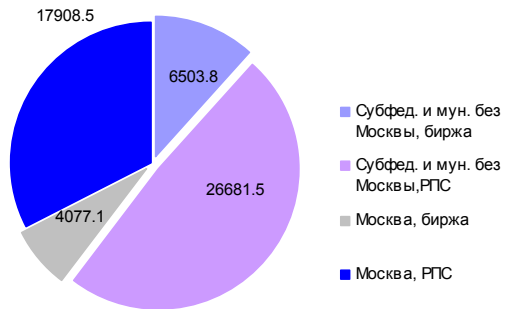
Февраль 2005: Негосударственные облигации - совокупные обороты, млн. руб.



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



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



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

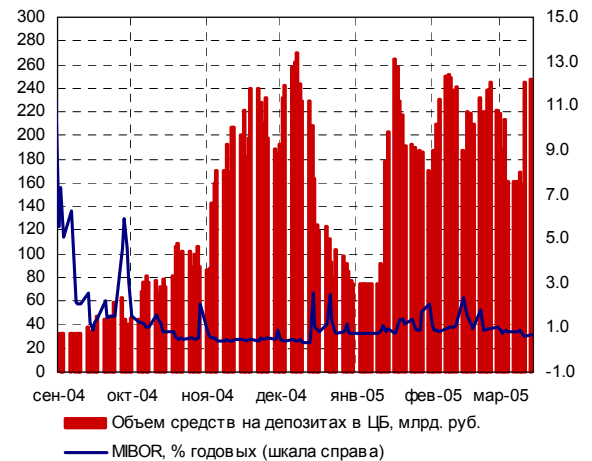
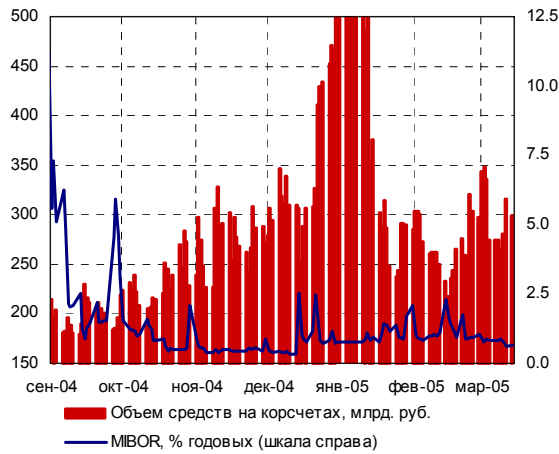
Фундаментальные факторы

Макроэкономический фон в феврале оказался позитивным для долговых рынков. Укрепление рубля и замедление инфляции, на фоне высокого уровня свободной денежной ликвидности, способствовали увеличению интереса к рублевым облигациям.

Инфляция. По данным Росстата, рост потребительских цен в феврале замедлился до 1,2% после рекордного скачка на 2,6% в январе. С начала года инфляция составила 3,9%. По отношению к февралю прошлого года потребительские цены выросли на 12,8%, что является рекордным показателем за последние 16 месяцев. Мы не пересматриваем свой прогноз и ждем, что по итогам года инфляция составит порядка 10,0%.

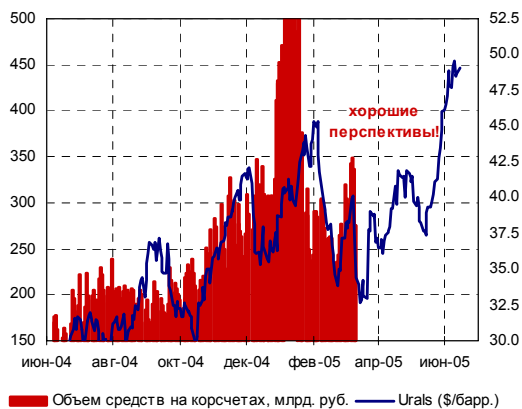
Курс рубля - остается главным драйвером роста котировок на внутреннем долговом рынке. В феврале динамика курса национальной валюты оставалась позитивной для долговых рынков. Курс рубль/доллар, начав месяц с отметки 28,11, завершил месяц на уровне 27,67. Дальнейшее укрепление рубля относительно доллара США пока по-прежнему будет сильно зависеть от динамики курса доллара против мировых валют.

Ликвидность. Огромный вклад в сохранение низких уровней процентных ставок, внесло хорошее состояние денежного рынка. На протяжении всего месяца, ставки на однодневные кредиты на МБК находились на низких уровнях (0,5 – 1,05 годовых). Среднедневные остатки на корсчетах кредитных организаций в ЦБ в феврале составляли 269,46 млрд. рублей, что немного выше среднегодового значения (238,38 млрд. рублей). Среднедневные остатки на депозитах ЦБ составляли 221,12 млрд. рублей, что более чем в два раза выше среднегодового значения (108,48 млрд. рублей).



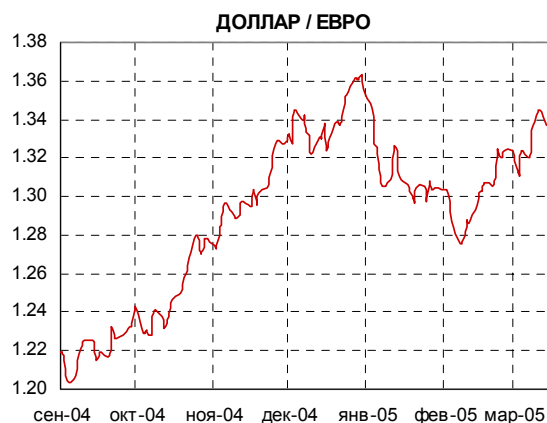
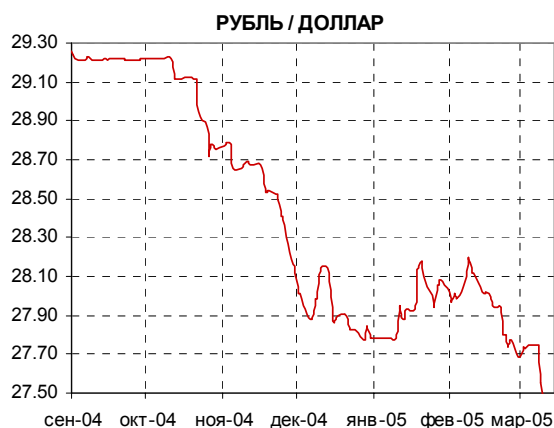
Источники: REUTERS, ЦБ РФ

Основываясь на динамике цен на нефть, мы ждем, что в марте, благоприятная ситуация с рублевой ликвидностью, скорее всего, сохранится. С другой стороны конец первого квартала и традиционный для весны рост объема инвестиций может поколебать высокий уровень ликвидности, что, вероятно, приведет к небольшому росту ставок на денежном рынке.



Источники: REUTERS, ЦБ РФ

Влияние динамики цен на нефть на рублевую ликвидность происходит с лагом в три месяца. Это связано с особенностями налогообложения и заключением контрактов на поставку нефти.



Источники: REUTERS

Прогнозы и рекомендации

Внешний долговой рынок перестал быть стабильным в начале марта. Доходности us-treasuries отреагировали резким ростом на целый ряд факторов.

В случае если резкий рост доходностей us-treasuries затянется, ответное снижение котировок российских еврооблигаций может оказать серьезное давление на внутренний долговой рынок. Основные факторы, которые оказывали поддержку внутреннему долговому рынку в феврале (высокие уровни свободных денежных средств и укрепление курса рубля относительно доллара США) вероятно, не смогут противостоять росту доходностей на внешнем рынке.

Мы полагаем, что рост доходностей us-treasuries станет более весомым в ближайшем месяце, что, возможно, отразится на уровнях доходности рублевых облигаций.

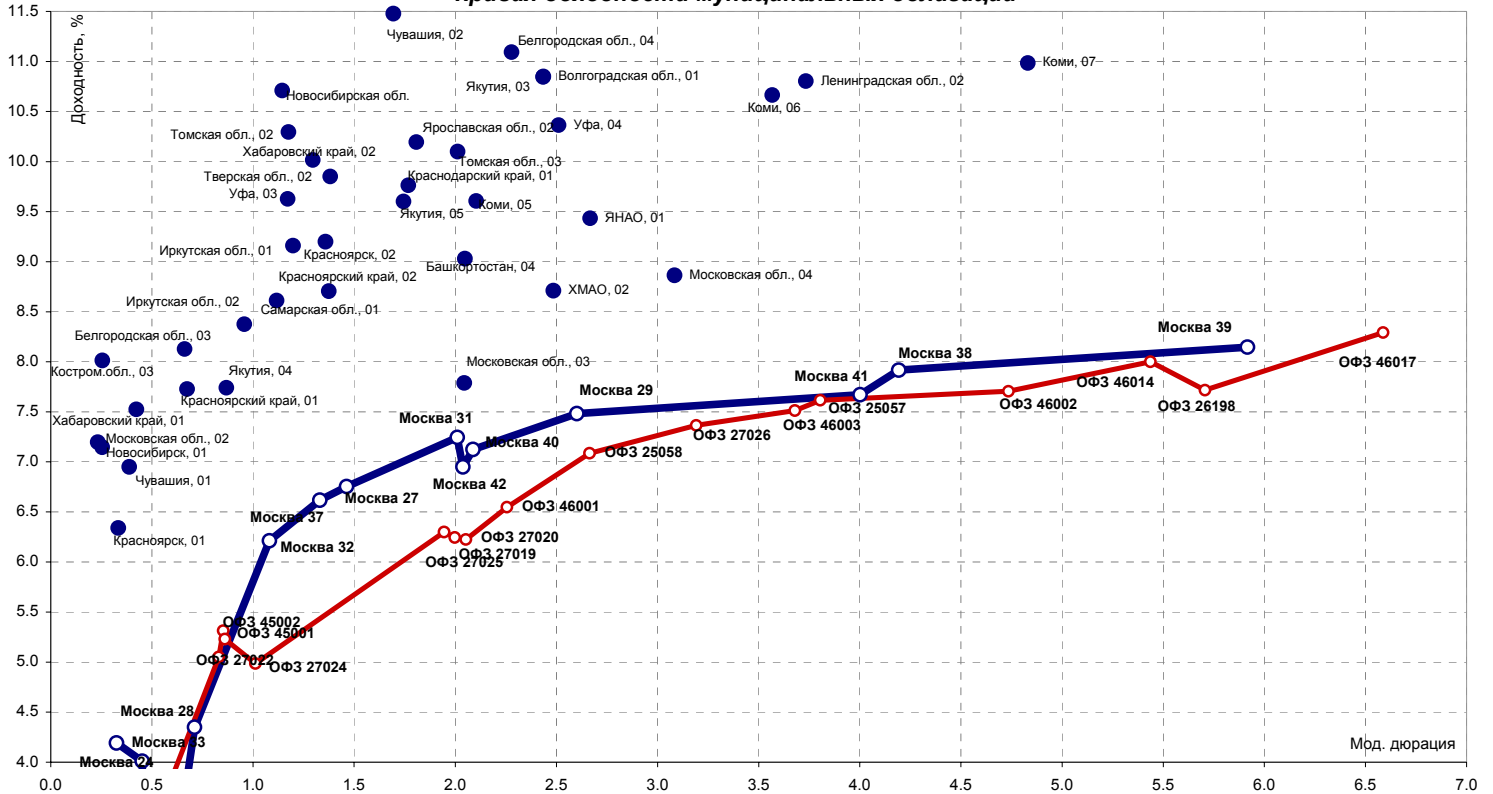
Согласно нашим ожиданиям, темпы роста ставок на внешнем долговом рынке заметно снизятся после всплеска, произошедшего в начале марта. Мы ждем, что доходность десятилетних us-treasuries на конец месяца будет находиться не выше 4,6 - 4,65% годовых – сильных долгосрочных уровней сопротивления.

Исходя из наших ожиданий по динамике курса рубля, ликвидности и динамике внешних долговых рынков, мы полагаем, что кардинальных изменений на внутреннем долговом рынке в марте не произойдет.

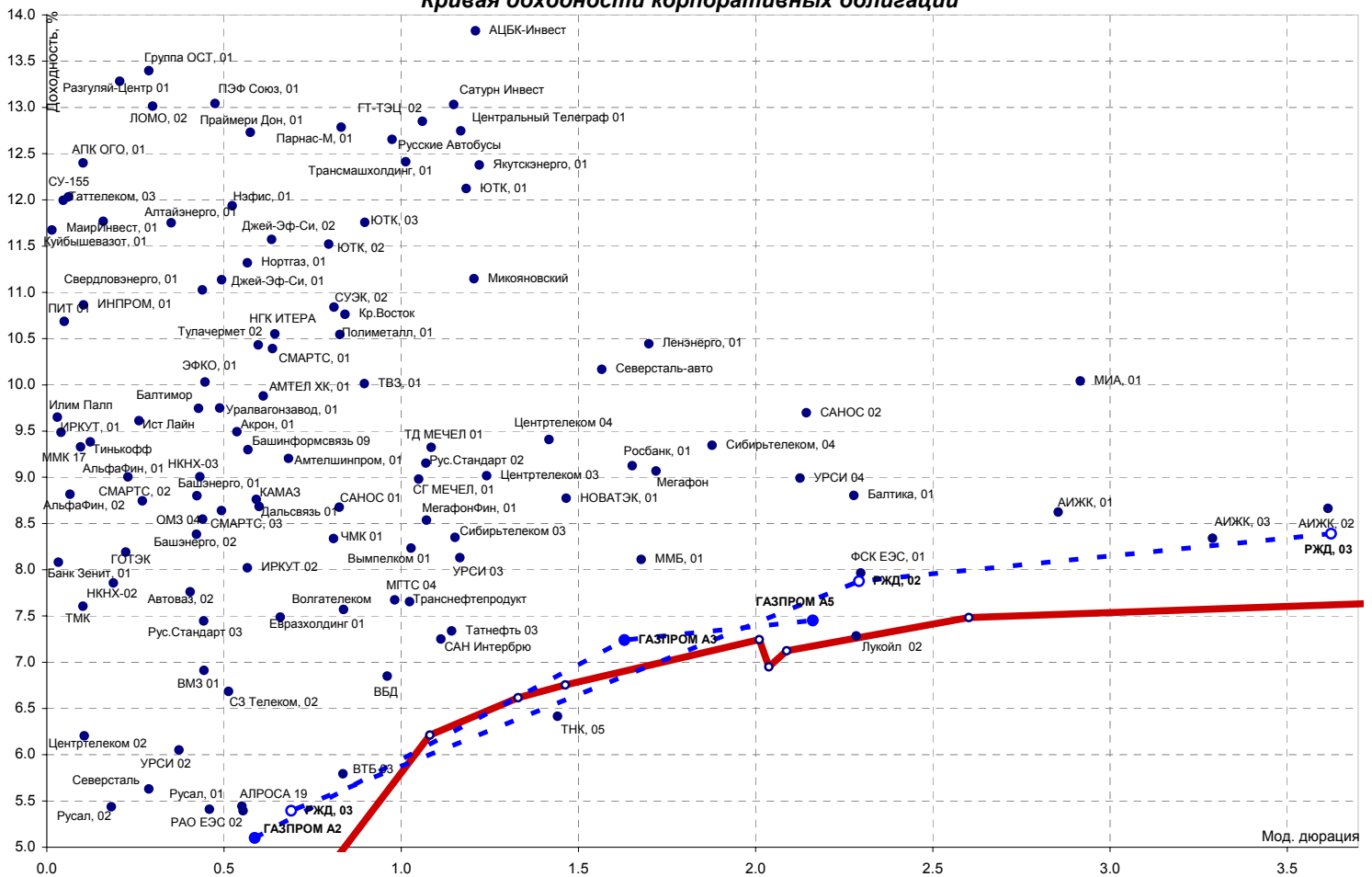
Дальнейшее снижение доходностей облигаций первого эшелона и города Москвы, нам представляется, маловероятным. Мы считаем, что в ближайшем месяце основная игра участников рынка, будет сосредоточена на сокращении дюрации портфелей облигаций, игре на спреде облигаций второго и третьего эшелонов и участии в размещении новых выпусков облигаций.

На этом фоне, мы сохраняем свои рекомендации по приобретению облигаций эмитентов второго и третьего эшелона, доходности которых остаются привлекательными.

Кривая доходности муниципальных облигаций

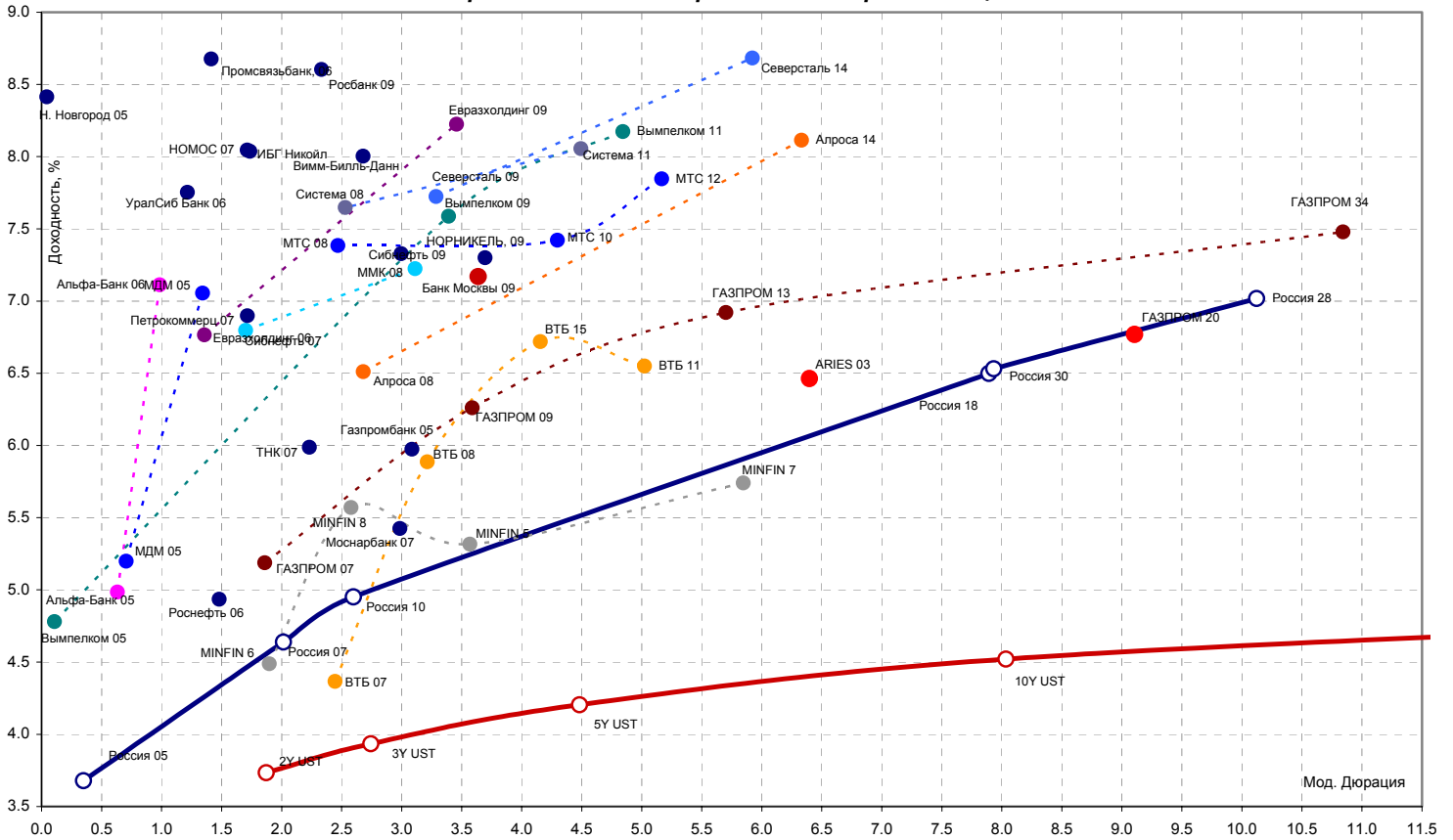


Кривая доходности корпоративных облигаций

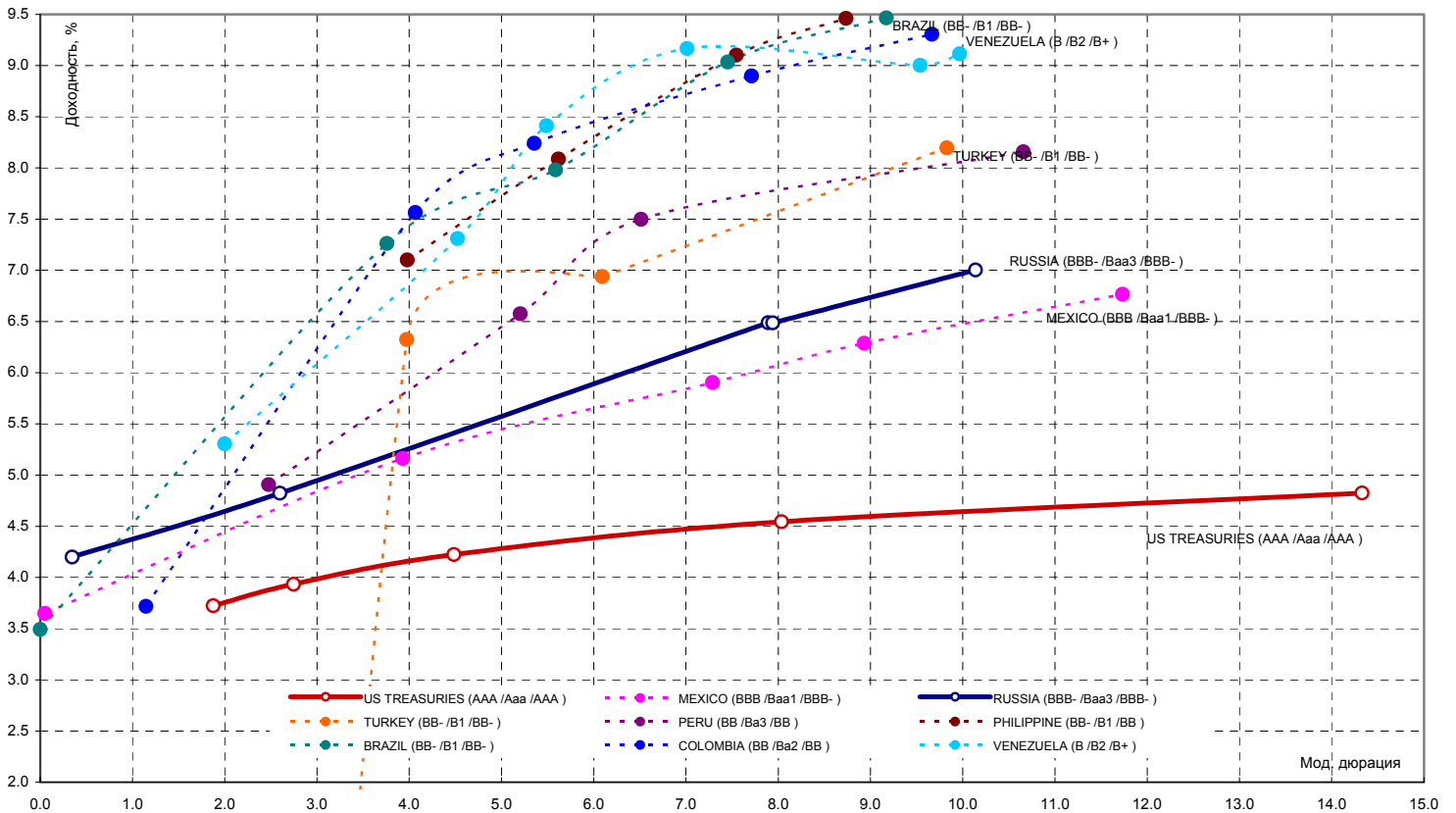


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривая доходности российских еврооблигаций



Кривые доходности emerging markets



Источники: REUTERS

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

WWW.MMBANK.RU

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

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

*Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Обзор основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.
© 2003, Банк Москвы. Без разрешения Банка Москвы запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.*