

Российские долговые рынки

Благоприятные перспективы

US-Treasuries

Одним из важнейших событий августа на внешнем рынке стало появление первых инфляционных показателей США, указывающих на стабилизацию и даже снижение инфляционного давления. В то же время, инфляционные данные в годовом выражении пока остаются существенно выше ориентиров ФРС. Пока не станет ясно, являются ли первые признаки стабилизации тенденцией или временным явлением, окончательно сбрасывать со счетов возможное повышение учетной ставки нельзя. Тем не менее, в этой стратегии мы пересмотрели целевые уровни по ставкам кривой us-treasuries на конец года. Мы считаем наиболее вероятным сценарием сохранение учетной ставки на уровне 5,25%. В этом случае, учитывая невысокие темпы замедления экономики США, наиболее вероятный диапазон доходностей us-treasuries на следующие полгода будет состоять из 4,90-5,10% годовых.

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Чупрына Татьяна
Chupryna_TV@mmbank.ru

Emerging markets

В прошедшем месяце конъюнктура рынка emerging markets оставалась по-прежнему благоприятной. Ралли, начавшееся в июле этого года, продолжилось. Однако столь резкий рост котировок, наблюдаемый в конце июля – начале августа, сменился более умеренным движением. Во второй половине августа на рынке развивающихся стран наблюдался относительный штиль. Инфляционное давление на локальных рынках постепенно снижается, чему свидетельствуют сообщения о снижении или сохранении процентных ставок. Начало осени ознаменовалось новой волной размещений еврооблигаций.

Внешние долговые рынки

Основными событиями прошедшего месяца стало осуществление платежей по досрочному погашению долга РФ Парижскому Клубу и повышение рейтинга России от агентства Standard & Poor's вопреки ранее сделанным заявлениям о том, что выплата долга не влечет за собой автоматического повышения рейтинга. Спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10, сузившись в июле до 100 – 110 б.п., остается относительно стабильным. Сохраняющийся на рынке us-treasuries умеренный оптимизм привел к снижению доходности России-30 до минимальных уровней за последние 5 месяцев (уровней конца марта 2006 года), 5,8 – 5,85% годовых.

В условиях сохранения умеренно-положительной конъюнктуры на рынке базовых активов мы рекомендуем обратить внимание на длинные выпуски Евразхолдинг-2015, Вымпелком-2011, Вымпелком-2016, а также на бумаги МТС, учитывая отличные результаты за II квартал 2006 года по стандартам US GAAP, благоприятный эффект от смены президента компании, уже получивший реальное подтверждение, а также общий рост интереса к бумагам сотовых компаний.

Внутренние долговые рынки

Благоприятная ситуация на внешних долговых рынках в совокупности с ожиданиями дальнейшего укрепления курса рубля остаются главными драйверами роста внутреннего долгового рынка. Высокая ликвидность на денежном рынке позволяет абсорбировать большой объем предложения на первичном рынке, что в итоге снова позитивно отразится на котировках рублевых облигаций. Фундаментальные факторы остаются благоприятными для внутреннего рынка долга. Рост котировок рублевых облигаций, наблюдавшийся во второй половине лета, стал следствием изменения ожиданий инвесторов на мировых рынках. На наш взгляд, вероятность продолжения этого роста остается высокой. Величина спрэдов между доходностью валютных и рублевых облигаций говорит о потенциале снижения доходностей рублевых облигаций.

В первом эшелоне, на наш взгляд, по-прежнему остаются привлекательными облигации ГидроОГК, Мосэнерго и Россельхозбанка. Во втором-третьем эшелонах нашими фаворитами являются облигации Миг-Финанса, ИРКУТа, Техносилы и Евросети.

US-Treasuries

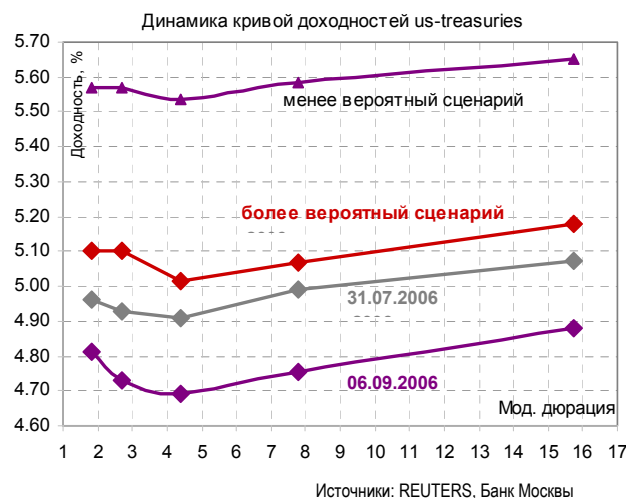
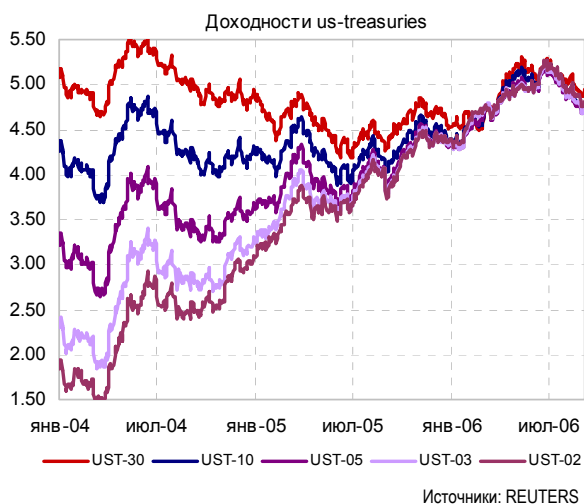
Одним из важнейших событий августа на внешнем рынке стало появление первых инфляционных показателей США, указывающих на стабилизацию и даже снижение инфляционного давления. В то же время, инфляционные данные в годовом выражении пока остаются существенно выше ориентиров ФРС. Пока не станет ясно, являются ли первые признаки стабилизации тенденцией или временным явлением, окончательно сбрасывать со счетов возможное повышение учетной ставки нельзя. Тем не менее, в этой стратегии мы пересмотрели целевые уровни по ставкам кривой us-treasuries на конец года. Мы считаем наиболее вероятным сценарием сохранение учетной ставки на уровне 5,25%. В этом случае, учитывая невысокие темпы замедления экономики США, наиболее вероятный диапазон доходностей us-treasuries на следующие полгода будет состоять из 4,90-5,10% годовых.

Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

	06.09.06	Изм-е, б.п.				
		За месяц	С начала года	За 6 мес.	За 12 мес.	За 24 мес.
Fed Funds Rate	5.25	0	100	75	175	375
UST-02	4.82	-10	41	8	101	223
UST-05	4.75	-8	39	0	85	125
UST-10	4.80	-10	40	7	71	51
UST-30	4.95	-4	41	23	59	-11

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Август - начало сентября стало достаточно спокойным периодом для внешнего долгового рынка. В целом, настрой рынка можно оценить как умеренно-позитивный. К началу сентября доходность 10-летних us-treasuries снизилась на 10 б.п. до 4,80% годовых. Знаковым событием августа стало заседание FOMC, на котором впервые за два года учетная ставка была сохранена на текущем уровне, 5,25% годовых. Однако в своем официальном комментарии ФРС так и не дала четкого сигнала о завершении цикла ужесточения монетарной политики. Как показывают фьючерсы на ставку fed funds, вероятность повышения учетной ставки с текущих 5,25% до 5,50% годовых к концу года оценивается рынком на очень низком уровне – около в 10 - 20%.



Замедление темпов экономического роста может ограничить инфляционное давление

Постепенное замедление роста экономической активности со временем будет способствовать ограничению инфляционного давления. Именно такая точка зрения относительно дальнейших перспектив американской экономики превалирует в настоящее время на рынке. Впервые она была озвучена ФРС Беном Бернанке еще в июле, спровоцировав коренной перелом в настроениях рынка. В настоящее время любые публикуемые данные рассматриваются через эту призму. Пауза в цикле ужесточения монетарной политики была взята с целью оценить возможный отложенный эффект от предыдущих повышений ставки и посмотреть, насколько реальные экономические данные подтвердят эту точку зрения. Если «базовая» точка зрения получит подтверждение, это станет необходимым условием для того, чтобы долгожданная пауза стала остановкой.

Инфляция начинает замедляться?

Одной из важнейших тенденций августа стало появление первых инфляционных показателей, указывающих на снижение темпов роста инфляции, что, безусловно, является положительным моментом. Первым приятным сюрпризом стала публикация июльского индекса цен производителей. В июле PPI вырос только на 0,1% против ожидаемых 0,4% и июньских 0,5%. PPI Core снизился на 0,3% впервые с октября 2005 года, тогда как ожидался рост на 0,2%. Ответом на столь благоприятные для treasuries показатели стало бурное ралли. В отличие от PPI, данные по потребительской инфляции были очень близки к прогнозам. Однако даже небольшого расхождения в благоприятную для рынка сторону (рост CPI Core чуть ниже прогнозов) оказалось достаточно для новой волны оптимизма. Индекс потребительских цен вырос в июле на 0,4% по сравнению с 0,2% в июне, что совпало с прогнозами экономистов. CPI Core, не учитывающий цены на продукты питания и энергоносители, в июле вырос на 0,2% против ожидаемых 0,3%. Базовый индекс потребительских расходов (PCE Core) в июле вырос на 0,1% против ожидаемых 0,2%.

Опубликованная в начале сентября Бежевая книга, сводный отчет по экономике 12 федеральных округов США, содержащая оценку состояния экономики, основанную на гораздо более свежих данных (примерно с середины июля по 28 августа) показала, что продолжавшееся повышение цен на энергоносители не переносилось на потребительские цены. Большинство округов отметили, что розничные цены в указанный период времени оставались стабильными.

Основной причиной для беспокойства с точки зрения инфляции сейчас остается рынок труда. Согласно пересмотренным данным рост производительности труда составил 1,6% (ранее 1,1%), в рамках прогнозов экономистов. Однако инфляционные данные стали неприятным сюрпризом. Рост стоимости рабочей силы на единицу продукции, важный индикатор инфляционного давления со стороны рынка труда, за II квартал 2006 года был пересмотрен в сторону повышения. Этот показатель был повышен до 4,9%, тогда как ожидался пересмотр этого показателя только до 3,8%.

Однако и здесь появились положительные сдвиги. Более поздние данные, содержащиеся в августовском отчете по рынку труда, указали на снижение инфляционного давления. В августе средняя почасовая заработная плата увеличилась на 0,1%, тогда как большинство экономистов прогнозировало рост на 0,3%.

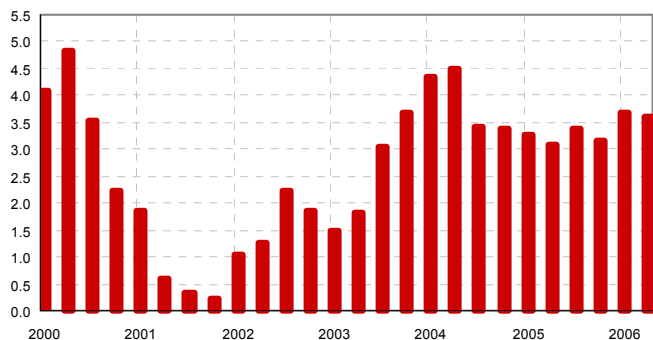
Являются ли эти показатели «первыми ласточками», указывающими на снижение инфляционного давления под воздействием снижения темпов экономической активности? По нашему мнению, до тех пор, пока не станет ясно, являются ли наметившиеся сдвиги тенденцией или окажутся временным явлением, окончательно сбрасывать со счетов возможное повышение учетной ставки нельзя.

Темпы роста экономики снижаются, но не катастрофически

Макроэкономические показатели, опубликованные в начале сентября, в целом, оказались смешанными. Устойчивую тенденцию к снижению в настоящее время демонстрирует только строительный сектор. Неприятный сюрприз также преподнесла публикация индекса потребительского доверия, рассчитываемого исследовательской организацией Conference Board. Consumer Confidence в августе упал до минимального уровня с ноября прошлого года до 99,6 п., тогда как экономисты ожидали снижения только до 102,7 п. При этом отдельные показатели, характеризующие потребительский сектор, продолжают демонстрировать рост. Личное потребление выросло в июле на 0,8% по сравнению с ростом на 0,4% в июне.

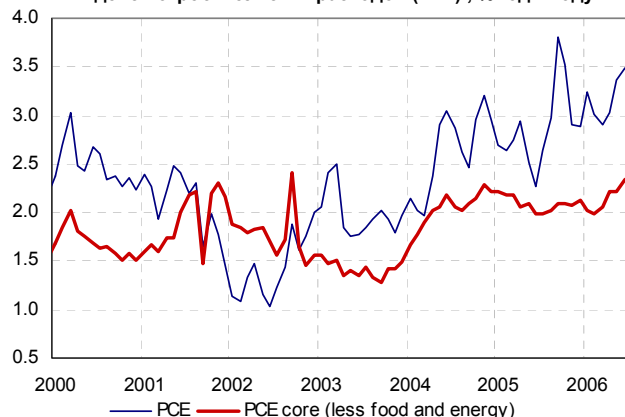
Среди наиболее «свежих» экономических данных стоит отметить публикацию Бежевой книги, сводного отчета по экономике 12 федеральных округов США, содержащей оценку состояния экономики, основанную на данных с середины июля до конца августа. Во всех 12 федеральных округах рост экономической активности продолжился, причем более половины указали на отсутствие замедления темпов роста. Объем розничных продаж в США в августе вырос на 0,2%, тогда как экономисты ожидали его снижения на 0,1%. Рост этого показателя вместе с ожидаемого снижения еще раз продемонстрировал, что опасения относительно грядущего резкого замедления потребительского сектора явно преувеличены. Августовский отчет по рынку труда США также содержал достаточно оптимистичные данные. Ключевой показатель, число новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе, оказался выше прогнозов – 128 тыс. против ожидаемых 120 тыс., более того, июльский показатель был пересмотрен в сторону увеличения – со 113 тыс. до 121 тыс.

Темпы роста реального ВВП США, % год к году



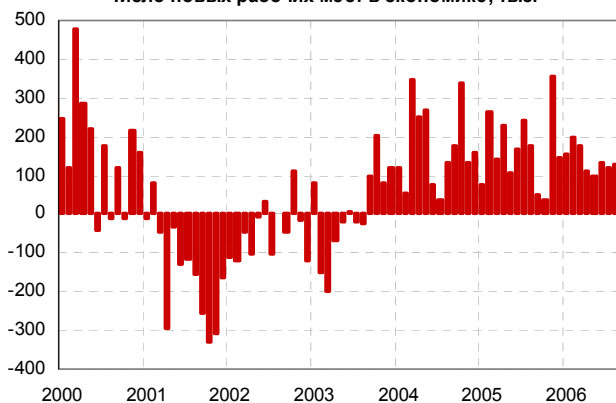
Источники: FRED II data

Индекс потребительских расходов (PCE), % год к году



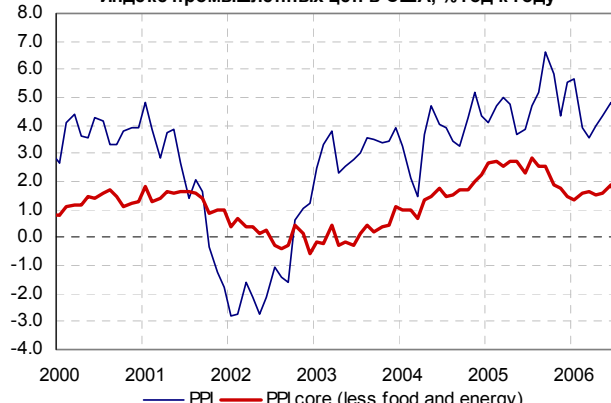
Источники: FRED II data

Число новых рабочих мест в экономике, тыс.



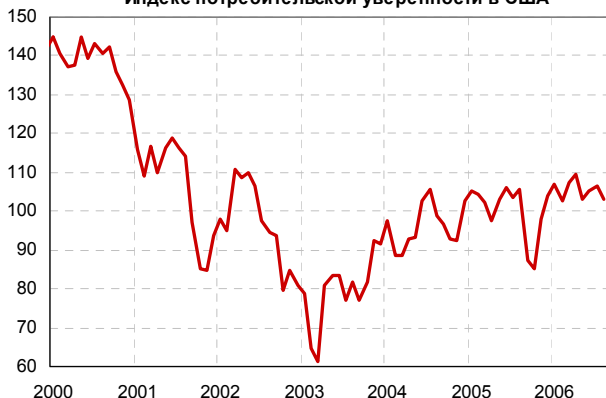
Источники: FRED II data

Индекс промышленных цен в США, % год к году



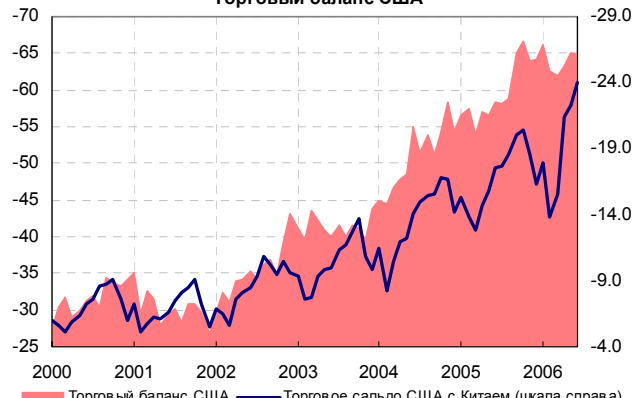
Источники: FRED II data

Индекс потребительской уверенности в США



Источники: FRED II data

Торговый баланс США



Источники: FRED II data

Прогнозы

В настоящий момент базовым сценарием развития событий является постепенное замедление роста экономической активности, которое со временем ограничит инфляционное давление. Это привело к росту котировок us-treasuries. Со времени последнего повышения учетной ставки (29 июня) доходности 2-летних облигаций закрепились ниже уровня ставки fed funds. Вместе с тем, по нашему мнению, до тех пор, пока не станет ясно, являются ли первые признаки стабилизации инфляции тенденцией или временным явлением, окончательно сбрасывать со счетов возможное повышение учетной ставки нельзя.

Коренной перелом в настроениях рынка произошел 19 июля после выступления Бена Бернанке перед Конгрессом, на котором был представлен полугодовой доклад по монетарной политике. При прогнозировании мы рассматривали два возможных варианта – повышение ставки до 5,5% годовых и ее сохранение на уровне 5,25%. До конца года наиболее вероятным сценарием является сохранение учетной ставки на уровне 5,25%. В этом случае, учитывая невысокие темпы замедления экономики США, наиболее вероятный диапазон доходностей us-treasuries на следующие полгода будет состоять из 4,90-5,10% годовых.

При построении прогнозной кривой доходностей us-treasuries при **базовом (наиболее вероятном)** сценарии мы ориентировались на средний спрэд между 2-летними облигациями и учетной ставкой **после** изменения ожиданий участников рынка в пользу сохранения ставки на текущем уровне. Его значение составило -32 б.п. На наш взгляд столь сильное снижение доходностей ниже текущего уровня учетной ставки излишне высоко оценивает возможность снижения ставки. Как можно было наблюдать уже на 2-ой неделе сентября, излишняя «перекупленность» рынка привела к фиксации прибыли и небольшому росту доходностей. В базовый сценарий мы заложили средний спрэд между UST-2 и ставкой fed funds в размере -15 б.п.

Средний спрэд между

	UST-2 и ставкой fed funds	UST-5 и UST-2	UST-10 и UST-5	UST-3 и UST-10
До смещения ожиданий	0.07	-0.03	0.05	0.07
После смещения ожиданий	-0.32	-0.08	0.05	0.11

Источники: REUTERS, Банк Москвы

При построении прогнозной кривой доходностей us-treasuries при развитии **менее вероятного** сценария мы ориентировались на средний спрэд между 2-летними облигациями и учетной ставкой **до** смещения ожиданий участников рынка в пользу сохранения ставки на текущем уровне. До 19 июля в среднем доходность UST-2 превышала fed fund rate на 7 б.п.

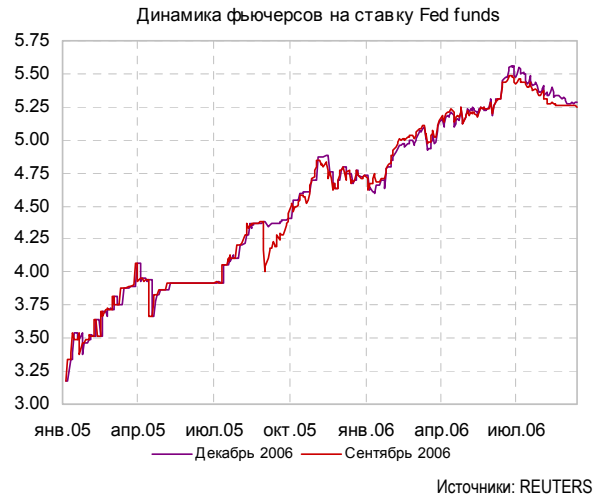
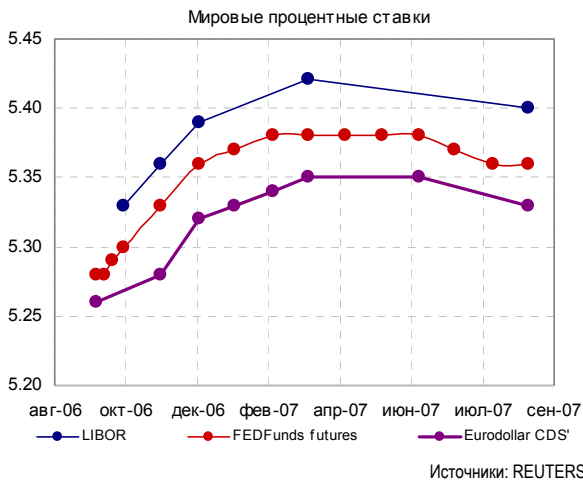
Спрэды между длинными и короткими us-treasuries также установлены на уровне средних значений до и после изменения ожиданий.

Прогноз ставок на долговом рынке США, % годовых

	Более вероятный	06.09.2006	Менее вероятный
Fed Funds Rate	5.25	5.25	5.50
UST-02	5.10	4.82	5.57
UST-05	5.02	4.75	5.54
UST-10	5.07	4.80	5.59
UST-30	5.18	4.95	5.65

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Острота фактора роста доходностей на внешних рынках в настоящее время несколько снизилась, однако он по-прежнему остается актуальным. На первом из двух августовских заседаний ЕЦБ (03.08) было принято решение повысить ставку рефинансирования на 25 б.п. до 3% годовых, в рамках ожиданий большинства участников рынка. На втором (31.08) ставка была оставлена на том же уровне, однако сопутствующие комментарии главы ЕЦБ Жан-Клода Трише были однозначно расценены рынком как сигнал к продолжению ужесточения монетарной политики. Более слабые, чем ожидалось, экономические показатели Японии несколько отодвигают возможное повышение ключевой ставки еще одной из ведущих мировых держав. Повышение учетных ставок в Европе может снизить эффект carry-trade и привести к постепенному снижению активности иностранных ЦБ на рынке us-treasuries. Ослабление доллара стимулирует реструктуризацию валютных резервов со стороны крупных держателей us-treasuries, таких как Китай и Япония. В целом, такая расстановка сил вряд ли будет способствовать агрессивной скупке американских бумаг, что, на наш взгляд, должно предопределить возрастающий вид кривой доходности us-treasuries.



Emerging markets

В прошедшем месяце конъюнктура рынка emerging markets оставалась по-прежнему благоприятной. Ралли, начавшееся в июле этого года, продолжилось. Однако столь резкий рост котировок, наблюдаемый в конце июля – начале августа, сменился более умеренным движением. Во второй половине августа на рынке развивающихся стран наблюдался относительный штиль. Инфляционное давление на локальных рынках постепенно снижается, о чем свидетельствуют сообщения о снижении или сохранении процентных ставок. Начало осени ознаменовалось новой волной размещений еврооблигаций.

Конъюнктура emerging markets

	06.09.06	Изм-е*				
		За месяц	С начала года	За 6 мес.	За 12 мес.	За 24 мес.
EMBI+	389.5	1.7	5.7	3.8	9.6	26.9
EMBI+ Spread	188.0	-4.0	-51.0	-12.0	-93.0	-242.0
EMBI+ Russia	435.1	1.3	2.2	3.2	2.1	26.5
EMBI+ Russia Spread	104.0	-1.0	-8.0	-8.0	-14.0	-192.0
EMBI+ Mexico	338.1	2.0	2.2	3.7	3.4	15.1
EMBI+ Mexico Spread	109.0	-10.0	-12.0	-15.0	-30.0	-73.0
EMBI+ Brasil	551.2	1.6	9.3	5.0	17.2	37.5
EMBI+ Brasil Spread	217.0	-3.0	-88.0	-16.0	-181.0	-294.0
EMBI+ Turkey	248.2	2.0	2.3	0.9	7.0	19.4
EMBI+ Turkey Spread	223.0	-8.0	6.0	41.0	-54.0	-109.0

Источники: J.P.Morgan, REUTERS

В прошедшем месяце конъюнктура рынка emerging markets оставалась по-прежнему благоприятной. Ралли, начавшееся в июле этого года, продолжилось. Однако столь резкий рост котировок, наблюдаемый в конце июля – начале августа, сменился более умеренным движением. Индекс EMBI+ по итогам августа вырос на 4,6%, а его спрэд сократился на 33 б.п. до 184 б.п. Лидерами роста в августе стали наиболее волатильные бумаги Турции и Бразилии, прибавив по 6,8% и 6,0% соответственно. Во второй половине августа на рынке развивающихся стран наблюдался относительный штиль. Ближе к осени пришла волна новых размещений, которая в полной мере охватит рынок в сентябре. Объем предстоящих выпусков может достичь \$15 млрд., включая ценные бумаги, которые будут выпущены взамен обращающихся краткосрочных бондов. За первые 13 дней месяца уже продали свои бонды Уругвай, Аргентина, Бразилия, Колумбия и Фиджи.

Кредитные рейтинги emerging markets

По нашим оценкам, за прошедший месяц рейтинговые агентства повысили рейтинги 7 странам и присвоили рейтинг 1 стране (Ямайка; по версии Fitch рейтинг дефолта эмитента в иностранной валюте – «B+», прогноз – стабильный). В том числе S&P повысило рейтинг России. Долгосрочный кредитный рейтинг по обязательствам в иностранной валюте был повышен с «BBB» до «BBB+» со стабильным прогнозом. Рейтинги еще 4 стран были подтверждены. Прогноз 1 страны – Бахрейна был пересмотрен со «стабильного» до «позитивного».

Следствием досрочной выплаты долга стало повышение кредитного рейтинга Бразилии агентством Moody's. Рейтинг латиноамериканской страны в иностранной и национальной валюте был повышен до «Ba2», что на 2 ступени ниже инвестиционного уровня, с «Ba3». Рейтинг по версии S&P был повышен до такого же уровня еще в феврале этого года.

Рейтинги emerging markets

Дата	Агентство	Страна, эмитент	Рейтинговое действие	Новый рейтинг	Новый прогноз	Прежний рейтинг	Прежний прогноз
1 авг 06	Fitch Ratings	Индия	Повышение рейтинга	BBB-	Стаб.	BB+	Стаб.
4 авг 06	Fitch Ratings	Латвия	Подтверждение рейтинга	A-	Стаб.	A-	Стаб.
15 авг 06	Fitch Ratings	ЮАР	Подтверждение рейтинга	BBB+	Стаб.	BBB+	Стаб.
17 авг 06	Fitch Ratings	Саудовская Аравия	Повышение рейтинга	A+	Стаб.	A	Стаб.
17 авг 06	Fitch Ratings	Бахрейн	Пересмотр прогноза	A-	Позитив.	A-	Стаб.
22 авг 06	Fitch Ratings	Бермуды	Повышение рейтинга	AA+	Стаб.	AA	Стаб.
29 авг 06	Fitch Ratings	Ямайка	Присвоение рейтинга	B+	Стаб.	B+	Стаб.
30 авг 06	Fitch Ratings	Тунис	Подтверждение рейтинга	BBB	Стаб.	BBB	Стаб.
30 авг 06	S&P	Украина	Подтверждение рейтинга	BB-	Стаб.	BB-	Стаб.
31 авг 06	Fitch Ratings	Румыния	Повышение рейтинга	BBB	Стаб.	BBB-	Стаб.
31 авг 06	Fitch Ratings	Мальта	Подтверждение рейтинга	A	Позитив.	A	Позитив.
31 авг 06	Fitch Ratings	Перу	Повышение рейтинга	BB+	Стаб.	BB	Стаб.
1 сен 06	Fitch Ratings	Монголия	Подтверждение рейтинга	B+	Стаб.	B+	Стаб.
4 сен 06	S&P	Россия	Повышение рейтинга	BBB+	Стаб.	BBB	Стаб.
12 сен 06	Moody's	Литва	Повышение рейтинга	A2		A3	

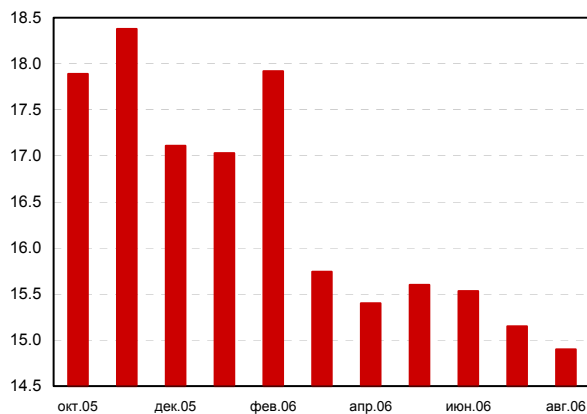
Источники: рейтинговые агентства

Учетные ставки

За прошедший месяц порядка 7 стран рассмотрели вопрос об изменении ключевых процентных ставок, и лишь одна из них - Колумбия приняла решение о ее повышении. По нашим сведениям, 4 страны (Словакия, Мексика, Малайзия, Чили) оставили ключевые процентные ставки на прежних уровнях. Бразилия и Индонезия сократили процентные ставки. Ситуация в этих 2-х странах продолжает улучшаться.

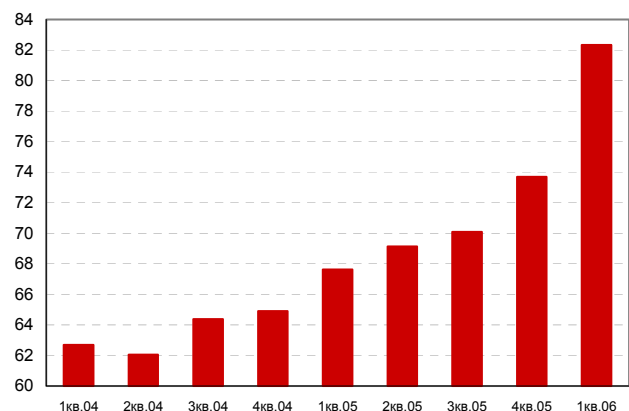
5 сентября 2006 года Индонезия снизила процентную ставку на 50 б.п. до 11,25%. Для Индонезии это уже 4 сокращение ставки за текущий год. С начала 2006 года ставка была сокращена на 1,5%, а уже к концу года ожидается снижение ставки до уровня 10,0 – 10,5%. Столь значительное сокращение отражает снижение инфляционного давления в стране. Только за 8 месяцев 2006 года инфляция упала на 2,13%, а к концу году уровень инфляции ожидается в 7,5-8,0%, как сообщил Центральный Банк Индонезии.

Уровень инфляции в Индонезии, %



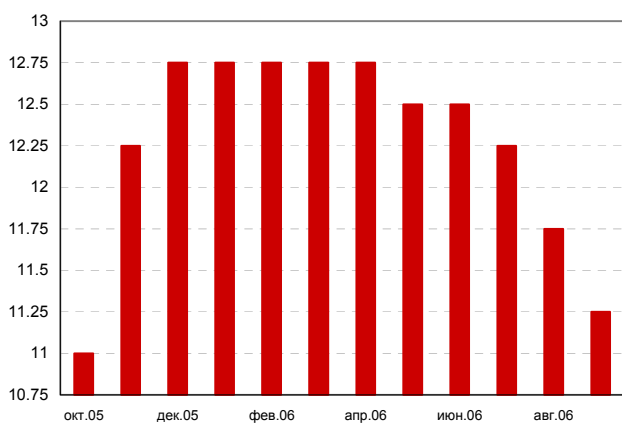
Источники: Bank Indonesia

ВВП Индонезии, млрд. \$



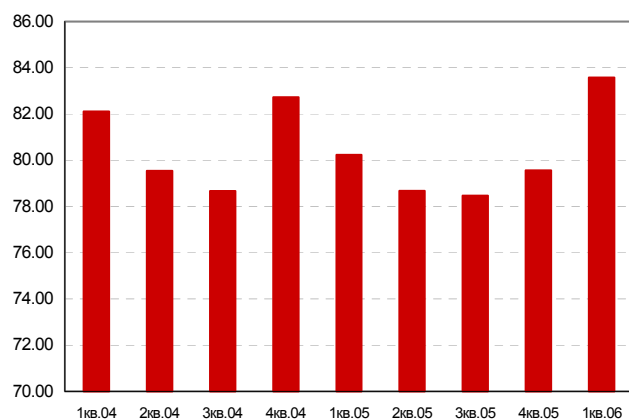
Источники: Bank Indonesia

уровень ставки, %



Источники: Bank Indonesia

Государственный внешний долг Индонезии, млрд. \$



Источники: Bank Indonesia

Бразилия

Бразилия стала основным «newsmakeгом» в прошедшем месяце, снизив процентную ставку и сократив внешний долг. Новый уровень ставки достиг 7-летнего минимума, а уровень внешнего долга стала минимальным за последние 9 лет.

Экономика Бразилии – третья по масштабу в Латинской Америке. На конец 2005 года ВВП Бразилии составил порядка \$796 млрд., а за первые 7 месяцев 2006 года - \$521 млрд. Валютные резервы Бразилии к концу 2005 году составили порядка \$52 млрд., увеличившись к концу августа 2006 года до \$69,426 млрд. Совокупный внешний долг латиноамериканской страны на конец 3 квартала 2005 года, до периода его активной реструктуризации, составил порядка \$170 млрд.

На сегодняшний день Бразилия является самым крупным заемщиком среди развивающихся стран. Однако значительное сокращение внешнего долга и позитивное изменение макроэкономических показателей, говорят о существенном улучшении кредитного профиля страны. Сохранение текущего курса развития Бразилии в перспективе может существенно укрепить ее позиции на рынке развивающихся стран. За последние 8 месяцев Бразилией было предпринято ряд мер по улучшению экономической ситуации страны:

27 декабря 2005 года Международному Валютному Фонду было выплачено порядка \$15,57 млрд. долга.

В августе 2006 года Бразилия объявила о расширении программы по выкупу долговых обязательств до \$24,8 млрд. Ранее, запланированная еще в феврале, программа предполагала выкуп \$20 млрд. Данная программа является частью мер, предпринимаемых казначейством Бразилии, по улучшению кредитного профиля страны. Выкупаются так называемые Global и Brady облигации с датой погашения вплоть до 2012 года (до расширения программы – до 2010 года). В апреле 2006 года Бразилия завершила выкуп \$6,63 млн. «Brady-бондов», выпущенных еще в 90-х годах, использовав \$5,7 млрд. из международных резервов. В июне этого года из запланированных \$4 млрд., было выкуплено только \$1,2 млрд. Выкупались 17 выпусков облигаций номинированных в долларах и 3 – в евро. К августу 2006 года суммарный объем погашений внешнего долга из запланированной в феврале программы составил \$12 млрд.

После столь значительного сокращения внешнего долга, секретарь Казначейства Бразилии, Карлос Каваль, заявил, что Бразилия пока воздержится от прогнозов относительно предстоящих размещений облигаций на международном рынке и, возможно, прибегнет к покупке американских долларов для погашения уже обращающихся еврооблигаций, нежели выпустит новые. Позднее ЦБ Бразилии сообщил о своем решении по проведению аукциона по покупке американских долларов на спот-рынке иностранной валюты как части программы по накоплению международных валютных резервов.

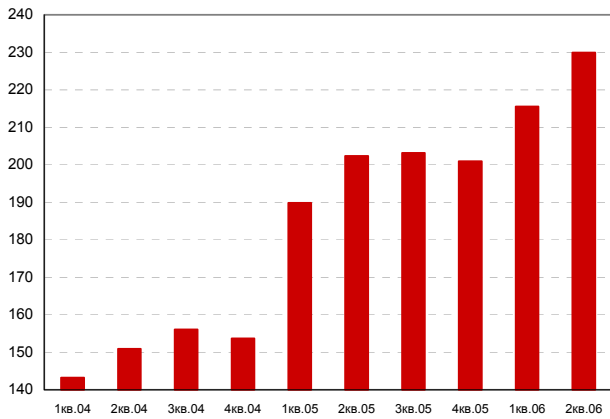
30 августа Бразилия в 6 раз за текущий год снизила ставку по займам до 14,25% (-50 б.п.). До этого ставка сокращалась в январе, марте, апреле, мае и июле. Суммарный процент сокращения ставки в 2006 году составил 3,75%. Данное решение было принято в целях повышения экономической активности. Рост инфляции, измеряемый при помощи индекса IPCA, который используется Центральным Банком Бразилии для оценки денежной политики, в середине августа этого года составил 3,82% (год к году). Это наименьшие темпы роста инфляции за последние 7 лет.

БРАЗИЛИЯ: КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

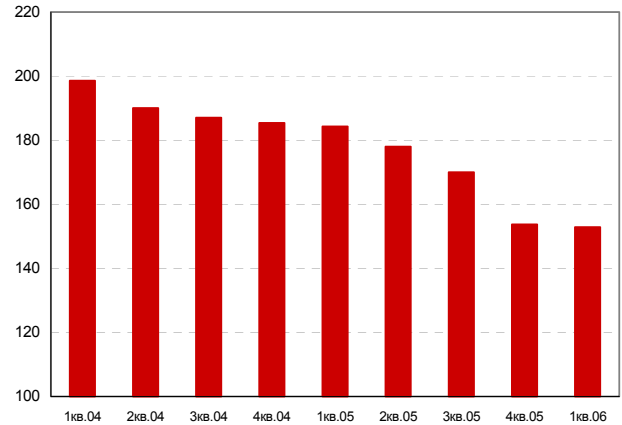
13 декабря 2005	Бразилия сообщает о намерении досрочно погасить порядка \$15,5 млрд. долга перед МВФ
22 декабря 2005	Бразилия сообщает о намерении погасить \$2,6 млрд. долга перед Парижским Клубом кредиторов вперед по схеме в январе 2006 года
23 декабря 2005	Завершена досрочная выплата \$15,57 млрд. долга МВФ
Февраль 2006	Запланирована на 2006 год программа по выкупу долговых обязательств на \$20 млрд.
Апрель 2006	Завершен выкуп Brady-бондов на \$6,63 млрд.
Июнь 2006	Выкуплен \$1,2 млрд. долгов из запланированных \$4 млрд.
Август 2006	ЦБ Бразилии принял решение о проведении аукциона по покупке американских долларов на спот-рынке иностранной валюты
Август 2006	Бразилия сообщает о расширении программы 2006 года по выкупу долга до \$24,8 млрд.

Источники: REUTERS, МВФ

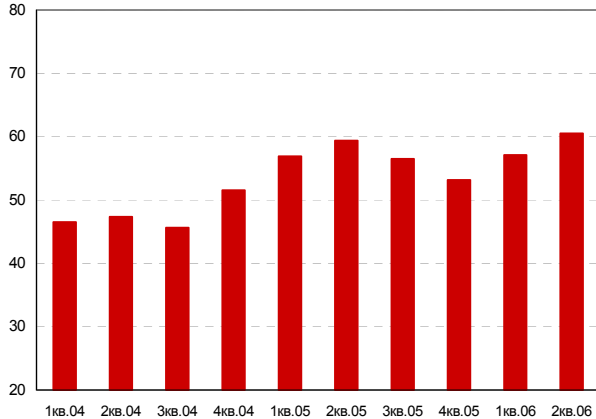
ВВП Бразилии, млрд. \$



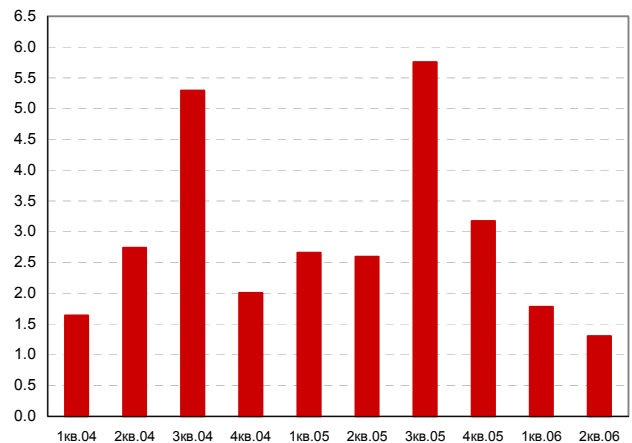
Совокупный внешний долг Бразилии, млрд. \$



Объем валютных резервов Бразилии, млрд. \$



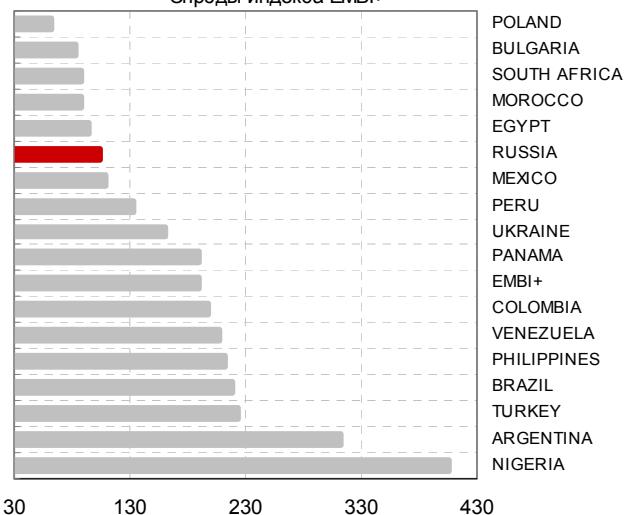
Платежный баланс Бразилии, млрд. \$



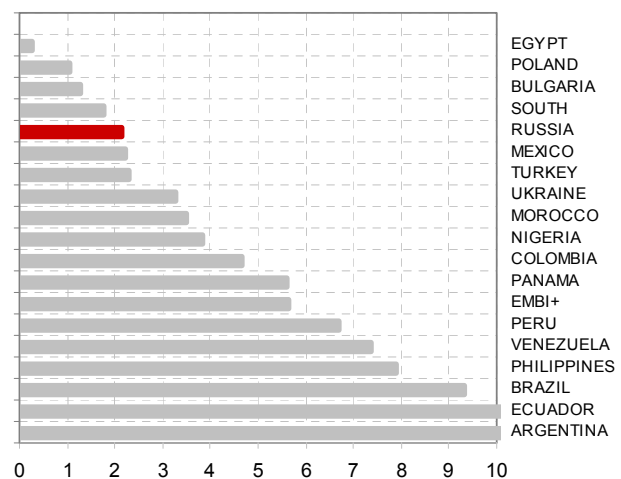
Прогнозы

В настоящее время ситуация на emerging markets складывается наилучшим образом. Рисксовая премия еврооблигаций развивающихся стран остается на уровне начала мая. В краткосрочной перспективе наиболее вероятным сценарием мы считаем стабилизацию внешних долговых рынков. В этой связи спреды еврооблигаций emerging markets могут продолжить снижение.

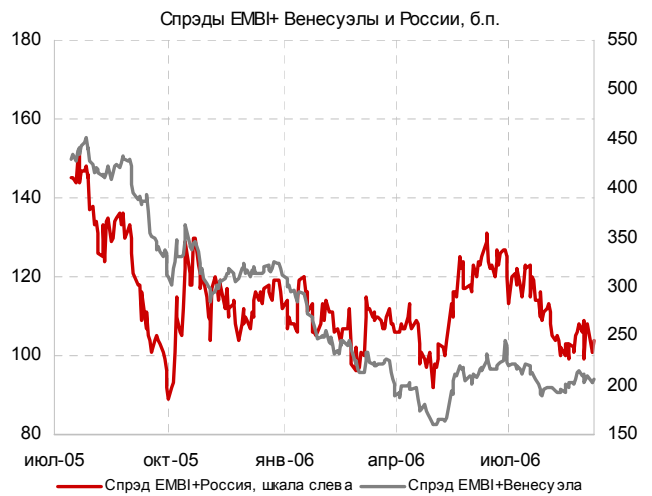
Спреды индекса EMBI+



Индексы EMBI+ с начала года (на 06.09.2006), %



Emerging markets – динамика ключевых суверенных спрэдов



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Российские еврооблигации

Основными событиями прошедшего месяца стало осуществление платежей по досрочному погашению долга РФ Парижскому Клубу и повышение рейтинга России от агентства Standard & Poor's вопреки ранее сделанным заявлениям о том, что выплата долга не влечет за собой автоматического повышения рейтинга. Спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10, сузившись в июле до 100 – 110 б.п., остается относительно стабильным. Сохраняющийся на рынке us-treasuries умеренный оптимизм привел к снижению доходности России-30 до минимальных уровней за последние 5 месяцев (уровней конца марта 2006 года), 5,8 – 5,85% годовых.

Конъюнктура российских еврооблигаций

	06.09.06	Изм-е*				
		За месяц	С начала года	За 6 мес.	За 12 мес.	За 24 мес.
Доходн. UST-10	4.80	-10	40	7	71	51
Стоимость России-30	111.000	1.0	-1.6	1.0	-3.1	17.0
Доходн. Россия 30 YTM	5.86	-12	32	-4	56	-156
Спрэд России 30 и UST-10	106	-2	-9	-11	-15	-207

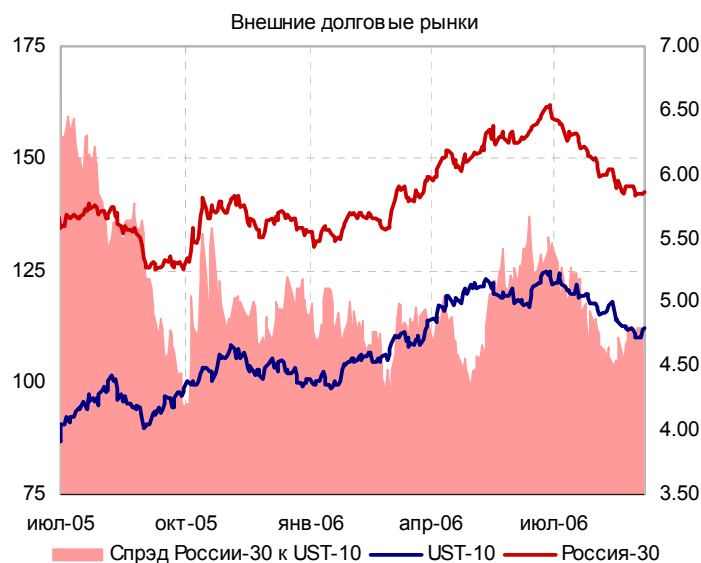
Источники: REUTERS

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

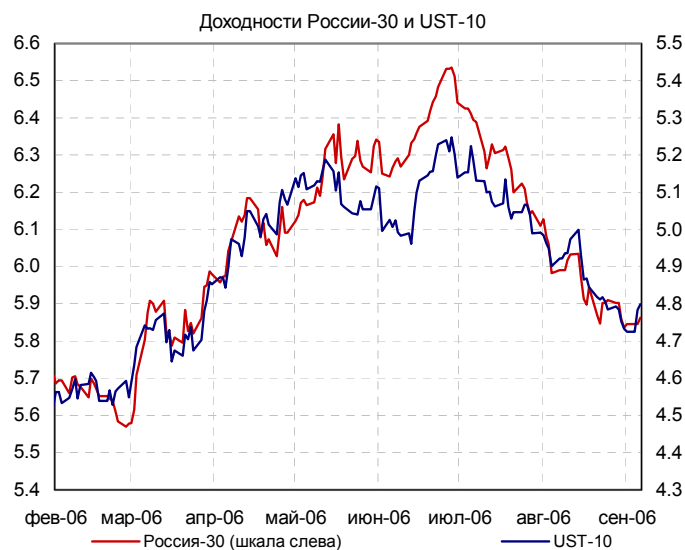
21 августа Россия провела последние платежи в рамках досрочного погашения задолженности бывшего СССР перед Парижским клубом. Были проведены плановые платежи на сумму \$1,3 млрд. и досрочные выплаты на \$22,5 млрд.

Через 2 недели после этого события самое консервативное из рейтинговых агентств, Standard & Poor's, повысило долгосрочные кредитные рейтинги РФ по обязательствам в иностранной валюте на 1 ступень до «BBB+» с «BBB» и по обязательствам в национальной валюте до «А-» с «BBB+». В конце июля рейтинг России до такого же уровня повысило агентство Fitch, ставшее первым рейтинговым агентством, поставившим Россию на первую строку группы В. Ранее S&P неоднократно заявляло, что завершение выплат Россией Парижскому клубу не повлечет за собой автоматическое повышение рейтинга, поскольку бюджетные и политические риски остаются неизменными.

Новость о повышении рейтинга, безусловно, добавила позитива в общую картину, однако существенного сужения спреда не вызвала. Реальным «двигателем» роста котировок может стать только входение РФ в группу А. По версии Moody's рейтинг России находится на уровне Baa2, на 1 ступень ниже (в сопоставимых шкалах) S&P и Fitch. В последние 2 года это агентство пересматривало российские рейтинги в октябре. В случае, если Moody's откроет России дверь в категорию А, мы ожидаем сужение ключевого российского спреда до уровня 70-80 б.п. с текущих 100-110 б.п.



Источники: REUTERS



Источники: REUTERS

Корпоративный сектор: время для доходных CLN и длинных бумаг

В августе тенденция снижения рискованной премии российских корпоративных еврооблигаций продолжилась. Это хорошо видно из анализа снижения спрэдов корпоративных инструментов. Первые места в 20-ке лидеров сокращения спрэдов занимают наиболее короткие и доходные инструменты CLN российских эмитентов, таких как Кузбассразрезуголь-2007 (-128 б.п.), Джей-ЭФ-Си Групп-2007 (-104), Ритцио-07 (-74 б.п.)

Вторая группа бумаг – лидеров роста котировок и сокращения спрэдов представлена долгосрочными бумагами: 15 из 20 лидеров роста имеют срок погашения свыше 5 лет. Среди них Газпромбанк-2015 (+6,77%, -62 б.п.), Вымпелком-2016 (+6,44%, -55 б.п.), НКНХ-2015 (+4,56%, -78 б.п.) Спрос на длинные бумаги подстегивает умеренно-позитивные настроения на рынке базовых активов, поддерживаемая подавляющим большинством участников рынка уверенность в сохранении учетной ставки США на текущем уровне до конца 2006 года, а также постепенно растущие ожидания ее снижения уже в 2007 году.

Ярким событием месяца стала сделка по продаже 15% акций Промсвязьбанка немецкому Commerzbank. Согласно договоренности, Commerzbank участвует в предстоящем увеличении капитала Промсвязьбанка, запланированном на осень текущего года. В дальнейшем возможно увеличение пакета акций Commerzbank до контрольного. По всей видимости, Commerzbank заинтересован, прежде всего, в розничном бизнесе, который Промсвязьбанку только предстоит развивать, чему будет способствовать большая филиальная сеть (более 110 филиалов). Промсвязьбанк в настоящее время имеет два выпуска облигаций с совокупным объемом порядка \$400 млн. Для инвесторов главный интерес представляют еврооблигации с погашением в 2010 году, попавшие как в 10-ку лидеров сокращения спрэдов, так и в 10-ку лидеров роста котировок. С момента объявления о сделке котировки Промсвязьбанка-2010 выросли на 3,74%, спред к UST-3 сузился на 69 б.п.

Агентство Standard & Poor's включило рейтинги Промсвязьбанка в список Credit Watch с возможностью повышения. В настоящее время долгосрочный рейтинг банка находится на уровне «В», краткосрочный - на уровне «С». Мы полагаем, что вероятный пересмотр кредитных рейтингов банка в позитивную сторону должен привести к дальнейшему сужению спрэдов евробондов, как это было, например, после покупки российского Импэббанка австрийским Raffeisen Bank.

Корпоративные еврооблигации - лидеры сокращения спрэдов

Эмитент - погашение	Изм-е спрэда за август 2006 г.	Значение спрэда на 06.09.2006	Базов. актив	Bid	Ask	YTM (Bid), %	Изм-е стоимости за мес.	Объем выпуска	Дата погашения	Mod. dur
RUSSIAN STD BNK - 2007	-142	176	US6MT	99.9	100.2	6.85	0.94	200.0M	08.02.07	0.40
MDM BANK - 2007	-128	235	US6MT	99.9	100.3	6.92	0.98	300.0M	15.02.07	0.41
KUZBASRAZREZUGOL - 2007	-128	378	US6MT	100.0	100.4	8.98	1.26	150.0M	13.07.07	0.82
FINANSBANK - 2008	-106	274	US2YT	100.6	101.6	7.58	3.00	250.0M	12.12.08	2.00
JFC GROUP - 2007	-104	339	US6MT	100.7	101.2	8.50	0.74	60.0M	10.04.07	0.54
NK NEFTEKHIM - 2015	-78	350	US10Y	101.1	101.5	8.32	4.56	200.0M	22.12.15	6.24
RUSSIAN STD BNK - 2015	-76	439	US5YT	98.5	99.6	9.30	4.14	200.0M	16.12.15	3.41
RITZIO - 2007	-74	313	US3MT	101.0	101.6	8.21	0.00	125.0M	10.01.07	0.32
PETROCOMMERC - 2009	-72	327	US3YT	99.8	100.2	8.09	2.68	225.0M	23.03.09	2.17
PROMSVYAZBANK - 2010	-69	309	US3YT	101.1	102.0	8.16	3.74	200.0M	04.10.10	3.22
PROMSVYAZBANK - 2010	-69	309	US3YT	101.1	102.0	8.16	3.74	200.0M	04.10.10	3.22
RUSSIAN STD BNK - 2010	-68	367	US5YT	96.9	97.7	8.41	3.91	500.0M	07.10.10	3.33
BANK OF MOSCOW - 2015	-67	241	US5YT	101.3	101.6	7.15	3.79	300.0M	25.11.15	3.49
GAZPROMBANK - 2015	-62	200	US10Y	97.8	98.3	6.83	6.77	1.0B	23.09.15	6.52
VIMPELCOM - 2016	-60	331	US10Y	100.8	101.1	8.13	6.44	600.0M	23.05.16	6.45
GAZPROMBANK - 2011	-57	239	US5YT	102.8	103.8	7.26	3.81	300.0M	15.06.11	3.80
VNESHTORG - 2016	-55	96	EU5YT	98.3	98.6	4.68	3.00	500.0M	15.02.16	3.85
RUSSIAN STD BNK - 2011	-48	421	US5YT	98.8	99.6	8.95	3.35	350.0M	05.05.11	3.65
SIBAKADEMBANK - 2009	-55	384	US3YT	100.8	101.1	8.67	2.03	350.9M	12.05.09	2.27
SBERBANK - 2013	-43	150	US5YT	101.1	101.7	6.27	4.37	500.0M	15.05.13	5.26

Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Рекомендации

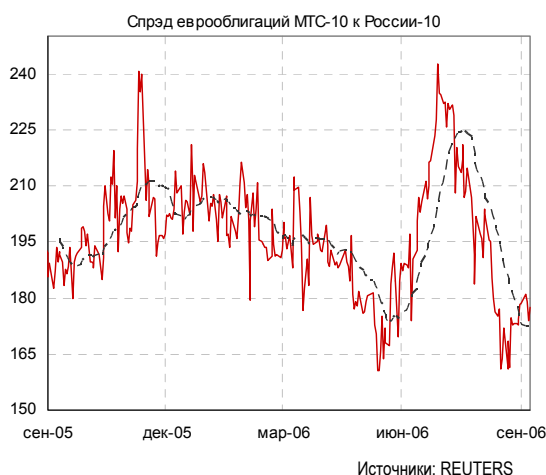
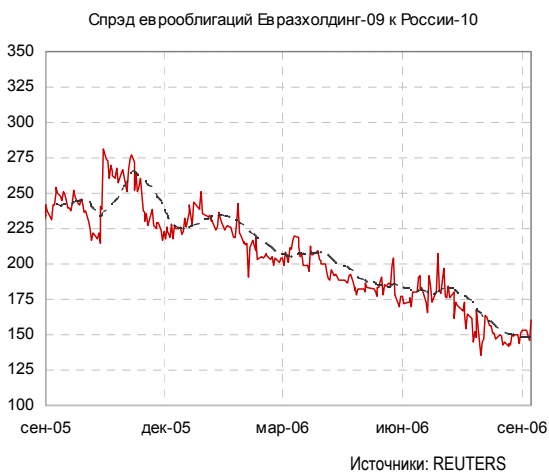
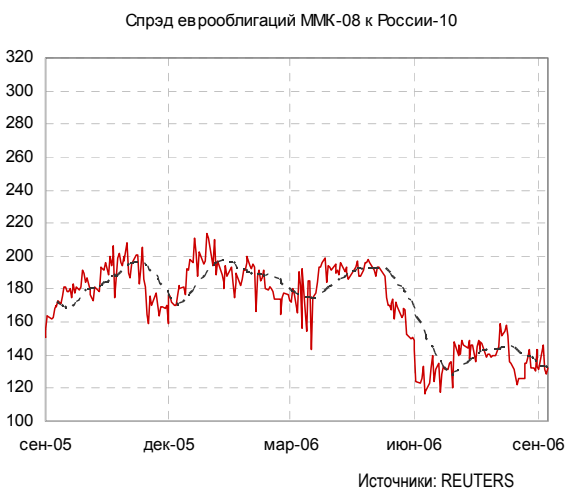
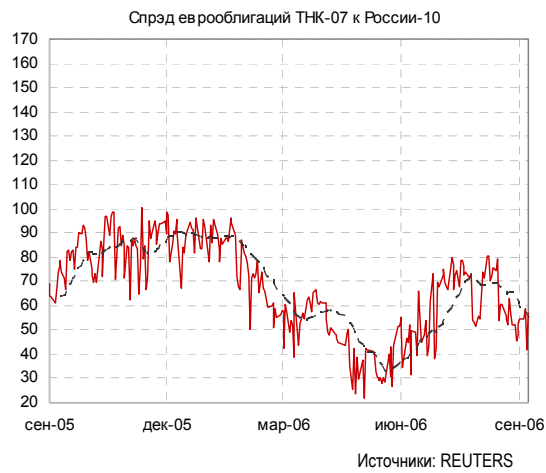
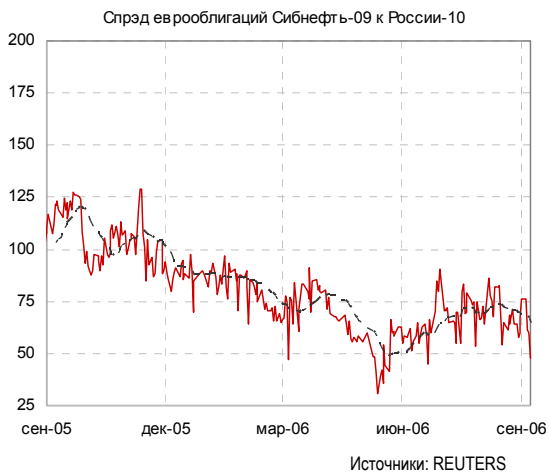
На наш взгляд, рынок базовых активов останется относительно стабильным в ближайшие полгода. Возможный рост доходностей вряд ли приведет к серьезной коррекции еврооблигаций emerging markets. В этом случае российские корпоративные еврооблигации получают неплохой шанс для дальнейшего сужения спрэдов.

В этом случае нашими фаворитами являются длинные выпуски Евразхолдинг-2015, Вымпелком-2011, Вымпелком-2016, а также на бумаги МТС, учитывая отличные результаты за II квартал 2006 года по стандартам US GAAP, благоприятный эффект от смены президента компании, уже получивший реальное подтверждение, а также общий рост интереса к бумагам сотовых компаний.

	УТМ, %	Мод. дюр
Евразхолдинг 15	8.247	6.159
ГАЗПРОМ 13-1	6.174	4.919
ГАЗПРОМ 20	6.685	8.555
ГАЗПРОМ 34	6.652	11.715
Северсталь 14	8.042	5.282
Вымпелком 10	7.306	2.915
Вымпелком 11	7.473	3.977
Вымпелком 16	8.19	6.42
МТС 10	7.279	3.32
МТС 12	7.765	4.259
Мегафон 09	7.472	2.749
Система 11	7.854	3.542
Джей-Эф-Си 07	8.353	0.518
Татарстан 15	7.445	6.317

Источники: Банк Москвы

Динамика индикативных спредов



Внутренний долговой рынок

Благоприятная ситуация на внешних долговых рынках в совокупности с ожиданиями дальнейшего укрепления курса рубля остаются главными драйверами роста внутреннего долгового рынка. Высокая ликвидность на денежном рынке позволяет абсорбировать большой объем предложения на первичном рынке, что в итоге снова позитивно отразится на котировках рублевых облигаций. Фундаментальные факторы остаются благоприятными для внутреннего рынка долга. Рост котировок рублевых облигаций, наблюдавшийся во второй половине лета, стал следствием изменения ожиданий инвесторов на мировых рынках. На наш взгляд, вероятность продолжения этого роста остается высокой. Величина спредов между доходностью валютных и рублевых облигаций говорит о потенциале снижения доходностей рублевых облигаций.

Рынок рублевых облигаций пережил в прошлом месяце настоящее ралли. Стабилизация внешних долговых рынков на фоне уверенных ожиданий дальнейшего укрепления рубля привели к росту интереса нерезидентов к инструментам с фиксированной доходностью.

По нашим оценкам, капитализация сектора корпоративных облигаций выросла в августе на 0,27%, а полная доходность сектора составила 0,99% (11,62% годовых). Стоимость сектора субфедеральных и муниципальных облигаций выросла на 0,37%, полная доходность сектора составила 1,18% (13,95% годовых). Полная доходность в государственном секторе составила по итогам месяца 12,13% годовых. Облигации blue chips стали одними из лидеров рынка, продемонстрировав снижение доходности на 10-40 б.п. Средневзвешенная доходность портфеля ОФЗ снизилась с начала июля на 20 б.п. до 6,75% годовых.

Изменение индексов рублевых облигаций в августе

	Весь сектор			ТОП-10		
	Кап-я	Полн. дох-ть	% год.	Кап-я	Полн. дох-ть	% год.
Корпорат.	0.27	0.99	11.62	1.83	2.47	29.07
Субфед.	0.37	1.18	13.95	1.14	1.92	22.61
Государств.	0.08	1.03	12.13	0.86	1.40	16.44

Источники: расчеты Банка Москвы

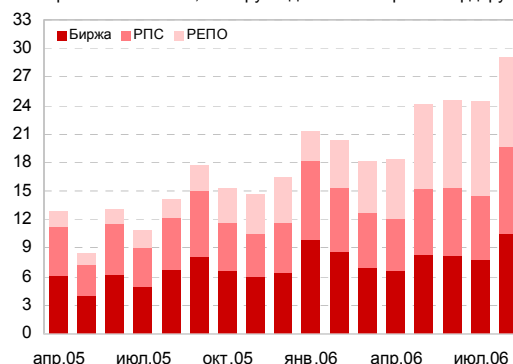
Август стал рекордным месяцем с точки зрения оборотов на вторичном рынке. Несмотря на достаточно высокий объем предложения в конце лета, средневзвешенный оборот с негосударственными облигациями составил 10,56 млрд. руб. - самый высокий показатель за всю историю внутреннего долгового рынка.

Корп. сектор: лидеры роста по итогам 31.07.2006 -31.08.06

	Tot. return, %	% годовых	УТР/УТМ	Изм-е, б.п.
Мосэнерго2	2.38	28.0	7.74	-55
ФСК ЕЭС-02	2.34	27.6	7.11	-54
АдаманФ1об	2.19	25.8	11.37	-80
ВлгТлкВТ-3	2.16	25.5	7.95	-54
Инпром 02	2.08	24.5	9.84	-148
Вагонмаш 1	2.00	23.5	10.23	-69
СибТлк-7об	1.98	23.3	8.22	-54
Сибкадем3	1.95	23.0	9.32	-50
ГлМосСтр-2	1.92	22.6	10.2	-104
БанкСЮО301	1.91	22.5	8.43	-81
УрСИ сер07	1.86	22.0	8.11	-53
Искитим-01	1.82	21.5	12.73	-218
Пересвет-1	1.75	20.6	13.02	-65
РЖД-06обл	1.74	20.5	6.98	-32
Ленэнерго1	1.72	20.3	9	-147

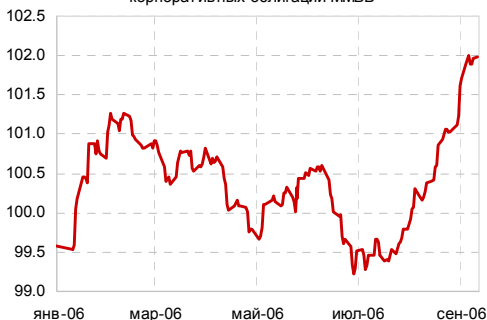
Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Биржа + РПС+ РЕПО, млн. руб.- дневные обороты млрд. руб.



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Индекс капитализации ТОП-10 (по оборотам) корпоративных облигаций ММВБ



Источники: ММВБ, Банк Москвы

Индекс капитализации ТОП-10 (по оборотам) корпоративных облигаций ММВБ



Источники: ММВБ, Банк Москвы

На ценовых графиках, представленных выше мы отразили динамику изменения капитализации 10-ки наиболее торгуемых облигаций в корпоративном и региональном секторах. По результатам ежедневных торгов на ММВБ определяется 10 бумаг-лидеров, капитализация которых используется при расчете среднедневного изменения стоимости. Состав индекса, соответственно, обновляется каждый день. Значение индекса рассчитывается исходя из дневного изменения 10-ки лидеров торгов и предыдущего значения индекса. В качестве отправной базы в 100 пунктов взят сентябрь 2005 года.

Потенциал роста рублевых облигаций сохраняется

Снижение доходностей валютных облигации привело к росту спреда доходностей рублевых и еврооблигаций, что при прочих равных грозит только одним – сокращением этого спреда к прежним уровням за счет снижения доходностей рублевых облигаций на 30-40 б.п.

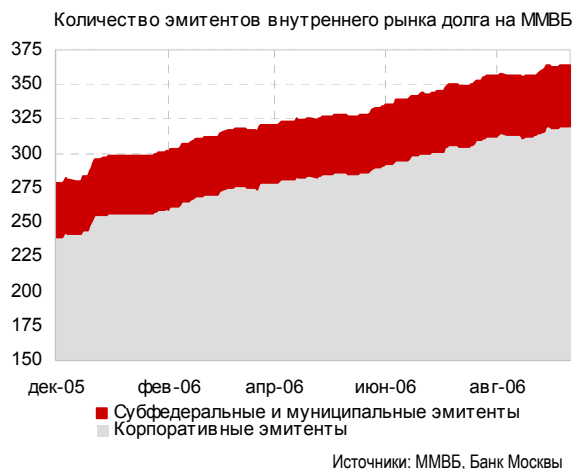
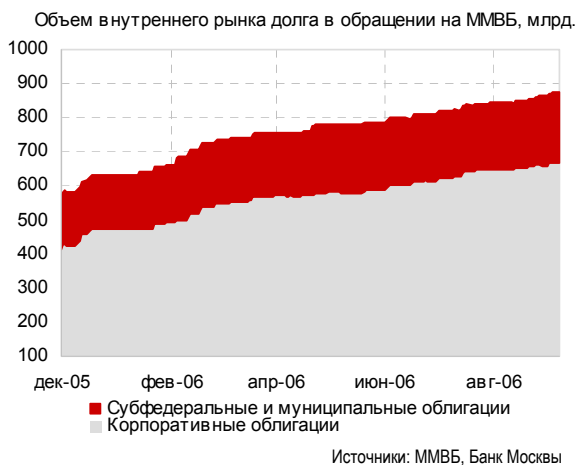


Объем внутреннего долгового рынка

На начало сентября совокупный объем внутреннего долгового рынка субфедеральных, муниципальных и корпоративных облигаций увеличился по сравнению с началом года на 232,3 млрд. руб. (+36,7%) до 864,6 млрд. руб. По нашим оценкам, рынок долга корпораций и регионов вырастет до конца 2006 года до 980 млрд. руб. (+55% по сравнению с концом 2005 года).

Потенциал предложения со стороны эмитентов резко вырос

Потенциал предложения облигаций со стороны первичного рынка корпоративных и субфедеральных облигаций в начале сентября увеличился до рекордных уровней. Объем зарегистрированных и готовых к началу размещения выпусков возрос до 206,6 млрд. руб. по сравнению со 161,8 млрд. руб. на начало августа. К настоящему моменту более 30 эмитентов объявило о готовности начать размещение в сентябре, на сумму более 75 млрд. руб. Объем планируемых к размещению выпусков пока растет меньшими темпами. К началу сентября этот показатель достиг 287,3 млрд. руб. по сравнению с 287,3 млрд. руб. в августе.



Первичный рынок остается привлекательным

В августе 2006 г. было размещено 11 корпоративных и 3 субфедеральных выпуска облигаций на общую сумму более 25,3 млрд. руб. По нашим оценкам, спрос на аукционах составил около 39,9 млрд. руб. (т.е. превысил предложение в 1,46 раза). Таким образом, за первые 8 месяцев этого года объем первичных размещений негосударственных облигаций составил 268,3 млрд. руб., что на 76% выше аналогичного показателя прошлого года.

Средний размер премии в доходности к вторичному рынку на аукционах в июле в итоге составил около 30 б.п. благодаря последующему росту долгового рынка. Средний доход (изменение цены плюс купон), полученный инвесторами за период владения с момента размещения до начала обращения инструмента на вторичном рынке, по корпоративным выпускам, размещенным в июле 2006 года составил 14,45% годовых.

Премии в доходности на первичном рынке

	Премия, б.п.	НРР*, %	УТМ/УТР, %	Средний срок выхода на вторичный рынок, дни	Объем предложения, млрд. руб./ мес.
дек.06	40	14.82	10.71	54	64.0
январь.07	23	10.75	10.24	55	15.5
февр.07	18	11.30	10.64	48	51.0
март.07	7	10.72	10.59	54	32.9
апр.07	22	12.28	10.98	55	17.7
май.07	13	11.31	11.15	57	12.7
июнь.07	-5	10.04	10.46	55	34.0
июль.07	28	14.45	11.35	47	17.8

Источники: расчеты Банка Москвы

*НРР - доходность за период владения, % годовых

Ярким примером получения премии на вторичном рынке стали три выпуска облигаций, вышедших на вторичный рынок в конце августа – начале сентября, стал рост котировок облигаций ГидроОГК, ТВЗ-3 и КОКС-01.

По итогам первого дня торгов дебютный выпуск облигаций ОАО «Кокс» закрылся на уровне 101% от номинала, что соответствует доходности к погашению (через 3 года) на уровне 8,72% годовых. При размещении доходность составила 9,15% годовых, спред к benchmark Москве-38 - 229 б.п. Таким образом доходность снизилась на 43 б.п.

Звезда ГидроОГК. Выпуск облигаций «ГидроОГК» серии 01 к концу первого дня торгов остановился на уровне 102,25% от номинала с доходностью к погашению (июль 2011 года) 7,67% годовых. При размещении доходность составила 8,26%, спред к benchmark Москве-39 - 111 б.п. Таким образом, доходность снизилась на 59 б.п., спред к московской кривой сузился до 82 б.п. Чистая премия с учетом снижения уровня доходности московских выпусков с конца июня – начала июля на 25 – 30 б.п. составила 29 б.п. В середине сентября рейтинговое агентство Moody's присвоило ГидроОГК необеспеченный рейтинг эмитента на уровне «Ваа3», что является нижним уровнем инвестиционной группы. Таким образом, теперь ГидроОГК имеет наивысший рейтинг из группы эмитентов энергетического сектора. Тогда как РАО ЕЭС и ФСК ЕЭС имеют рейтинги от Standard & Poor's на уровне «В+». Доходность снизилась 7,4% годовых.

Выпуск третьей серии облигаций «ТВЗ», показал не менее впечатляющий рост, хотя и на более скромных объемах. Цена закрытия 3-го выпуска ТВЗ составила 100,75% от номинала, доходность к 2-летней оферте – 8,97% годовых, спред к московской кривой – 295 б.п. При размещении доходность составила 9,46%, спред к Москве-36 – 321 б.п. Таким образом, чистая премия при выходе на вторичный рынок составила 26 б.п.

Предстоящие размещения

ОГК-05

На начало октября запланировано размещения дебютного выпуска облигаций «ОГК-05». Объем выпуска составляет 5,0 млрд. руб. Срок обращения - 5 лет, оферта через 3 года. Организаторы (Газпромбанк) ориентируют рынок на ставку первого купона в диапазоне 7,75-8,15% годовых, что соответствует доходности к погашению 7,90-8,32% годовых.

ОГК-5 – пилотная (первая) Оптовая Генерирующая Компания, появившаяся в результате энергореформы. ОГК-5 объединяет 4 ГЭС: Рефтинскую, Среднеуральскую, Невинномысскую, Конаковскую.

Электростанции ОГК-5 снабжают электроэнергией регионы Центра, Урала, Северного Кавказа и Юга России. Суммарная установленная мощность компаний в составе ОГК-5 составляет 2,2 тыс. Гкал/ч тепловой энергии и 8,7 тыс. МВт электроэнергии. На рынке облигаций можно найти прямой аналог «ОГК-05» – ОАО «Мосэнерго», эмитента в состав которого входят 17 электростанций установленной электрической мощностью 10,6 тыс. МВт и тепловой мощностью 34,2 тыс. Гкал/час. По размерам и эффективности бизнеса «ОГК-05» значительно уступает «Мосэнерго».

Значительно различается и состав акционеров двух компаний. Интерес «стратегических» инвесторов, таких как Газпром, в большей степени сосредоточен в столичной энергокомпании.

Положительным фактором для «ОГК-5» является полное отсутствие финансового долга, вследствие небольшого срока существования объединенной компании.

Согласно нашим оценкам, доходность облигаций ОГК-05 должна включать в себя премию к доходности обращающихся облигаций «Мосэнерго». На наш взгляд, при размещении выпуска объемом 5,0 млрд. руб. имеет смысл говорить о премии к доходности облигаций «Мосэнерго» в районе 25-50 б.п., что соответствует доходности в районе 7,95-8,20% годовых. С учетом максимальной премии за дебютное размещение и временное отсутствие вторичных торгов по облигациям в размере до 20 б.п. доходность при размещении облигаций ОГК-05 должна составить 8,15%-8,40% годовых.

Размер премии должен сократиться после проведения IPO компании в 4-м квартале 2006 года, получения листинга акций ОГК-5 на западных биржах. Вхождение стратегического инвестора в состав акционеров компании в результате IPO также будет способствовать снижению кредитных рисков компании.

Финансовые показатели компаний электроэнергетики в 2005 году, \$ млн.

	Выручка	ЕБИТДА	Проценты (net)	Чистая прибыль	ЕБИТДА margin, %	Активы	Долг	Долг/Активы	Долгоср. долг/Совокупный долг	Долг/ЕБИТДА	ЕБИТДА/Проценты	CF
ГидроОГК	455.1	209.6	8.5	102.4	46.1%	2 239.9	140.0	6%	17%	0.67	24.72	216
ФСК ЕЭС	1 054.9	617.0	26.8	70.5	58.5%	5 519.7	689.1	12%	96%	1.12	23.00	474
Мосэнерго	2 498.0	255.2	37.7	-10.2	10.2%	1 797.0	341.0	19%	0%	1.34	6.78	188
РАО ЕЭС	27 006.6	5 132.8	612.5	646.9	19.0%	42 190.2	4 429.9	10%	30%	0.86	8.38	3 265

Источники: отчетность компаний, Банк Москвы

Разгуляй

Во второй половине сентября группа «Разгуляй» планирует разместить очередной выпуск облигаций на сумму 2,0 млрд. руб. и срок – 5 лет. Эмитентом выступит SPV-компания Группы - ООО «Разгуляй-Финанс». Владельцам облигаций будет предоставлено право предъявить облигации к досрочному выкупу через 2 года с начала обращения. Облигации обеспечены поручительством ЗАО «Зерновая компания «Разгуляй», ЗАО «Сахарная компания «Разгуляй». Дополнительную оферту предоставляет ОАО «Группа «РАЗГУЛЯЙ». Банк Москвы выступает организатором выпуска облигаций.

Группа «Разгуляй» представляет собой крупный агропромышленный вертикально интегрированный холдинг, включающий в себя управляющую компанию ОАО «Группа «Разгуляй», сервисные компании, в том числе SPV ООО «Разгуляй-Финанс», и два крупных субхолдинга – сахарный и зерновой.

Группа «Разгуляй» ведет деятельность во всех основных аграрных районах России - Северо-Западном и Центрально-Черноземном регионах, Верхнем и Среднем Поволжье, на Северном Кавказе, Южном Урале и Западной Сибири.

Зерновой холдинг включает в себя 24 предприятия, на которых осуществляется переработка зерновых в муку и крупы, а также хранение и перевалка зерна с целью перепродажи как на внутреннем рынке, так и на экспорт. Доля холдинга в общем объеме межрегионального оборота рынка зерна составляет около 10%. На внутреннем рынке риса компания контролирует около 38%.

Сахарный холдинг состоит из 14 предприятий (13 сахарных заводов и молочно-консервный комбинат), которые занимаются переработкой сахарной свеклы и сахара-сырца. Холдинг контролирует около 12% внутреннего рынка белого сахара.

В марте 2006 года компания провела IPO, в ходе которого инвесторам было продано 24 млн. акций по верхней границе диапазона – \$4,8 за штуку. В итоге акционеры компании привлекли около \$115 млн. По результатам первичного обращения, у миноритарных акционеров оказалось около 22% акций. 71,7% акций распределено между пятью оффшорными компаниями, контролируемые президентом Группы Игорем Потапенко.

В 2005 году выручка Группы Разгуляй составила \$687 млн., EBITDA - \$85 млн., увеличившись на 3,7% по сравнению с 2004 годом. Рентабельность по EBITDA – 12,4%, совокупный долг/EBITDA – 2,08.

Предварительная оценка справедливого уровня облигаций Разгуляй-2

Группа «Разгуляй» является одним из крупнейших агрохолдингов с годовым оборотом свыше \$650 млн. Компания, созданная в конце 1992 года как трейдер на сельскохозяйственном рынке, активно расширяла бизнес и настоящему времени заняла ведущие позиции на рынке зерна и сахара. В 2005 году выручка Группы «Разгуляй» составила \$687 млн., EBITDA - \$85 млн. По сравнению с 2004 годом выручка компании выросла на 8%, рост EBITDA составил 3,7%. В 2006 году Группа планирует увеличение годового оборота до \$819 млн., EBITDA, по оценкам компании, вырастет до \$144 млн.

Безусловным плюсом Группы «Разгуляй» является финансовая прозрачность компании. Группа предоставляет финансовую отчетность по МСФО, которую ведет с 2000 года.

Рентабельность компании несколько выше среднего для агропромышленного комплекса уровня. В 2005 году рентабельность по EBITDA составила 12,4%, снизившись с 12,9% в 2004 году.

Вместе с тем обремененность компании долгами весьма высока. До 2005 года долговая нагрузка эмитента постепенно снижалась: показатель Долга/EBITDA уменьшался, коэффициент EBITDA/процентные платежи демонстрировал уверенный рост. Однако в 2005 году наблюдалось ухудшение показателей: по итогам 2005 года долг/EBITDA составил 2,08 против 1,04 в 2004 году, коэффициент покрытия EBITDA процентных платежей, напротив, существенно снизился - с 11,71 до 3,27, несмотря на увеличение EBITDA, что было связано с опережающим ростом процентных расходов (более чем в 3 раза по сравнению с 2004 годом).

Среди компаний агропромышленного сектора близкой по выручке и EBITDA является недавно дебютировавшая на рынке рублевых облигаций Группа «Черкизово». Доходность к 3-летней оферте при размещении составила 9,05% годовых, очень низкий уровень для агропромышленного сектора. Спрэд к кривой Москвы при размещении составил 247 б.п. При выходе на вторичный рынок доходность к 3-летней оферте выросла до 9,25% годовых, спрэд расшился до 260 б.п.

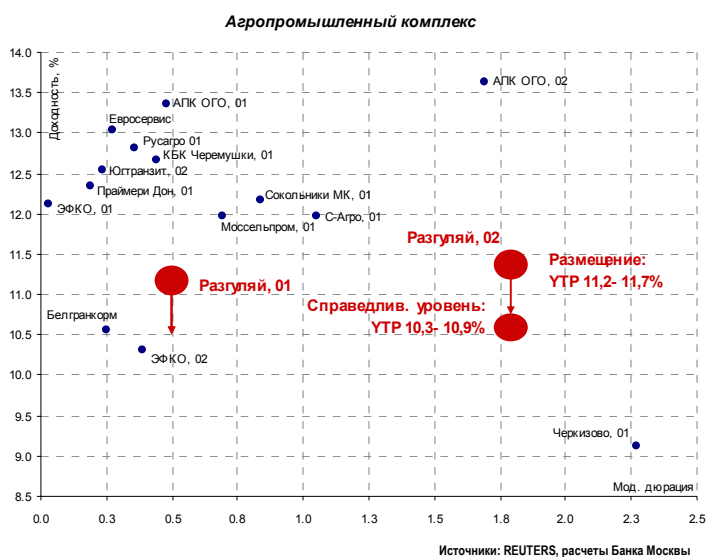
Рентабельность Группы «Разгуляй» несколько выше, чем у Черкизово. Рентабельность по EBITDA Черкизово в 2005 году составила 11,7%, что, также как и у Разгуляя, выше среднего показателя по отрасли. С точки зрения обремененности долгами – картина смешанная, однако Черкизово все же выглядит немного лучше. По итогам 2005 года показатель долг/EBITDA Черкизово составил 3,65 против 2,08 у Разгуляя. Однако коэффициент покрытия EBITDA процентных платежей, напротив, лучше у Черкизово: 4,1 против 3,27 у Разгуляя.

В настоящее время в обращении находится 1-й выпуск «Разгуляй-Финанс». Доходность выпуска к оферте исполнением в апреле 2007 года составляет около 11% годовых, спред к кривой Москвы – 525 б.п. Средний спред к московской кривой за последний месяц составлял 545 б.п.

При размещении новый выпуск будет оценен по доходности не ниже уже обращающегося. Учитывая премию за временное отсутствие вторичных торгов по новой бумаге, в случае предложенной структуры – выпуска со сроком обращения 5 лет и 2-летней офертой - это предполагает доходность на уровне 11,2 – 11,7 % годовых.

Потенциал снижения доходности

С другой стороны, спред между дебютным выпуском Черкизово (оферта исполнением в июне 2009 года) и облигациями Разгуляя в размере 260 - 280 б.п. выглядит явно завышенным. В связи с этим существует потенциал к снижению доходности уже обращающегося выпуска Разгуляй-Финанс-01 (оферта исполнением в апреле 2007 года) около 100 - 150 б.п. до 9,5 – 10 % годовых. В этом случае, доходность нового выпуска в может снизиться до уровней 10,3 – 10,9% годовых.



Финансовые показатели агропромышленных компаний в 2005 году, \$ млн.

	Выручка	ЕВITDA	Чистая прибыль	ЕВITDA margin, %	Активы	Долг	Долг/ Активы	Долгоср. долг/ Долг	Долг/ ЕВITDA	ЕВITDA/ Проценты	CF
Агрохолдинг	101.6	14.8	3.5	14.5%	124.4	42.1	34%	43%	2.85	2.72	-0.5
Микояновский	309.6	31.2	5.4	10.1%	193.0	114.6	59%	43%	3.67	3.64	14.7
Группа Разгуляй	687.0	85.0	26.0	12.4%	703.0	177.0	25%	40%	2.08	3.27	53.0
Группа Черкизово	546.2	64.0	17.1	11.7%	423.8	233.4	55%	62%	3.65	4.10	34.9
АРКАДА	151.3	10.8	1.6	7.1%	90.7	53.9	59%	41%	5.00	2.66	-10.2
Агроком	204.3	18.7	6.2	9.2%	207.2	37.0	18%	30%	1.98	9.71	24.7

Источники: отчетность компаний, Банк Москв

Рекомендации

Рост рынка рублевых облигаций, произошедший вслед за стабилизацией ситуации рынка базовых активов не исчерпан. Тем не менее, его темпы могут несколько замедлиться в конце третьего квартала (финансового года западных игроков). В тоже время, в случае охлаждения рынка мы рекомендуем воспользоваться этой ситуацией для покупки привлекательных облигаций.

В первом эшелоне, на наш взгляд, по-прежнему остаются привлекательными облигации ГидроОГК, Мосэнерго и Россельхозбанка. Во втором-третьем эшелонах нашими фаворитами являются облигации Миг-Финанса, ИРКУТа, Техносилы и Евросети.

Рекомендуемые к покупке выпуски облигаций

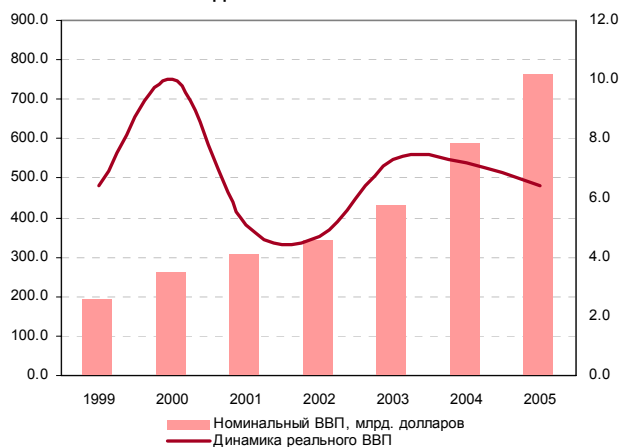
Выпуск	Объем выпуска, млн. рублей	Купон,%	Погашение	Оферта	Цена	Доходность, % год.			Дюрация, лет
						Текущая	К погашению	К оферте	
Blue chips									
ГидроОГК, 01	5000	8.10	29.06.11	-	102.40	7.91	7.63	-	4.02
Мосэнерго, 02	5000	7.65	18.02.16	23.02.12	100.29	7.63	-	7.73	4.55
Россельхозбанк, 02	7000	7.85	16.02.11	-	101.10	7.76	7.77	-	3.77
Второй эшелон									
Мособлгаз, 01	1000	10.75	21.12.08	-	102.13	10.53	9.21	-	1.27
РуссНефть, 01	7000	9.25	10.12.10	12.12.08	101.12	9.15	-	8.87	2.04
УдмуртНП, 01	1500	9.50	01.09.08	01.12.06	100.17	9.48	-	8.67	0.22
Амурметалл, 01	1500	9.80	26.02.09	-	101.80	9.63	9.17	-	2.24
МЗ им. Серова, 02	2000	8.75	27.02.09	-	99.02	8.84	9.42	-	2.26
Белон-Финанс, 01	1500	9.10	03.06.09	-	100.78	9.03	8.95	-	2.42
АЦБК, 03	1500	9.95	14.04.11	18.10.07	100.78	9.87	-	9.51	1.04
Миг-Финанс, 01	1000	10.50	03.06.09	06.06.07	101.23	10.37	-	8.88	0.70
ИРКУТ 03	3250	8.74	16.09.10	-	101.05	8.65	8.60	-	3.33
ИжАвто, 01	1200	10.70	14.03.07	-	99.45	10.76	12.22	-	0.47
Евросеть, 02	3000	10.25	02.06.09	04.12.07	100.05	10.24	-	10.44	1.15
Техносила, 01	2000	10.00	26.05.11	28.05.08	99.80	10.02	-	10.37	1.57
Арбат энд Ко, 01	1500	10.50	20.06.08	22.06.07	100.10	10.49	-	10.58	0.75
Банк Кедр, 01	450	11.00	05.10.07	13.10.06	99.70	11.03	-	12.63	0.08

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Российская статистика

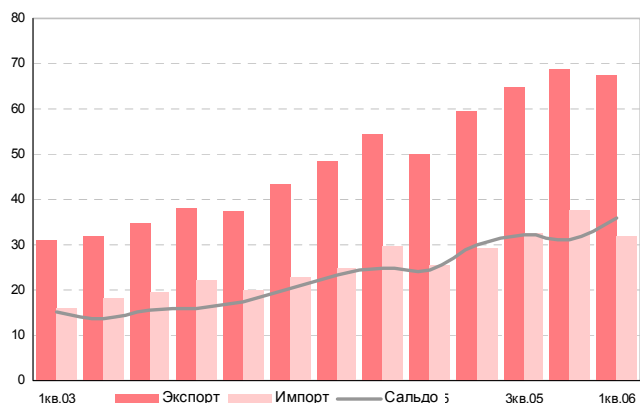
Графики ключевых макроиндикаторов

Динамика ВВП России



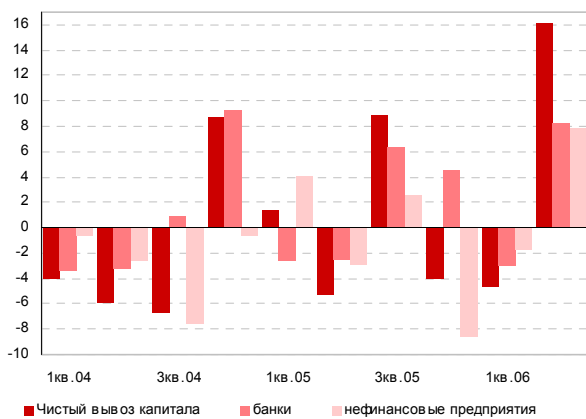
Источники: Центральный Банк РФ

Торговый баланс РФ, млрд. долларов



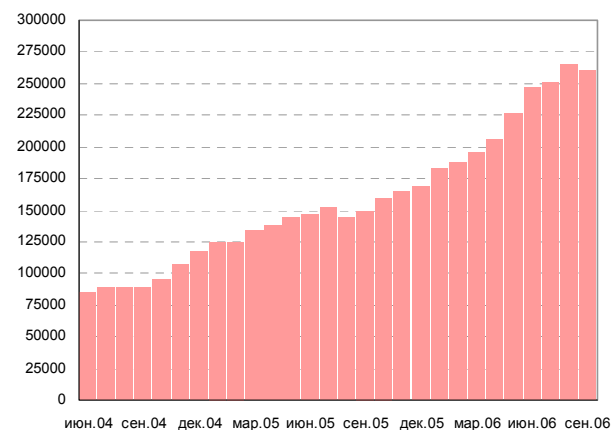
Источники: Центральный Банк РФ

Чистый вывоз капитала частного сектора, млрд. долл. США



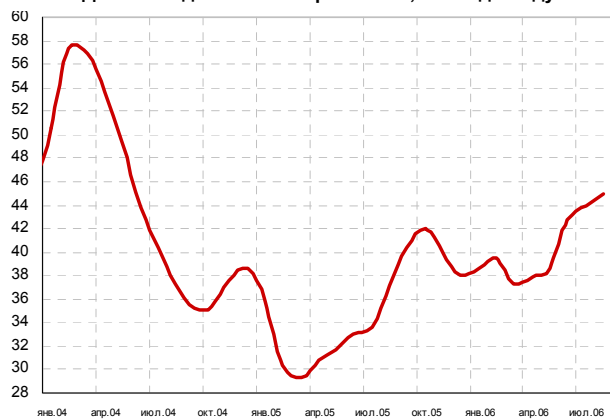
Источники: Центральный Банк РФ

Золотовалютные резервы России, млрд. долл. США



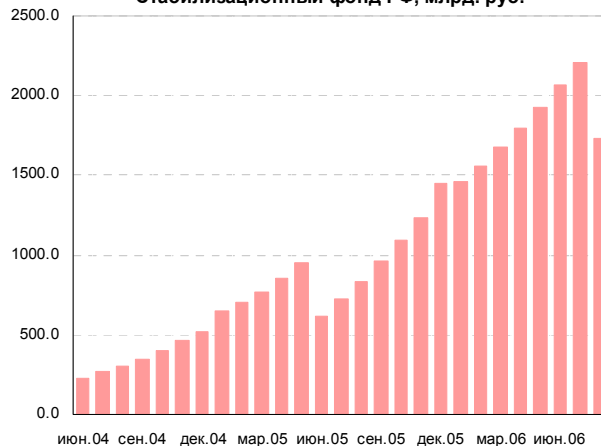
Источники: Центральный Банк РФ

Динамика денежного агрегата M2, в % год к году



Источники: Центральный Банк РФ

Стабилизационный фонд РФ, млрд. руб.

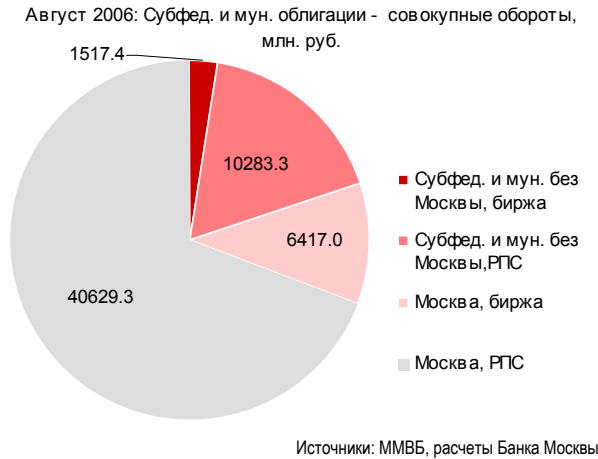
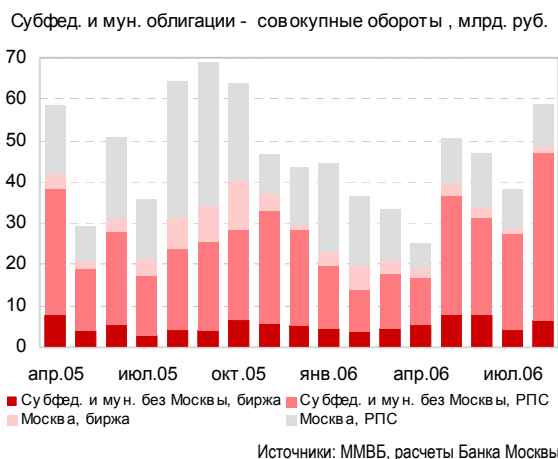
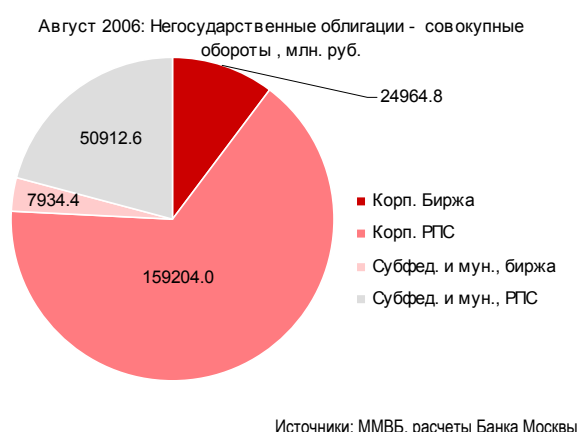
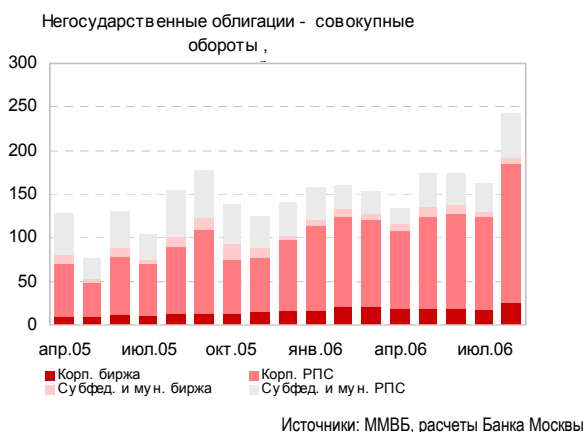
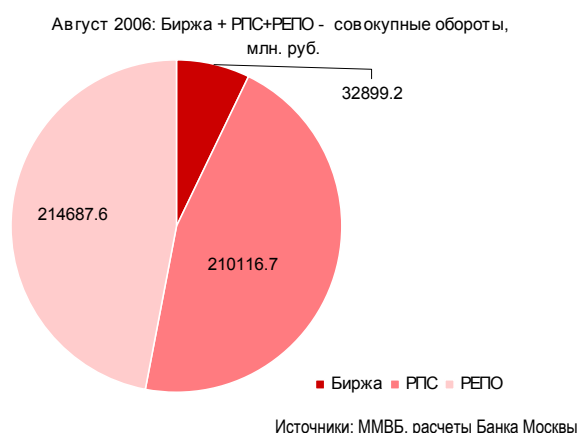
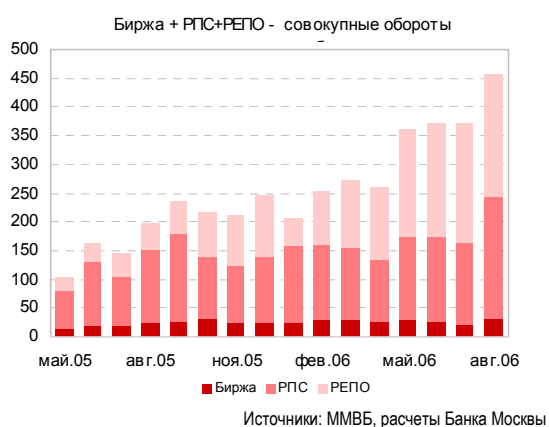


Источники: Минфин РФ

Внутренний долговой рынок – динамика вторичного рынка

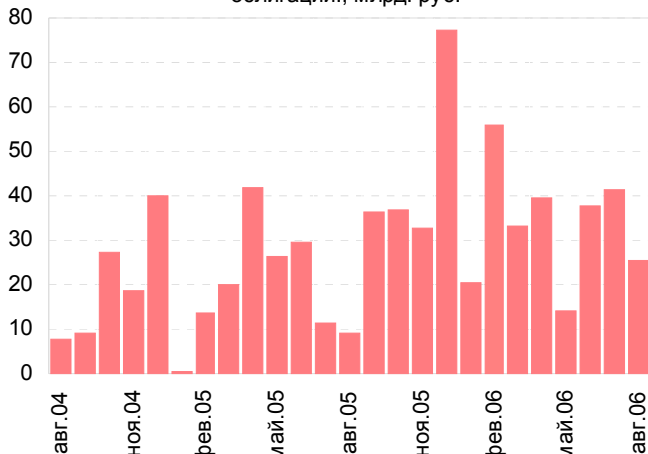


Биржевые обороты с рублевыми облигациями на ММВБ



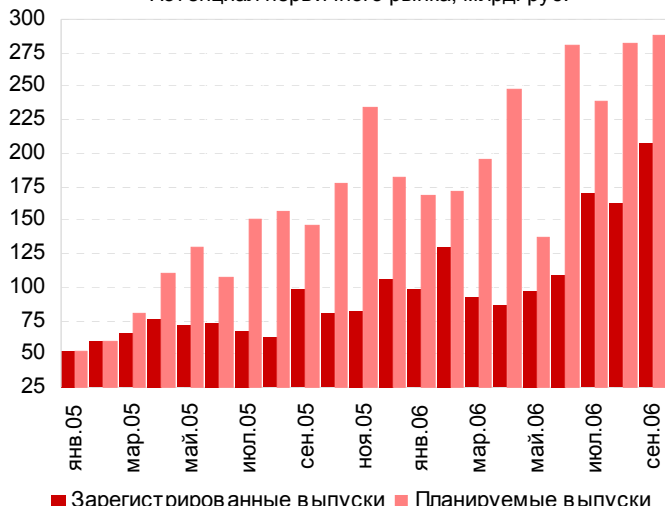
Внутренний долговой рынок – динамика первичного рынка

Размещения негосударственных рублевых облигаций., млрд. руб.



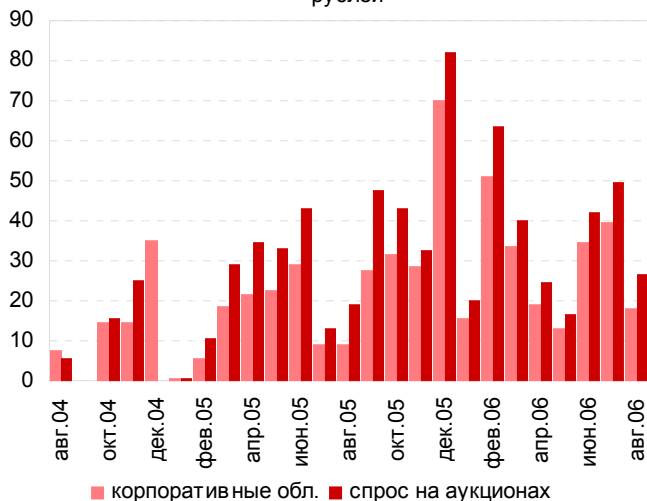
Источники: Информагентства, ММВБ, Банк Москвы

Потенциал первичного рынка, млрд. руб.



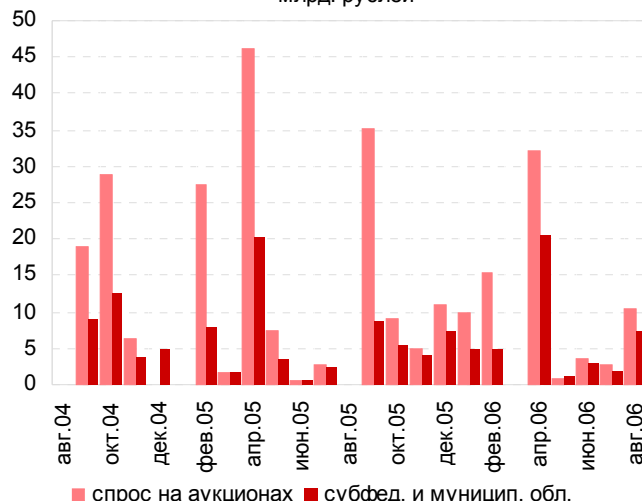
Источники: Информагентства, оценки Банка Москвы

Первичный рынок корпоративных облигаций, млрд. рублей



Источники: Информагентства, ММВБ, Банк Москвы

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



Источники: Информагентства, ММВБ, Банк Москвы

Итоги размещений негосударственных выпусков облигаций* в августе - начале сентября

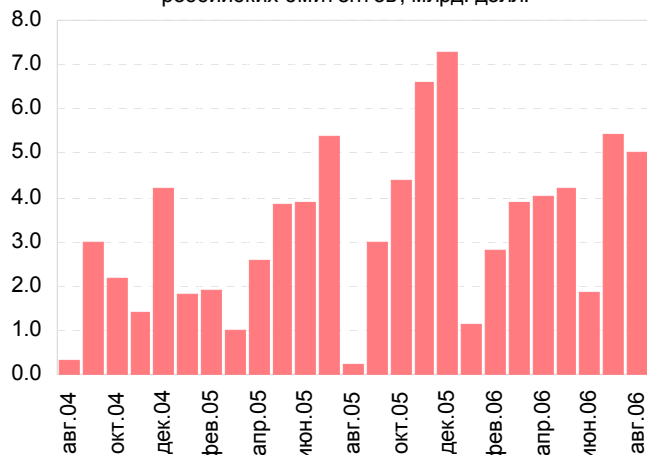
Инструмент	Серия выпуска	Дата начала размещения	Объем выпуска (предложения), млн. руб.	ближ оферта/погашение, лет	Доходность к оферте/погашению, %	Bid-to-cover ratio
Марта Финанс	3	03.08.2006	2000	1.50	13.42	1.04
Фазтон-Аэро-Финанс	1	03.08.2006	1000	1.50	10.78	1.00
САН Интербюро Финанс	2	17.08.2006	4000	3.00	8.16	2.43
Никосхим-Инвест	2	17.08.2006	1500	1.00	12.88	1.38
Самарская область	25003	17.08.2006	4500	5.00	7.82	1.66
М-Индустрия	1	22.08.2006	1000	1.00	12.63	1.00
Столичные гастрономы	1	24.08.2006	1500	2.00	8.79	1.00
АЛПИ-Инвест	1	25.08.2006	1500	1.00	11.29	1.16
Ногинский р-н МО	25002	25.08.2006	500	3.00	10.52	1.00
АИЖК Кемеровской области	2	29.08.2006	1000	5.00	9.20	1.60
Московский комбинат хлебопродукт	2	29.08.2006	1000	1.50	13.32	1.00
Банк Петрокоммерц	2	29.08.2006	3000	3.00	8.68	1.44
Казань г.	31003	30.08.2006	2500	3.00	8.50	1.00
Калужская область	34002	04.09.2006	1300	5.00	8.80	
Автомир-Финанс	1	05.09.2006	1000	1.00	12.00	1.35
ЦентрТелеком	5	05.09.2006	3000	2.00	8.25	2.99
ОМЗ	5	05.09.2006	1500	3.00	8.99	1.00
ГТ-ТЭЦ Энерго	4	06.09.2006	2000	3.00	11.00	1.14
СИБУР Холдинг	1	07.09.2006	1500	3.00	6.09	0.00
МОИА	2	07.09.2006	3000	1.00	8.16/8.15	0.00
Иркутская область	31003	07.09.2006	3000	4.22	8.05	0.00
МОЭСК	1	12.09.2006	6000	5.00	8.21	1.27
МиГ-Финанс	2	12.09.2006	3000	1.50	9.10	1.70
ВолгаТелеком	4	12.09.2006	3000	3.00	8.23	1.92
Юнимилк Финанс	1	12.09.2006	2000	3.00	9.99	1.35
Восток-Сервис-Финанс	1	14.09.2006	1500	1.50	11.29	1.33
ТАИФ-Финанс	1	14.09.2006	4000	2.00	8.60	1.00
ВТО Экронпродукт	1	14.09.2006	1200	1.50	11.73	1.00
Итого:			62000			

Источники: REUTERS, Банк Москвы

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

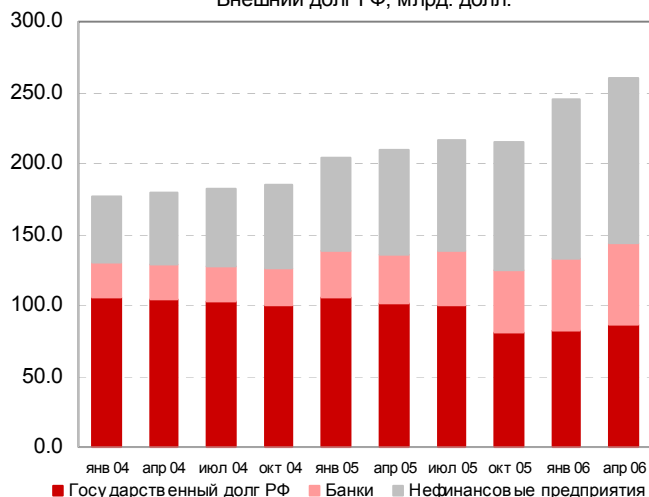
Статистика внешнего долгового рынка

Внешние заимствования российских эмитентов, млрд. долл.



Источники: Инфомагента, Банк Москвы

Внешний долг РФ, млрд. долл.



Источники: Центральный Банк РФ

Внешний долг РФ, млрд. долл.

	1 январь 04	1 апрель 04	1 июль 04	1 октябрь 04	1 январь 05	1 апрель 05	1 июль 05	1 октябрь 05	1 январь 06	1 апрель 06
Государственный долг РФ	106.0	104.2	102.7	100.2	105.6	100.8	100.2	81.3	82.3	86.2
Краткосрочные обязательства	15.0	12.0	10.9	10.1	11.5	14.8	15.9	16.1	17.7	23.3
Долгосрочные обязательства	91.0	92.2	91.7	90.1	94.1	86.1	84.3	65.2	64.6	62.9
в т.ч.:										
Долговые ценные бумаги	28.6	30.9	30.2	31.2	32.2	33.2	34.2	35.2	36.2	37.2
Ссуды и займы*	57.4	56.7	57.4	56.0	59.1	55.7	52.7	36.3	35.6	34.8
Кредиты МВФ	5.1	4.6	4.1	3.6	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Банки	24.8	25.0	24.2	25.4	32.4	34.4	37.6	43.3	50.0	57.2
Краткосрочные обязательства	16.5	15.5	14.5	13.8	18.2	17.3	16.3	18.2	20.3	23.9
в т.ч.:										
Ссуды и займы	6.6	5.6	6.5	5.7	8.2	7.4	6.6	7.0	8.2	10.5
Текущие счета и депозиты	8.3	8.0	5.9	6.1	8.1	7.7	7.4	8.8	9.9	10.6
Долгосрочные обязательства	8.2	9.5	9.7	11.6	14.2	17.1	21.3	25.1	29.7	33.3
в т.ч.:										
Ссуды и займы	6.4	7.6	7.9	9.5	11.7	14.3	18.0	21.5	26.4	29.4
Нефинансовые предприятия	45.8	50.6	55.8	58.7	65.5	73.8	78.8	90.0	112.6	117.0
Краткосрочные обязательства	4.5	4.4	6.2	6.2	6.4	6.3	6.4	5.8	5.8	6.5
в т.ч.:										
Ссуды и займы	4.5	4.4	5.4	5.4	6.3	6.2	5.3	5.3	5.5	6.4
Долгосрочные обязательства	41.3	46.2	49.6	52.5	59.1	67.6	72.4	84.3	106.8	110.6
в т.ч.:										
Долговые ценные бумаги	4.0	5.8	5.1	5.4	5.8	6.6	6.6	10.1	12.3	14.4
Ссуды и займы	37.3	40.4	44.5	47.2	53.3	61.0	65.8	74.2	94.5	96.1

Источники: Центральный Банк РФ

Крупнейшие заимствования на внешних долговых рынках в августе - начале сентября 2006 г.

Эмитент	\$млн	Дата	срок, лет	Ставка купона, %	Вид кредита /программа займа
Пятерочка	300.0	04.08.2006	3.00	LIBOR+225 b.p.	syndicated loan
Пятерочка	350.0	04.08.2006	3.00	LIBOR+250 b.p.	syndicated loan
ТНК-ВР	1800.0	07.08.2006	4.00	LIBOR+65 b.p.	syndicated loan
Банк Ренессанс-Капитал	3 500.0р.	09.08.2006	1.00	10.5	LPN
УРАЛСИБ	320.0	10.08.2006	1.00	LIBOR+60 b.p.	syndicated loan
МТС	630.0	17.08.2006	3.00	LIBOR+ 80 b.p.	syndicated loan
МТС	700.0	17.08.2006	5.00	LIBOR+100 b.p.	syndicated loan
МЛП	300.0	04.09.2006			credit
ВТБ-24	330.0	05.09.2006	3.00	LIBOR+35 b.p.	syndicated loan
РУСАЛ	500.0	05.09.2006			syndicated loan
Банк Русский Стандарт	400€	08.09.2006	3.00	6.825	eurobonds
ГидроОГК	3 150.0р.	08.09.2006	10.00	MosPrime+305 b.p.	syndicated loan
ГидроОГК	850.0р.	08.09.2006	8.00	MosPrime+275 b.p.	syndicated loan
ГидроОГК	2 300.0р.	08.09.2006	14.00		syndicated loan

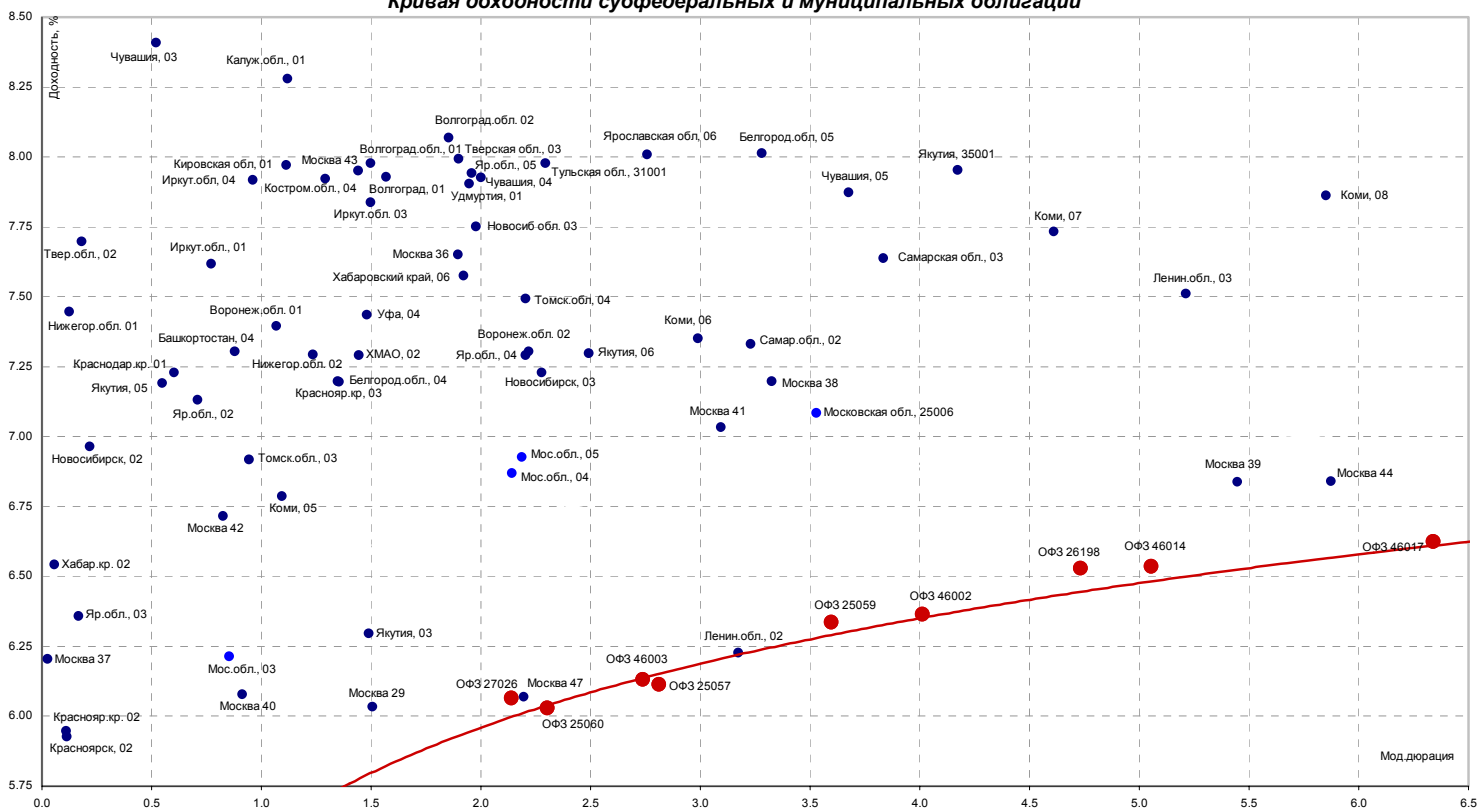
Источники: СМИ, Банк Москвы

Кредитные рейтинги российских эмитентов

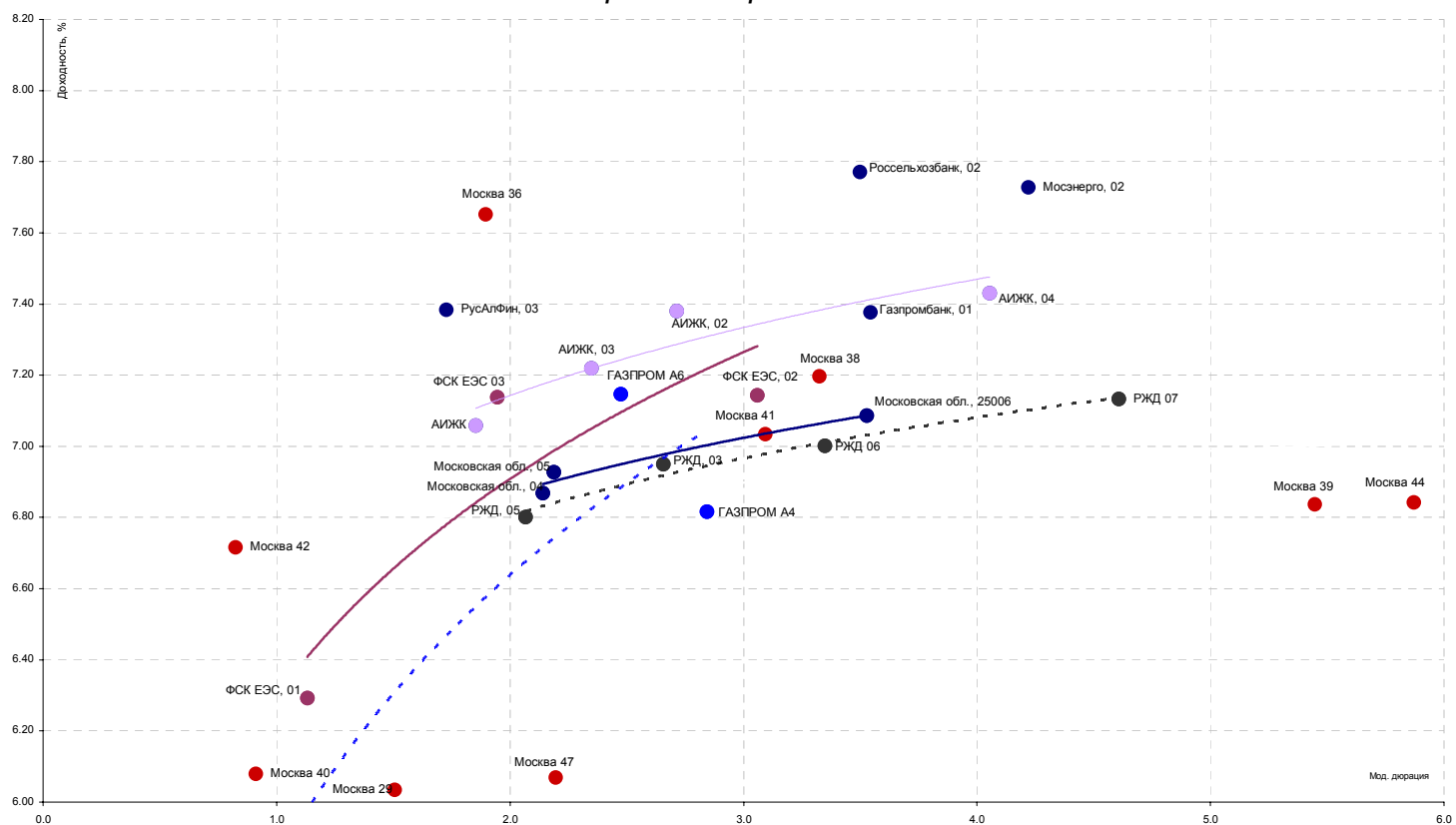
Россия	BBB+	Baa2	BBB+				
РЕГИОНЫ И ГОРОДА	S&P	Moody's	Fitch				
Москва	BBB+	Baa2	BBB+				
Санкт-Петербург	BBB-	Baa2	BBB-				
Башкортостан, республика	BB	Ba1					
Пермская обл.		Ba1					
Татарстан, республика	BB-	Ba1	BB				
Ханты-Мансийский АО	BB+						
Ямало-Ненецкий АО	BB+						
Московская обл.	BB	Ba3					
Самарская обл.	BB-	Ba2					
Коми, республика		Ba3	BB-				
Липецкая область			BB-				
Свердловская обл.	BB-						
Сургут	BB-						
Вологодская обл.	B+						
Иркутская обл.	B+						
Краснодарский край	B+						
Ленинградская область	B+		B				
Саха (Якутия), республика			B+				
Уфа	B+						
Карелия, республика			B+				
Нижегородская обл.		Caa1	B+				
Ставропольский край	B						
Братск	B						
Новосибирск	B						
Балашинский район	B-						
Клинский район	B-						
НЕФТЬ И ГАЗ	S&P	Moody's	Fitch				
Транснефть АК	BB+	A2					
Газпром	BB+	Baa1	BBB-				
Gas Capital S.A.	BB+	Baa1	BB				
ЛУКОЙЛ	BB+	Baa2	BBB-				
Роснефть	BB	Baa2	BB+				
Тюменская нефтяная компания		Baa2					
Lukoil Finance B.V.	BB U		BBB-				
TNK International Ltd	BB+		BB+				
TNK-CP	BB+						
Сибнефть	BB	Ba2					
Blue Stream Pipeline Co B.V.	BB						
Татнефть	WR		B				
ЮКОС	D	WR					
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА	S&P	Moody's	Fitch				
РАО ЕЭС	B+						
Федеральная сетевая компания	B+						
Иркутскэнерго	B+						
Мосэнерго	B-						
МОБИЛЬНАЯ СВЯЗЬ И ИНТЕРНЕТ	S&P	Moody's	Fitch				
Вымпелком	BB	Ba3					
Мегафон	BB-		BB				
Golden Telecom	BB-						
Мобильные ТелеСистемы	BB-						
Mobile Telesystem Finance S.A.	BB-	Ba3					
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ	S&P	Moody's	Fitch				
МГТС	BB-						
Ростелеком	BB-						
Systema Joint Stock Financial Corp	BB-		B+				
Сибирьтелеком			B+				
Волгателеком	B+						
Северо-западный телеком	B+		B+				
Уралсвязьинформ	B+		B+				
Systema Capital S.A.	B	B3	B+				
Дальсвязь			B				
Новосибирскэлектросвязь			B				
Central Telecommunications (JSC)	B-						
Центртелеком			B-				
Sitronics Finance S.A.			B-				
Concern Sitronics (JSC)			B-				
ЮТК	CCC+	Caa1					
МЕТАЛЛУРГИЯ И ГОРНОРУДНЫЙ СЕКТОР	S&P	Moody's	Fitch				
Norilsk Nickel Finance Luxembourg S.A.	BBB-	Ba2 U					
Норильский Никель	BBB-	Ba2 U	BBB-				
НЛМК	BB+						
ALROSA Finance S.A.	BB-	Ba2					
АЛРОСА	BB-						
ММК	BB-		BB-				
ММК Finance S.A.	BB-	Ba3	BB-				
Северсталь	BB-	B2 U	BB-				
Evrast Group S.A.	BB-		BB-				
Sual International Ltd	BB-						
НЕФТЕХИМИЯ	S&P	Moody's	Fitch				
Нижнекамскнефтехим			B+				
Казаньоргсинтез	B-		B				
Каустик	CCC+						
Пласткард	CCC+						
ТРАНСПОРТ	S&P	Moody's	Fitch				
Транснефть	BB+	A2					
Российские железные дороги	BBB-	A3	BBB+				
Совкомфлот		Baa1					
FML Ltd (East Line Group)	B-						
ДРУГОЕ	S&P	Moody's	Fitch				
Rapsod Trade Ltd	B-						
БАНКИ	S&P	Moody's	Fitch				
Международный московский банк	BB U		BBB+ U				
Внешторгбанк	BBB	A2	BBB+				
Промстройбанк (СПб)		A2	BBB				
Сбербанк		A2	BBB+				
Газпромбанк	BB	A3					
Gazinvest Finance BV	BB	A3					
Russian Agricultural Bank		A3	BBB+				
Внешэкономбанк	BBB+		BBB+				
Российский Банк Развития	BBB	Baa2					
Moscow Narodny Finance B.V.		Baa2					
Moscow Narodny Bank Ltd			BBB				
BCEN-Eurobank			BBB				
Банк Москвы		Baa2	BBB				
Русский коммерческий банк (Кипр)			BBB				
Московский Муниципальный Банк			BBB				
Импэксбанк	WR		BBB-				
Alfa-Russia Finance B.V.	BB-	Ba2	BB-				
Alfa MTN Invest Ltd	BB-	Ba2	BB-				
Alfa MTN Issuance Ltd	BB-	Ba2	B+				
Alfa MTN Markets Ltd	BB-	Ba2	BB-				
MDM Financial Group		Ba2					
МДМ-банк	B+	Ba2	BB-				
MDM Holding GmbH			BB-				
Альфа-банк	BB-		BB-				
НОМОС-банк (Банк Новая Москва)		Ba3	B+				
Петрокоммерцбанк	B+	Ba3					
Petrocommerce Invest S.A.	B+	Ba3					
Промсвязьбанк	B U	Ba3	B				
Renaissance Capital Holdings Ltd	B+		BB-				
Renaissance UK Holdings			BB-				
Rosbank Finance S.A.	B- U	Ba3	B				
РОСБАНК	B U		B+				
Банк Ханты-Мансийск	B+						
Зенит		B1	B				
Сургутнефтегазбанк	B+						
Абсолют Капитал (Люксембург)		B1	B				
TD Esor (Cayman) Ltd	B+						
Ак Барс			B+				
Международный промышленный банк	B		B				
УРАЛСИБ	B		B				
ХКФ Банк	B						
Eurasia Capital S.A.	B						
Еврофинанс-Моснарбанк			B				
Абсолют Банк			B				
NIKoi IBG Bank			B				
Московский банк реконструкции и развития			B				
Сибкадаембанк			B				
IC Russ-Invest (OJSC)			B				
Банк СОЮЗ			B-				
БИН-банк	B-		B-				
V.I.N. (LPN) Cyprus Ltd	B-						
V.I.N. Capital S.A.			B-				
Транскредитбанк	B-						
National Factoring Company	B-						
Международный Банк Санкт Петербурга	CCC+		B-				
Центрокредит	CCC+		B-				
Московский кредитный банк			B-				
Национальный резервный банк			B-				
Оргресбанк			B-				
Пробизнесбанк			B-				
PBB LPN Issuance Ltd			B-				
Уралтрансбанк			B-				
ЛОКО-Банк			B-				
Национальный Траст Банк			B-				
NIKoi Company, Финансовая Корпорация			B-				
Уральский банк Реконструкции и Развития	CCC+						
Конверсбанк			CCC+				
Petersburg Social Commerical Bank			CCC+				
Инвестиционный Банк КИТ	CCC+						
Альба-Альянс	CCC						
Европейский трастовый банк	CCC						
Интерфин Трэйд	CCC						
Veles Capital LLC	CCC						
ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР	S&P	Moody's	Fitch				
Agrotorg (Pyaterochka Holding N.V.)	BB-						
Вимм-Билль-Данн	B+	B2					
Ritzio Entertainment Group	B						
JFC Group Co Limited	B-						
Торговый Дом Колеяка	B-						

Источник: REUTERS

Кривая доходности субфедеральных и муниципальных облигаций

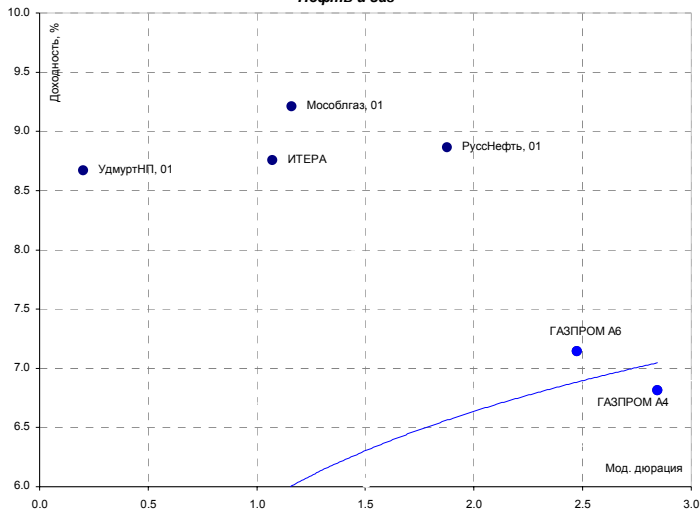


Blue Chips долгового рынка

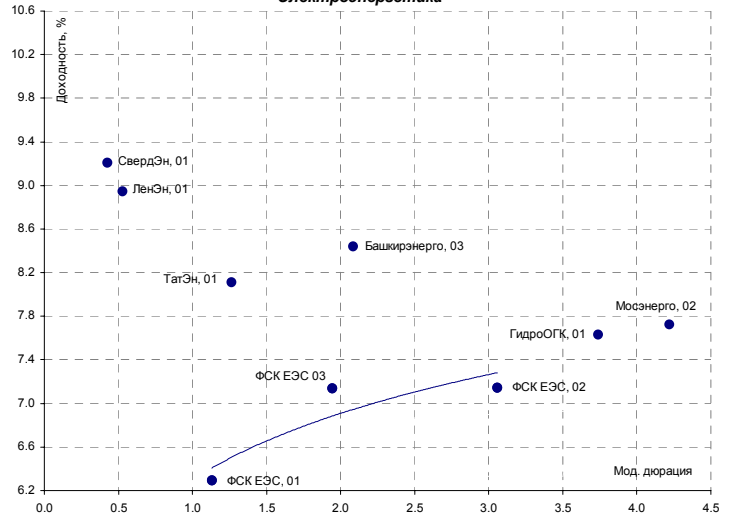


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

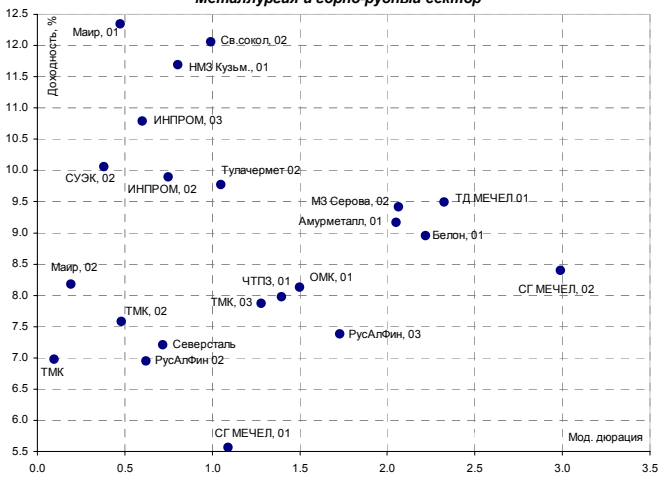
Нефть и газ



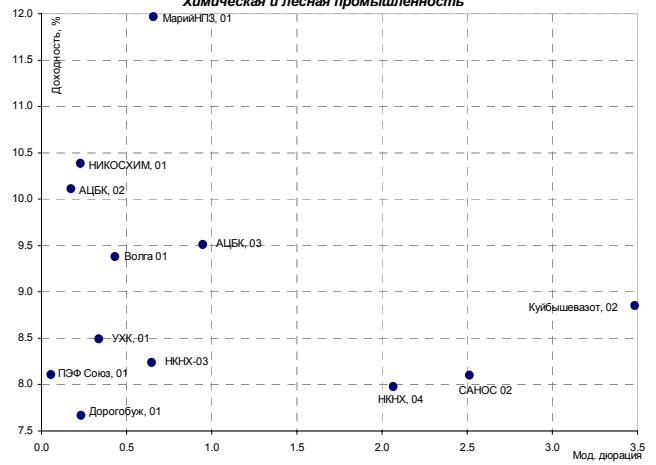
Электроэнергетика



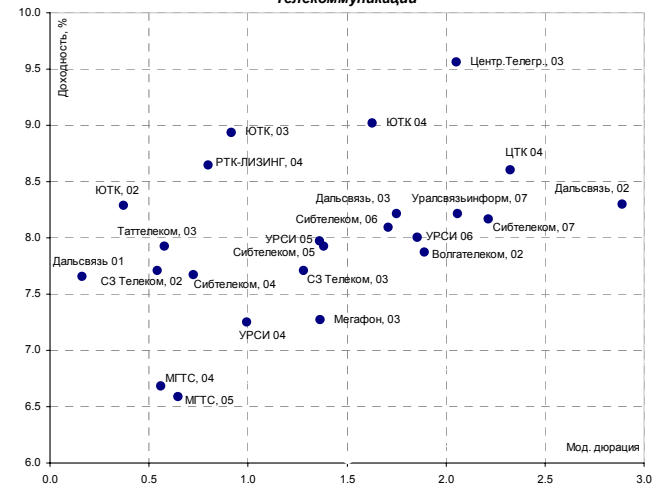
Металлургия и горно-рудный сектор



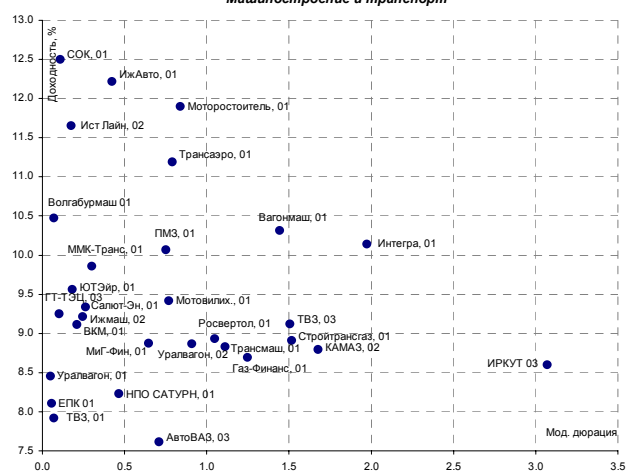
Химическая и лесная промышленность



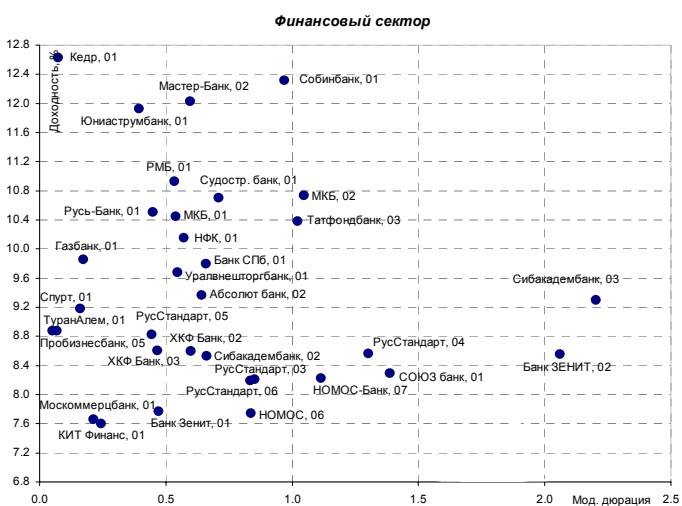
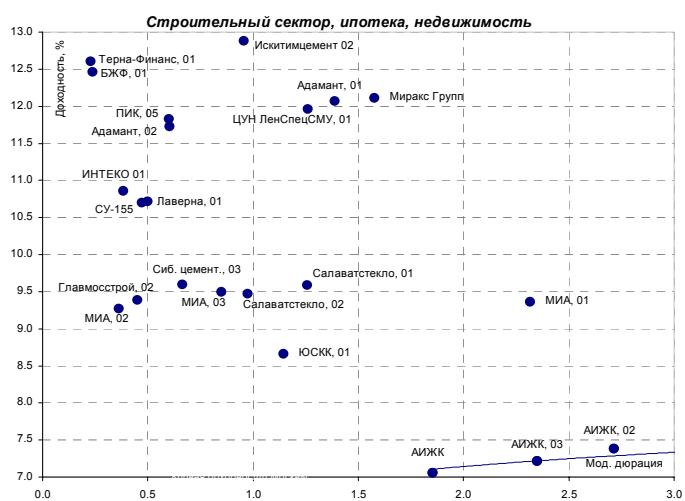
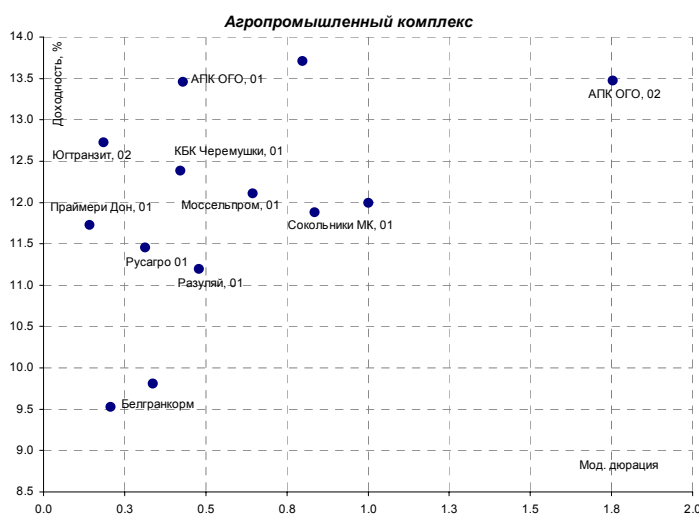
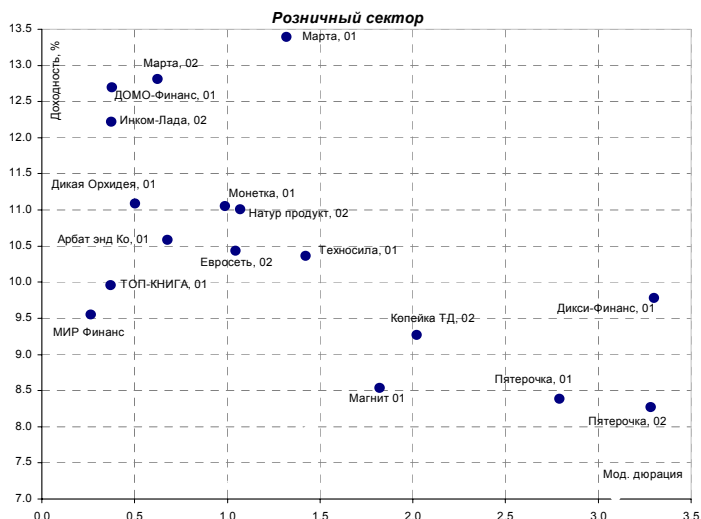
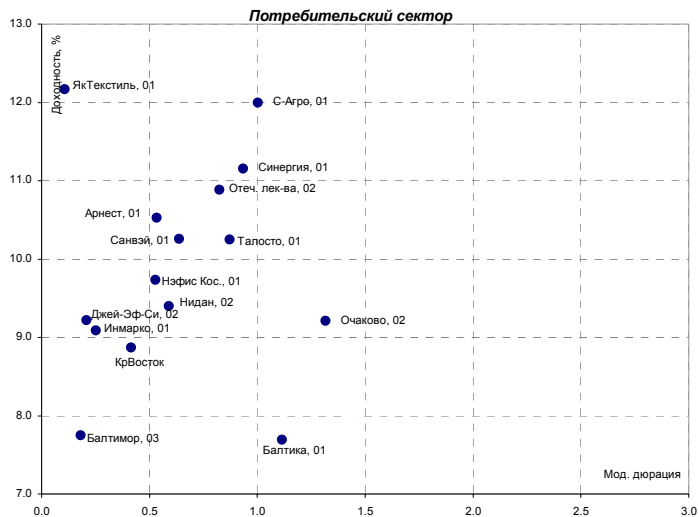
Телекоммуникации



Машиностроение и транспорт

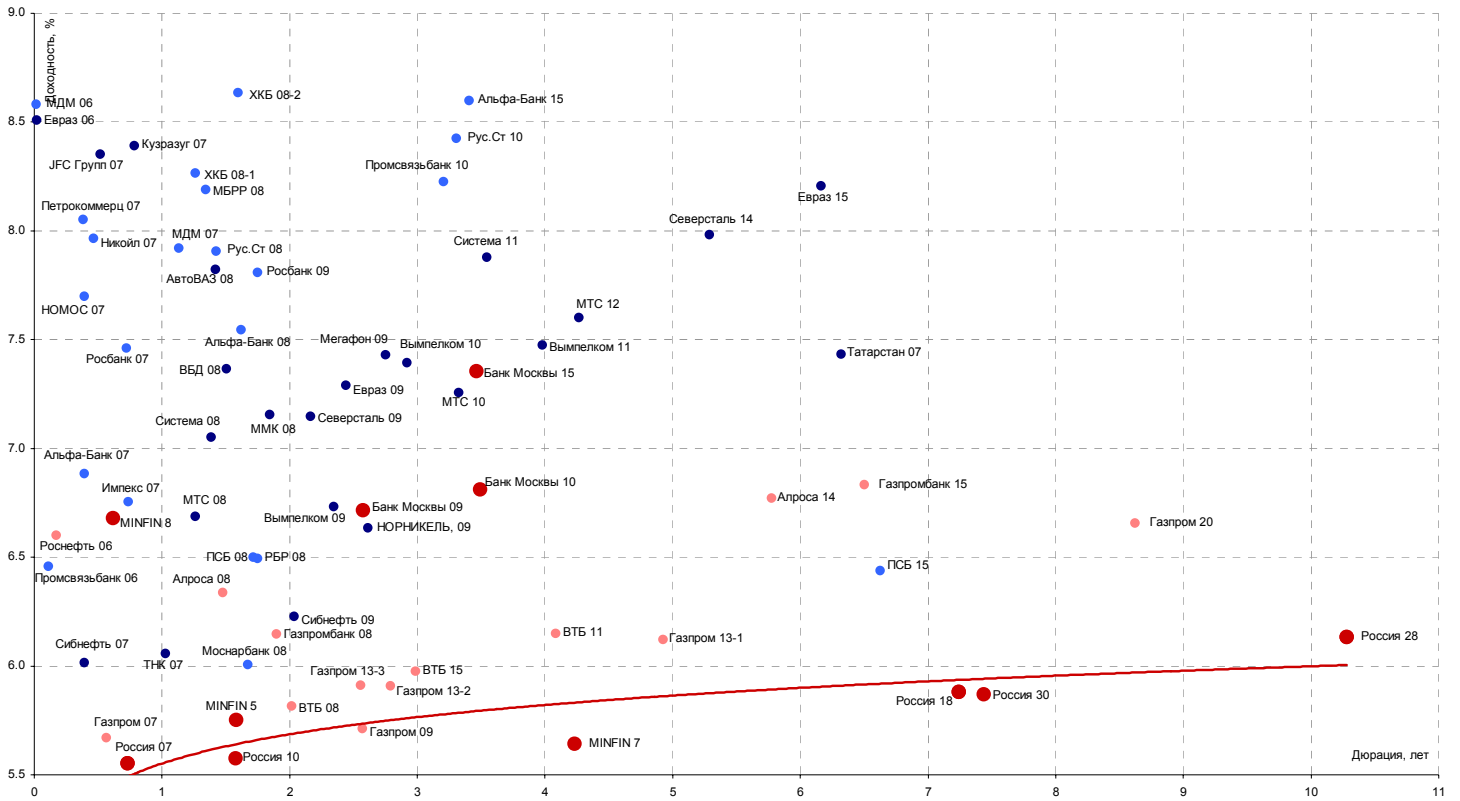


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы



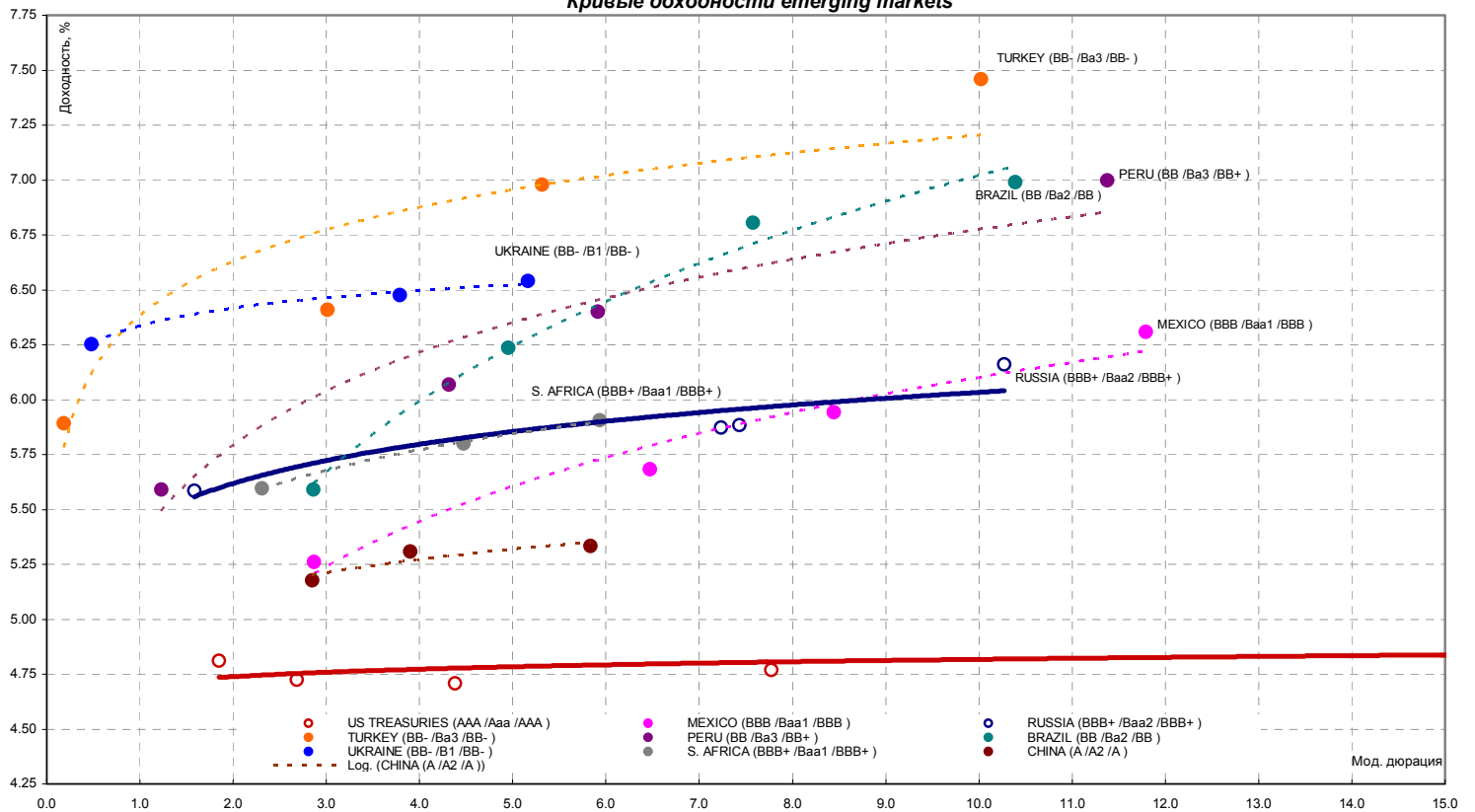
Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривая доходности российских еврооблигаций



Источники: REUTERS

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 абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

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

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

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ	WWW.MMBANK.RU	+7 (495) 105-8000	+7 (495) 924-0080
		<u>e-mail</u>	<u>вн. тел.</u>
<u>ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ</u>	Сытников Алексей		
<u>ДЕПАРТАМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ</u> Директор департамента	Касьянова Елена	Kasyanova_EA@mmbank.ru	46-79
<u>АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ</u> Зам. директора департамента, начальник управления	Тремасов Кирилл	Tremasov_KV@mmbank.ru	45-92
<u>Отдел анализа рынка акций</u> Начальник отдела Главный специалист Главный специалист Специалист	Веденеев Владимир Скворцов Дмитрий Лямин Михаил Веселова Ольга	Vedeneev_VY@mmbank.ru Skvortsov_DV@mmbank.ru Lyamin_MY@mmbank.ru Veselova_OV@mmbank.ru	28-17 28-32 28-44 28-92
<u>Отдел анализа долговых рынков</u> Начальник отдела Ведущий специалист Ассистент	Федоров Егор Ковалева Наталья Чупрына Татьяна	Fedorov_EY@mmbank.ru Kovaleva_NY@mmbank.ru Chupryna_TV@mmbank.ru	42-33 17-51 42-81
<u>УПРАВЛЕНИЕ ТОРГОВЫХ ОПЕРАЦИЙ</u> Начальник управления Рынок акций Рынок облигаций	Беспалов Алексей Волков Алексей Вдовин Алексей	Bespalov_AV@mmbank.ru Volkov_A@mmbank.ru Vdovin_AV@mmbank.ru	42-20 28-37 28-95
<u>УПРАВЛЕНИЕ ПРОДАЖ</u> Начальник отдела Менеджер по работе с клиентами Менеджер по работе с клиентами Менеджер по работе с клиентами Менеджер по работе с клиентами	Мазнин Владимир Борникова Наталья Ярославов Сергей Кунгурцева Светлана Хайретдинова Эльмира	Maznin_VA@mmbank.ru Bornikova_NY@mmbank.ru Yaroslavov_SV@mmbank.ru Kungurtseva_SM@mmbank.ru Hairtdinova_EH@mmbank.ru	12-59 45-94 45-35 45-41 28-23