

Долговые рынки: ставка на второй эшелон!**Стратегия****US-Treasuries**

Оживление экономики США в конце 2006 года вызвало рост доходностей базовых активов в декабре-январе и сняло с повестки дня вопрос о скором снижении учётной ставки. Тем не менее, ряд факторов заставляют нас считать эту тенденцию временной. Мы ждём охлаждения американской экономики в первом квартале, что должно привести к некоторому снижению доходностей.

Emerging markets

Рост доходности базовых активов не привёл к расширению спредов emerging markets, которые сохраняются на рекордно-низких уровнях. Негативные новости с локальных рынков Венесуэлы, Эквадора и Таиланда также не оказали существенного влияния на отношение инвесторов к рискам. В ближайшее время мы ждём сохранения стабильности на ЕМ.

Российские еврооблигации

Обострение обстановки в отдельных странах emerging markets не затронуло российские еврооблигации. Российский суверенный спред остается стабильным и колеблется в диапазоне 95 – 105 б.п. В 2007 году мы ждем сужение российского спреда до уровня 80 б.п.

Внутренние долговые рынки

Вероятность постепенного роста процентных ставок в ближайшее время достаточно велика, а негативные корпоративные события в облигациях эмитентов второго и третьего эшелона (как в случае с «РуссНефтью») могут надолго отбить аппетит к риску у широкой массы инвесторов, ограничив круг владельцев таких бумаг узким составом эмиссионного синдиката.

В настоящее время мы придерживаемся весьма консервативного взгляда при формировании рекомендуемого портфеля облигаций. Наш рекомендуемый портфель состоит из облигаций эмитентов второго эшелона: ЦентрТелеком, МечелТД, ТВЗ, ПМЗ, Метзавод им. Серова (группа УГМК), Карусель-Финанс, Евросети, ВостокСервисФинанса, Аптеки 36'6.

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Чупрына Татьяна
Chupryna_TV@mmbank.ru

Содержание

Содержание	2
US-Treasuries	3
Emerging markets	6
Российские еврооблигации	10
Внутренний долговой рынок	11
Рекомендации и торговый портфель	13
Российская статистика	14
Кривые доходностей	17

US-Treasuries

Оживление экономики США в конце 2006 года вызвало рост доходностей базовых активов в декабре-январе и сняло с повестки дня вопрос о скором снижении учётной ставки. Тем не менее, ряд факторов заставляют нас считать эту тенденцию временной. Мы ждём охлаждения американской экономики в первом квартале, что должно привести к некоторому снижению доходностей.

Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

	Изм-е, б.п.					
	31.01.2007	За месяц	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Fed Funds Rate	5.25	0	0	100	0	275
UST 02	4.92	10	-4	40	10	160
UST 05	4.81	11	-9	35	11	108
UST 10	4.81	11	-17	30	11	67
UST 30	4.91	10	-16	23	10	33

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Главной тенденцией января на внешнем долговом рынке стал пересмотр ожиданий рынка относительно перспектив снижения учётной ставки. Основная причина – выход целого ряда крепких данных по экономике США. В конце 2006 года, согласно фьючерсам на ставку fed funds, вероятность двукратного (в общей сложности на 50 б.п.) снижения ставки до конца 2007 года оценивалась рынком выше 50%, а в снижении ставки на 25 б.п. до сентября было уверено 100% участников рынка. В настоящее время снижение ставки в первом полугодии всерьёз не рассматривает практически никто. В тоже время, что касается более длительной перспективы, участники рынка по-прежнему рассчитывают на смягчение монетарной политики – оценка вероятности снижения ключевой ставки на 25 б.п. до конца 2007 года колеблется в районе 60 – 80%. Очередное изменение ожиданий привело к росту доходностей us-treasuries. Доходность 10-летних UST поднималась до 4,9% годовых, максимального значения с середины августа 2006 года.

Вероятность снижения ставки ФРС США до 4,75% до сент. 2007



Источники: REUTERS

Вероятность снижения ставки ФРС США до 4,75% до 31.12.2007



Источники: REUTERS

Экономика США в конце 2006 года преподнесла сюрприз. Годовые темпы роста ВВП в четвертом квартале увеличились до 3,5% по сравнению с 2,0% в третьем; по итогам года экономика выросла на 3,4% в сравнении с ростом на 3,2% в 2005 году. Восстановление экономического роста в конце года было в первую очередь обусловлено увеличением расходов потребителей, которые были простимулированы падением цен на бензин. Стоит отметить и наметившуюся стабилизацию в секторе жилищного строительства. Неожиданно сильным оказался отчет по рынку труда США за декабрь, который продемонстрировал существенный рост новых рабочих мест в совокупности с ростом инфляционного показателя заработной платы.

Впрочем, уже январские цифры по рынку труда и деловой активности продемонстрировали ухудшение ситуации. С точки зрения экономического роста, первая половина 2007 года должна быть значительно более умеренной по сравнению с концом 2006 г. Всплеск потребительской активности, вызванный снижением цен на нефть, должен скоро сойти на нет.

Вероятность ускорения инфляции сохраняется, о чем постоянно не перестает напоминать ФРС. Данные по потребительским ценам за декабрь вышли в рамках ожиданий, а в промышленной сфере

цены выросли несколько сильнее.

На последнем заседании ФРС, которое состоялось 30-31.01.2007 г. учетная ставка, как и ожидалось, была оставлена на уровне 5,25% годовых. В официальном документе было отмечено некоторое усиление экономического роста, а также признаки стабилизации на рынке жилья, тогда как в нескольких предыдущих пресс-релизах говорилось о замедлении роста и существенном охлаждении рынка жилья. Второе изменение коснулось оценки инфляционной ситуации. FOMC отметил «улучшение показателей стержневой инфляции», что сняло напряжение последних дней и охладило зарождавшиеся спекуляции относительно повышения ставки.

Внешний фактор

Действия центральных банков ведущих мировых держав в январе также преподнесли рынку массу сюрпризов.

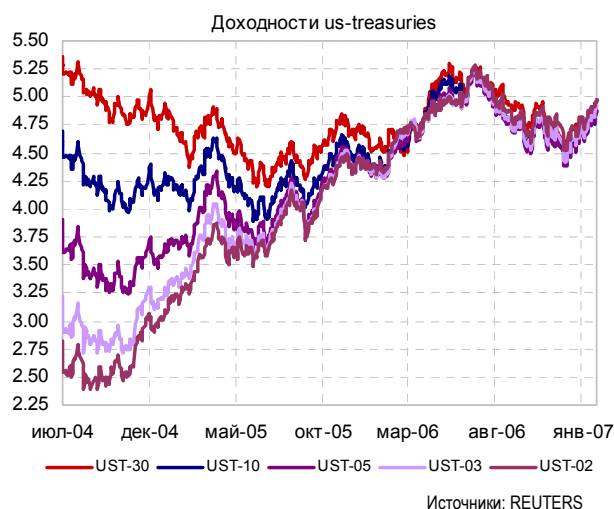
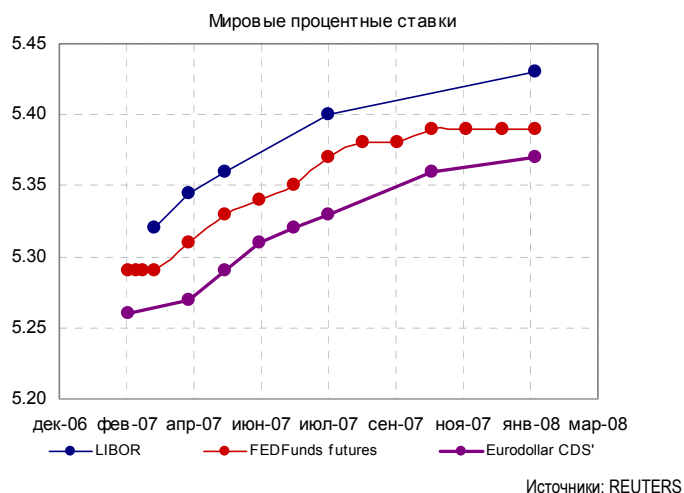
Банк Англии принял неожиданное для рынка решение повысить ключевую ставку на 25 б.п. (до 5,25% годовых). На заседании Банка Японии, напротив, вопреки рыночным ожиданиям было принято решение сохранить ключевую ставку на текущем крайне низком (0,25%) уровне. Более того, заявления главы ЦБ Тошико Фукуи сделали более неопределенным повышение ставки и на февральском заседании. Совпало с ожиданиями рынка только решение ЕЦБ - ставка была оставлена неизменной на уровне 3,5%. Заявления главы ЦБ Жан-Клода Трише также не внесли ясности относительно ближайших перспектив ставок в еврозоне.

Потенциально продолжение повышения учетных ставок в Европе и Японии может снизить эффект carry-trade и привести к постепенному снижению активности иностранных ЦБ на рынке us-treasuries, однако в 2006 году его влияние было ограничено. Ключевая ставка в Японии пока остается на исключительно низком уровне, от ЕЦБ все ждут повышения ставки до уровня 3,75% на заседании в марте. Мы полагаем, что и в ближайшей перспективе влияние этого фактора на рынок us-treasuries будет незначительным и компенсируется ослаблением курса доллара на мировом валютном рынке.

Прогнозы

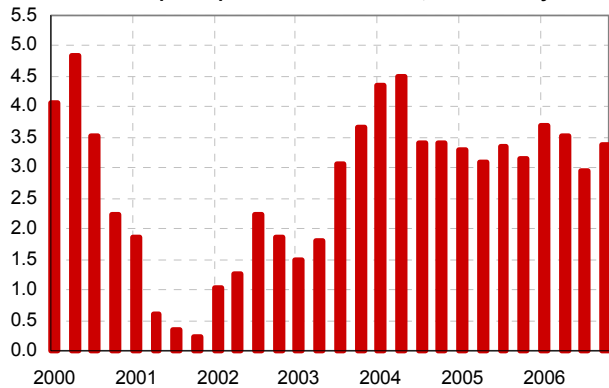
В этой стратегии мы сохраняем свою позицию относительно дальнейшего развития ситуации на рынке базовых активов. Вопрос об однократном снижении учетной ставки (с 5,25% до 5% годовых) не снят с повестки дня, однако, отодвинут на более длительный срок и разбавлен изрядной долей неопределенности.

Наиболее вероятным в настоящее время нам представляется длительное сохранение ключевой ставки на текущем уровне (5,25%), и несколько более скорое, чем мы предполагали, появление спекуляций относительно повышения ставки. Однако угроза реального ужесточения монетарной политики, на наш взгляд, невелика. Доходности us-treasuries после резкого роста в январе – декабре, скорее всего, скорректируются в ближайшее время.



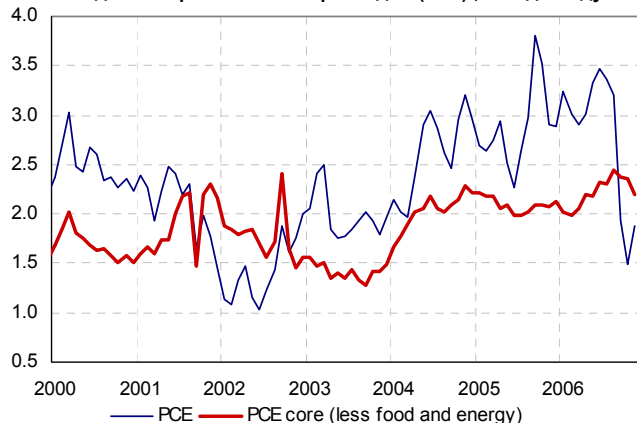
Макроэкономические индикаторы экономики США

Темпы роста реального ВВП США, % год к году



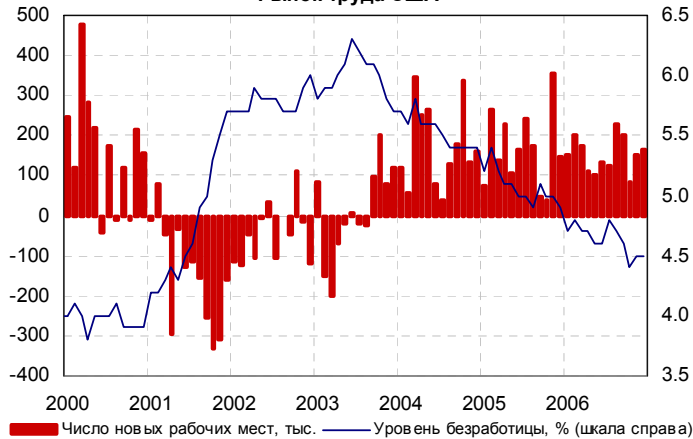
Источники: FRED II data

Индекс потребительских расходов (PCE), % год к году



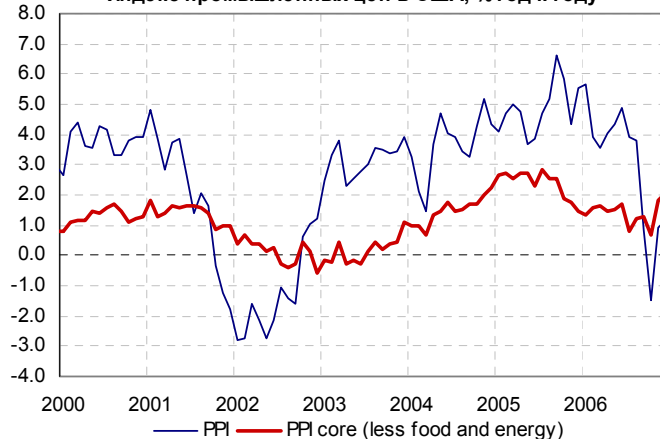
Источники: FRED II data

Рынок труда США



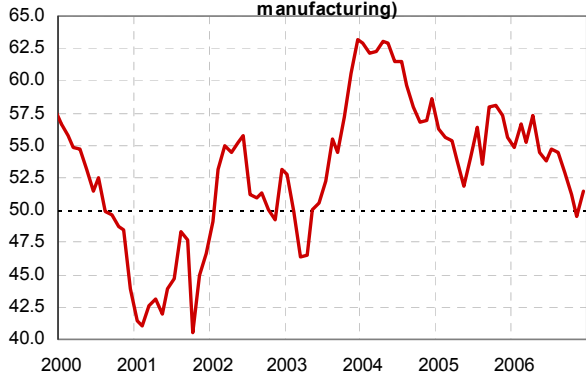
Источники: FRED II data

Индекс промышленных цен в США, % год к году



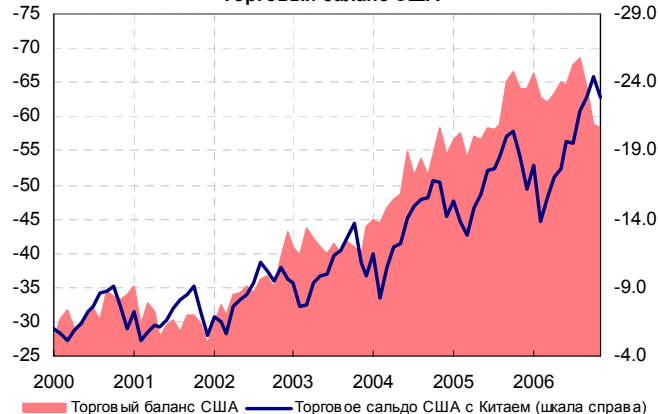
Источники: FRED II data

Индекс деловой активности США (ISM manufacturing)



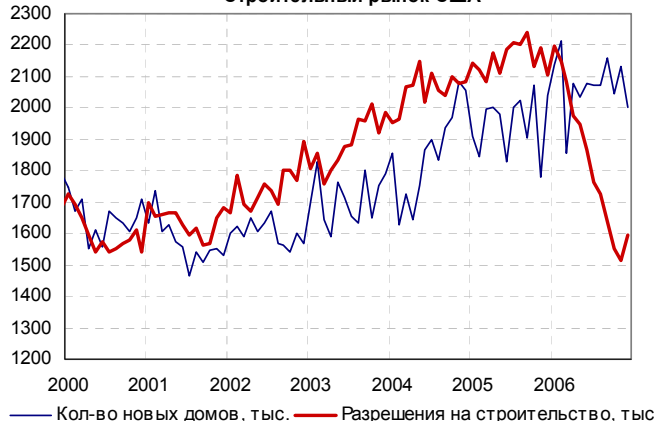
+Источники: FRED II data

Торговый баланс США



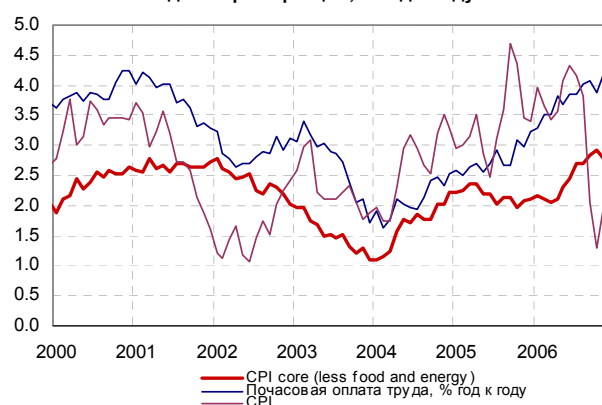
Источники: FRED II data

Строительный рынок США



+Источники: FRED II data

Индикаторы инфляции, % год к году



+Источники: FRED II data

Emerging markets

Рост доходности базовых активов не привёл к расширению спредов emerging markets, которые сохраняются на рекордно-низких уровнях. Негативные новости с локальных рынков Венесуэлы, Эквадора и Таиланда также не оказали существенного влияния на отношение инвесторов к рискам. В ближайшее время мы ждём сохранения стабильности на ЕМ.

Конъюнктура emerging markets

	Изм-е					
	31.01.2007	За месяц	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Полный доход, %						
EMBI+	405.5	-0.4	6.9	8.7	-0.4	22.3
EMBI+ Russia	444.2	-1.1	4.7	4.8	-1.1	15.6
EMBI+ Mexico	346.4	-0.8	5.2	4.8	-0.8	11.9
EMBI+ Brasil	579.3	-0.2	7.8	12.2	-0.2	31.8
EMBI+ Venezuela	598.4	-2.7	3.9	6.0	-2.7	29.8
EMBI+ Argentina	131.0	3.1	31.0	46.3	3.1	69.1
EMBI+ Turkey	259.2	0.2	7.8	6.5	0.2	16.7
Спреды, б.п.						
EMBI+ Spread	172	2	-24	-44	2	-197
EMBI+ Russia Spread	104	7	-9	-9	7	-100
EMBI+ Mexico Spread	110	11	-9	-4	11	-53
EMBI+ Brasil Spread	189	-4	-34	-75	-4	-236
EMBI+ Venezuela Spread	207	7	9	-43	24	-266
EMBI+ Argentina Spread	192	-25	-155	-248	-25	-5028
EMBI+ Turkey Spread	206	-2	-37	-2	-2	-71

Источники: REUTERS

По итогам января индекс еврооблигаций EMBI+ продемонстрировал снижение на 0,4%, а его спред незначительно вырос до 172 б.п. Основными причинами некоторого охлаждения рынка стали вспышки локальных рисков и снижение цен на нефть. Венесуэла, Таиланд и Эквадор – три страны, которые вызвали беспокойство инвесторов по всему миру. Несмотря на дестабилизацию локальных финансовых рынков, вызванную действиями правительств этих стран, роста глобальных рисков пока констатировать нельзя.

Эквадор

Больше не остается сомнений в твердости намерений правительства Эквадора реструктурировать внешний долг страны. Заявления недавно избранного президента Эквадора Рафаэля Корреа о пересмотре долга, начавшиеся еще в прошлом году, постепенно воплощаются в реальность. В январе 2007 года правительство Эквадора приступило к рассмотрению схем по реструктуризации долга. В частности, одним из сценариев пересмотра выступает, так называемая, реструктуризация «аргентинского» типа. Согласно такому развитию событий будет списано 60% долга страны. Решительные заявления правительства Эквадора привели к понижению кредитных рейтингов латиноамериканской страны. Последовательно долгосрочные рейтинги Эквадора по обязательствам в иностранной валюте были снижены международными рейтинговыми агентствами «Standard & Poor's» (19 января), «Fitch Ratings» (23 января) и «Moody's» (30 января). По версии S&P рейтинг был понижен с «CCC+» до «CCC». По Fitch новый рейтинг Эквадора также теперь равен «CCC», до понижения – «BB-». «Moody's» понизило рейтинг с «Caa1» до «Caa2». Прогноз по рейтингу 2-х агентств - «Standard & Poor's» и «Moody's» был изменен со «стабильный» на «негативный».

Однако, не смотря на весь негатив ситуации, 29 января правительство Эквадора несколько смягчило тон в отношении своих действий. Министр экономики Эквадора Рикардо Патино сообщил, что правительство страны может рассмотреть «дружеский» вариант реструктуризации внешнего долга. По словам Патино, переговоры о пересмотре долга «свободные от давления являются более подходящим вариантом», а кредиторы не враги государства. Пока не совсем понятно, что подразумевается под «дружеской» реструктуризацией долга, и схожи ли эти понятия у иностранных инвесторов и правительства Эквадора, однако некоторую надежду в тот день инвесторам они видимо все-таки дали, как тому свидетельствовал сильный рост еврооблигаций латиноамериканской страны после многодневного падения. Более того, спустя 2 дня, правительством Эквадора было объявлено, что на выплаты по долгам в текущем году будет выделено \$2,71 млрд. из бюджета страны на 2007 год,

что не могло не сказаться позитивно на настроении инвесторов. Тем не менее, позитива хватило ненадолго. 1-го февраля 2007 года правительство Эквадора объявило о своем намерении провести аудит внешней задолженности страны для выявления, так называемого «неправомерного» долга, выплата по которому, как отметил Патино, может не состояться. Разъяснений относительно понятия «неправомерного» долга в очередной раз не последовало.

Отсутствие понимания того, насколько плачевными могут быть последствия действий правительства Эквадора, все больше наращивает волнение среди инвесторов. Однако надежда на прояснение ситуации в ближайшее время – невелика.

Венесуэла

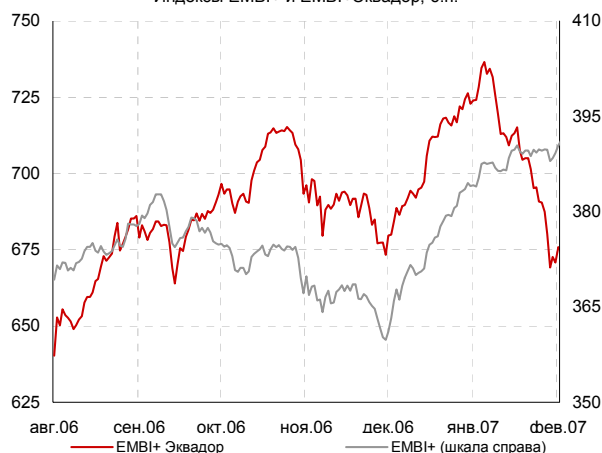
9 января президент латиноамериканской страны Уго Чавес сообщил о национализации ряда крупнейших компаний Венесуэлы. Национализации подлежат компании таких стратегических отраслей как телекоммуникации, нефтяная отрасль и электроэнергетика. Под контроль государства попадут крупнейшие телекоммуникационная и электроэнергетическая компании Венесуэлы - CA Nacional Telefonos de Venezuela (Cantv) и Electricidad, известная как EDC, соответственно. Обе контролируются американскими фирмами. Из нефтяного сектора, как заявил У. Чавес, будут национализированы нефтеперерабатывающие заводы, местоположение которых находится в области реки Ориноко. Под данное заявление попадает нефтяной пояс Faja, пролегающий через долину реки Ориноко. Инвестиции иностранных нефтяных компаний в Faja составляют \$17 млрд., что больше иностранных привлечений любой другой части страны. Среди инвесторов, вложивших свои средства в Faja, находятся 4 из 5-ти самых крупных публично торгующихся мировых энергетических компаний: Exxon Mobil (Ирвинг, Техас), BP, Chevron Corp. (Калифорния) и Total. ConocoPhillips (Хьюстон, Техас).

Более того, обещания У. Чавеса о выплате компенсаций акционерам компаний, подлежащих национализации, по прошествии нескольких дней были подкорректированы. Согласно высказыванию У. Чавеса, выплаты по акциям Cantv, принадлежащим иностранным инвесторам, будут произведены не по рыночной цене. Как заявил президент Венесуэлы, правительство не имеет обязательств по выплате полной цены по акциям Cantv перед иностранными инвесторами. «Мы собираемся сначала осуществить переход компании под наше руководство, а выплатить уже после», - заявил Чавес. В отношении американских инвесторов президент сообщил, что вероятность получения компенсаций по акциям национализируемых компаний по более справедливой цене у них ниже, нежели у остальных иностранных инвесторов.

Таиланд

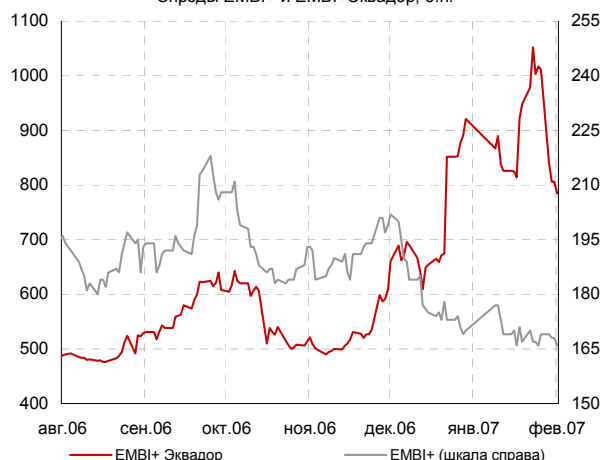
Аналогичная ситуация сложилась и в Таиланде, правительство которого также планирует лишить контроля иностранцев над компаниями стратегических отраслей страны. Компании стратегических секторов Таиланда с иностранным капиталом будут обязаны сократить свои пакеты до 50%. К стратегическим, в частности, в Таиланде относятся такие отрасли как сельское хозяйство и телекоммуникации.

Индексы EMBI+ и EMBI+Эквадор, б.п.



Источники: REUTERS

Спрэды EMBI+ и EMBI+Эквадор, б.п.



Источники: REUTERS

Кредитные рейтинги emerging markets

По нашим данным за прошедший месяц были пересмотрены прогнозы рейтингов 6 стран. Рейтинг был повышен только одной стране, Польше, по версии агентства Fitch. Новый рейтинг теперь равен «А-», до повышения – «BBB+». Прогноз по рейтингу – «стабильный». Фактором для повышения послужило улучшение экономического состояния страны. Как сообщил директор группы по развивающимся странам Европы агентства Fitch Дэвид Хеслам, несмотря на происходящую в настоящее время политическую неясность в стране, сильный экономический рост Польши, снижение внешних финансовых рисков и некоторое улучшение в состоянии бюджета страны обусловили повышение рейтинга Польше. В январе все три агентства понизили рейтинги дефолта эмитента Эквадору.

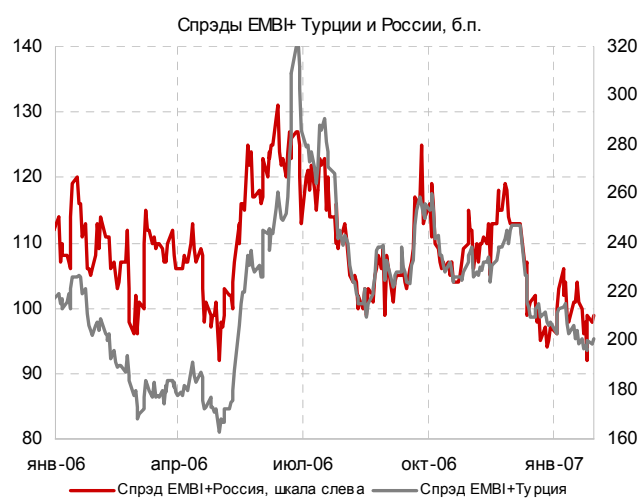


Рейтинги Emerging Markets

Дата	Агентство	Страна, эмитент	Рейтинговое действие	Новый рейтинг	Новый прогноз	Прежний рейтинг	Прежний прогноз
8 янв 07	Moody's	Эквадор	Пересмотр прогноза	Сaa1	Стаб.	Сaa1	Позитив.
8 янв 07	Moody's	Иордания	Пересмотр прогноза	Ba2	Негатив.	Ba2	Стаб.
9 янв 07	Fitch Ratings	Папуа Новая Гвинея	Пересмотр прогноза	B	Позитив.	B	Стаб.
11 янв 07	Fitch Ratings	Кипр	Подтверждение рейтинга	A+	Позитив.	A+	Позитив.
11 янв 07	S&P	Венесуэла	Пересмотр прогноза	BB-	Стаб.	BB-	Позитив.
16 янв 07	Moody's	Аргентина	Пересмотр прогноза	B3	Позитив.	B3	Стаб.
18 янв 07	Fitch Ratings	Польша	Повышение рейтинга	A-	Стаб.	BBB+	Стаб.
19 янв 07	S&P	Эквадор	Понижение рейтинга	CCC	Негатив.	CCC+	Стаб.
23 янв 07	S&P	Оман	Повышение рейтинга	A	Стаб.	A-	Стаб.
23 янв 07	Fitch Ratings	Эквадор	Понижение рейтинга	CCC	Негатив.	B-	Негатив.
29 янв 07	Fitch Ratings	Индонезия	Пересмотр прогноза	BB-	Позитив.	BB-	Стаб.
30 янв 07	Moody's	Эквадор	Понижение рейтинга	Сaa2	Негатив.	Сaa1	Стаб.

Источники: рейтинговые агентства

Emerging markets – динамика ключевых суверенных спрэдов



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Российские еврооблигации

Обострение обстановки в отдельных странах emerging markets не затронуло российские еврооблигации. Российский суверенный спрэд остается стабильным и колеблется в диапазоне 95 – 105 б.п. В 2007 году мы ждем сужение российского спрэда до уровня 80 б.п.

Конъюнктура российских еврооблигаций

	31.01.2007	Неделя	За месяц	За 6 мес.	Изм-е*		
					За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Россия-30, цена	111.3	-0.7	-1.7	2.4	-0.2	-1.7	5.9
Россия-30, YTM	5.90	10	25	-22	20	25	-36
UST 10	4.81	0	11	-17	30	11	67
Спрэд России 30 и UST-10	109	10	13	-6	-10	13	-103

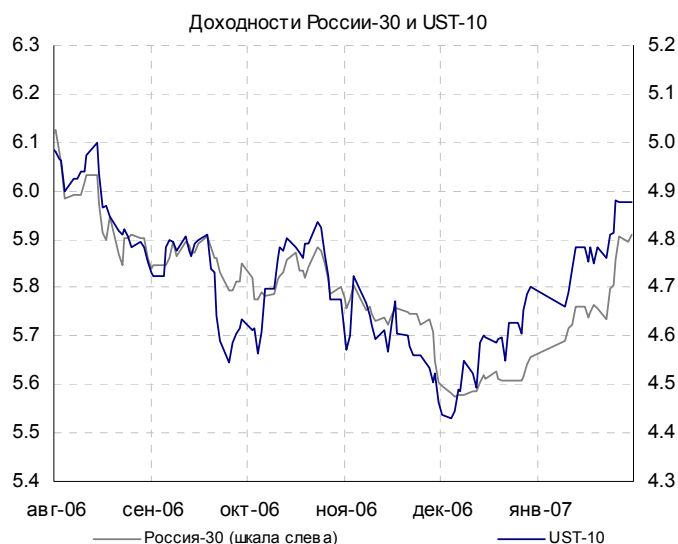
*Изменение для стоимости - %, для спрэдов и доходности - б.п.

В январе российские суверенные еврооблигации, в целом, повторяли динамику базовых активов. При этом небольшой «шаг вперед» все же был сделан – российский суверенный спрэд еще немного сузился, с конца декабря закрепившись в диапазоне 95 – 105 б.п. В отдельные дни спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 сужался до исторического минимума 95 б.п. Негативные события в отдельных странах emerging markets не затронули сегмент целиком, в то же время ухудшение настроений на рынке базовых активов привело к росту доходностей российских суверенных еврообондов вслед за us-treasuries.

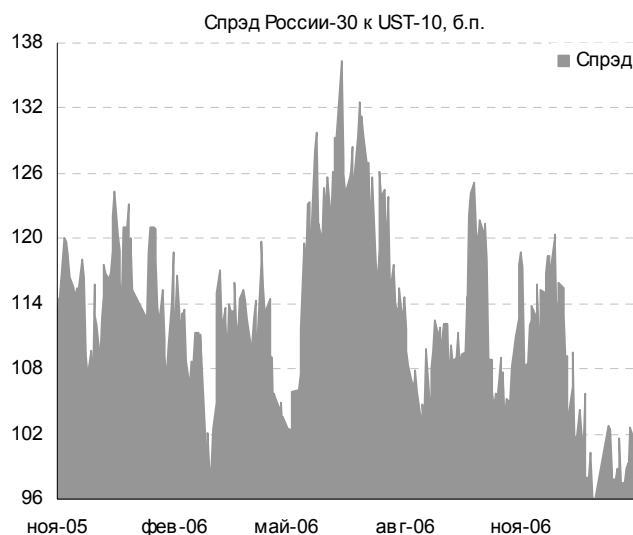
Среди ведущих рейтинговых агентств, каждое из которых в течение последних трех месяцев, выпустило ежегодный отчет, посвященный России, наиболее жесткая оценка рисков принадлежит агентству Standard&Poor's. Все 3 агентства указывают на политические риски и наличие рисков ухудшения делового климата.

S&P указывает на плохой деловой климат по сравнению с другими странами с аналогичным рейтингом и высокую зависимость макроэкономики России от политических факторов. Fitch и Moody's гораздо более оптимистичны в своих оценках, но указывают на высокую зависимость российской экономики от ситуации на мировых сырьевых рынках. В то же время на настоящий момент рейтинг от Moody's (Baa2) на одну ступень ниже рейтингов, присвоенных Fitch и S&P (BBB+) в сопоставимых шкалах.

К концу 2007 года мы ожидаем сужение российского спрэда до 80 б.п., чему будет способствовать улучшение долговых показателей страны, а также вероятное повышение суверенного рейтинга от Moody's. Вместе с тем в настоящий момент поводов для существенного сокращения спрэда нет. Сдерживающим фактором для рейтинговых агентств будут выступать парламентские выборы как фактор политической нестабильности.



Источники: REUTERS



Источники: REUTERS

Внутренний долговой рынок

Вероятность постепенного роста процентных ставок в ближайшее время достаточно велика, а негативные корпоративные события в облигациях многочисленных эмитентов второго и третьего эшелона (как в случае с «РуссНефтью») могут надолго отбить аппетит к риску у широкой массы инвесторов, ограничив круг владельцев таких бумаг узким составом эмиссионного синдиката.

В настоящее время мы придерживаемся весьма консервативного взгляда при формировании рекомендуемого портфеля облигаций. Наш рекомендуемый к формированию портфель состоит из облигаций эмитентов второго эшелона: ЦентрТелеком, МечелТД, ТВЗ, ПМЗ, Метзавод им. Серова (группа УГМК), Карусель-Финанс, Евросети, ВостокСервисФинанса, Аптеки 36'6

Начало нового года оказалось достаточно скучным, обороты остаются весьма невысокими, а доходности рублевых облигаций в целом подросли, оправдывая наши ожидания в отношении изменения доходностей сегментов корпоративного сектора, где наиболее удачными стали инвестиции в облигации эмитентов второго эшелона.

В феврале активность эмитентов на первичном рынке снова вырастет, что в условиях невысокой ликвидности на рынке может создать давление на котировки облигаций на вторичном рынке. В целом мы рекомендуем инвесторам придерживаться консервативной стратегии на рынке рублевых облигаций. Фундаментальные факторы остаются в настоящий момент достаточно слабыми. Наиболее вероятным нам представляется стабилизация уровней доходностей облигаций госсектора и «blue chips». Наибольшую угрозу мы видим в облигациях третьего эшелона, где наиболее вероятен сценарий роста рискованных премий в доходности. Отдельные идеи во втором эшелоне заслуживают внимания. Мы рекомендуем по возможности сокращать дюрацию портфелей облигаций для минимизации потерь при дальнейшей стагнации рынка.

Корпоративные облигации ключевые индикаторы

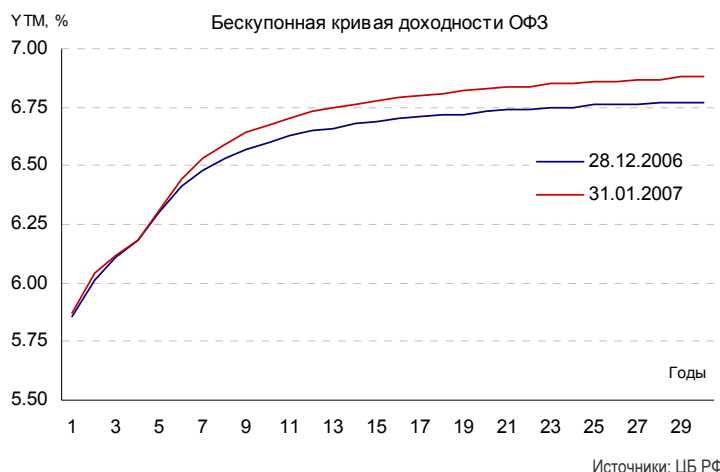
Сегмент	Ключевые индикаторы вторичного рынка корпоративных облигаций						
	YTM, % (30.01.07)	st. dev.	dur.	YTM, % (29.12.06)	st. dev.	Изм-е, б.п.	HPR, %
Blue chips	7.05	0.62	2.50	7.01	0.57	4	5.57
2-й эшелон	8.67	1.16	1.41	8.77	1.22	-10	9.48
3-й эшелон	11.79	2.41	0.85	11.64	1.94	12	10.80

Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Главная тенденция января 2007 года - реакция на рост ставок на внешних долговых рынках (см. стратегию внешних рынков) и устойчивые ожидания в отношении негативной динамики рублевой ликвидности на протяжении 2007 г.

В конце января Минфин косвенно подтвердил наши ожидания сокращения свободных рублевых средств в во втором полугодии 2007 г. Согласно представленному графику первичных размещений, около 70% планируемого объема гособлигаций будет размещено в первом полугодии. Всего по планам Минфина объем выпуска рыночных госбумаг составит 225 млрд. руб.

Январский рост доходностей по рынку рублевых облигаций составил в среднем 5-10 б.п. Например, уровень бескупонной кривой доходности государственных облигаций (по данным ЦБ) сместился вверх на 5-10 б.п. в зависимости от срока до погашения, а индикатор средневзвешенной доходности гособлигаций вырос на 5 б.п. до 6,57%.



По итогам первого месяца капитализация сектора корпоративных облигаций снизилась на 0,15%, субфедеральные и муниципальные облигации - потеряли 0,53%, госбумаги - в среднем "просели" на 0,33%.

Изменение индексов рублевых облигаций

	Весь сектор			ТОР-10		
	Кап-я	Полн. дох-ть	% год.	Кап-я	Полн. дох-ть	% год.
Корпорат.	-0.15	0.54	6.19	-0.88	-0.18	-2.10
Субфед.	-0.53	0.27	3.06	-0.81	-0.04	-0.51
Государств.	-0.33	0.15	1.74	-0.70	-0.17	-1.88

Источники: расчеты Банка Москвы

Тем не менее, рост доходностей оказался довольно ограниченным, а месячный купонный доход облигаций в абсолютном выражении превысил снижение котировок. Совокупный доход от инвестиций распределился следующим образом: корпоративные облигации в среднем принесли владельцам 6,2% годовых, субфедеральные - 3,0% годовых, госбумаги - 1,7% годовых.



Источники: расчеты Банка Москвы



Источники: расчеты Банка Москвы

Рост процентных ставок не затронул абсолютно все сектора. Наши главные надежды, связанные с отдельными торговыми идеями в облигациях второго эшелона, оправдались. Индикативный уровень доходности облигаций второго эшелона снизился против рынка.

По нашим оценкам средняя индикативная оценка доходности корпоративных облигаций "blue chips" выросла на 4 б.п. по сравнению со значением в конце декабря 2006 г. и составила 7,03% годовых. Выделить кого-либо из эмитентов первого эшелона не представляется возможным. Доходность облигаций наших фаворитов этого сектора: Газпромбанк, Мосэнерго и ФСК ЕЭС выросла вместе с рынком.

Облигации второго эшелона пока оправдывают наши ожидания, продемонстрировав снижение доходностей. Отдельные торговые идеи привели к снижению среднего уровня доходности на 10 б.п. с 8,76% (по сост. на конец декабря 2006 г.) до 8,66% годовых. Совокупный доход (купон + изменение цены), который принес инвесторам этот сектор составил по нашим оценкам 9,5% годовых.

Корпоративные облигации 2-го эшелона - лидеры роста

Выпуск	Цена, %	YTM/YTP, %	Yield change, б.п.	HPR, %	HPR, % год.	HPR ef, %	Объем, млн. руб.	Купон, %	Погашение	Оферта	Дюрация
РазгуляйФ2	99.85	10.63	-218	3.25	38.00	44.03	2000	10.25	27.09.11	01.04.08	1.1
ЦУН 01 обл	100.20	11.35	-61	1.60	18.67	19.90	1000	11.75	22.04.10	24.04.08	1.1
ТехИнвст-1	98.95	11.14	-50	1.54	17.72	19.05	2000	10.00	26.05.11	29.05.08	1.3
ПРББ-5	99.35	11.14	-94	1.50	17.33	18.46	1000	9.69	29.04.09	02.09.07	0.6
Балтика1об	100.70	8.05	-88	1.46	16.73	18.03	1000	8.75	20.11.07	-	0.9
Миракс 01	101.15	11.34	-32	1.37	16.36	16.84	1000	12.50	19.08.08	-	1.4
УРСАБанк 5	100.40	10.18	-10	1.21	14.04	14.69	3000	10.05	18.10.11	-	3.8
РТК-ЛИЗ 4с	100.50	8.26	-64	1.20	13.93	14.55	1237.5	8.80	08.04.08	-	0.7
ХКФ Банк-2	100.20	7.65	-144	1.19	13.67	14.39	3000	8.50	11.05.10	15.05.07	0.3
СибТлк-6об	100.60	7.52	-34	1.16	13.54	14.09	2000	7.85	16.09.10	23.09.08	1.5
Мособлгаз1	103.10	8.60	-32	1.16	13.20	14.02	700	10.75	21.12.08	-	1.4
ВлгТлкВТ-4	101.01	7.77	-21	1.15	13.16	13.93	3000	7.99	03.09.13	08.09.09	2.4
РазгуляйФ1	100.34	8.05	-159	1.11	12.97	13.43	2000	10.25	02.10.08	05.04.07	0.2
МагнитФ 01	102.20	8.15	-24	1.09	12.52	13.14	2000	9.34	19.11.08	-	1.7
УрСИ сер06	101.13	7.65	-26	1.08	12.44	13.06	2000	8.20	17.11.11	20.11.08	1.7
УРСАБанк 2	100.50	8.89	-64	1.02	11.67	12.26	1500	10.00	12.12.08	15.06.07	0.4
Башкирэн2в	100.22	5.76	-344	1.02	12.01	12.26	500	9.50	22.02.07	-	0.1
СевСталь-1	100.50	6.79	-89	1.01	11.50	12.12	3000	8.10	28.06.07	-	0.4

Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Русснефть-01

Облигации РуссНефти встали на первую строчку среди аутсайдеров рынка. В январе история с уголовными делами против ряда руководителей "дочек" Руснефти получила продолжение. Ближе к концу месяца стало известно, что Следственный Комитет МВД провел ряд следственных мероприятий. В связи с расследованием по делу в отношении налоговых претензий к РуссНефти на сумму 740 млн. руб. были проведены выемки необходимых документов и допрошены члены руководства компании (в т.ч. ее главу Михаила Гуцериева).

В настоящий момент компания не может дать развернутых комментариев инвесторам в связи с ограничениями во время проведения следственных мероприятий. Обеспокоенность инвесторов будет нарастать по мере отсутствия каких-либо деталей этой ситуации. В то же время, рыночный объем торгов, который проходит на бирже пока является относительно небольшим в соотношении к объему займа.

Можно предположить, что продажи идут со стороны небольших портфельных инвесторов, а крупные владельцы бумаг предпочитают сохранять спокойствие.

Мы рекомендуем воздержаться от покупок облигаций РуссНефти до прояснения обстоятельств дел, которые ведутся против компании.

Рекомендации и торговый портфель

Вероятность постепенного роста процентных ставок в ближайшее время достаточно велика, а негативные корпоративные события в облигациях многочисленных эмитентов второго и третьего эшелона (как в случае с «РуссНефтью») могут надолго отбить аппетит к риску у широкой массы инвесторов, ограничив круг участников бумаг таких эмитентов узким составом эмиссионного синдиката.

Мы рекомендуем ограничивать доли облигаций blue chips с высокой дюрацией. В настоящее время мы придерживаемся весьма консервативного взгляда при формировании рекомендуемого портфеля облигаций. Наш рекомендуемый портфель состоит из облигаций эмитентов второго эшелона и относительно сильно диверсифицирован (состоит из 14 бумаг). Увеличение количества бумаг возможно, однако небольшой объем бумаг одного эмитента будет иметь ограниченную ликвидность, что может привести к снижению доходности портфеля при активном управлении.

Портфель сформирован исходя из наших предпосылок относительно динамики процентных ставок в 2007 году.

Мы ждем существенной сегментации рынка по эшелонам, где наиболее перспективным, на наш взгляд, является сегмент облигаций эмитентов второго эшелона: устойчивых компаний, с хорошей кредитной и деловой репутацией. Компаний – целей для иностранного капитала (ЦентрТелеком, Евросеть, Аптеки 36'6) , получивших международные кредитные рейтинги (ЦентрТелеком, Миракс, ЦУН ЛенСпецСМУ) или планирующий в ближайшее время провести IPO (например, НК «Альянс» или Группа компаний «Интегра»). Наш выбор строится на сравнительных оценках кредитного качества компании с текущими доходностями облигаций компаний. Исходя из наших соображений относительно перспектив развития компаний, их кредитного качества и потенциала роста бумаг, мы предлагаем сформировать следующий портфель облигаций:

Рекомендуемые к покупке выпуски облигаций

Выпуск	Объем выпуска, млн. рублей	Купон, %	Погашение	Оферта	Цена (Last) 30.01.07	Цена (Last) 29.12.06	HPR, %	HPR, % год.	Доходность, % год.		Изм-е, б.п.	Дюрация, лет	Доля в портфеле облигаций
									Текущая	УТМ/УТР, %			
Альянс-01	3000	8.92	14.09.11	16.09.09	100.30	100.30	0.76	8.89	8.89	8.97	0	2.33	9.39%
Апт36и6 об	3000	9.89	30.06.09	01.07.08	100.85	101.01	0.67	7.98	9.81	10.49	14	1.35	9.46%
ВостСервФ1	1500	10.99	10.09.09	13.03.08	99.93	99.93	0.93	11.00	11.00	11.34	1	1.04	4.68%
Евросеть-2	3000	10.25	02.06.09	04.12.07	99.95	99.89	0.95	10.95	10.26	10.54	-9	0.82	9.35%
ИнтеграФ-1	2000	10.50	20.03.09	-	99.60	100.25	0.26	3.08	10.54	10.99	36	1.90	6.26%
Карус. Ф 01	3000	9.75	12.09.13	18.09.08	99.70	99.70	0.84	9.78	9.78	10.18	1	1.50	9.33%
Метзавод	2000	8.75	27.02.09	-	98.85	99.15	0.46	5.37	8.85	9.58	19	1.88	6.19%
Мечел ТД-1	3000	5.50	12.06.09	-	93.20	93.20	0.52	5.90	5.90	8.93	11	2.23	8.73%
Миракс 02	3000	10.99	17.09.09	-	101.05	101.05	0.93	10.88	10.88	10.79	-1	2.27	9.46%
ПМЗ 01	1200	9.90	21.07.09	24.07.07	100.00	100.40	0.46	5.32	9.90	10.27	79	0.47	3.76%
ТВЗ 03	1000	9.25	18.06.10	20.06.08	100.55	100.70	0.66	7.49	9.20	9.00	8	1.32	3.14%
ТехИнвст-1	2000	10.00	26.05.11	29.05.08	98.95	98.30	1.54	17.72	10.11	11.14	-50	1.26	6.14%
ЦентрТел-5	3000	8.09	30.08.11	02.09.08	100.15	100.71	0.14	1.69	8.08	8.14	37	1.48	9.43%
ЦУН 02 обл	1500	11.44	20.01.10	23.07.08	100.15	100.15	0.97	11.63	11.42	11.39	-2	1.40	4.69%
100.00%													

Характеристики портфеля облигаций

Текущая (купонная) доходность портфеля облигаций, % год	9.48%
Доходность портфеля к погашению, % годовых:	10.04%
Дюрация портфеля, лет	1.45
Чувствительность стоимости портфеля, при изменении процентных ставок на 1%	1.45%

Российская статистика

Прогнозы Банка Москвы на 2007 год

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2004	2005	2006	2007 П
ВВП				
реальный, %	7,2	6,4	6,7	6,8
номинальный, млрд. рублей	17 048	21 615	26 621	31 100
номинальный, \$ млрд.	592	764	981	1178
на душу населения, \$ тыс.	4,1	5,3	6,9	8,3
Расходы домохозяйств				
реальные, % год к году	12,1	12,7	10,7	12,0
номинальные, млрд. рублей	8 406	10 626	12 880	15 150
в % к ВВП	49,3	49,2	48,4	48,7
Промышленность, %				
промышленное производство	8,3	4,0	3,9	4,2
обрабатывающая промышленность	-	5,7	4,4	4,8
добыча полезных ископаемых	-	1,3	2,3	2,2
производство электроэнергии, воды и газа	-	1,2	4,2	2,5
Добыча нефти				
% год к году	8,9	2,5	2,2	2,4
млн. тонн	459	470	480	492
млн. баррелей в сутки	9,19	9,44	9,65	9,88
Добыча газа				
% год к году	2,3	1,1	2,4	2,6
млрд. кубометров	634	641	656	673
Инвестиции в основной капитал				
% год к году	10,9	10,7	13,5	13,0
млрд. рублей	2 730	3 534	4 483	5 330
в % к ВВП	16,0	16,4	16,8	17,1
Розничная торговля				
% год к году	12,5	12,0	13,0	12,0
млрд. рублей	5 598	7 038	8 628	10 150
в % к ВВП	32,8	32,6	32,4	32,6
Строительство				
объем строительных работ				
% год к году	10,1	10,5	15,7	13,0
млрд. рублей	1 314	1 712	2 247	2 920
в % к ВВП	7,7	7,9	8,4	9,4
жилищное строительство				
новых квартир, тыс. штук	477	515	605	680
млн. м2 жилой площади	41,0	43,6	50,2	56,0
% год к году	12,6	6,3	15,2	11,6
Сельское хозяйство				
% год к году	3,1	2,0	2,8	1,0

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2004	2005	2006 П	2007 П
Денежная масса (M2)				
% год к году	35,8	38,6	48,8	29,1
На конец года, млрд. рублей	4 363	6 046	8 996	11 300
в % к ВВП	25,7	28,0	33,8	36,3
в т.ч. наличные деньги				
% год к году	33,8	30,9	38,6	25,9
млрд. рублей	1 535	2 009	2 785	3 450
в % к ВВП	9,0	9,3	10,5	11,1
Инфляция				
Индекс потребительских цен, % год к году	11,7	10,9	9,0	8,0
Индекс цен производителей, % год к году	28,8	13,4	10,4	10,0
Золотовалютные резервы				
Прирост с начала года, \$ млрд.	47,6	57,7	121,5	78,5
На конец года, \$ млрд.	124,5	182,2	303,7	382,2
в % к ВВП	21,1	23,9	31,0	32,4

* - оценки Банка Москвы

ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2004	2005	2006 П	2007 П
Доходы, млрд. рублей	3 429	5 121	6 277	6 850
в % к ВВП	20,1	23,7	23,6	22,0
Расходы, млрд. рублей	2 736	3 504	4 277	5 463
в % к ВВП	16,0	16,2	16,1	17,6
Профицит, млрд. рублей	693	1 617	1 999	1 387
в % к ВВП	4,1	7,5	7,5	4,5
Стабилизационный фонд				
млрд. рублей	522	1 237	2 341	3 600
\$ млрд.	18,8	43,0	88,9	138,5
В % к ВВП	3,1	5,7	8,8	11,6

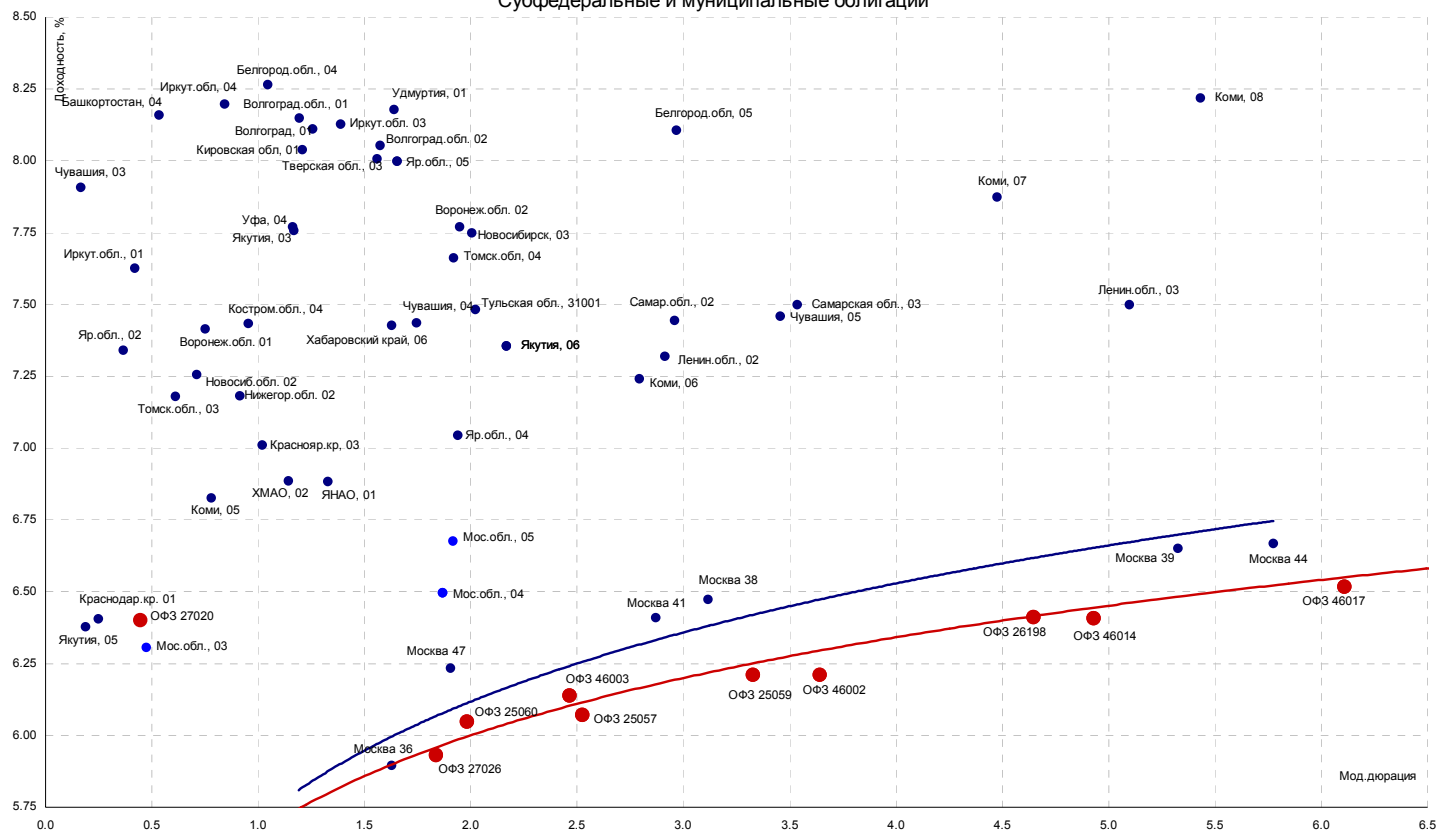
ПЛАТЁЖНЫЙ БАЛАНС	2004	2005	2006 П	2007 П
Счёт текущих операций, \$ млрд	58,6	83,3	95,6	70,0
в % к ВВП	9,9	10,9	9,7	5,9
Экспорт товаров, \$ млрд.	183,2	243,6	302,3	300,0
в % к ВВП	31,0	31,9	30,8	25,5
в т.ч. экспорт углеводородов	100,2	148,9	191,5	185,0
в % к ВВП	16,9	19,5	19,5	15,7
в % к общему объёму экспорта	54,7	61,1	63,3	61,7
Импорт товаров, \$ млрд.	97,4	125,3	162,7	201
в % к ВВП	16,5	16,4	16,6	17,1
Торговое сальдо, \$ млрд.	85,8	118,3	139,6	99,0
в % к ВВП	14,5	15,5	14,2	8,4
Чистый вывоз капитала частным сектором, \$ млрд.	-8,4	1,1	41,6	20,0
в % к ВВП	-1,4	0,1	4,2	1,7

ВНЕШНИЙ ДОЛГ	2004	2005	1.10.2006	2007 П
ВСЕГО	214	257	269	324
в % к ВВП	36,1	33,7	27,4	27,5
Правительство и ЦБ	105	82	55	47
в % к ВВП	17,8	10,8	5,6	4,0
в % ко всему внешнему долгу	49,4	32,0	20,4	14,5
Нефинансовые предприятия	76	125	136	175
в % к ВВП	12,8	16,4	13,8	14,9
в % ко всему внешнему долгу	35,5	48,6	50,4	54,0
Банки	32	50	79	103
в % к ВВП	5,5	6,6	8,0	8,7
в % ко всему внешнему долгу	15,1	19,5	29,2	31,8

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2004	2005	2006	Янв. 2006	2007 П
РЫНОК НЕФТИ					
Urals, \$ / баррель					
среднегодовой	34,7	50,2	60,9	49,8	56,0
на конец года	37,4	54,4	55,1	52,8	56,0
ЦВЕТНЫЕ И ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ (LME)					
Золото, \$ / унция					
среднегодовой	410	445	605	629	680
на конец года	438	517	637	643	710
Никель, \$ / тонна					
среднегодовой	13 828	14 788	24 160	36 470	24 100
на конец года	14 877	13 372	34 025	40 625	21 200
Медь, \$ / тонна					
среднегодовой	2 868	3 680	6 736	5 723	5 600
на конец года	3 264	4 542	6 308	5 540	5 100
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК					
Евро / доллар					
среднегодовой	1,24	1,24	1,26	1,30	1,31
на конец года	1,36	1,18	1,32	1,30	1,35
Доллар / рубль					
среднегодовой	28,81	28,31	27,14	26,53	26,40
на конец года	27,75	28,78	26,33	26,53	26,00
Евро / рубль					
среднегодовой	35,82	35,16	34,11	34,39	34,50
на конец года	37,81	34,19	34,70	34,39	35,00
Бивалютная корзина ЦБ (доллар–0,6; евро–0,4)					
среднегодовой	-	-	29,98	29,67	29,64
на конец года	-	30,94	29,66	29,68	29,60
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ					
FED Funds rate	2,25	4,25	5,25	5,25	5,00
UST-10					
среднегодовой, % годовых	4,26	4,28	4,79	4,79	4,70
на конец года, % годовых	4,23	4,40	4,70	4,81	5,00
Еврооблигации (Россия-30)					
среднегодовой, % годовых	7,20	5,89	5,93	5,79	5,70
на конец года, % годовых	6,53	5,55	5,66	5,90	5,80
спрэд к UST-10, б.п.	230	115	96	109	80
Портфель ГКО / ОФЗ					
среднегодовой, % годовых	7,65	7,68	6,80	6,62	6,70
на конец года, % годовых	7,86	6,78	6,57	6,66	6,70
Ставка рефинансирования, % годовых	13,0	12,0	11,0	10,5	10,0
РЫНОК АКЦИЙ					
Индекс РТС на конец года	614	1 126	1 922	1 841	2 272
Изменение за год, %	8,3	83,3	70,7	-4,2	23,4

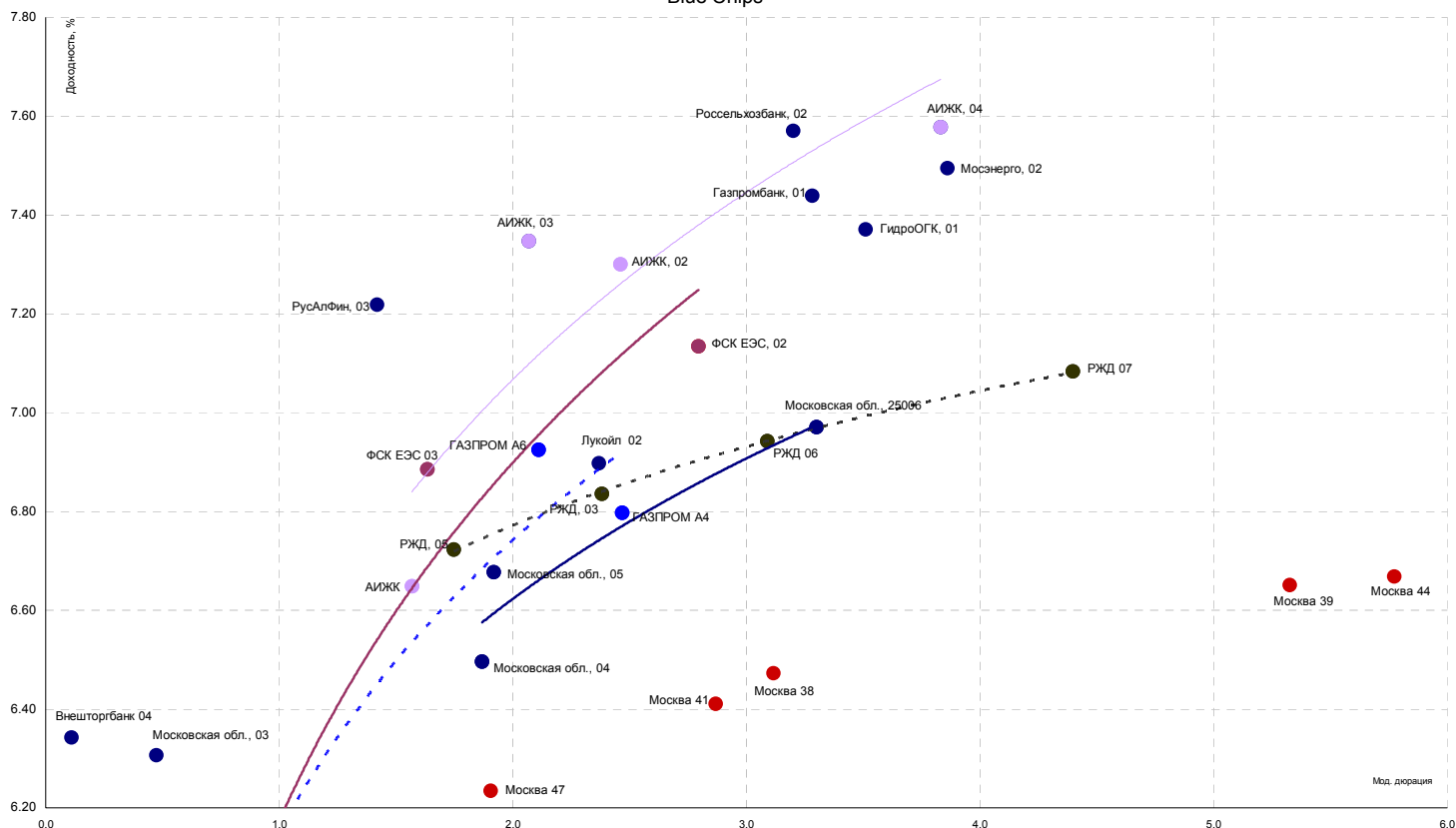
Кривые доходностей

Субфедеральные и муниципальные облигации

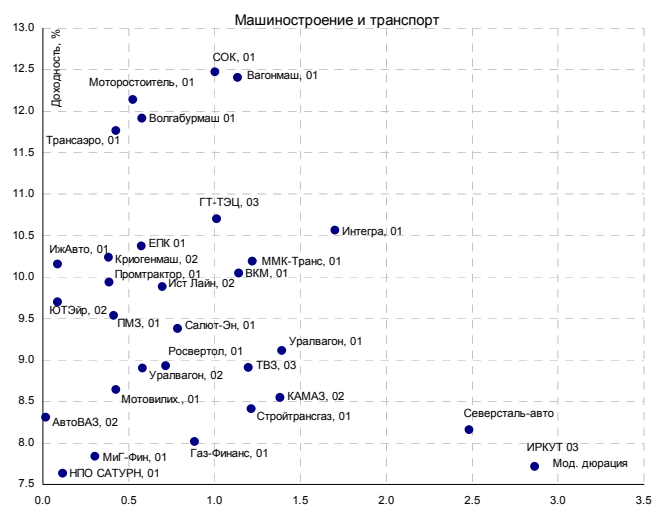
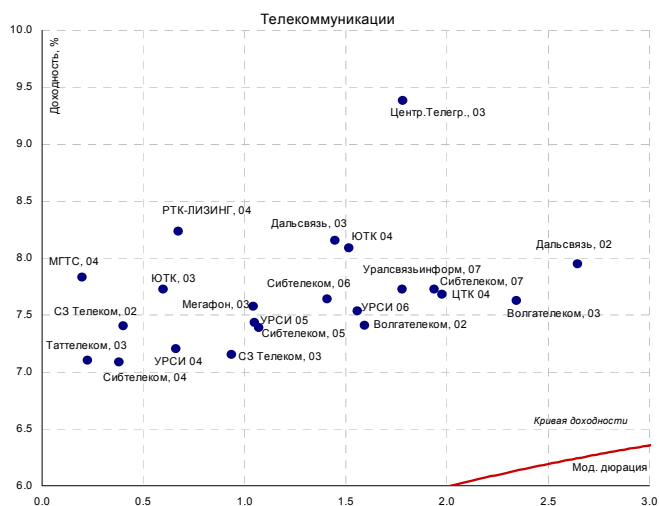
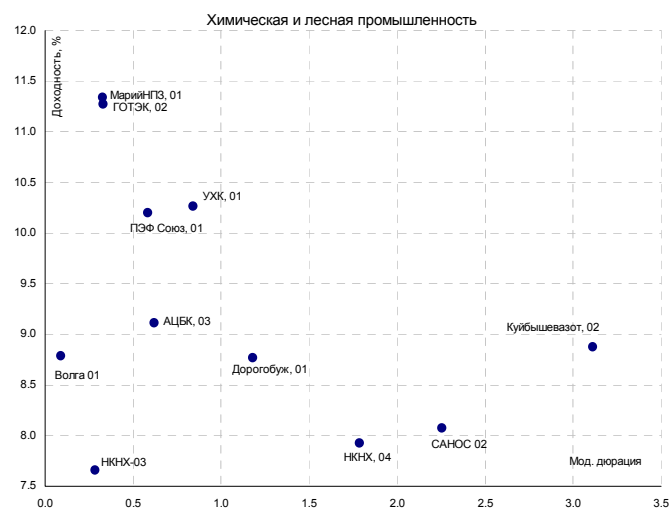
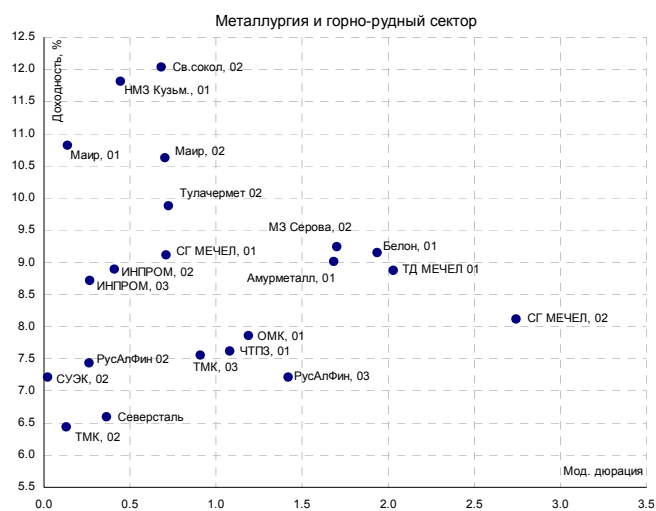
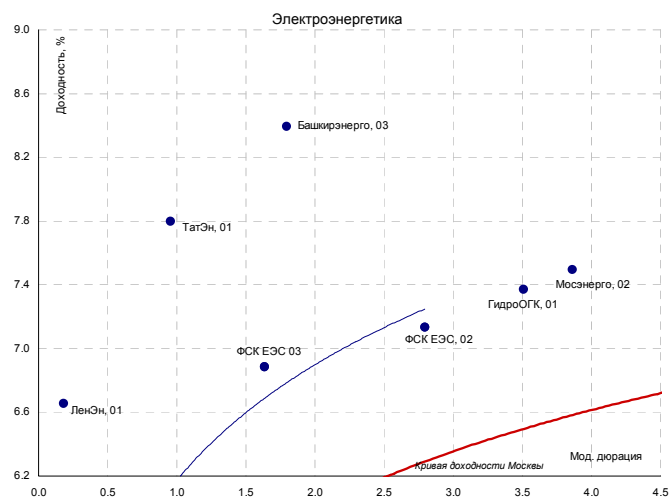
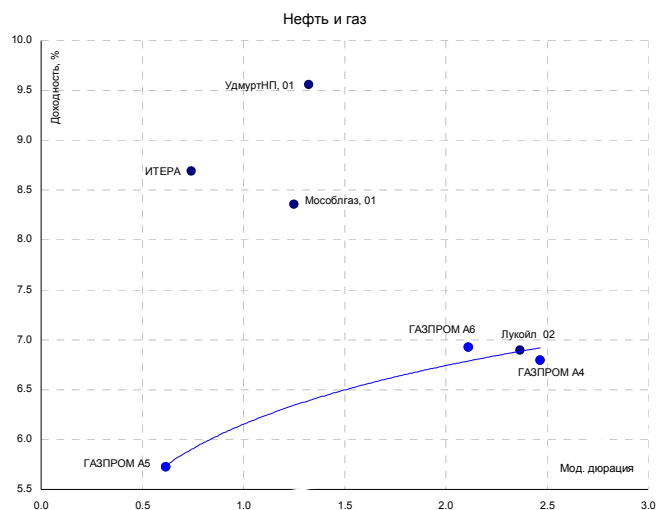


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

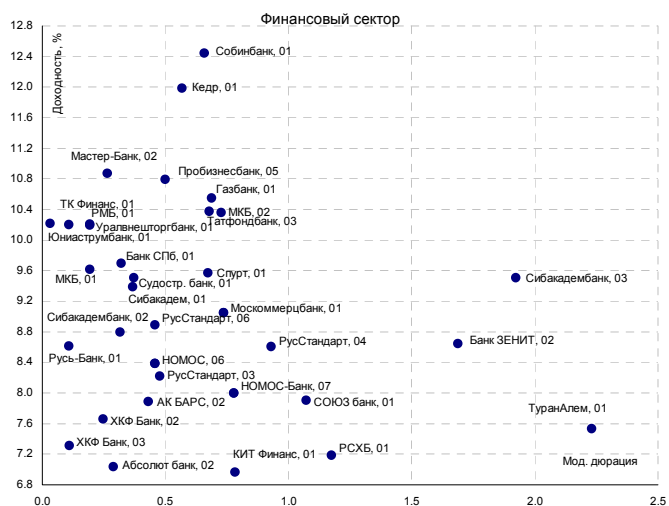
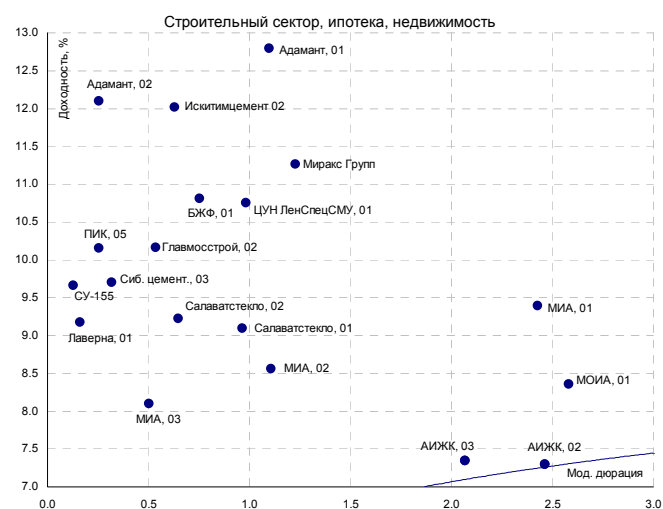
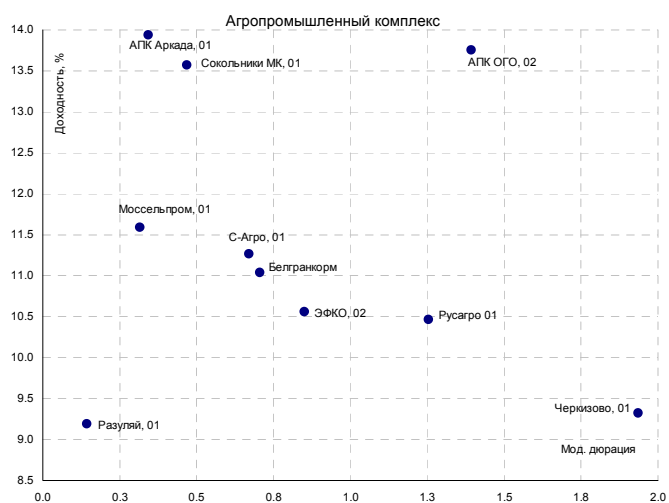
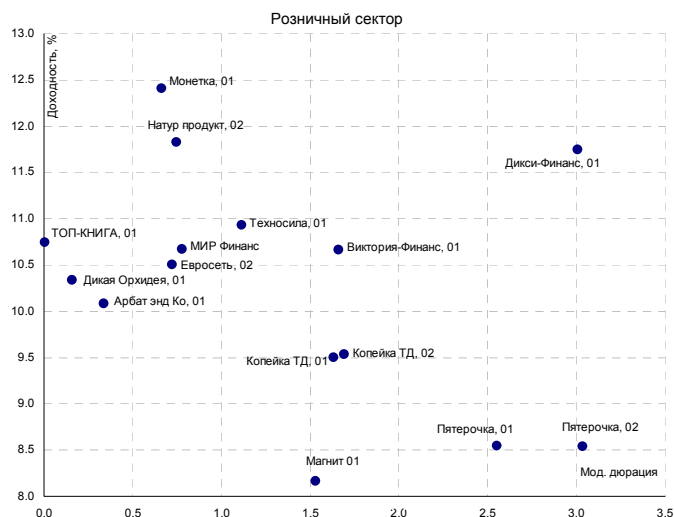
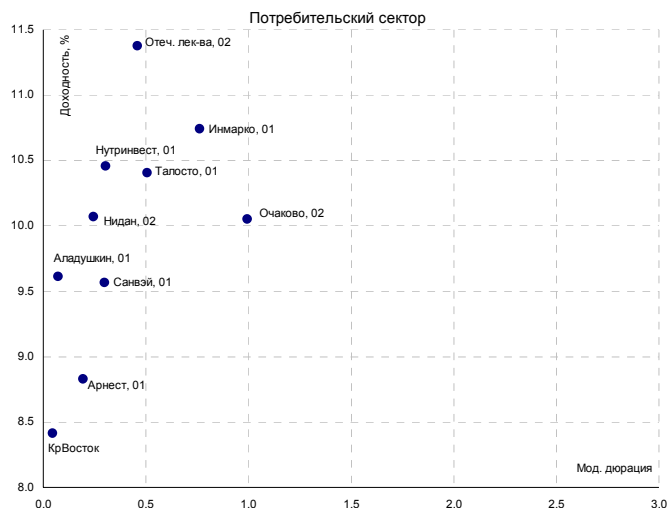
Blue Chips



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

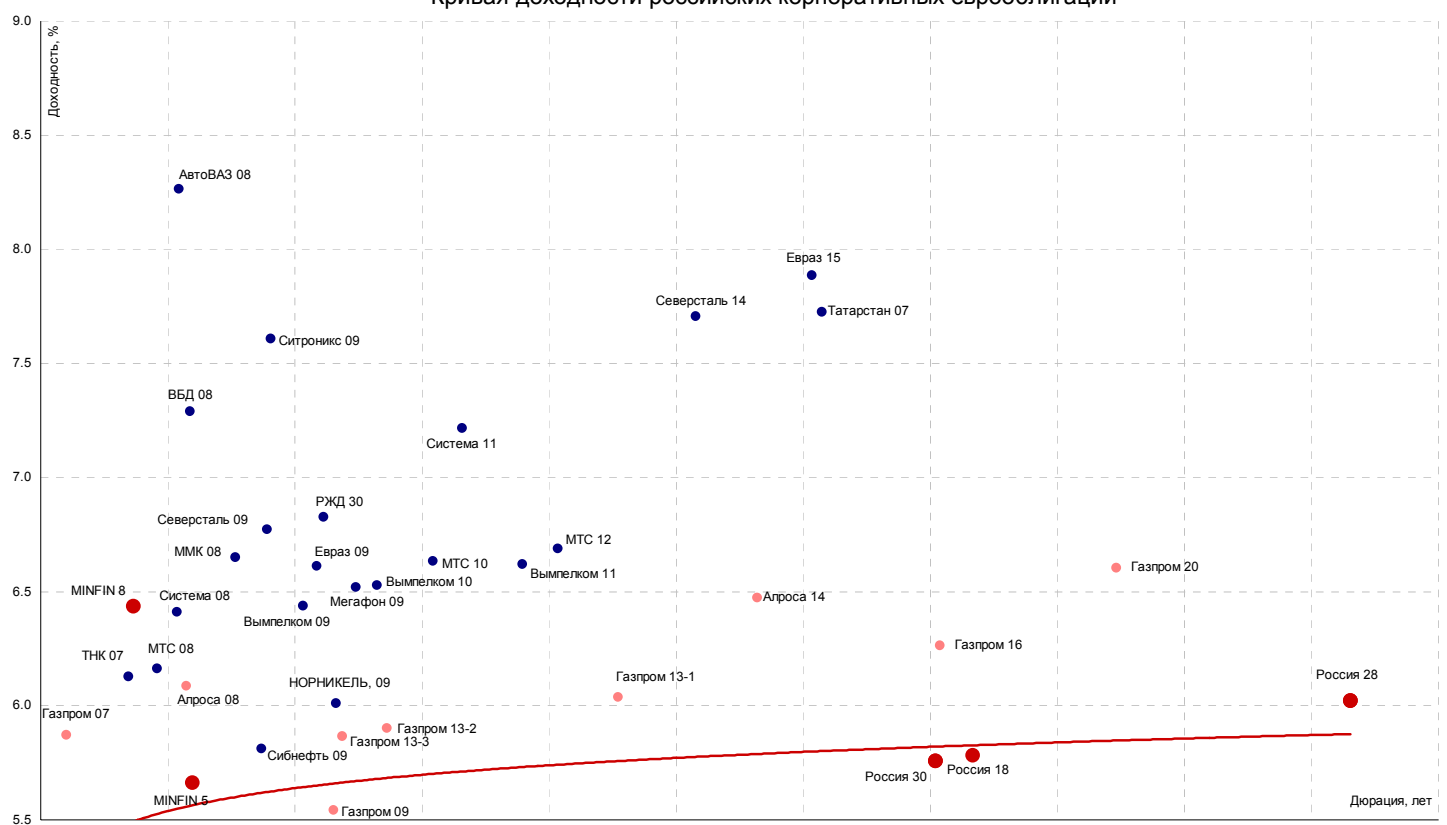


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы



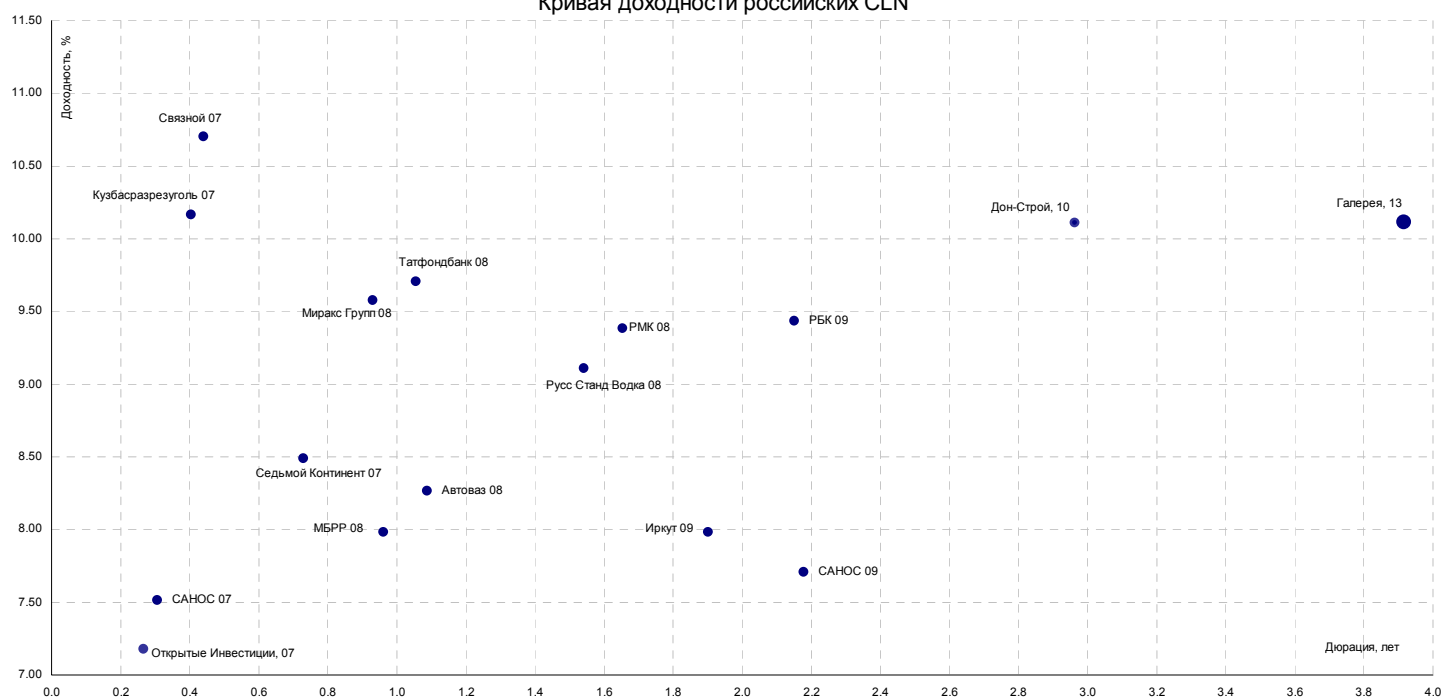
Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривая доходности российских корпоративных еврооблигаций

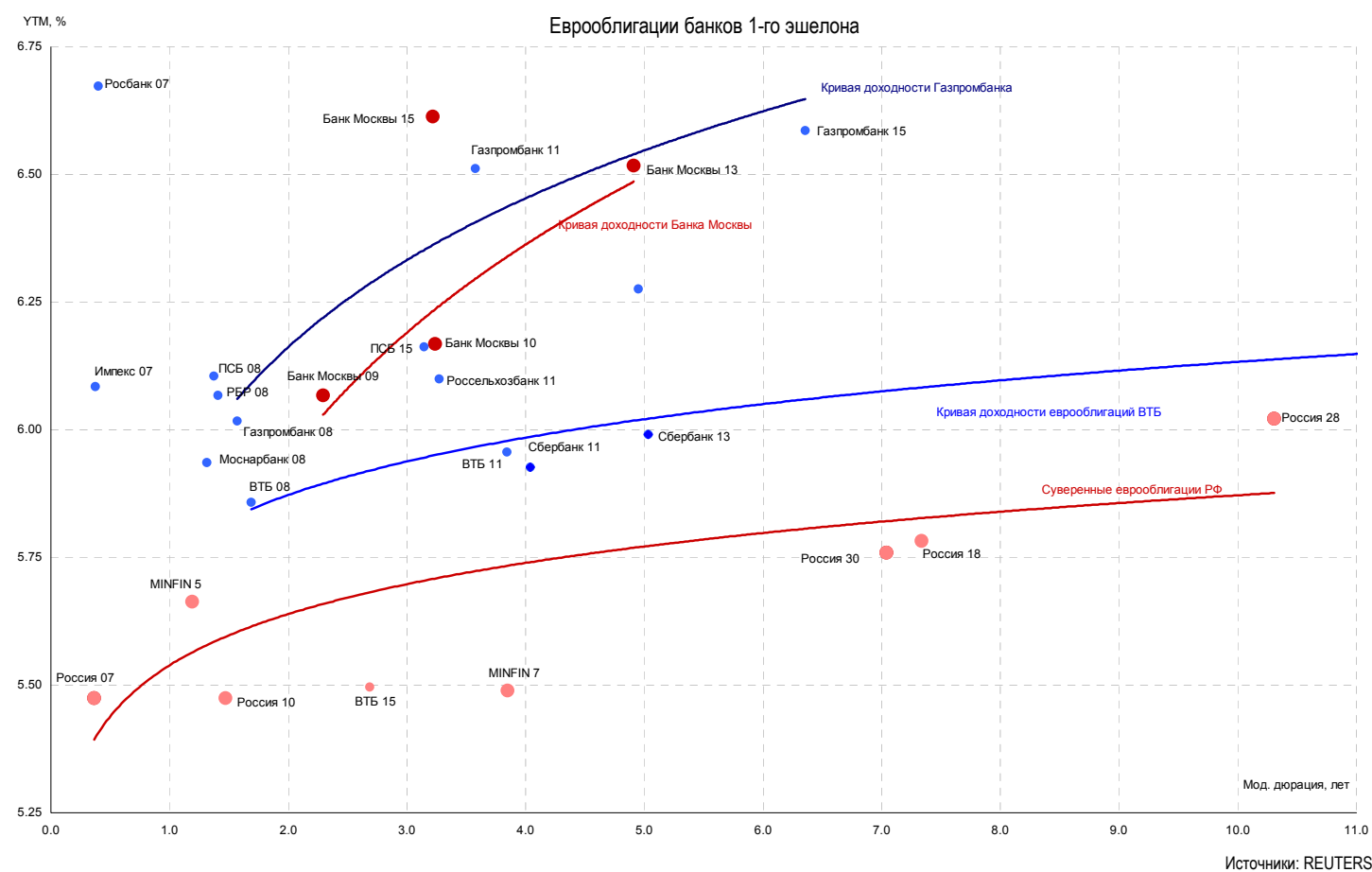


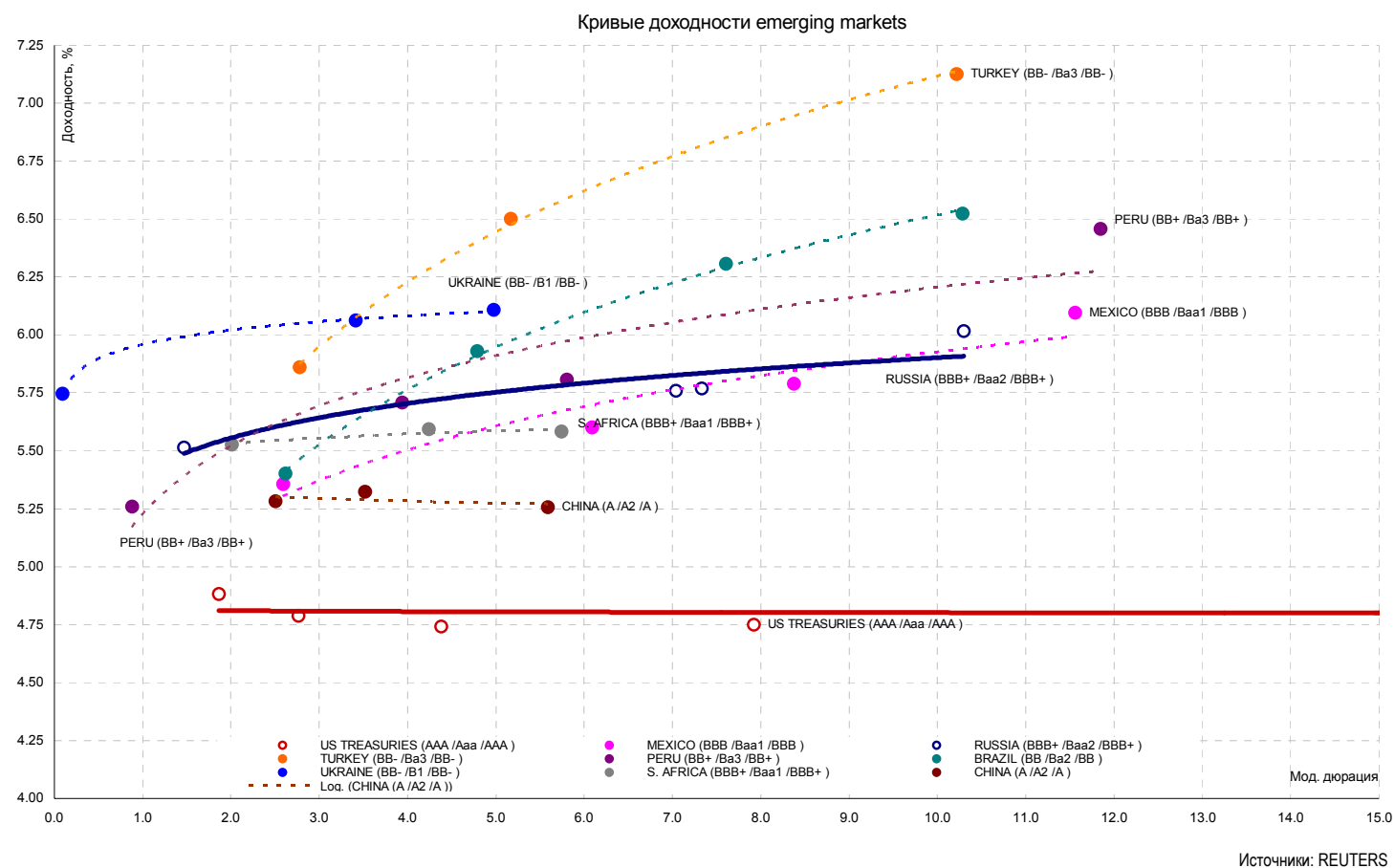
Источники: REUTERS

Кривая доходности российских CLN



Источники: REUTERS





Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Нефтехимия и нефтепереработка**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Телекоммуникации**

Мусиенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Минеральные удобрения**

Веселова Ольга

Veselova_OV@mmbank.ru**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Металлургия**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Банковский сектор**

Веселова Ольга

Veselova_OV@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Начальник отдела анализа долговых рынков**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Долговые рынки**

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru**Долговые рынки**

Чупрына Татьяна

Chupryna_TV@mmbank.ru

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

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.