

**US-Treasuries**

Риск ускорения инфляции в США представляет сильную угрозу для внешних долговых рынков и остается наиболее существенным, что может привести к росту уровней доходностей долгосрочных us-treasuries. В этой стратегии мы изменяем прогноз учетной ставки ФРС США и повышаем его уровень к концу года на 25 б.п. до 4,25% годовых. Базовый прогноз уровня доходности 10-летних казначейских облигаций мы оставляем без изменения.

**Emerging markets**

Начало нового месяца ознаменовалось коррекцией на emerging markets. Насколько глубокой и серьезной она может быть зависит от динамики базовых активов.

**Внешний долговой рынок**

Динамика ставок на внешних долговых рынках также станет определяющим фактором для рынка российских еврооблигаций, который имеет весьма скромный потенциал роста. Инвестиции в длинные суверенные еврооблигации представляют интерес только в случае повышения рейтинга по версии Moody's более чем на 1 ступень. В противном случае, вероятный рост доходности us-treasuries приведет к снижению стоимости российских еврооблигаций и, возможно, к расширению уровня суверенного спреда.

В ближайшее время мы рекомендуем выбирать более консервативные, защитные стратегии и покупать бумаги с невысокой дюрацией. Еврооблигации Норникель-09, Вымпелком-11 и Севресталь-14 смогут выполнить защитные функции при плавном росте доходностей. Еврооблигации связанной с Правительством Татарстана компании Связьинвестнефтехим имеют хороший потенциал сокращения кредитного спреда и в настоящее время остаются недооцененными.

**Внутренний долговой рынок**

Возросшая неопределенность относительно дальнейшего движения ставок на внешних долговых рынках снижает интерес иностранных инвесторов к локальным рынкам emerging markets, что в краткосрочной перспективе снизит спрос нерезидентов на рынке рублевых облигаций. Однако вероятность глубокой коррекции на рынке рублевых облигаций сейчас невысока. Высокий уровень рублевой ликвидности не позволит «просесть» котировкам рублевых облигаций. Мы сохраняем свои рекомендации: участвовать в аукционах по первичному размещению новых выпусков облигаций и играть на сокращении кредитных спредов наиболее недооцененных облигаций эмитентов 2-го и 3-го эшелона. Инвестиции в рублевые облигации первого эшелона представляются на наш взгляд слишком рискованными в случае роста доходностей внешних долговых рынков.

## US-Treasuries – рост ставок продолжается

### Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

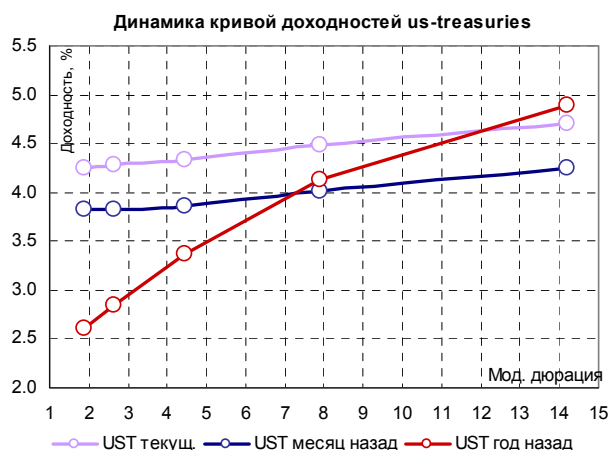
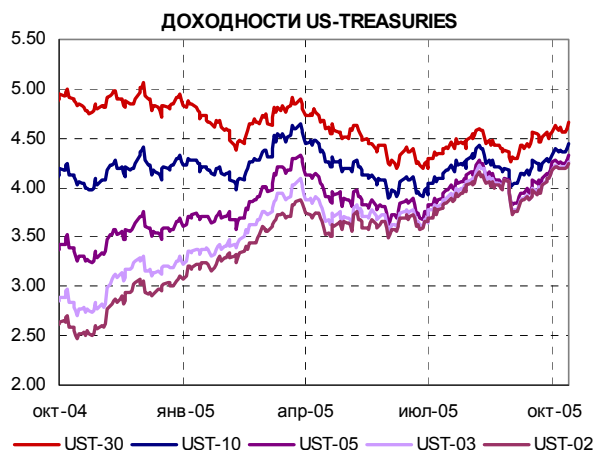
	30.09.2005	Изм-е, б.п.			Прогноз на конец года	Прогноз изм-я
		За месяц	С начала года	За 12 мес.		
Fed Funds Rate	3.75	25	150	200	4.25	50
UST-02	4.18	35	110	157	4.35	17
UST-05	4.26	39	65	89	4.45	19
UST-10	4.33	31	11	21	4.70	37
UST-30	4.57	31	-26	-32	5.00	43

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Рост инфляционных ожиданий оказался в центре внимания экономистов и участников долгового рынка США. Негативное влияние ураганов на экономику США и последовавший вслед за этим рост инфляционных ожиданий привел к параллельному росту доходностей us-treasuries во всех временных сегментах примерно на 25-30 б.п. Доходности 10-летних us-treasuries выросли по итогам месяца на 31 б.п. до 4,33% годовых, доходность 30-летних бумаг выросла на 31 б.п. до уровня 4,57% годовых.

В начале второй декады сентября Комитет по открытым рынкам США (FOMC), в чье ведение входит установление уровня учетной ставки Fed funds США, в 11-й раз, начиная с июня 2004 г., повысил учетную ставку на 25 б.п. до уровня 3,75% годовых. Такое решение совпало с ожиданиями инвесторов, которые находились в полной неопределенности в первые дни после урагана «Катрина». Для того чтобы сориентировать рынок относительно своей будущей политики, представителям ФРС пришлось несколько раз акцентировать внимание инвесторов на вероятном ускорении инфляции в будущем. Потенциальная угроза ускорения инфляции в итоге заставила рынок ждать дальнейшего повышения учетной ставки.

US-Treasuries



Источники: REUTERS

В пресс-релизе по итогам заседания Комитет отметил, что последствия урагана «Катрина» вносят неопределенность относительно развития американской экономики, однако негативное влияние от урагана будет носить краткосрочный характер. Комитет сделал акцент на сохранении ценовой стабильности вследствие возросших инфляционных ожиданий. Сдерживать инфляцию ФРС по-прежнему будет с помощью политики планомерного повышения ставок.

Неоднозначная оценка последствий ураганов для экономики внесла сомнения в ряды членов Комитета, у которых впервые более чем за 2 года появились разногласия. Против повышения ставки проголосовал Марк В. Олсон (Mark W. Olson). До последнего заседания решения Комитета принимались единогласно.

Следующее заседание FOMC состоится 1-го ноября. Вероятность очередного повышения ставок рынок оценивает достаточно высоко. Фьючерсы на ставку Fed funds с датой исполнения 5-го декабря торгуются с доходностью свыше 4,0% годовых, что означает что учетная ставка скорее всего будет повышена на 25 б.п.

До конца месяца внимание инвесторов будет приковано к выходу статистики, отражающей динамику промышленных и потребительских цен. Первый блок статистики будет опубликован 14 октября. В случае если ключевые индикаторы покажут ускорение инфляции, доходности us-treasuries возьмут курс на более высокие уровни.

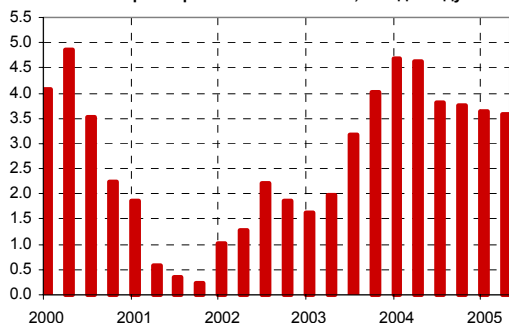
## Экономика США – первая оценка последствий ураганов

В начале октября появились первые официальные данные, которые отразили влияние ураганов на экономику США. Анализ этих данных показывает, что негативные последствия ураганов пока оказались не столь драматичными, как того ждали экономисты. Впрочем, динамика индексов деловой активности, включающих ценовые компоненты, внушает самые серьезные опасения.

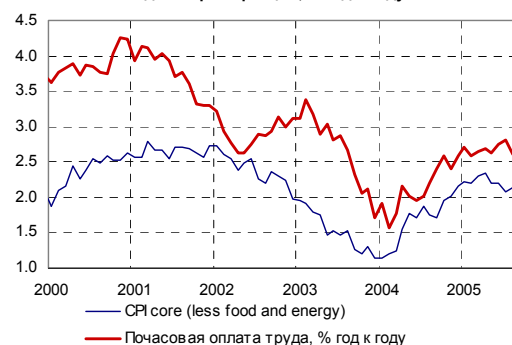
Первым блоком статистики, который продемонстрировал замедление экономики, стал индекс деловой активности в сфере услуг. В сентябре значение индекса упало на 11,7 пункта(!) до 53,3 с 65,0 пунктов в августе, в то время как согласно опросу IА REUTERS, экономисты ожидали снижения этого показателя всего до 60,0 пунктов. Между тем, несколькими днями ранее индекс деловой активности в промышленности продемонстрировал рост на 5,8 пункта и составил 59,4 пункта, в то время как экономисты ждали замедления роста этого сектора после ураганов. Таким образом, динамика производства в промышленности подверглась негативным воздействиям гораздо в меньшей степени, чем в производство в сфере услуг. Стоит отметить, что опасения FOMC по поводу инфляции оказались не напрасными - рост ценовой компоненты в индексе деловой активности сферы услуг составил +14,3 пункта, а рост ценовой компоненты индекса деловой активности в промышленности составил 15,5 пункта. Такой резкий всплеск заставляет нас очень осторожно относиться к предстоящему выходу статистики инфляции, которая, судя по всему, несет в себе серьезную угрозу для внешних долговых рынков.

### Экономические индикаторы США

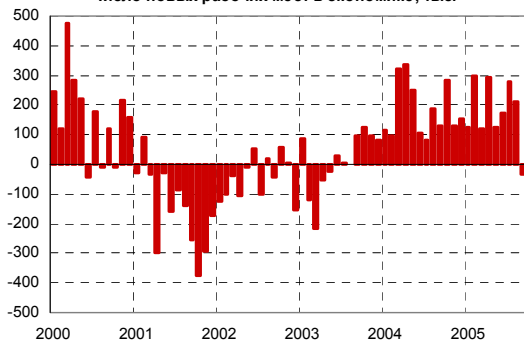
Темпы роста реального ВВП США, % год к году



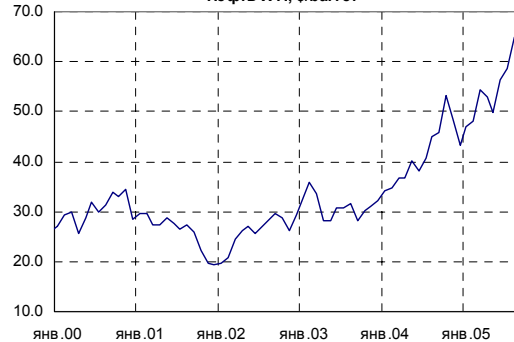
Индикаторы инфляции, % год к году



Число новых рабочих мест в экономике, тыс.



Нефть WTI, \$/barrel



Источники: FRED II data

Статистика занятости, которую в начале месяца опубликовало Министерство Труда США, оказалась значительно лучше, чем того ждали экономисты. Первые данные по рынку труда говорят, что негативное влияние ураганов оказалось не столь серьезным, как того ожидали. Число рабочих мест в экономике США впервые с 2003 года сократилось на 35 тыс., в то время как согласно различным опросам информационных агентств, экономисты ожидали сокращения числа рабочих мест на 130-150 тыс. Уровень безработицы по итогам сентября вырос на 0,2% с 4,9% до 5,1%, что совпало с ожиданиями. В целом, вышедшая статистика рынка труда оказалась очень сильной. Тем не менее, реакция рынка после публикации этого отчета была не однозначной – доходности 10-летних us-treasuries пробили уровень 4,4% годовых, но через некоторое время вернулись на прежние уровни.

На наш взгляд, невысокое сокращение числа рабочих мест в сентябре может свидетельствовать о двух обстоятельствах:

- 1) Влияние ураганов на рынок труда, возможно, оказалось не столь значительным, как ожидали экономисты;
- 2) Рынок труда, возможно, будет продолжать слегка стагнировать в будущем за счет более позднего сокращения числа рабочих мест в пострадавших регионах, которое не было учтено в сентябрьской статистике.

Таким образом, влияние ураганов на рынок труда оказалось негативным, однако фактические данными оказались не столь драматичными, как прогнозировали экономисты.

### Прогнозы

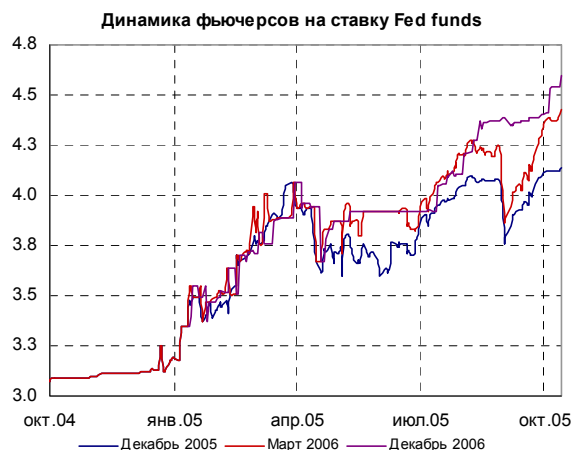
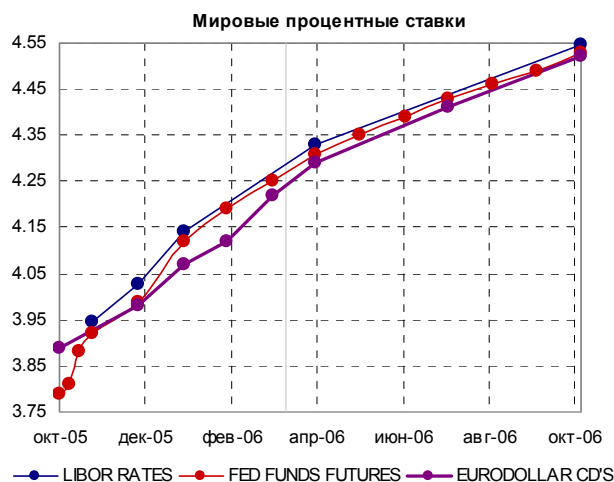
Октябрь станет первым за последние полгода месяцем, когда рост инфляции может оказаться серьезной угрозой для рынка us-treasuries. Долговой рынок может очень чувствительно отреагировать в случае ускорения инфляции в США. В этом случае доходности 10-летних us-treasuries смогут пробить уровень 4,5% годовых, что, вероятно, приведет к очередной коррекции на развивающихся рынках. Других фундаментальных факторов, способных серьезно изменить конъюнктуру на долговом рынке США пока нет.

**Мы полагаем, что риск ускорения инфляции в США сейчас остается наиболее существенным, что может привести к росту уровней доходностей долгосрочных us-treasuries.**

В прошлой стратегии мы скорректировали прогнозы по доходностям us-treasuries. В этой стратегии прогноз учетной ставки ФРС США к концу года повышен на 25 б.п. до 4,25% годовых, прогнозы доходности по 2-х и 5-ти летним бумагам повышены соответственно на 15 б.п. до 4,35% и 4,45% годовых. Остальные прогнозы оставлены без изменения.

### СТАТИСТИКА США

Дата	Показатель	Посл. период	Ожидаемое значение	Прошрое значение	Фактическое значение
14 окт 05	Инфляция - Индекс потребительских цен (CPI)	сен.05		0.50%	
14 окт 05	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core CPI)	сен.05	0.20%	0.10%	
18 окт 05	Инфляция в промышленном секторе (PPI)	сен.05		0.60%	
18 окт 05	Инфляция - Core PPI (очищенная от влияния цен на продовольствие и энергетику)	сен.05		0.00%	



Источники: REUTERS

## Emerging markets

Рост доходностей us-treasuries в сентябре слабо сказался на стоимости еврооблигаций развивающихся стран. Индекс еврооблигаций EMBI+ вырос по итогам месяца на 3,0%, а спрэд индекса снизился на 50 б.п.

Российские еврооблигации выросли меньше, чем рынок еврооблигаций emerging markets в целом. Индекс EMBI+ Россия вырос по итогам месяца на 2,3%, а спрэд сократился на 44 б.п. до 89 б.п. Лидерами роста еврооблигаций среди ключевых страновых сегментов индекса EMBI+ стали Бразилия (+4,2%) и Турция (+3,3%), спрэды этих индексов снизились на 64 б.п. и 53 б.п. соответственно.

### Конъюнктура emerging markets

	30.09.05	Изм-е*		
		За месяц	С начала года	За 12 мес.
EMBI+	361.0	3.0	9.6	15.3
EMBI+ Spread	243.0	-50.0	-115.0	-172.0
EMBI+ Russia	428.8	2.3	14.1	22.9
EMBI+ Russia Spread	89.0	-44.0	-125.0	-203.0
EMBI+ Mexico	323.7	0.2	6.2	9.2
EMBI+ Mexico Spread	136.0	-14.0	-31.0	-48.0
EMBI+ Brasil	482.9	4.2	8.8	16.2
EMBI+ Brasil Spread	344.0	-64.0	-39.0	-117.0
EMBI+ Turkey	236.4	3.3	6.9	11.6
EMBI+ Turkey Spread	235.0	-53.0	-31.0	-86.0

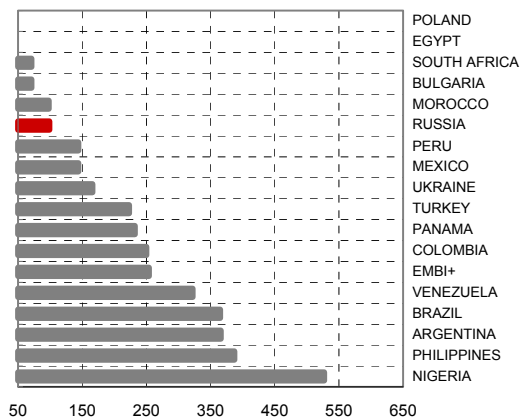
Источники: J.P.Morgan, REUTERS

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

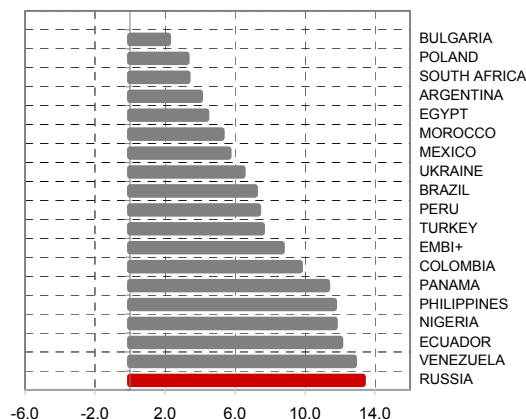
Первый тревожный звонок инвесторам emerging markets поступил сразу в начале октября, когда доходности базовых активов (us-treasuries) выросли до критичных для многих фондов уровней (4,4% годовых по 10-летним бумагам). Начавшаяся коррекция оказалась пока недолгой и неглубокой – спрэды выросли всего на 10-30 б.п. Таким образом, ожидания возможного продолжения роста доходностей заставили инвесторов на emerging markets повысить требуемую премию к доходности за риски, присущие emerging markets.

Emerging markets

СПРЭДЫ ИНДЕКСА EMBI+



ИНДЕКСЫ EMBI+, С НАЧАЛА ГОДА (на 05.10.2005)



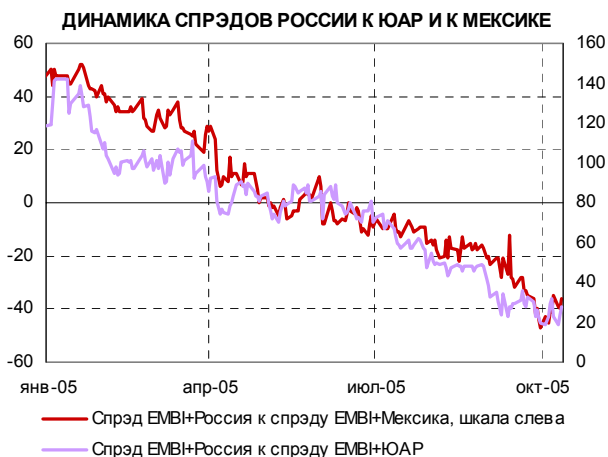
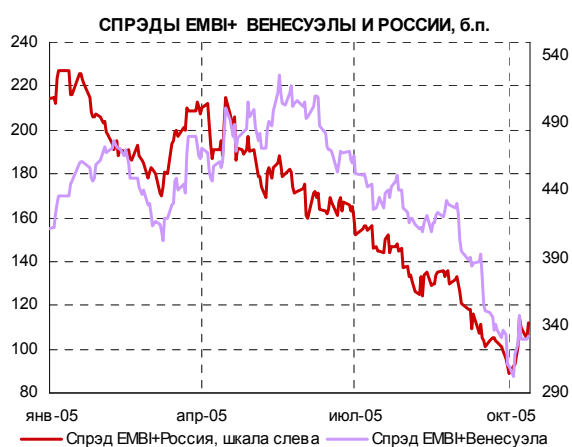
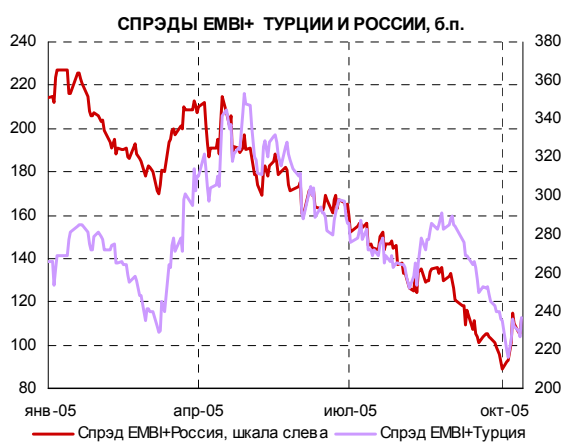
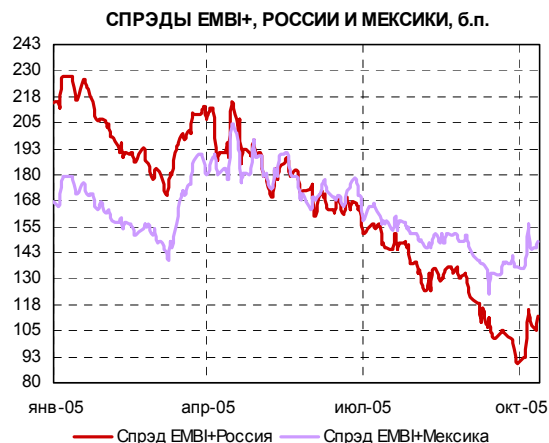
Источники: J.P. Morgan, REUTERS

## Прогнозы

В начале октября, как и в начале года, мы увидели, что устойчивость рынка еврооблигаций может пошатнуться в случае более резкого роста доходностей us-treasuries. Учитывая тот факт, что за последний год инвесторы снизили требуемую премию в доходности еврооблигаций emerging markets на 170 б.п., любой рост доходностей us-treasuries может негативно отразиться на стоимости активов emerging markets. В ближайшее время котировки еврооблигаций emerging markets, скорее всего, будут подвержены сильному негативному давлению со стороны фондов, фиксирующих прибыль в случае продолжения роста доходностей us-treasuries.

Emerging markets – динамика суверенных спрэдов

Emerging markets



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

## Российские еврооблигации

### Конъюнктура российских еврооблигаций

	30.09.05	Изм.-е*		
		За месяц	С начала года	За 12 мес.
Доходн. UST-10	4.33	24	11	14
Стоимость России-30	114.875	1.5	11.9	19.5
Доходн. Россия 30 YTM	5.27	-18	-126	-201
Спрэд России 30 и UST-10	94	-42	-137	-214

Источники: REUTERS

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

Заявление Moody's о скором повышении российского рейтинга стало самой яркой новостью за последние 1,5 месяца. Других позитивных новостей, способных снова привлечь внимание инвесторов к российским еврооблигациям практически не было. Тем не менее, спрэды российских еврооблигаций в сентябре впервые опустились ниже 100 б.п. Стоимость российских еврооблигаций выросла по итогам сентября несмотря на рост доходностей рынка казначейских облигаций США. Еврооблигации «Россия-30» подорожали на 1,5% и к концу месяца их котировки находились на уровне 114,8% от номинала.



Источники: REUTERS

Незначительный рост в суверенном сегменте способствовал общему росту российских еврооблигаций. Лидером среди еврооблигаций корпоративных эмитентов стали еврооблигации Газпром-13, подорожавшие за прошлый месяц на 3,14%. В прошлом месяце инвесторы предпочитали покупать длинные облигации, и продавать короткие. Дюрация Top-10 лидеров роста среди облигаций составила около 6,0 лет, а дюрация лидеров падения – 1,4 года. Таким образом, позитивные ожидания инвесторов снова сыграли в пользу роста более рискованных с точки зрения риска длинных облигаций.

### Российские еврооблигации - лидеры роста прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	YTM, %	Дюр. лет.	S&P	Moody's	Fitch
Россия 28	5.17	5.80	10.98	BBB-	Baa3 U	BBB
ГАЗПРОМ 13	3.14	4.41	7.61	BB-	Baa3 U	BB+
MINFIN 8	1.57	9.80	2.78	BBB-	Baa3 U	BBB
Москва 11	1.43	3.88	4.94	BBB-	Baa3	BBB
Алроса 14	1.32	6.18	6.49	B		
Альфабанк 05	1.19	6.76	2.46	B	Ba2	B
ГАЗПРОМ 13	1.18	5.72	5.62	BB-	Baa3 U	BB+
Россия 18	1.12	5.36	8.10	BBB-	Baa3 U	BBB
Вымпелком 11	1.05	6.88	3.72	BB	B1	
Татарстан 15	1.01	7.12	7.06	B	Ba1	BB

### Российские еврооблигации - лидеры падения прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	YTM, %	Дюр. лет.	S&P	Moody's	Fitch
ММК 08	-0.90	6.37	2.66	BB-		BB-
Роснефть 06	-0.69	5.22	1.03	B-	Baa3 U	
Москва 06	-0.67	3.14	0.55	BBB-	Baa3	BBB
Вимм-Билль-Данн	-0.65	7.00	2.33	B+	B3	
МДМ 05	-0.54	5.07	0.18	B		B+
МТС 08	-0.53	6.05	2.09	BB-		
Альфабанк 05	-0.52	5.20	0.11	B	Ba2	B
MINFIN 5	-0.52	5.35	1.42	BB-	Baa3 U	BB+
ТНК 07	-0.48	5.31	1.84		Ba2	

Источники: REUTERS, расчеты банка Москвы

Российские еврооблигации

**Корпоративные риски**

Мы продолжаем отслеживать динамику спрэдов наиболее привлекательных, с точки зрения покупки кредитного риска, корпоративных еврооблигаций эмитентов, не контролируемых государством. К концу месяца, спрэды еврооблигаций рассматриваемых нами эмитентов продолжили снижаться на фоне общей благоприятной конъюнктуры внешних долговых рынков.

Снижение спрэдов корпоративных еврооблигаций, которое произошло с начала года, существенно ограничивает потенциал роста корпоративных еврооблигаций и делает их котировки более зависимыми от конъюнктуры на рынке суверенных еврооблигаций. Тем не менее, сильные финансовые показатели и положительные отзывы рейтинговых агентств в прошлой стратегии заставили нас снизить оценки справедливых уровней спрэдов. В настоящее время мы не намерены пересматривать свои оценки справедливых уровней спрэдов корпоративных еврооблигаций.

В случае коррекции на внешних долговых рынках, которую мы оцениваем как достаточно вероятную, потенциал роста длинных корпоративных еврооблигаций будет оставаться под вопросом. С другой стороны, часть бумаг может оказаться защищенной благодаря сохраняющемуся потенциалу сужения спрэдов. В этом случае, покупка еврооблигаций Норникель-09, Вымпелком-11 и Севресталь-14 может помочь сохранить стоимость портфеля в случае возможной коррекции.

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

Выпуск	Изменение спрэда с начала года	Значение спрэда по сост. на 13.10.05	Оценка справедливого уровня**	Потенциал сужения	Наименьшее значение за год	S&P	Moody's	Fitch	Дюр. лет.
ТНК 07	-24	82	60	22	63		Ba2		1.82
ММК 08	-112	182	130	52	142	BB-		BB-	2.64
Сибнефть 09	-323	104	110	-6	99	BB-	Ba3 U		2.79
Евразхолдинг 09	-194	235	230	5	234	B+	B3	BB-	3.18
Норникель 09	-150	165	130	35	153	BB+	Ba2		3.50
МТС 10	-122	192	180	12	188	BB-			4.21
Система 11	-142	250	270	-20	250	B	B3	B+	4.27
Вымпелком 11	-171	212	170	42	211	BB	B1		4.87
Северсталь 14	-174	287	250	37	287	B+	B2	B+	5.93

Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

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

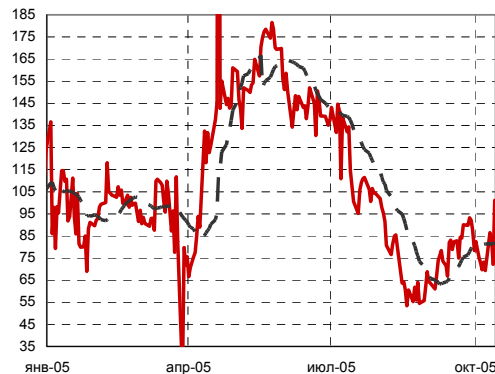
Корпоративные риски – графики индикативных спрэдов

Российские еврооблигации

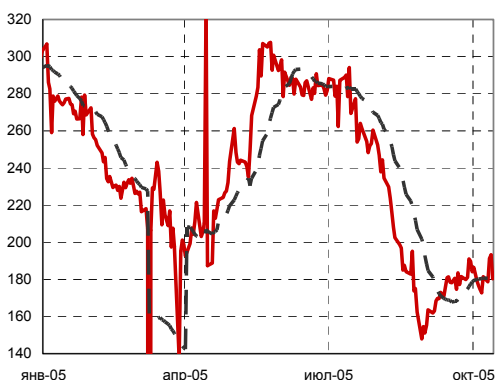
Спрэд еврооблигаций Сибнефти 09 к России 10



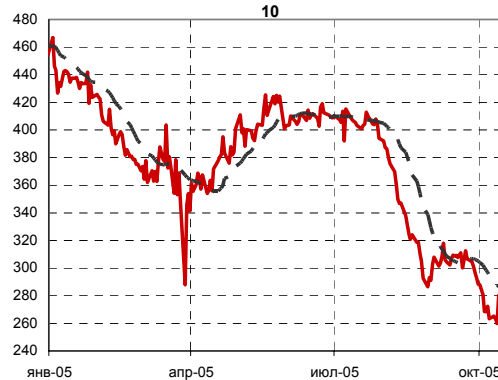
Спрэд еврооблигаций ТНК 07 к России 10



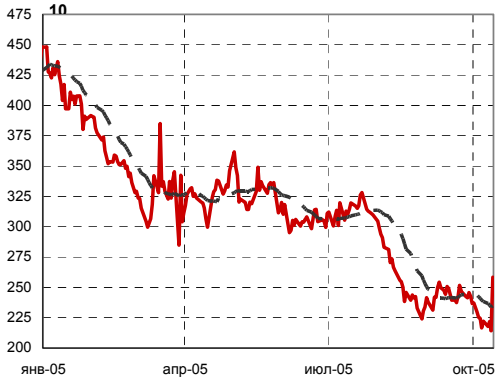
Спрэд еврооблигаций ММК 08 к России 10



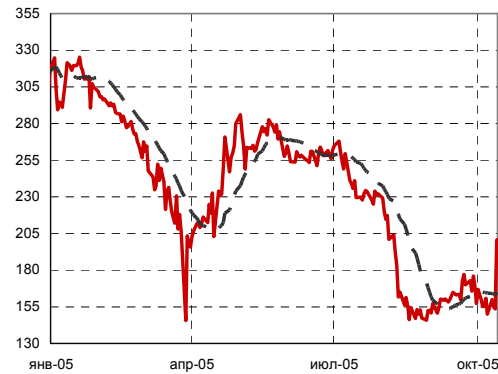
Спрэд еврооблигаций Северсталь 14 к России 10



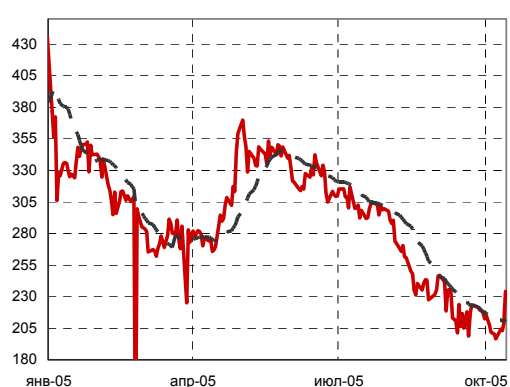
Спрэд еврооблигаций Евразхолдинг 09 к России 10



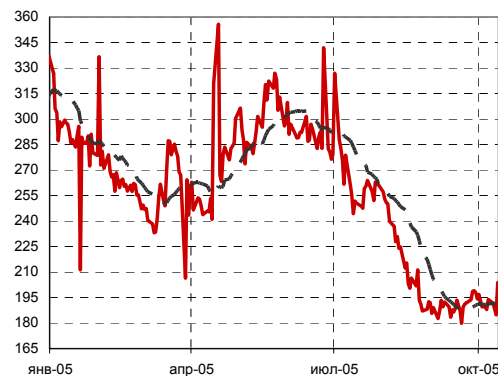
Спрэд еврооблигаций Норникель 09 к России 10



Спрэд еврооблигаций Вымпелком 11 к России 10



Спрэд еврооблигаций МТС 10 к России 10



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

**Заимствования на внешних долговых рынках**

Банк России в начале октября опубликовал статистику внешнего долга по состоянию на 01.07.2005 г. Совокупный внешний долг России составил \$230,3 млрд., прибавив за квартал \$8,9 млрд. (+4,0%). Объем долга за год вырос на \$35,6 млрд. (+18,3%). Такой рост был обеспечен благодаря росту заимствований банков и нефинансового сектора, тогда как объем государственного внешнего долга практически не изменился (выплаты Парижскому клубу в размере \$15,0 млрд. будут учтены в статистике за третий квартал 2005 г.).

К концу 2-го квартала 2005 г. объем долга банковского сектора составил \$37,7 млрд., увеличившись за год на \$13,5 млрд. (+55,8%), а по итогам второго квартала вырос на \$3,3 млрд. (+9,6%). Объем внешнего долга корпоративных эмитентов во втором квартале вырос на \$5,4 млрд. до \$79,4 млрд. Таким образом, совокупный объем долга банков и нефинансового сектора по итогам второго квартала вырос на \$8,7 млрд., в то время как объем займов российских эмитентов составил во втором квартале около \$10,3 млрд.

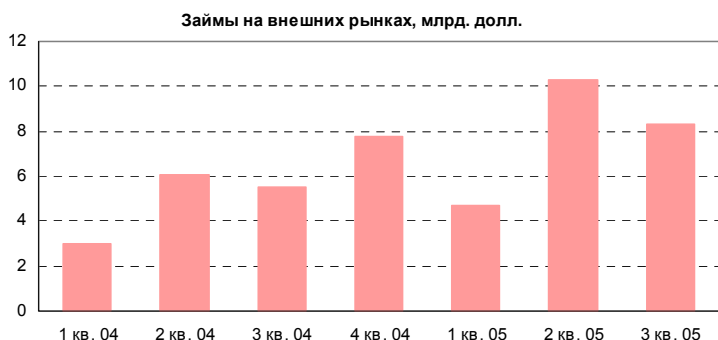
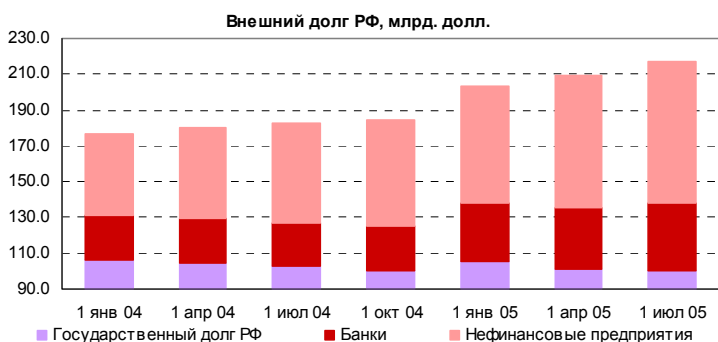
В третьем квартале объем долга банков и корпораций продолжил расти. По нашим оценкам объем заимствований банков и корпораций составил в третьем квартале около \$8,3 млрд. руб. В сентябре объем внешних заимствований составил более \$2,8 млрд., не считая крупного кредита Роснефтегаза в размере \$7,5 миллиардов. Международный синдикат банков предоставит Роснефтегазу кредит, который будет использован для оплаты около 10,0% акций Газпрома и поступит несколькими траншами до конца 2005 года. Монополия в свою очередь использует эти средства для финансирования объявленной сделки по покупке около 72,0% Сибнефти, для чего планирует привлечь до \$13,0 млрд. Для более точного отражения статистики внешних заимствований, ближе к концу года мы учтем нетто объем заимствований Газпрома – около \$5,5 млрд. долл. и задолженность Роснефтегаза – \$7,5 млрд.

В оставшееся до конца года время российские эмитенты продолжают привлекать финансовые средства на внешних долговых рынках. По нашим оценкам, объем средств, которые российские эмитенты хотят привлечь до конца года, составляет (без учета планируемого займа Газпрома) около \$9,4 млрд. В случае сохранения относительно благоприятной конъюнктуры на внешнем долговом рынке все эти планы могут легко реализоваться. В противном случае, приток новых финансовых средств может несколько замедлиться, однако большая часть из объявленных планов, скорее всего, будет реализована в этом году. Таким образом, в случае если ситуация на внешних долговых рынках останется относительно стабильной (например, если рост доходностей us-treasuries будет ограниченным), то **Россию ожидает колоссальный приток новых денежных средств за счет внешних заимствований банков и предприятий нефинансового сектора.**

**Внешний долг РФ, млрд. долл.**

	1 июл 04	1 окт 04	1 янв 05	1 апр 05	1 июл 05	Изм-е, \$ млрд.		Изменение, %	
						кв.к кв-лу	год к году	кв.к кв-лу	год к году
<b>Государственный долг РФ</b>	<b>102.7</b>	<b>100.2</b>	<b>105.6</b>	<b>100.8</b>	<b>100.2</b>	<b>-0.6</b>	<b>-2.5</b>	<b>-0.6</b>	<b>-2.4</b>
Краткосрочные обязательства	10.9	10.1	11.5	14.8	15.9	1.1	5.0	7.4	45.9
Долгосрочные обязательства	91.7	90.1	94.1	86.0	84.3	-1.7	-7.4	-2.0	-8.1
в т.ч.:									
Долговые ценные бумаги	30.2	30.5	31.4	30.4	31.5	1.1	1.3	3.6	4.3
Ссуды и займы*	57.4	56.0	59.1	55.6	52.7	-2.9	-4.7	-5.2	-8.2
Кредиты МВФ	4.1	3.6	3.6	0.0	0.0	0.0	-4.1		
<b>Банки</b>	<b>24.2</b>	<b>25.4</b>	<b>32.4</b>	<b>34.4</b>	<b>37.7</b>	<b>3.3</b>	<b>13.5</b>	<b>9.6</b>	<b>55.8</b>
Краткосрочные обязательства	14.5	13.8	18.2	17.3	16.4	-0.9	1.9	-5.2	13.1
в т.ч.:									
Ссуды и займы	6.5	5.7	8.2	7.4	6.6	-0.8	0.1	-10.8	1.5
Текущие счета и депозиты	5.9	6.1	8.1	7.7	7.5	-0.2	1.6	-2.6	27.1
Долгосрочные обязательства	9.7	11.6	14.2	17.1	21.3	4.2	11.6	24.6	119.6
в т.ч.:									
Ссуды и займы	7.9	9.5	11.7	14.3	18.0	3.7	10.1	25.9	127.8
<b>Нефинансовые предприятия</b>	<b>55.8</b>	<b>58.7</b>	<b>65.5</b>	<b>74.0</b>	<b>79.4</b>	<b>5.4</b>	<b>23.6</b>	<b>7.3</b>	<b>42.3</b>
Краткосрочные обязательства	6.2	6.2	6.4	6.3	6.9	0.6	0.7	9.5	11.3
в т.ч.:									
Ссуды и займы	5.4	5.4	6.3	6.2	5.3	-0.9	-0.1	-14.5	-1.9
Долгосрочные обязательства	49.6	52.5	59.1	67.7	72.5	4.8	22.9	7.1	46.2
в т.ч.:									
Долговые ценные бумаги	5.1	5.4	5.8	6.7	6.7	0.0	1.6	0.0	31.4
Ссуды и займы	44.5	47.2	53.3	61.0	65.8	4.8	21.3	7.9	47.9

Источники: Центральный Банк РФ



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

Эмитент	\$млн	Дата	срок, лет	Ставка купона, %	Вид кредита /программа займа
Роснефтегаз*	7500	08.09.05	1.00	LIBOR+155 b.p.	sindicated loan
РУСАЛ	172.5	08.09.05	2.00	н.д.	sindicated loan
РУСАЛ	402.5	08.09.05	5.00	н.д.	sindicated loan
Газпромбанк	1000.0	15.09.05	10.0	6.50	LPN
НСММЗ	100.0	19.09.05	1.50	9.80	CLN
МКБ	40.0	20.09.05	1.00	LIBOR+320 b.p.	sindicated loan
ПСБ (СПб)	400.0	22.09.05	10.00	6.20	LPN (sub. eurobonds)
Промсвязьбанк	200.0	23.09.05	5.00	8.50	LPN
Седьмой Континент	90	26.09.05	2.00	7.25	CLN
JFC	60.0	29.09.05	1.50	9.75	LPN
Банк Русский Стандарт	400.0	30.09.05	5.00	7.50	EMTN/ 144A
<b>10365</b>					<i>Источники: СМИ, Банк Москвы</i>

\* Деньги по кредиту Роснефтегаза должны поступить несколькими траншами до конца года

**Внешние долговые рынки - планы эмитентов до конца 2005 года**

Эмитент	\$млн	Планы заимствования	срок, лет	Ставка купона, %	Программа займа
РЖД*	300.0	19.10.2005	5.0	-	sindicated loan
РЖД*	300.0	19.10.2005	3.0	-	sindicated loan
Вымпелком	200.0	окт.2005	3.00	LIBOR+150 b.p.	sindicated loan
Перекресток ТД	125.00€	окт.2005	2.00	LIBOR+200 b.p.	sindicated loan
Абсолют банк	35.0	ноя.2005	1.00	LIBOR+325 b.p.	sindicated loan
НСММЗ	150.0	дек.2005	1.50	не выше 9.8	CLN
АвтоВАЗ	300	2005	2,5 года	-	CLN
Банк Союз	100.0	2005	-	-	eurobonds/ secured debt
ВТБ	100	2005	-	-	eurobonds/ secured debt
ВТБ	300.0	2005	-	-	-
Газпром	13000.0	2005	-	-	sindicated loan
Газпромбанк	1000.0	2005	7-10 лет	-	LPN
Илим Палп	300.0	2005	3.08	-	sindicated loan
Казаньоргсинтез	200.0	2005	5.00	не более 10.0%	eurobonds
МДМ-Банк	200.0	2005	-	-	euro commercial papers
МДМ-Банк	100.0	2005	-	-	sindicated loan
Норильский Никель	300.0	2005	3.00	LIBOR+75 b.p.	sindicated loan
РОСБАНК	70.0	2005	-	-	sindicated loan
Роснефть	2000	2005	-	LIBOR+180 b.p.	sindicated loan
РУСАЛ	500.0	2005	-	-	sindicated loan
Сбербанк	500	2005	3 года	-	sindicated loan
Сибнефть	150	2005	3.02	LIBOR+100 b.p.	sindicated loan
СУАЛ	100.0	2005	1.25	LIBOR+150 b.p.	sindicated loan
СУАЛ	425.0	2005	5.00	LIBOR+170 b.p.	sindicated loan
СУАЛ	600.0	2005	-	-	sindicated loan (второй транш)
ТНК-ВР	500.0	2005	5-7-10 лет	-	EMTN
ТНК-ВР	500.0	2005	3.0	-	sindicated loan
<b>22395.0</b>					<i>Источники: СМИ, Банк Москвы</i>

\* Кредит РЖД полностью согласован. Официально синдикация заканчивается 19 октября 2005 г.

## Российские еврооблигации - прогноз

С тех пор как Moody's объявило, что собирается повысить суверенный рейтинг России и эмитентов с государственным участием, таких как Газпром, Транснефть, РЖД, и Роснефть прошло почти 5 недель. Напомним, что агентство называло сроки 6-8 недель. Таким образом, ждать повышения суверенного рейтинга и госкомпаний осталось совсем не долго. С другой стороны инвесторы будут разочарованы, если Moody's повысит суверенный рейтинг всего на одну ступень. Повышение рейтинга на одну ступень, вероятно, приведет к фиксации прибыли в суверенных еврооблигациях, поскольку потенциал снижения кредитных спрэдов не высок, а очередного повышения рейтинга ждать еще очень долго. Кроме того, в случае повышения суверенного рейтинга на одну ступень Moody's всего лишь повторит Fitch, которое еще в августе повысило «потолок» суверенного рейтинга страны на одну ступень до «BBB», что соответствует рейтингу по версии Moody's на уровне «Baa2» (в настоящее время «Baa3»).

На наш взгляд, Moody's может преподнести сюрприз, повысив суверенный рейтинг не на одну, а сразу на две ступени (скажем, до «Baa1»). Как это случилось во время два года назад. Вероятность такого развития событий мы оцениваем достаточно высоко, однако мы не можем уверенно говорить, что это действительно случится.

### Стоимость России-30 в зависимости от сценария

	Баз. прогноз	Оптимист.	Пессимист.	Текущее**
Доходность UST-10	4.70	4.00	5.00	4.49
Доходность России-30	6.00	5.00	6.80	5.69
Спрэд России-30, б.п.	130	100	180	120
Стоимость России-30	108.48	117.21	101.50	111.23
Потенциал роста* цены, %	-1.43	6.49	-7.78	1.06

Источники: расчеты Банка Москвы

\*Текущая(расчетная) цена 110.06

\*\*Расчет стоимости России-30 исходя из предполагаемого спреда

Фундаментальных причин для роста российских суверенных еврооблигаций остается все меньше на фоне угрозы роста ставок на внешних долговых рынках.

В нашем базовом варианте стоимость еврооблигаций Россия-30 к концу года составляет около 108,5 процентов от номинала, что предполагает снижение стоимости российских еврооблигаций на 1,5% от текущей(расчетной) цены. Тем не менее, последние полгода рыночная конъюнктура была чрезвычайно благоприятной, и на рынке до сих пор реализовывался оптимистичный сценарий.

### Рекомендации

Динамика ставок на внешних долговых рынках станет определяющим фактором для рынка российских еврооблигаций, который имеет весьма скромный потенциал роста. Инвестиции в длинные суверенные еврооблигации представляют интерес только в случае повышения рейтинга по версии Moody's более чем на 1 ступень. В противном случае, вероятный рост доходности us-treasuries приведет к снижению стоимости российских еврооблигаций и, возможно, к расширению уровня суверенного спреда.

Консервативным инвесторам мы рекомендуем выбирать защитные стратегии, которые делают акцент на наиболее коротких корпоративных бумагах, таких как Уралсиб-06, Альфа-банк-06, Евразхолдинг-06, Банк ЗЕНИТ, 06.

Более рискованной стратегией (с точки зрения рыночного риска) мы считаем покупку еврооблигаций Норникель-09, Вымпелком-11 и Севресталь-14, которые на наш взгляд имеют защиту при плавном росте доходностей us-treasuries за счет сохранения потенциала сокращения спреда к суверенным бумагам.

И, наконец, интересной инвестицией мы считаем еврооблигации дочерней компании «Связьинвестнефтехима» - Edel Capital S.A. с погашением в 2015 г. со встроенным пут-опционом в 2012 г. Мы уже упоминали об этих облигациях в стратегии от 19.07.2005 г. Данный выпуск облигаций имеет гарантии Татарстана (в размере 13,0 млрд. руб.) и материнской компании, которая в свою очередь контролируется правительством Татарстана. Поскольку долларовой кривой доходности Москвы российских еврооблигаций нет, мы считаем спрэд этих бумаг к кривой доходности Газпрома (рублевая кривая доходности которого практически совпадает с кривой доходности Москвы). В настоящее время кредитный спрэд между доходностями еврооблигаций Газпрома и Москвы составляет около 100 б.п., тогда как на наш взгляд его значение должно составлять не выше 50 б.п.

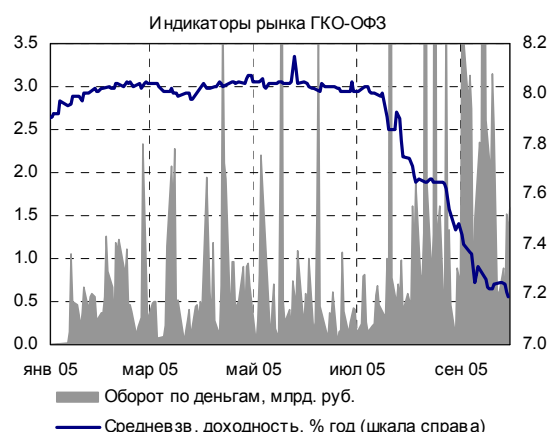
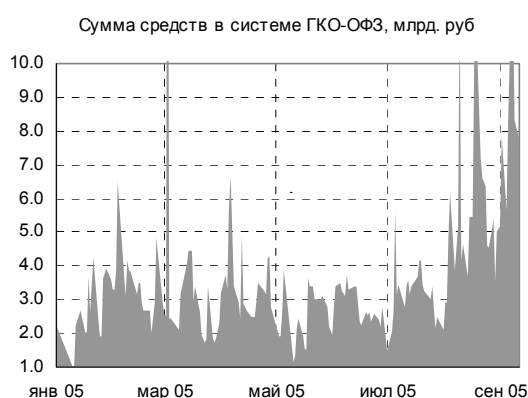
## Внутренний долговой рынок

В сентябре внутренний долговой рынок сохранил позитивную динамику. Спрос инвесторов на рублевые облигации оставался очень высоким. Несмотря на довольно приличный объем первичных размещений (около 36,3 млрд. руб.), уровня ликвидности в финансовой системе казалось достаточно не только для первичных аукционов, но и для роста вторичного рынка. Сентябрь стал еще одним удачным месяцем для эмитентов, решивших разместить свои облигации, а торговые обороты на вторичном рынке установили очередной рекорд. По итогам месяца совокупные биржевые обороты сектора негосударственных облигаций выросли до 178 млрд. рублей по сравнению с 153,7 млрд. рублей месяцем ранее. Среднедневное значение этого показателя выросло до 8,1 млрд. рублей с 6,7 млрд. рублей.

В прошлой стратегии мы рекомендовали спекулятивную покупку наиболее длинных облигаций эмитентов первого эшелона, а также облигаций города Москвы. Наши ожидания полностью оправдались. По итогам месяца доходности облигаций эмитентов первого эшелона в среднем снизились на 55 б.п. Доходности облигаций Москвы в среднем снизились на 80 б.п. Таким образом, сентябрьская динамика отразила сохранение оптимистических настроений у участников рынка. Несмотря на достаточно низкие уровни процентных ставок, риски начала коррекции не пугали инвесторов, которые продолжали увеличивать дюрацию своих портфелей.

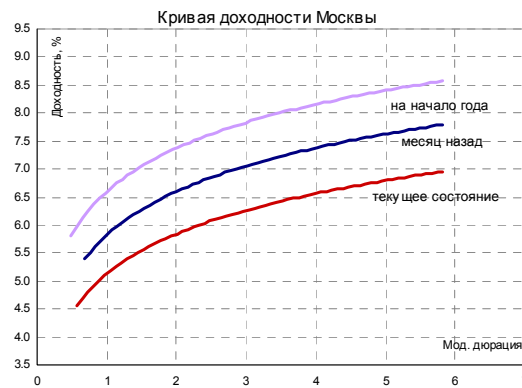
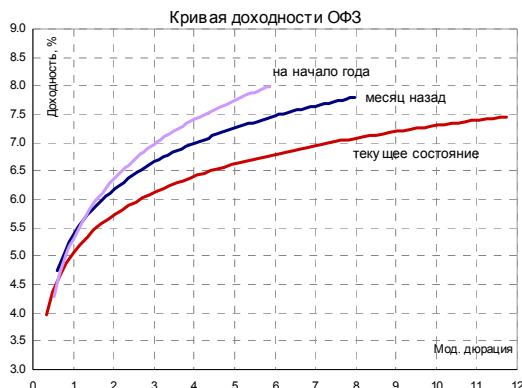
Ставки в секторе государственного долга по итогам месяца снизились на 30-80 пунктов. Снижение доходностей в секторе государственных рублевых облигаций в основном происходило в долгосрочном сегменте кривой. Однако на приведенном ниже графике видно, что уменьшение угла наклона кривой доходности государственных облигаций происходит с начала года. Мы полагаем, что данная тенденция вызвана не только ростом спроса на долгосрочные активы, но и появлением в 2005 году ряда долгосрочных и среднесрочных облигаций. Размещение и доразмещение выпусков проходило на фоне большого превышения спроса над предложением, в результате чего облигации разошлись по широкому кругу инвесторов, что обеспечило им большую ликвидность.

В сентябре Центральный банк по поручению Министерства финансов РФ провел еще два аукциона по доразмещению ОФЗ серии 46017 и 46018 на сумму 6 и 8 млрд. рублей соответственно. Напомним, что данные выпуски являются одними из наиболее длинных (по дюрации). Аукционы прошли на фоне огромного интереса инвесторов, что позволило разместить ОФЗ с доходностью на 6-8 пунктов ниже доходностей вторичного рынка. Спрос на облигации федерального займа 46017 превысил предельный объем размещения в 2,8 и составил 16,7 млрд. рублей. Спрос на ОФЗ 46018 превысил предложение в 3,5 раза, составив 25,9 млрд. рублей. Средневзвешенная доходность на аукционах определилась на уровне 6,77% годовых для ОФЗ 46017 и 6,88% годовых для ОФЗ 46018.



Источники: Центральный Банк РФ

Динамика рынка рублевых облигаций



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Корпоративные облигации - лидеры роста прошлого месяца

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

Корпоративные облигации - лидеры падения прошлого месяца

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

Источники: ММВБ, REUTERS, расчеты банка Москвы

Субфедеральные и муниципальные облигации - лидеры роста прошлого месяца

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

Субфедеральные и муниципальные облигации - лидеры падения прошлого месяца

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

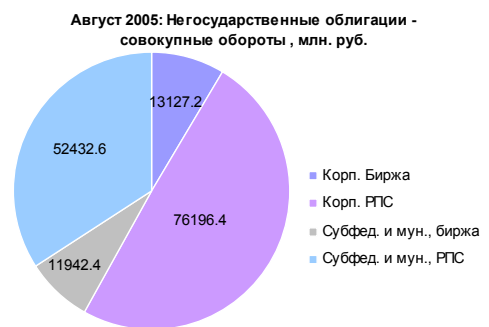
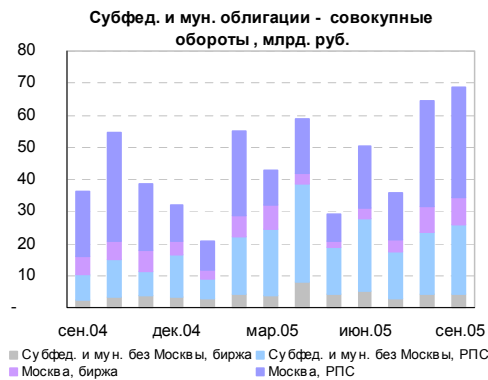
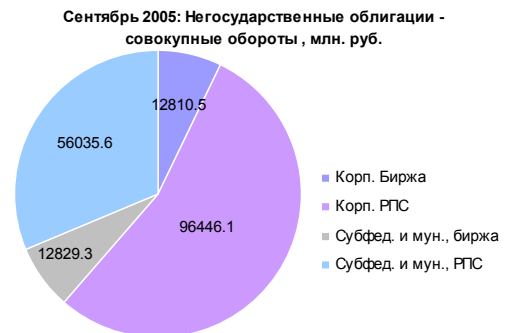
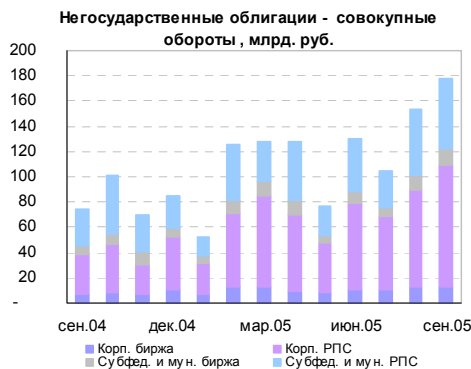
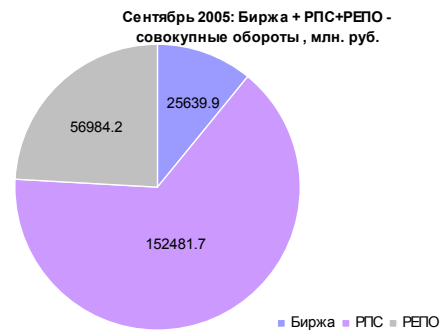
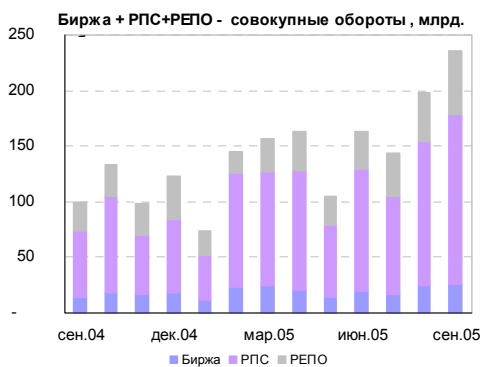
Источники: ММВБ, REUTERS, расчеты банка Москвы

Внутренний долговой рынок

**Динамика индексов корпоративных облигаций ММВБ**



**Биржевые обороты с рублевыми облигациями на ММВБ**



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

**Итоги первичных размещений**

В сентябре активность эмитентов на первичном рынке рублевых облигаций выросла. За месяц на рынке негосударственных рублевых облигаций состоялось размещение 16 новых выпусков на сумму 36,3 млрд. рублей. На рынке государственных долговых инструментов в сентябре состоялось два аукциона по доразмещению ОФЗ на сумму 14 млрд. рублей. Интерес участников рынка к первичным размещениям не ослабевает, что и обеспечивает хорошие (для эмитентов) результаты аукционов. Таким образом лозунг, который может наиболее полно охарактеризовать ситуацию на первичном рынке: «Спрос - выше, доходности - ниже», в очередной раз оправдался. Спрос на аукционах значительно превышал предложение, а доходности - определялись с дисконтом к вторичному рынку, впрочем, это уже разочаровывает.

**Итоги размещений негосударственных выпусков облигаций в сентябре 2005 г.\***

Инструмент	Серия выпуска	Дата начала размещения	Объем выпуска (предложения), млн. руб.	ближ оферта/ погашение, лет	Доходность к оферте/ погашению, %	Bid-to-cover ratio
Финансконтракт	1	06.09.2005	700	1.00	12.22	1.49
Медведь-Финанс	1	07.09.2005	750	1.00	14.75	1.13
Москва	25043	14.09.2005	5000	2.70	6.07	3.93
Иркутская область	31001	14.09.2005	1500	4.30	7.62	4.00
Финанс Интернэшнл Инвест	2	14.09.2005	2500	1.00	8.50	2.51
Самарская область	25002	15.09.2005	2000	5.00	7.00	4.23
Банк Русский Стандарт	5	15.09.2005	5000	1.50	7.74	1.82
РУСАЛ	3	21.09.2005	6000	3.00	7.33	1.25
ХКФ	3	22.09.2005	3000	1.50	8.51	1.40
ТК Финанс	1	22.09.2005	1000	1.50	н.д.	н.д.
ИРКУТ	3	22.09.2005	3250	5.00	8.93	2.00
Сибирьтелеком	6	22.09.2005	2000	3.00	7.97	1.72
КАМАЗ-Финанс	2	23.09.2005	1500	3.00	8.63	2.07
Очаково	2	23.09.2005	1500	3.00	8.68	2.87

Источники: REUTERS, Банк Москвы

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

**Потенциал первичного рынка**

Объем зарегистрированных и готовых к размещению выпусков, по нашим оценкам, составляет в настоящее время около 60,7 млрд. руб. по сравнению с 98,4 млрд. руб. в сентябре и 51,5 млрд. руб. в начале года. Совокупный объем планируемых выпусков, продолжает расти на фоне активизации первичного рынка. В начале октября его значение увеличилось до 257,7 млрд. руб., что в 2,5 раза превышает аналогичный показатель начала года. Из этого объема в краткосрочной перспективе (до конца года) эмитенты должны предложить к размещению около 88,5 млрд. руб. Таким образом, по предварительным данным совокупный объем размещенных в этом году выпусков корпоративных, субфедеральных и муниципальных выпусков может составить более 270 млрд. руб. по сравнению с 195 млрд. руб. в 2004 г.

**Наиболее вероятные размещения в ближайшее время**

Эмитент	Серия выпуска	План выхода на рынок	Объем выпуска, млн. руб.	Срок до погашения/ оферты, лет	Состояние выпуска
---------	---------------	----------------------	--------------------------	--------------------------------	-------------------

**Субфедеральные и муниципальные облигации**

Казань г.	31002	12.10.2005	1000	1,5 года	планируется
Красноярск	31005	18.10.2005	1000	3 года	зарегистрирован
Кабардино-Балкарская р-ка	КАВ-002/00279	21.10.2005	500	2 года	зарегистрирован
Томская область	2005	окт.2005	900	н.д.	планируется
Белгородская область		2005	2000	н.д.	планируется
ЯНАО	2	2005	1200	3-5 лет	зарегистрирован
<b>Итого</b>			<b>6600</b>		

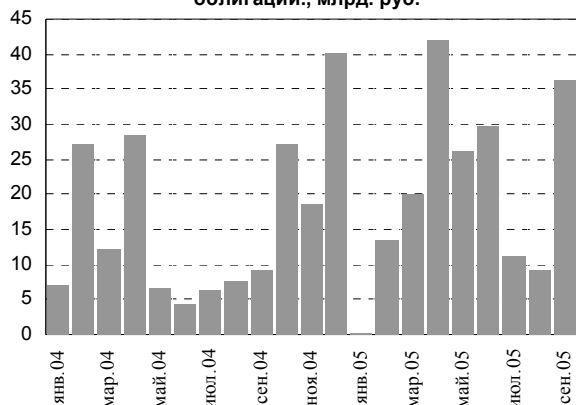
**Корпоративные облигации**

Тураналем	1	11.10.2005	3000	4 года/ год	зарегистрирован
Волгабурмаш	1	12.10.2005	600	3 года/ год	зарегистрирован
Инвестторгбанк	2	18.10.2005	350	3 года/1,5 года	зарегистрирован
Глобус-Лизинг-Финанс	3	20.10.2005	500	3 года	зарегистрирован
Русский Тестиль	3	окт.2005	1200	4 года	зарегистрирован
Отечественные лекарства	2	окт.2005	1300	3 года	зарегистрирован
Яковлевский ТХ	1	окт.2005	1000	3 года/ год	зарегистрирован
АИЖК	5	2005	2200	н.д.	планируется
АИЖК	6	2005	2500	н.д.	планируется
ЕЭСК	1	2005	500	3 года/ 1,5	зарегистрирован
ИнвестСберБанк	1	2005	1500	н.д.	планируется
Микроп	3	2005	400	2 года	зарегистрирован
РЖД	4 выпуска	2005	35000	1,5-7 лет	планируется
Внешторгбанк	5	2005	15000	10 лет	планируется
Внешторгбанк	6	2005	15000	8 лет	планируется
<b>Итого</b>			<b>80050</b>		

Источники: эмитенты, оценки Банка Москвы

Индикаторы первичного рынка

Размещения негосударственных рублевых облигаций., млрд. руб.



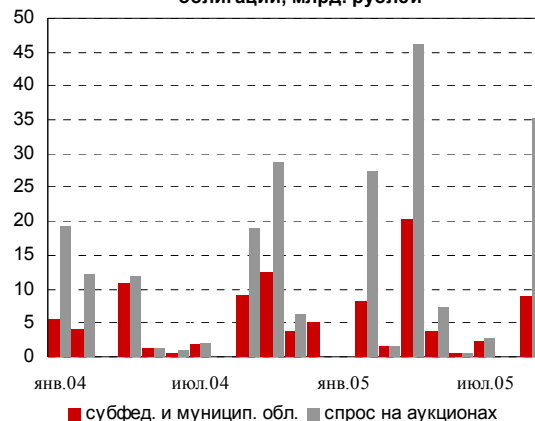
Потенциал первичного рынка, млрд. руб.



Первичный рынок корпоративных облигаций, млрд. рублей



Первичный рынок субфед. и муницип. облигаций, млрд. рублей



Источники: СМИ, расчеты Банка Москвы

## Фундаментальные факторы

Основным драйвером роста внутреннего долгового рынка в сентябре стало существенное увеличение уровня денежной ликвидности в банковской системе. Не плохую поддержку котировкам рублевых облигаций также оказывал рост российского рынка еврооблигаций. На протяжении всего месяца российские еврооблигации, не обращая внимания на краткосрочные колебания us-treasuries, демонстрировали стабильность.

### Курс рубля

Зависимость внутреннего валютного рынка от внешнего усилилась, что вызвано ростом волатильности курса доллара на мировом валютном рынке. По итогам месяца курс рубля относительно доллара США вырос всего на 3 копейки с 28,58 до 28,56 рубля за доллар. Возросшая волатильность курса доллара привела к росту волатильности рубля. Диапазон колебаний оказался очень высоким: от 28,22 до 28,55 рублей за доллар.

### Инфляция

Рост потребительских цен в сентябре составил 0,3%, при этом цены на бензин выросли на 7,9%. По итогам девяти месяцев потребительские цены выросли на 8,6%, в то время как за аналогичный период прошлого года рост цен составил 8,1%. Цены на бензин за девять месяцев выросли на 15,1%.

Инфляция в 2005 году окажется выше наших прогнозов. Анализ бюджетной политики и монетарных факторов заставляет нас повысить прогноз роста потребительских цен в 2005 году с 11,5% до 12,0%. Прогноз на 2006 год мы оставляем без изменений на уровне 10,5%. (Подробнее см. нашу стратегию от 13.10.2005 «Стратегия, Октябрь 2005: Отличная возможность для покупки!»)

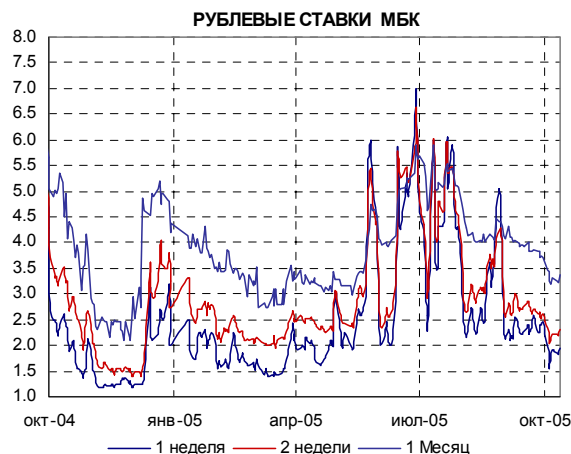
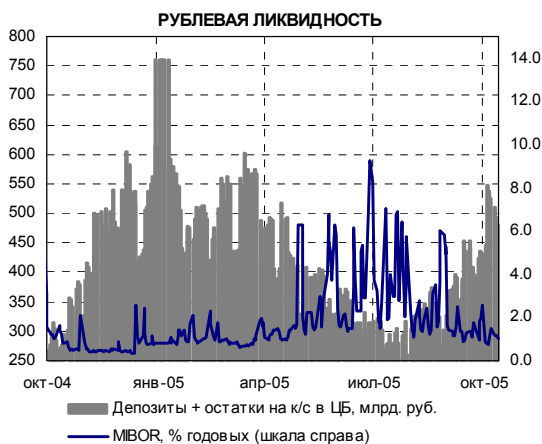


Источники: REUTERS, ЦБ РФ

**Ликвидность**

Рублевая ликвидность продолжает расти. Среднедневные остатки на корсчетах кредитных организаций в ЦБ в сентябре выросли на 32,9 млрд. рублей, составляли 306,85 млрд. рублей по сравнению со среднегодовым значением – 289,17 млрд. рублей. Среднедневные остатки на депозитах ЦБ по сравнению с предыдущим месяцем выросли на 42,53 млрд. рублей и составляли 95,56 млрд. рублей (среднегодовое значение – 132,27 млрд. рублей).

Рост уровня свободных денежных средств привел к снижению ставок на рынке МБК. Так, по итогам сентября среднее значение ставки на однодневные кредиты на МБК находилось на уровне 1,43% годовых, что практически вдвое ниже августовского значения.



Источники: REUTERS, ЦБ РФ

Мы полагаем, что в октябре состояние денежного рынка должно улучшиться. Благоприятное сочетание внешних факторов будут способствовать притоку валюты в страну, а также снизят интерес у валютных спекулянтов играть на снижение рубля, что позитивно отразится на состоянии денежного рынка. Также рост денежного предложения будет увеличиваться благодаря традиционным для последнего квартала года факторам.

## Прогнозы и рекомендации

Возросшая неопределенность дальнейшей динамики ставок на внешних долговых рынках снижает интерес иностранных инвесторов к локальным рынкам emerging markets. Начало октября ознаменовалось коррекцией на внешних долговых рынках, в то время как динамика локальных рынков пока слабо отражает смену настроений инвесторов. Так, по итогам первых дней октября спрэд российских еврооблигаций к UST расширился на 23 б.п. (согласно, индексу EMBI+Россия), в то время как, разрыв в доходностях на внутреннем и внешнем долговом рынке России сократился на 25-35 пунктов.

Негативным моментом может стать снижение долларовой доходности рублевых облигаций вследствие ослабления курса российской валюты. Спрос нерезидентов на рынке рублевых облигаций может снизиться, пока не стабилизируются внешние долговые рынки.

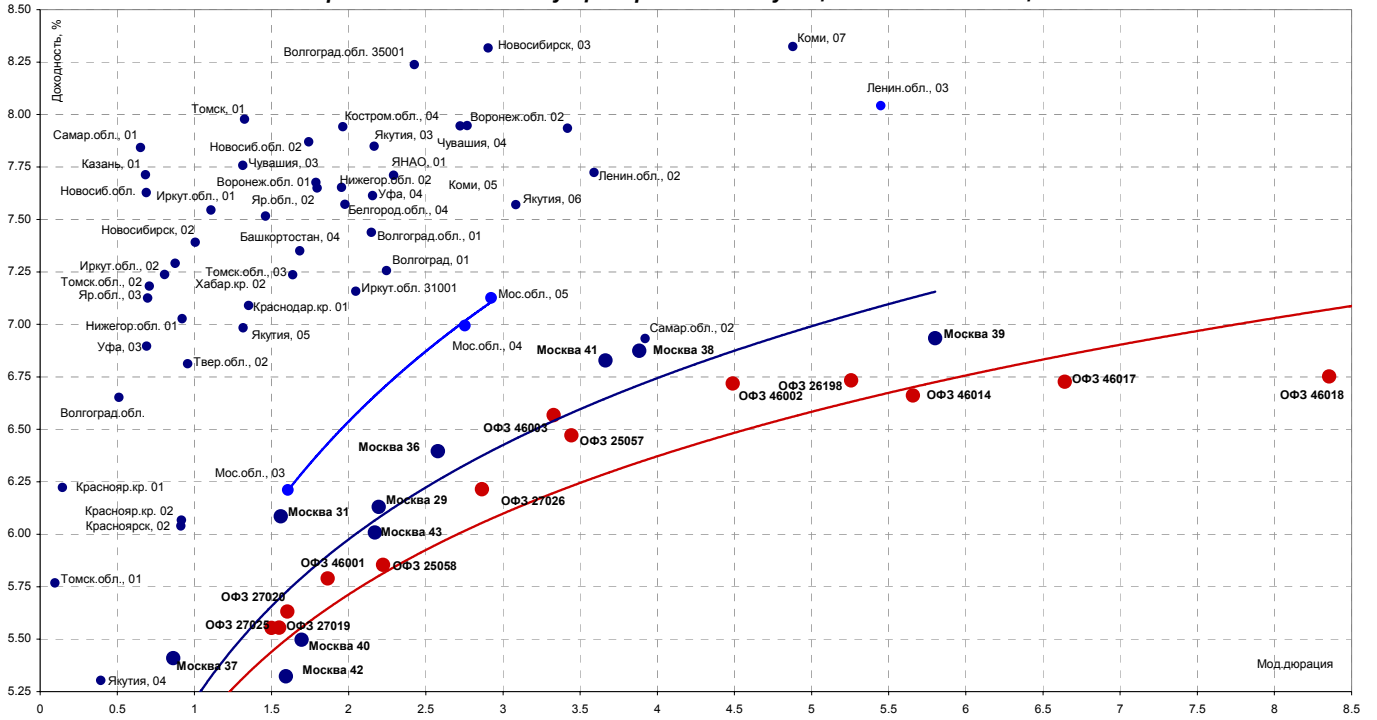
Тем не менее, вероятность глубокой коррекции на рынке рублевых облигаций сейчас невысока. Денежная ликвидность, скорее всего, продолжит расти, что позволит обеспечить стабильный спрос на рублевые инструменты.

В этом месяце мы сохраняем свои рекомендации: участвовать в аукционах по первичному размещению новых выпусков облигаций и играть на сокращении кредитных спрэдов наиболее недооцененных облигаций эмитентов 2-го и 3-го эшелона. Инвестиции в рублевые облигации первого эшелона представляются на наш взгляд слишком рискованными в случае роста доходностей внешних долговых рынков.

Внутренний долговой рынок

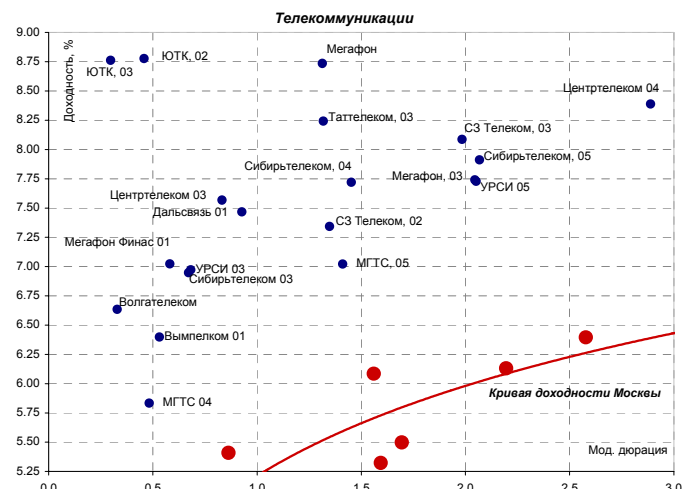
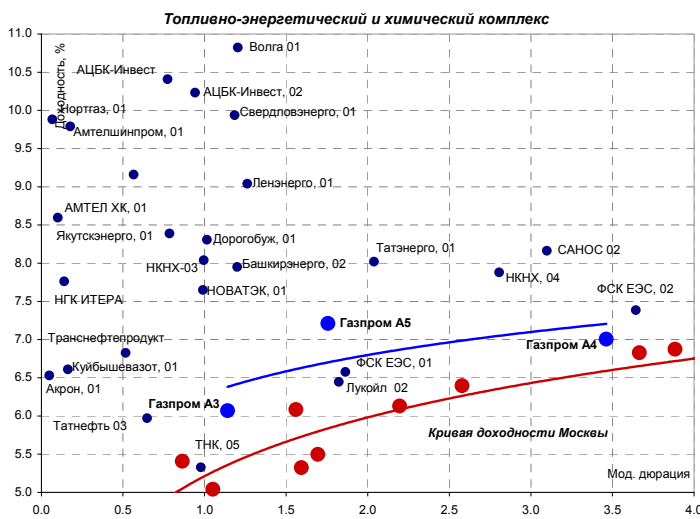
ЭМИТЕНТЫ	ПОГАШЕНИЕ		ЦЕНА		ДОХОДНОСТЬ,%			ДЮРАЦИЯ	
	Погашение	Оферта	Покупка	Продажа	Текущая	К погаш.	К оферте	Дюр. лет.	Мод. дюр
<b>Корпоративные облигации</b>									
АЦБК-Инвест, 02	20.05.2008	21.11.2006	101.50	102.50	11.57	-	10.23	1.04	0.94
Дорогобуж, 01	11.06.2008	13.12.2006	101.90	102.50	9.72	-	8.31	1.10	1.01
ЮТК, 02	07.02.2007	08.02.2006	100.96	101.30	11.89	-	8.76	0.32	0.30
ИНПРОМ, 02	15.07.2010	26.07.2006	101.20	101.29	11.85	-	10.45	0.75	0.68
Хайленд Голд Финанс, 0	02.04.2008	09.10.2006	101.50	102.00	11.82	-	10.80	0.95	0.85
Промтрактор, 01	03.07.2008	07.07.2006	100.70	100.95	10.61	-	9.65	0.71	0.64
ПМЗ, 01	21.07.2009	25.07.2006	100.70	100.84	9.62	-	8.84	0.75	0.69
Группа ОСТ, 02	08.05.2008	22.05.2006	100.90	101.00	13.47	-	11.46	0.57	0.51
Инвестпроект, 01	16.05.2007	-	0.00	105.26	10.45	8.69	-	1.44	1.33
ЦУН ЛенСпецСМУ, 01	22.04.2010	27.04.2006	101.80	102.00	15.21	-	12.06	0.50	0.45
<b>Субфедеральные и муниципальные облигации</b>									
Якутия, 03	17.06.2008	-	109.00	110.44	10.81	7.64	-	2.33	2.17
Костромская обл., 04	11.03.2008	-	108.60	109.19	11.95	8.00	-	2.11	1.96
Томск, 01	22.11.2007	-	0.00	107.00	12.20	7.97	-	1.43	1.32
Новосибирская обл.	27.07.2006	-	103.56	104.94	12.91	7.61	-	0.74	0.69
Казань, 02	11.04.2007	-	102.90	103.05	9.70	8.05	-	1.41	1.30
Ярославская обл., 02	03.07.2007	-	109.11	109.50	12.17	7.51	-	1.57	1.46
<b>Российские еврооблигации</b>									
Вымпелком 11	22.10.2011	-	104.27	105.27	8.03	7.48	-	4.87	4.87
МТС 10	14.10.2010	-	104.96	105.41	7.98	7.15	-	4.21	4.21
Северсталь 14	19.04.2014	-	109.50	0.00	8.45	7.71	-	6.19	6.19
Татарстан 15	03.08.2015	-	103.00	103.50	7.48	7.24	-	6.75	6.75

Кривая доходности субфедеральных и муниципальных облигаций

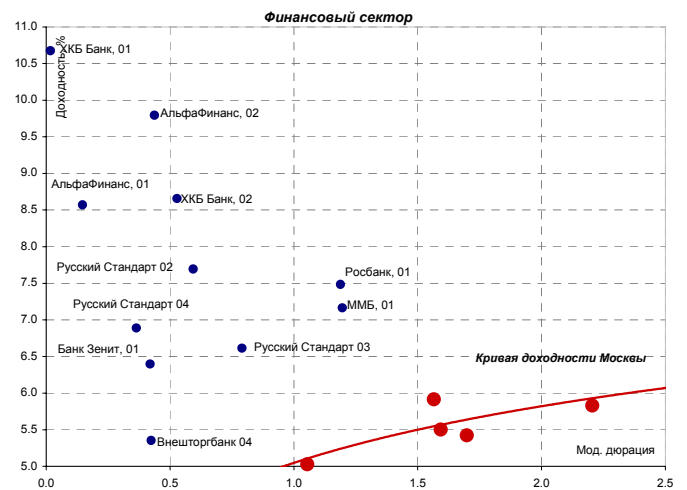
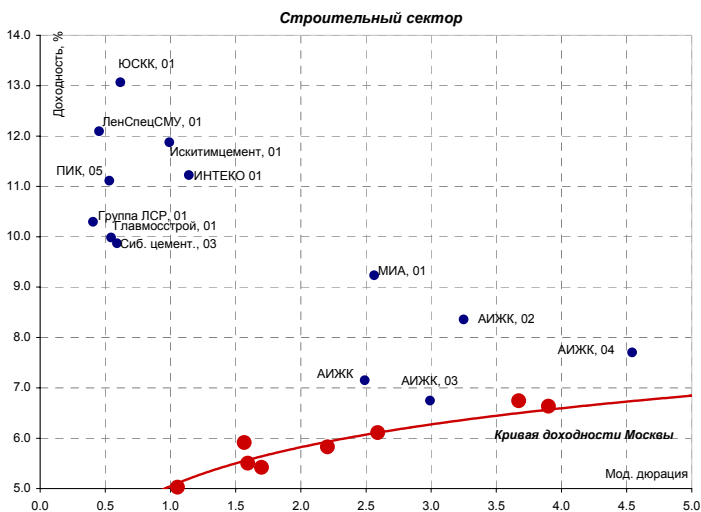
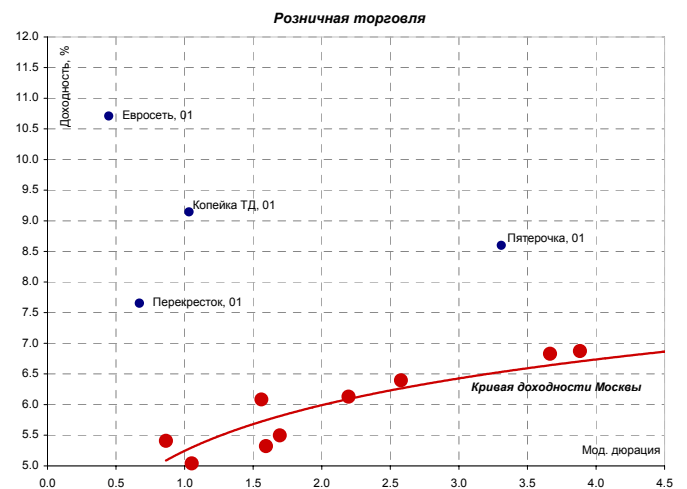
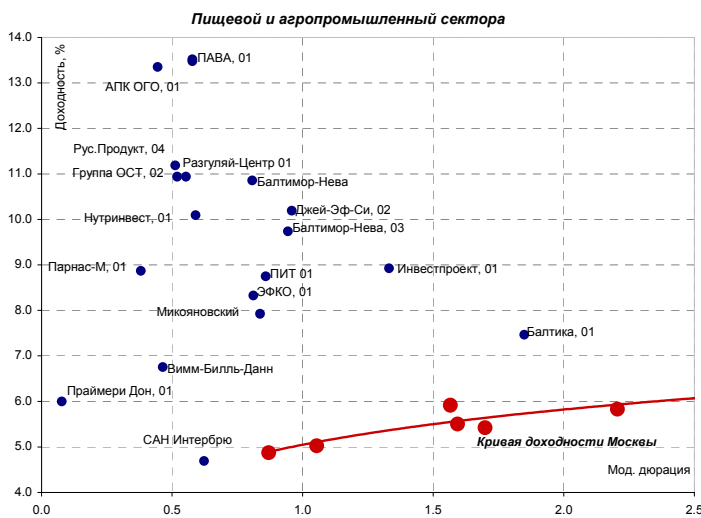
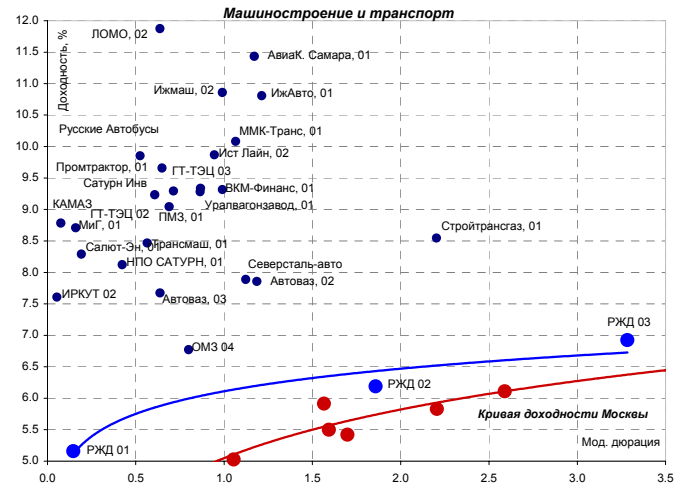
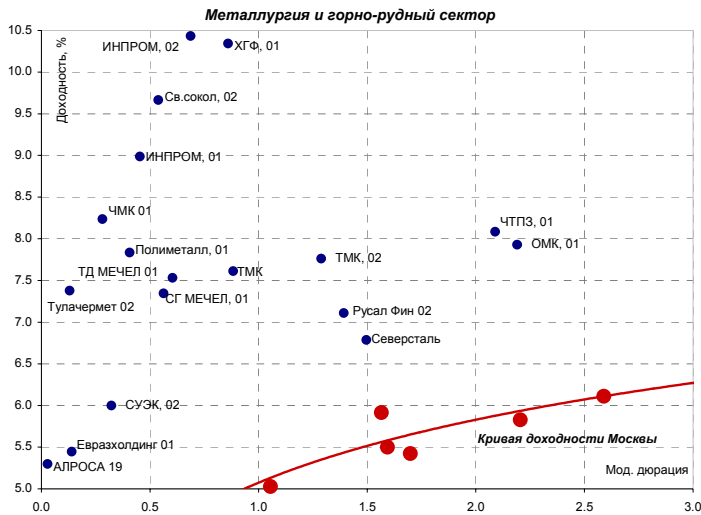


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривые доходностей корпоративных облигаций

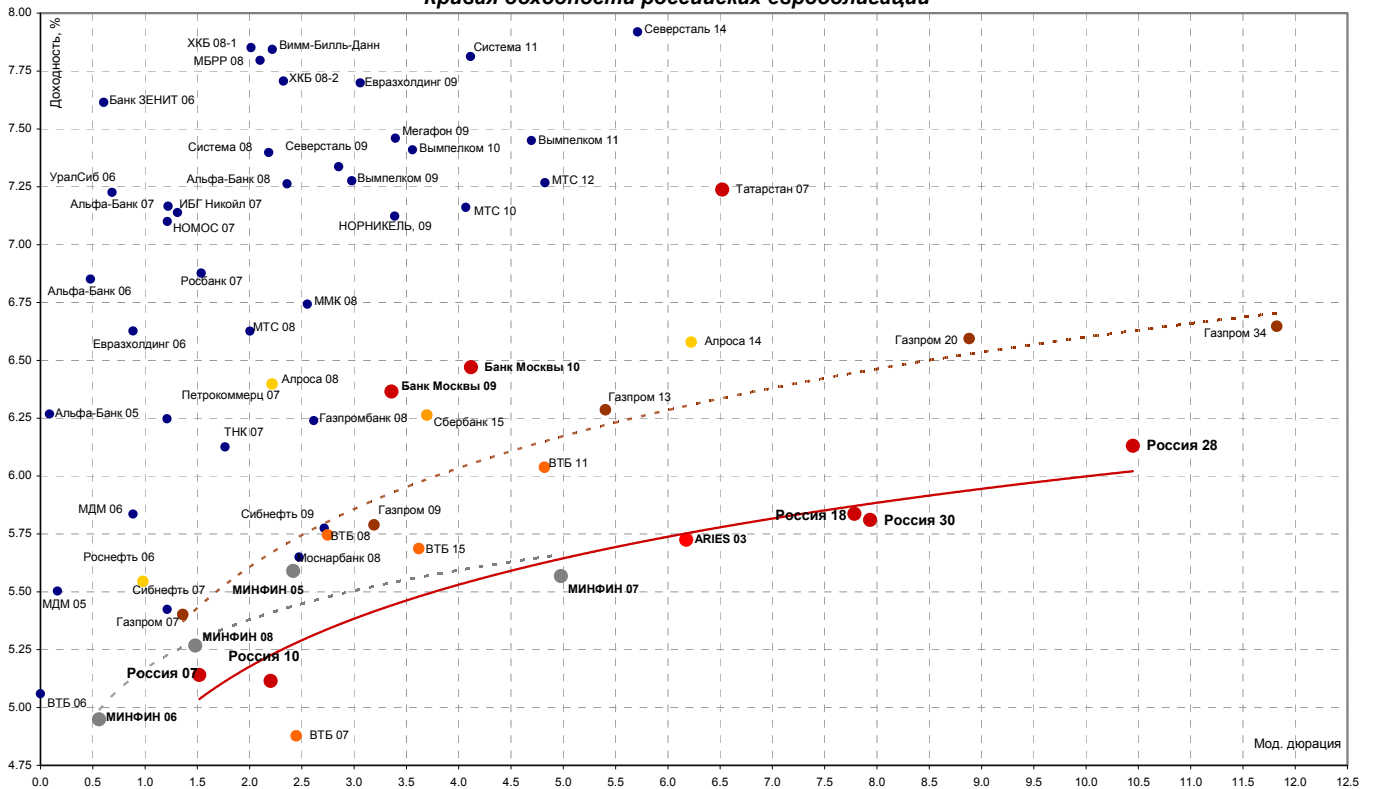


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

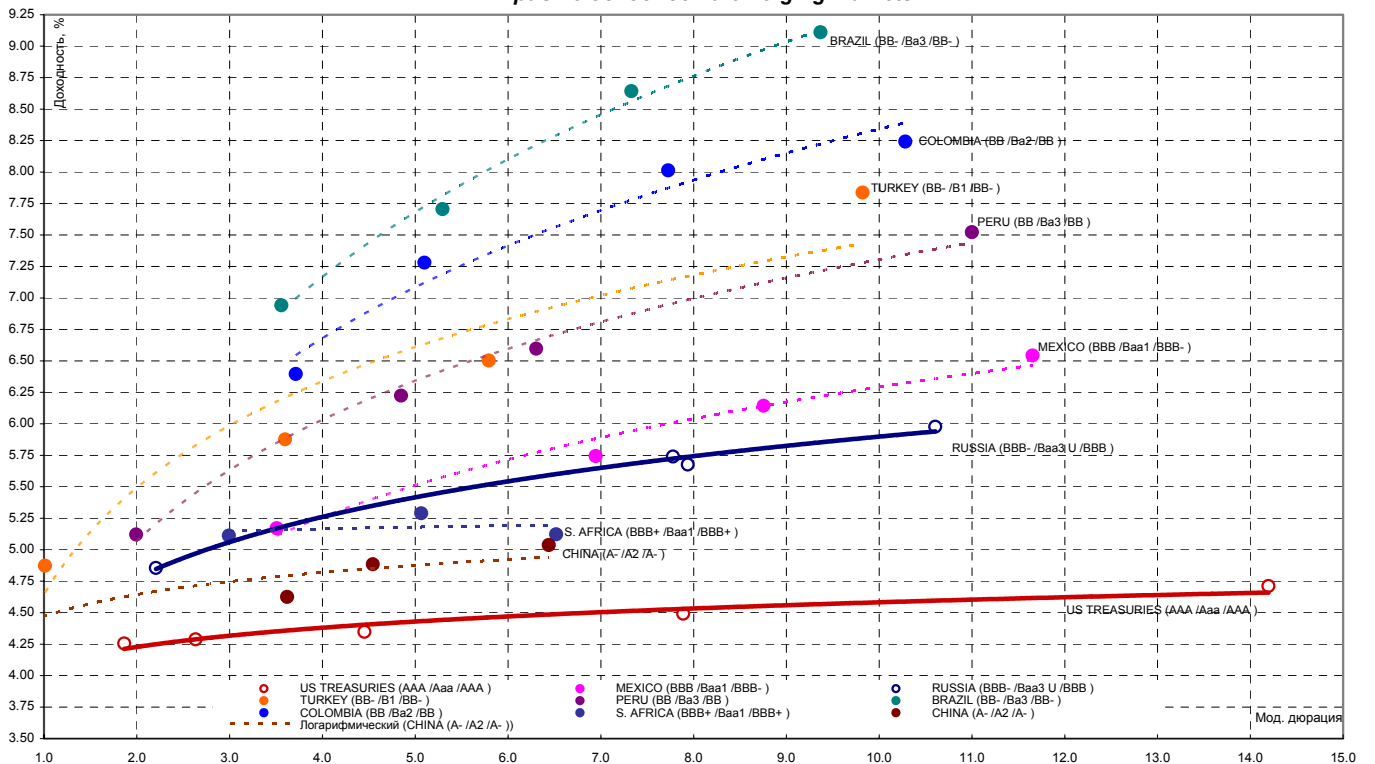


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривая доходности российских еврооблигаций



Кривые доходности emerging markets



Источники: REUTERS

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

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

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

<b>КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ</b>		<b>WWW.MMBANK.RU</b>	<b>+7 (095) 105-8000</b> <b>+7 (095) 924-0080</b>
		<u>e-mail</u>	<u>вн. тел.</u>
<u>ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ</u>	<b>Сытников Алексей</b>		
<u>НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ ДОВЕРИТЕЛЬНЫХ ОПЕРАЦИЙ</u>	<b>Касьянова Елена</b>	Kasyanova_EA@mmbank.ru	4679
<u>СОПРОВОЖДЕНИЕ КЛИЕНТОВ</u> <b>Менеджер по работе с клиентами</b>	<b>Шухова Алла</b>	Shuhova_AG@mmbank.ru	4263
<u>АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ</u> <b>Начальник отдела</b>	<b>Тремасов Кирилл</b>	Tremasov_KV@mmbank.ru	4592
<b>Анализ акций</b>	<b>Веденеев Владимир</b>	Vedeneev_VY@mmbank.ru	2817
<b>Анализ акций</b>	<b>Скворцов Дмитрий</b>	Skvortsov_DV@mmbank.ru	2832
<b>Анализ долговых рынков</b>	<b>Федоров Егор</b>	Fedorov_EY@mmbank.ru	4233
<b>Анализ долговых рынков</b>	<b>Лямин Михаил</b>	Lyamin_MY@mmbank.ru	2844
<u>ОТДЕЛ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ</u> <b>Начальник отдела</b>	<b>Беспалов Алексей</b>	Bespalov_AV@mmbank.ru	4220
<b>Долговые инструменты</b>	<b>Храмцовский Станислав</b>	HSS@mmbank.ru	2895
<b>Акции</b>	<b>Волков Алексей</b>	Volkov_A@mmbank.ru	2837