

### US-Treasuries

I квартал 2007 года для рынка us-treasuries стал периодом высокой волатильности. С начала года доходности краткосрочных казначейских обязательств США снизились на 15 – 20 б.п., тогда как доходности долгосрочных остались вблизи уровней начала года.

Мы предполагаем, что ФРС снизит учётную ставку до 5% в течение года, более серьёзное смягчение кредитно-денежной политики пока представляется нам маловероятным. Доходности us-treasuries в ближайшее время будут оставаться на уровнях, близких к текущим – 4,6–4,8% годовых для 10-летних us-treasuries. Для более существенного падения доходностей требуется более серьёзные основания для снижения ставки, для более значимого роста – более серьёзное ухудшение инфляционных показателей и более «ровные» макроэкономические показатели.

Федоров Егор  
[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

Ковалева Наталья  
[Kovaleva\\_NY@mmbank.ru](mailto:Kovaleva_NY@mmbank.ru)

Чупрына Татьяна  
[Chupryna\\_TV@mmbank.ru](mailto:Chupryna_TV@mmbank.ru)

### Emerging markets

Первый квартал 2007 года рынок еврооблигаций emerging markets завершил на позитивной ноте. Индекс EMBI+ прибавил с начала года 2,4%, а его спрэд держится на минимальных исторических уровнях – около 160 б.п., сузившись на 30 б.п. за первые три месяца. Доверие инвесторов к рынкам еврооблигаций emerging markets продолжает укрепляться, а требуемая премия за риск – снижаться.

Впрочем, низкие уровни спрэдов являются отличным поводом, чтобы от них оттолкнуться при неблагоприятном развитии событий. В этой стратегии наш общий осторожный взгляд на развитие ситуации на рынке базовых активов распространяется на еврооблигации emerging markets.

### Российские еврооблигации

Суверенный российский спрэд вернулся в привычный диапазон 95-105 пунктов. Еврооблигации «Россия-30» остались стабильными даже в моменты резкого снижения стоимости базовых активов, что привело к снижению спрэда UST-10 в начале апреля до минимального значения с октября 2005 года – 91 б.п. Мы по-прежнему допускаем сокращение спрэдов до 80 пунктов к концу года, но отмечаем, что важным условием для этого должно стать повышение суверенного рейтинга России.

### Фундаментальные факторы

В краткосрочном периоде фундаментальные факторы остаются чрезвычайно благоприятными для внутреннего долгового рынка. Инфляционные индикаторы демонстрируют замедление, а курс рубля продолжает укрепляться относительно доллара США. Мощный приток капитала пока компенсирует негативные тенденции во внешней торговле. В тоже время мы отмечаем опасную тенденцию экспоненциального роста долга частного сектора на фоне сокращения сальдо торгового баланса, которые ставят российскую экономику в зависимость от иностранного капитала. Впрочем, в краткосрочном плане все будет хорошо.

### Внутренние долговые рынки

Первый квартал порадовал участников рынка своей стабильностью и планомерным ростом котировок большинства бумаг первого и второго эшелонов в корпоративном секторе. Государственные, субфедеральные и муниципальные бумаги принесли инвесторам минимальный доход. Аутсайдером стали облигации третьего эшелона, доходность которых выросла в среднем на 50 б.п.

В то же время за прошедшее с начала года время вскрылась ключевая проблема внутреннего долгового рынка. Экспоненциальный рост числа заемщиков третьего эшелона привел к провалу рынка облигаций ряда эмитентов. Узкий порой «нерыночный» круг инвесторов, сложившийся при размещении бумаг, может привести к серьезным провалам «рынка» таких инструментов. Эти тенденции удивляют на фоне крайне благоприятных макроэкономических фундаменталей.

### Модельный портфель

В этой стратегии мы исключаем короткий выпуск облигаций ИНПРОМ-3 (7,7%), а также облигации ПМЗ-01 (8,35%). Мы заменяем выпуск ИНПРОМА более доходным выпуском Тулачермет-2 (9,95%), а выпуск ПМЗ-01, более доходными облигациями Уралвагонзавод-2 (9,1%). Мы также добавляем, недооцененные на наш взгляд выпуски облигаций Терна-Финанс-02 (13,94), ВТК-01 (12,85%), а также СОК-Автокомпонет (12,25% годовых.)

US-Treasuries.....	2
Emerging markets.....	6
Российские еврооблигации.....	8
Корпоративные еврооблигации.....	9
Фундаментальные факторы.....	11
Внутренний долговой рынок.....	13
Модельный портфель.....	16
Российская статистика.....	17
Кривые доходностей.....	20

## US-Treasuries

I квартал 2007 года для рынка us-treasuries стал периодом высокой волатильности. С начала года доходности краткосрочных казначейских обязательств США снизились на 15 – 20 б.п., тогда как доходности долгосрочных остались вблизи уровней начала года.

Мы предполагаем, что ФРС снизит учетную ставку до 5% в течение года, более серьезное смягчение кредитно-денежной политики пока представляется нам маловероятным. Доходности us-treasuries в ближайшее время будут оставаться на уровнях, близких к текущим – 4,6 – 4,8% годовых для 10-летних us-treasuries. Для более существенного падения доходностей требуется более серьезные основания для снижения ставки, для более значимого роста – более серьезное ухудшение инфляционных показателей и более «ровные» макроэкономические показатели.

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

	Изм-е, б.п.						
	16.04.2007	1 кв. 2007	За месяц	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Fed Funds Rate	5.25	0	0	0	50	0	250
UST 02	4.75	-24	15	-12	-21	-8	102
UST 05	4.67	-15	20	-10	-30	-2	56
UST 10	4.74	-5	19	-7	-32	4	30
UST 30	4.89	3	19	-4	-22	8	17

Источники: REUTERS, Банк Москвы

I квартал 2007 года для рынка us-treasuries стал периодом высокой волатильности. Мощное февральское ралли, вызванное отчасти достаточно слабой макростатистикой США, отчасти перетоком средств в качественные активы после падения на мировых фондовых рынках в марте «сошло на нет». В конце квартала ситуация на фондовых рынках нормализовалась и можно было наблюдать «зеркальную» картину – снижение treasuries и умеренный рост на emerging markets.

Кризис рынка subprime, резко обострившийся в первой половине марта, стал еще одним источником волатильности. Однако воздействие этого фактора уже не ограничилось традиционной волной «flight-to-quality». Рост опасений относительно его воздействия на экономику США, привел к резким скачкам котировок фьючерсов на ставку fed funds. В период «высокого напряжения» (середина марта) ожидания снижения учетной ставки заметно возросли.

Сейчас рынок на 90% уверен в снижении ставки на 25 б.п. к концу года, однако вероятность ее снижения на 50 б.п. составляет менее 50%.

С начала года доходности краткосрочных казначейских обязательств США снизились на 15 – 20 б.п., тогда как доходности долгосрочных остались вблизи уровней начала года. Таким образом, во второй декаде марта впервые с июня 2006 года спрэд между 10-летними и 2-летними us-treasuries стал положительным, и кривая доходностей приблизилась к нормальному возрастающему виду.

На наш взгляд, кривая доходности приняла такой вид, так как рынок стал смотреть более оптимистично на перспективы американской экономики.



Источники: REUTERS

## Кризис рынка subprime и экономика США

Одной из ключевых тем в первом квартале на внешних долговых рынках стал кризис сектора subprime ипотечного рынка США (заемщики с низким кредитным качеством), вызвавший бурную реакцию на фондовых рынках. В большинстве случаев кредиты таким заемщикам выдаются под плавающую процентную ставку. Периодом расцвета на рынке subprime стали 2003-2005 годы, время низких процентных ставок и роста цен на недвижимость. Рост ставок, соответственно, привел к значительному росту ежемесячных платежей у таких заемщиков. Это, в свою очередь, спровоцировало резкое увеличение объемов неплатежей и, как следствие, проблемам у крупнейших subprime агентств. Кризис сектора subprime назревал уже давно, март же стал месяцем, когда проблема заявила о себе «в полный голос». В начале марта стало известно о закрытии лимитов крупнейших банков на несколько крупнейших subprime агентств. Данные Mortgage Bankers Association, организации, объединяющей более 3 тыс. компаний сферы ипотечного кредитования США, показали существенное увеличение числа просроченных платежей - в настоящее время около 13% заемщиков класса subprime не могут обслуживать свои обязательства. Общий объем ипотечного рынка США составляет около \$10 трлн., объем рынка subprime с плавающей ставкой – порядка \$650 млрд., т.е. примерно 6,5%.

Основным вопросом остается степень влияния проблемного сектора на экономику США и финансовые рынки, в частности, emerging markets. Единого мнения по данному вопросу на рынке не сложилось. Пессимисты и оптимисты разделились с небольшим перевесом в сторону оптимистов. Согласно опросу институциональных инвесторов, проведенному JP Morgan в середине марта, 45% опрошенных считают, что кризис рынка subprime США не окажет влияние на emerging markets.

Официальная позиция ФРС во главе с Бенем Бернанке, состоит в том, что хотя определенные риски существуют, влияние сектора subprime на экономику США ограничено. Противоположной точки зрения придерживается бывший председатель ФРС Алан Гринспен, который и ранее, до обострения ситуации, указывал на вероятность рецессии в США в конце 2007 года. По его мнению, кризис может перекинуться на другие сектора экономики, хотя и не считает такой сценарий развития событий единственно возможным.

Основной аргумент оптимистов – относительно небольшой в абсолютном значении масштаб проблемы не достаточен для того, чтобы столкнуть экономику в рецессию. При этом важной предпосылкой для сохранения «умеренных» темпов роста экономики является здоровая ситуация на рынке труда, способствующая росту платежеспособности населения.

Аргументы пессимистов состоят в том, что вероятное ужесточение условий кредитования ведут к снижению спроса на жилье и, соответственно, снижению цен на него. Это же в свою очередь ведет к падению потребительских расходов, так как жилье большинство американцев используют в качестве обеспечения под кредиты.

На наш взгляд, масштаб проблемы пока далек от катастрофического. В то же время, риски, связанные с экономикой США, безусловно, возрастают. В частности, на наш взгляд, нельзя исключать возможность «второй волны» кризиса subprime. Аргументом в пользу развития событий по оптимистичному сценарию является крепкий рынок труда, и в этом свете отчеты по рынку труда приобретают ключевое значение. Пока ситуация сохраняется достаточно благоприятной. Последний (мартовский) отчет по рынку труда показал существенный рост количества рабочих мест в несельскохозяйственном секторе США – на 180 тыс. против пересмотренных в сторону повышения 113 тыс. в феврале. В то же время среднемесячное количество новых рабочих мест за I квартал 2007 года составило 152 тыс. против 177 тыс. в IV квартале 2006 года. С начала года уровень безработицы снизился с 4,6% до 4,4%

### ФРС поняли неправильно?

Значимым событием марта стала впервые за последний год смена риторики ФРС и некоторое смягчение тона официального пресс-релиза FOMC, публикующегося по итогам заседания Комитета по открытым рынкам. Фраза о «дальнейшем ужесточении» монетарной политики, степень и время которого будет зависеть от поступающих данных, неизменно кочевавшая из документа в документ на протяжении долгого времени, была заменена на «дальнейшее изменение» монетарной политики. При этом взгляд ФРС на перспективы развития экономики США, несмотря на появление целого ряда относительно слабых показателей деловой активности и кризис в секторе subprime, существенных изменений не претерпел. По-прежнему ожидается сохранение «умеренных» темпов роста экономики, а негативные тенденции были оценены как вызывающие «рост неопределенности». Первой реакцией рынка было снижение доходностей us-treasuries – смена тона была расценена как первый шаг к снижению ставки.

Однако через несколько дней после заседания в ходе выступления перед Конгрессом США Бернанке особо подчеркнул, что преобладающим риском для ФРС по-прежнему остается инфляционное давление, а не замедление экономического роста. Публикация протокола заседания окончательно расставила «точки над i» - смена формулировок не означает скорейшего снижения учетной ставки. Более детальное прочтение результатов заседания, по сути, еще раз обозначило то, что было сказано Бернанке. Это является ответом на **возросшую неопределенность** относительно экономического роста, однако «приоритетным» риском остается риск повышения инфляции.

## Прогнозы

В этой стратегии мы сохраняем наш базовый прогноз относительно дальнейших перспектив развития американской экономики. Сценарий *soft landing* предполагает слабость американской экономики в первом полугодии и улучшение ситуации во второй половине года. В то же время риски ухудшения ситуации возрастают. На наш взгляд, несмотря на то, что «страсти» вокруг кризиса рынка *subprime* в апреле несколько утихли, нельзя исключать возможность «второй волны» кризиса.

В рамках нашего базового сценария мы предполагаем, что ФРС снизит учетную ставку до 5% в течение года, но более серьезное смягчение кредитно-денежной политики пока представляется нам маловероятным. Серьезным препятствием для смягчения монетарной политики является рост инфляционных показателей, который ставит FOMC в крайне неудобное положение. Основным инфляционным индикатором, на который ориентируется ФРС, индекс потребительских расходов, по итогам последних 12 месяцев демонстрирует рост на уровне 2,4%, что выше «комфортного» уровня ФРС. По итогам 2006 года этот показатель составлял 2,1%. В то же время рост инфляционных показателей в феврале пока нельзя считать сложившейся тенденцией. Учитывая жесткую позицию ФРС относительно инфляции, для снижения ставки FOMC должно увидеть реальную угрозу экономике страны.

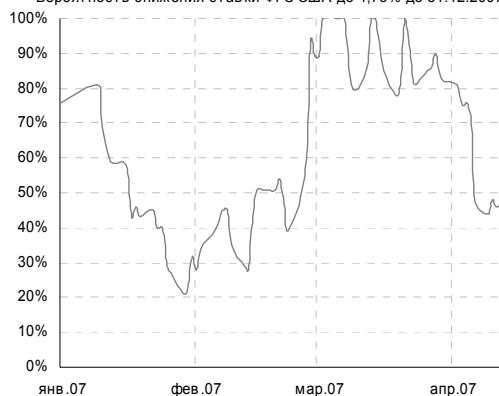
На наш взгляд, доходности *us-treasuries* в ближайшее время будут оставаться на уровнях, близких к текущим – 4,6 – 4,8% годовых для 10-летних *us-treasuries*. Для более существенного падения доходностей требуются более серьезные основания для снижения ставки, для более значимого роста – более серьезное ухудшение инфляционных показателей и более «ровные» макроэкономические показатели.

### Вероятности снижения ставки ФРС США, %\*

Месяц	до 5.0%	до 4.75%	до 4.50%	Даты объявления реш-я FOMC
май.07	2.0	1.0	0.7	09.05.07
июн.07	2.0	1.0	0.7	28.06.07
июл.07	6.0	3.0	2.0	
авг.07	16.0	8.0	5.3	07.08.07
сен.07	22.0	11.0	7.3	18.09.07
окт.07	32.0	16.0	10.7	31.10.07
ноя.07	50.0	25.0	16.7	
дек.07	78.0	39.0	26.0	11.12.07
январ.08	100.0	45.0	30.0	
февр.08	100.0	62.0	41.3	
мар.08	100.0	65.0	43.3	

Источники: СВOT, Fed, расчеты Банка Москвы

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

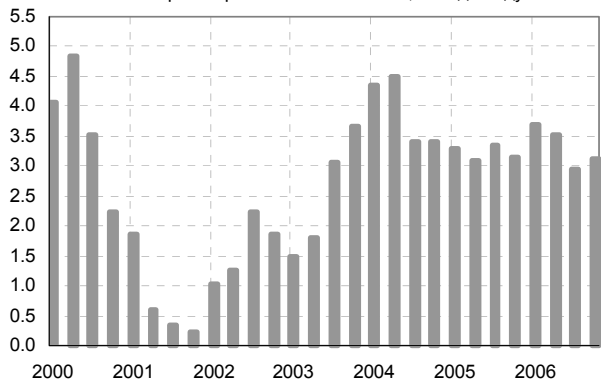


Источники: REUTERS, Банк Москвы

\*Рассчитано исходя из цен закрытия 30-day Fed Funds Rate фьючерсов на 13.04.2007

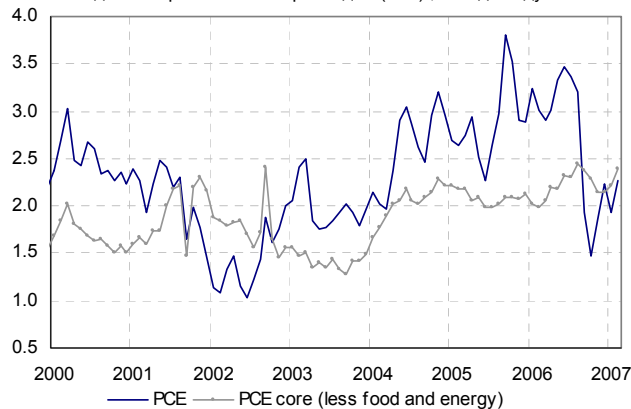
**Макроэкономические индикаторы экономики США**

Темпы роста реального ВВП США, % год к году



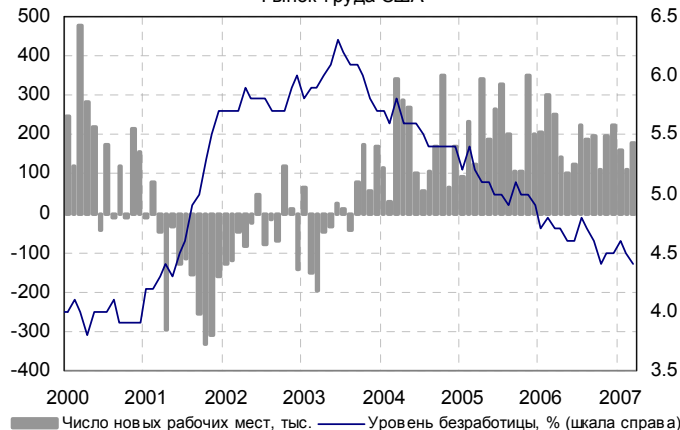
Источники: FRED II data

Индекс потребительских расходов (PCE), % год к году



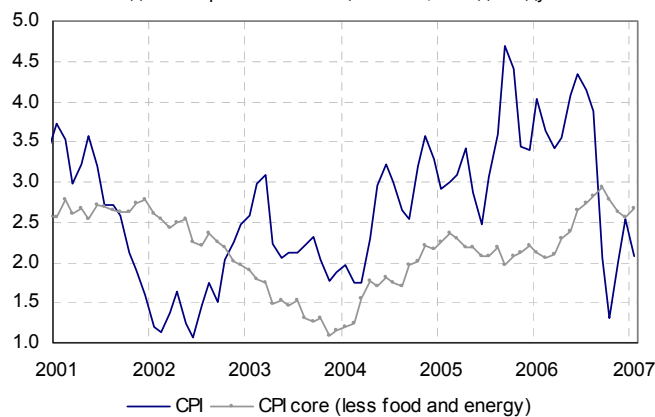
Источники: FRED II data

Рынок труда США



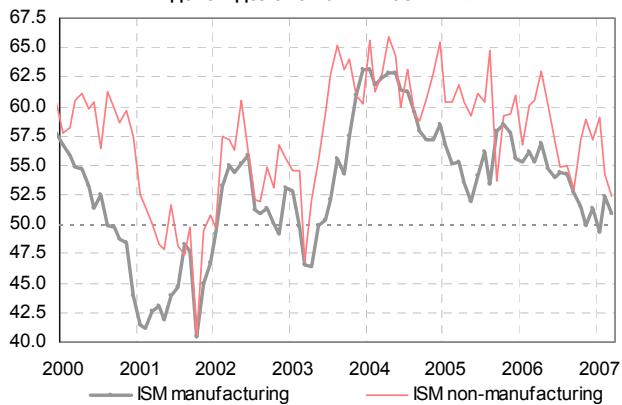
Источники: FRED II data

Индекс потребительских цен США, % год к году



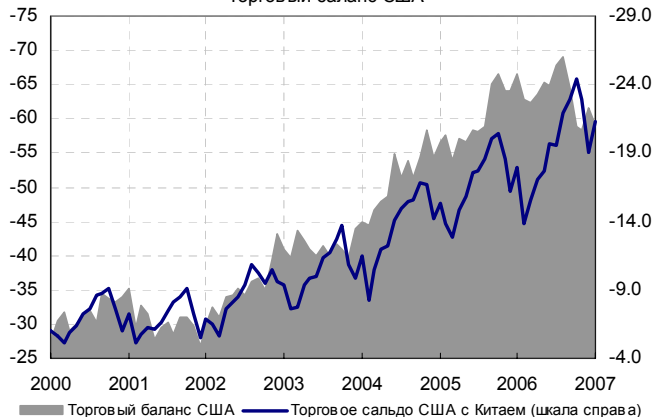
Источники: FRED II data

Индексы деловой активности США



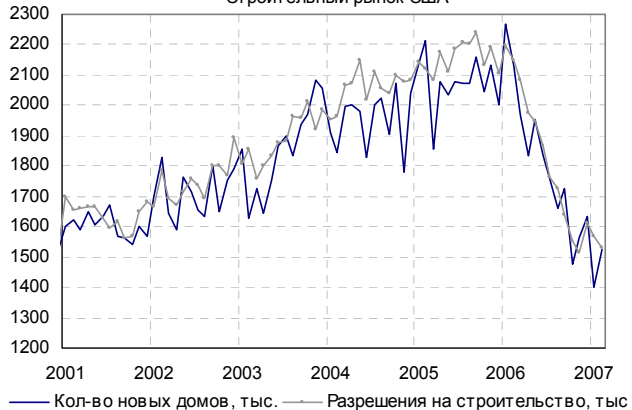
Источники: FRED II data

Торговый баланс США



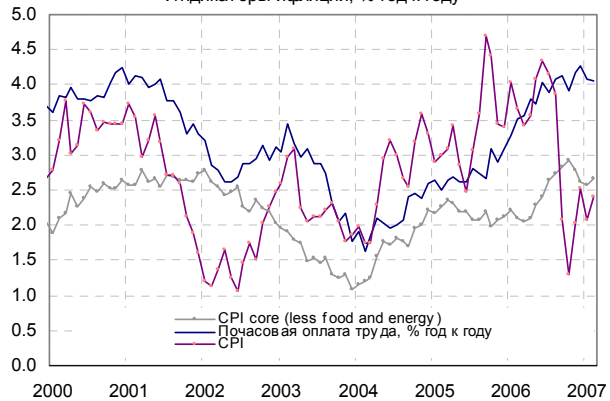
Источники: FRED II data

Строительный рынок США



Источники: FRED II data

Индикаторы инфляции, % год к году



Источники: FRED II data

## Emerging markets

Первый квартал 2007 года рынок еврооблигаций emerging markets завершил на позитивной ноте. Индекс EMBI+ прибавил с начала года 2,4%, а его спрэд держится на минимальных исторических уровнях – около 160 б.п. сузившись на 30 б.п. за первые три месяца. Доверие инвесторов к рынкам еврооблигаций emerging markets продолжает укрепляться, а требуемая премия за риск – снижаться.

Впрочем, низкие уровни спрэдов являются отличным поводом, чтобы от них оттолкнуться при неблагоприятном развитии событий. В этой стратегии наш общий осторожный взгляд на развитие ситуации на рынке базовых активов распространяется на еврооблигации emerging markets.

### Конъюнктура emerging markets

	16.04.2007	1 кв. 2007	За месяц	За 6 мес.	Изм-е		
					За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
<b>Полный доход, %</b>							
EMBI+	418.1	2.4	0.8	6.4	12.9	2.6	27.4
EMBI+ Russia	455.0	1.6	-0.1	4.1	9.5	1.3	18.2
EMBI+ Mexico	356.7	1.9	0.3	5.0	12.1	2.2	17.7
EMBI+ Brasil	608.8	3.9	2.0	8.9	18.3	4.9	40.3
EMBI+ Venezuela	609.7	-0.2	-0.5	4.8	7.8	-0.8	32.4
EMBI+ Argentine	125.5	3.3	-4.1	12.4	29.7	-1.2	62.1
EMBI+ Turkey	265.7	1.9	1.6	6.4	9.6	2.7	22.3
<b>Спрэды, б.п.</b>							
EMBI+ Spread	159	-4	-23	-29	-34	-11	-220
EMBI+ Russia Spread	96	2	-13	-10	-11	-1	-95
EMBI+ Mexico Spread	94	-2	-12	-16	-40	-5	-89
EMBI+ Brasil Spread	153	-26	-38	-57	-84	-40	-292
EMBI+ Venezuela Spread	214	23	-13	-8	18	31	-247
EMBI+ Argentine Spread	233	-12	12	-56	-109	16	-5218
EMBI+ Turkey Spread	201	8	-32	-27	18	-7	-105

Источники: REUTERS

Бегство инвесторов в «качественные активы» в феврале текущего года, вызванное падением фондового рынка Китая и кульминацией кризиса sub-prime ипотеки в США, сменилось притоком новых средств в марте. Стабилизация рынков позволила отыграть расширение спрэдов еврооблигаций emerging markets. Как итог, международные потоки капитала в конце третьего квартала развернулись в обратную сторону, а спрэды emerging markets опустились до минимальных исторических уровней.

По данным агентства Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) после распродаж в феврале, к концу марта 2007 года приток капитала облигационных фондов вырос, однако по сравнению с тем же периодом предыдущего года оказался почти в 3 раза меньше. За 1-ый квартал 2007 года в фонды, инвестирующие в облигации развивающихся стран, поступило \$2,21 млрд. по сравнению с притоком на \$6,41 млрд. в первые три квартала 2006 г.

Возврат к прежним уровням, произошедший в марте 2007 года, был предсказуемым сценарием развития рынка еврооблигаций emerging markets. Однако сложно было ожидать такое стремительное возвращение спрэдов к минимальным уровням.

На наш взгляд, минимальные уровни спрэдов еврооблигаций emerging markets несут в себе потенциальный риск. В случае негативного развития ситуации на рынке базовых активов (us-treasuries), конъюнктура рынков emerging markets может испортиться в первую очередь, а мы увидим новый скачок оценки спрэдов. В настоящее время мы оцениваем вероятность стабилизации и некоторого расширения спрэдов emerging markets выше вероятности продолжения их дальнейшего сужения.

### Кредитные рейтинги emerging markets

Мы продолжаем отмечать позитивные изменения рисков emerging markets в оценках рейтинговых агентств. В марте были повышены рейтинги 2-х стран, рейтинг 1-ой страны был понижен.

Данные изменения были произведены международным рейтинговым агентством «Standard & Poor's». Рейтинг Катара был повышен с «А+» до «АА-», рейтинг Польши – с «BBB+» до «А-». Государству Гренада агентство понизило рейтинг до «ССС+» (ранее – «В-»). Также за минувший месяц были подтверждены рейтинги 5 стран. Прогноз по рейтингам 4 стран был пересмотрен на «позитивный» -

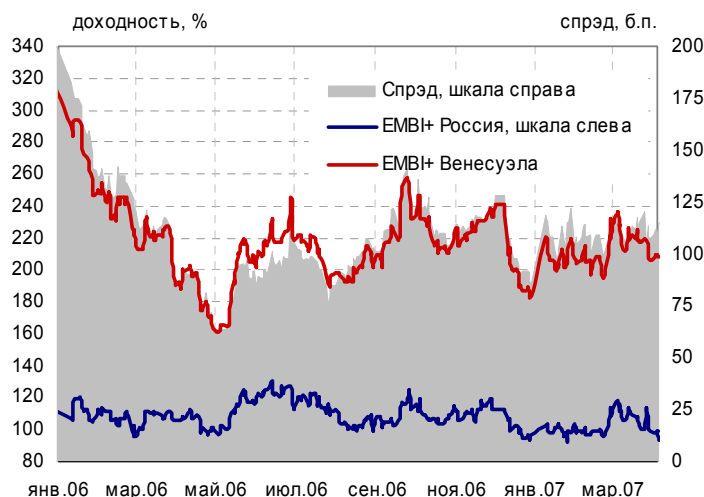
Перу (BB+, Fitch), Марокко (BB+, S&3), Кипр (A, S&P) и Мексики (BBB, Fitch).

### Рейтинги Emerging Markets

Дата	Агентство	Страна, эмитент	Рейтинговое действие	Новый рейтинг	Новый прогноз	Прежний рейтинг	Прежний прогноз
6 мар 07	S&P	Катар	Повышение рейтинга	AA-	Стаб.	A+	Стаб.
6 мар 07	Fitch Ratings	Камерун	Подтверждение рейтинга	B	Стаб.	B	Стаб.
6 мар 07	Fitch Ratings	Перу	Пересмотр прогноза	BB+	Позитив.	BB+	Стаб.
7 мар 07	S&P	Ямайка	Подтверждение рейтинга	B	Стаб.	B	Стаб.
8 мар 07	S&P	Тунис	Подтверждение рейтинга	BBB	Стаб.	BBB	Стаб.
8 мар 07	Fitch Ratings	Нигерия	Подтверждение рейтинга	BB-	Стаб.	BB-	Стаб.
21 мар 07	Fitch Ratings	Вьетнам	Подтверждение рейтинга	BB-	Стаб.	BB-	Стаб.
26 мар 07	S&P	Марокко	Пересмотр прогноза	BB+	Позитив.	BB+	Стаб.
27 мар 07	S&P	Черногория	Повышение рейтинга	BB+	Стаб.	BB+	Стаб.
29 мар 07	S&P	Кипр	Пересмотр прогноза	A	Позитив.	A	Стаб.
29 мар 07	S&P	Польша	Повышение рейтинга	A-	Стаб.	BBB+	Стаб.
29 мар 07	Fitch Ratings	Мексика	Пересмотр прогноза	BBB	Позитив.	BBB	Стаб.
2 апр 07	S&P	Гренада	Понижение рейтинга	CCC+	Стаб.	B-	Стаб.

Источники: рейтинговые агентства

### Emerging markets – динамика ключевых суверенных спрэдов



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

## Российские еврооблигации

Суверенный российский спрэд вернулся в привычный диапазон 95-105 пунктов. Еврооблигации «Россия-30» остались стабильными даже в моменты резкого снижения стоимости базовых активов, что привело к снижению спреда UST-10 в начале апреля до минимального значения с октября 2005 года – 91 б.п. Мы по-прежнему допускаем сокращение спрэдов до 80 пунктов к концу года, но отмечаем, что важным условием для этого должно стать повышение суверенного рейтинга России.

### Конъюнктура российских еврооблигаций

	16.04.2007	1 кв. 2007	За месяц	За 6 мес.	Изм-е*		
					За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Россия-30, цена	112.9	0.3	-0.3	1.5	4.8	-0.2	8.0
Россия-30, УТМ	5.73	1	5	-12	-45	8	-64
UST 10	4.74	-5	19	-7	-32	4	30
Спрэд России 30 и UST-10	100	6	-14	-6	-13	4	-94

Источники: REUTERS

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

Динамика котировок российских еврооблигации в I квартале 2007 года подчинялась общим настроениям на emerging markets, для которых этот период характеризовался очень высокой волатильностью. В начале апреля доходности еврооблигаций «Россия-30» фактически вернулись на уровни начала года.

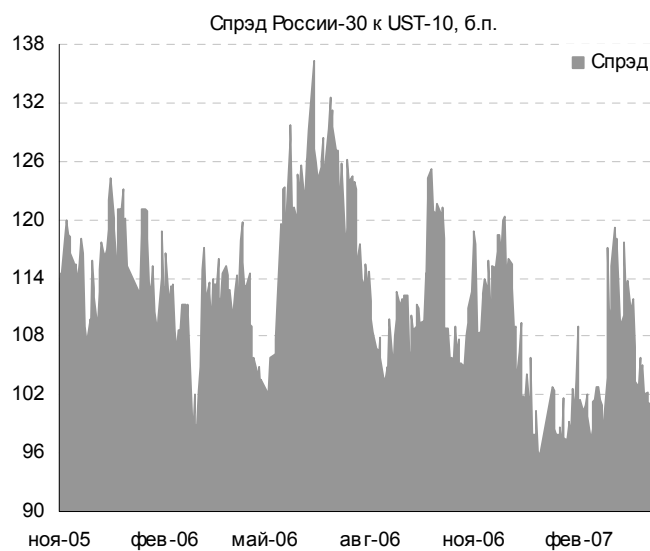
После февральской волны коррекции на emerging markets в начале апреля ситуация стабилизировалась и можно было наблюдать рост «аппетитов к риску», что привело к сужению спрэдов EM. Российский сегмент не остался в стороне: как мы и ожидали, суверенный спрэд вернулся в привычный диапазон 95-105 пунктов. При этом рост котировок еврооблигаций «Россия-30» в абсолютном выражении был достаточно скромным. Сужение спрэдов в большей степени произошло за счет стабильности, сохранявшейся на рынках еврооблигаций EM и, в частности, в российском сегменте, в то время как доходности us-treasuries росли. Ярким моментом стала более чем спокойная реакция российских еврооблигаций на резкий рост доходностей UST после публикации сильных данных по рынку труда. Это привело к сужению странового спреда в течение дня до 91 б.п., что является самым низким значением с начала октября 2005 года и также историческим минимумом.

Мы полагаем, что в ближайшее время спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 будет оставаться около 100 б.п. Весомых поводов для сохранения суверенного спреда на уровне 91 -92 б.п. пока нет. К концу 2007 года сужение российского спреда до 80 б.п. возможно только при благоприятном стечении обстоятельств.

Впрочем, предвыборный 2007 год оставляет мало шансов на пересмотр суверенных рейтингов в сторону повышения. Неопределенность относительно будущей политической конъюнктуры станет препятствием для изменения оценок рейтинговых агентств.



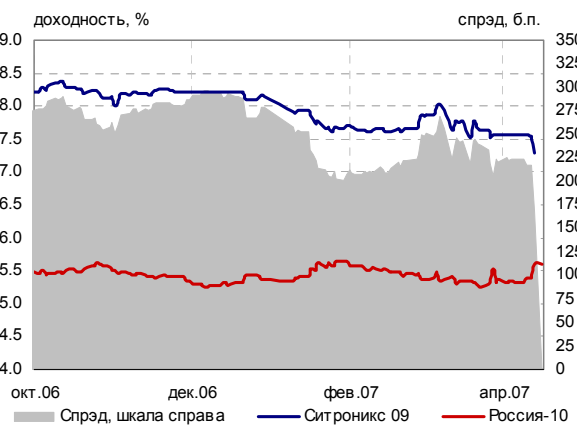
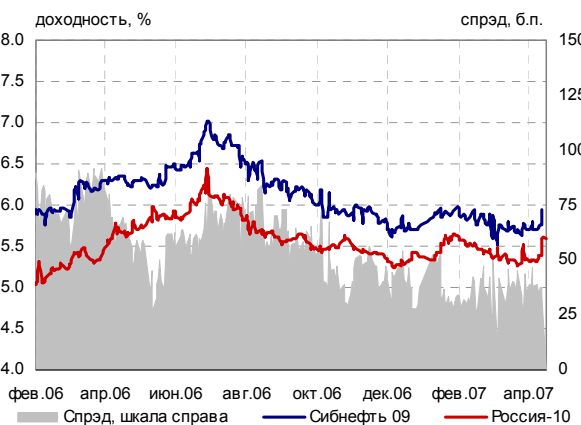
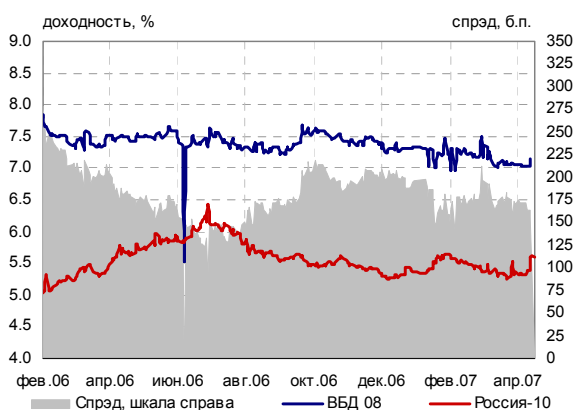
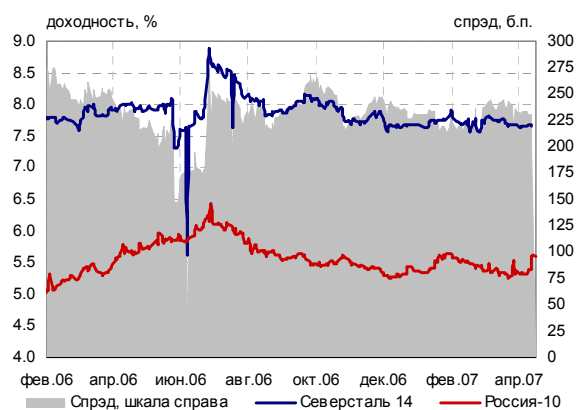
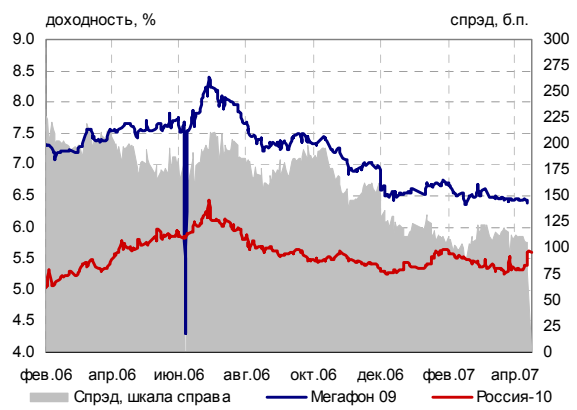
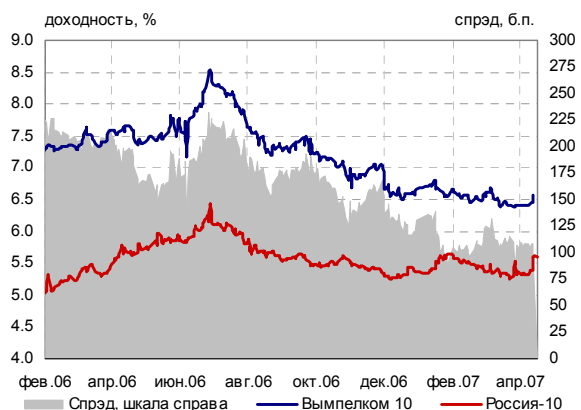
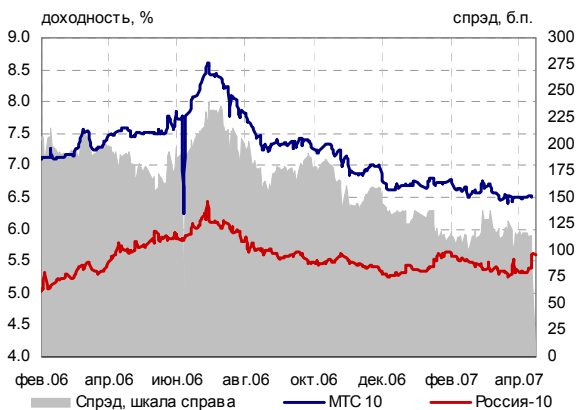
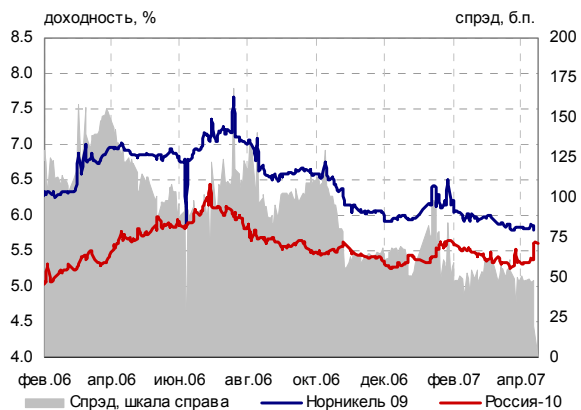
Источники: REUTERS



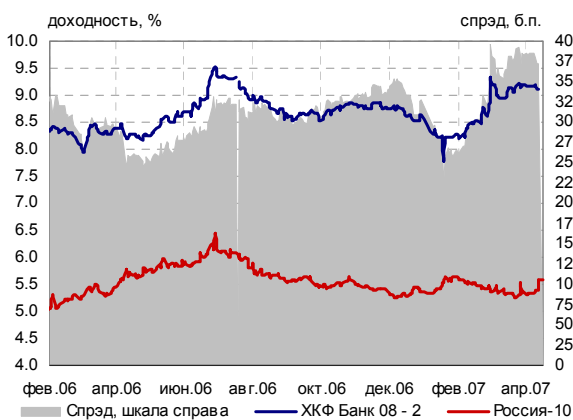
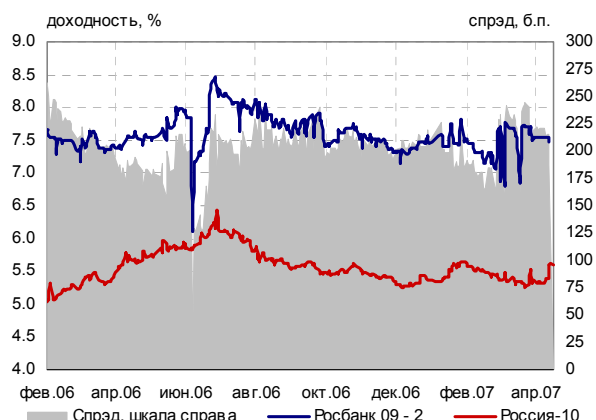
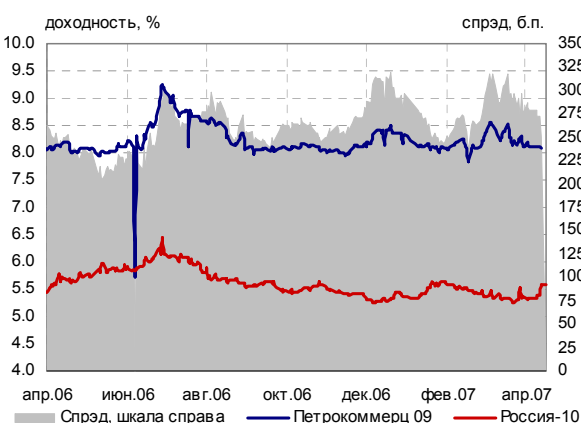
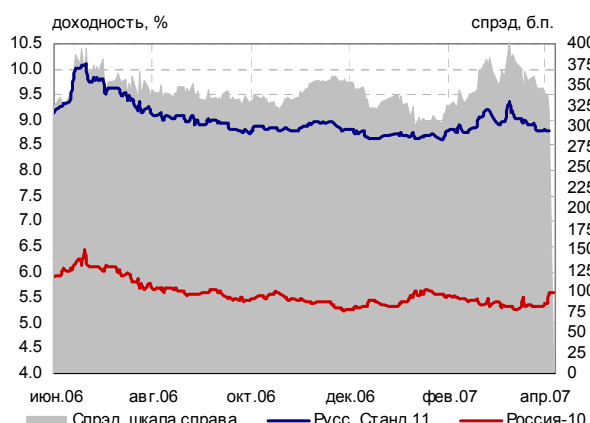
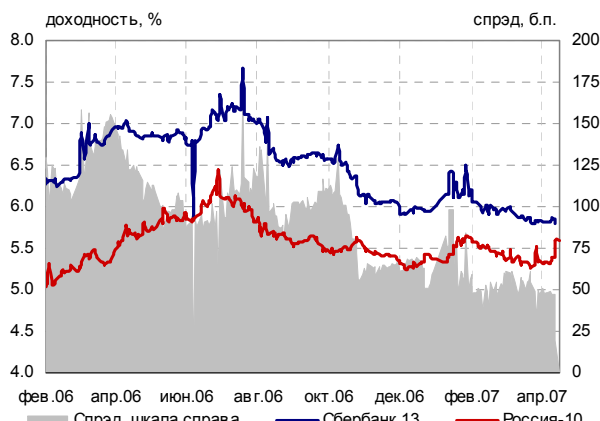
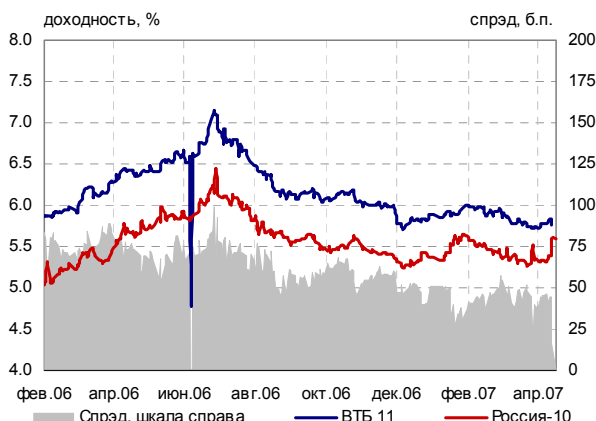
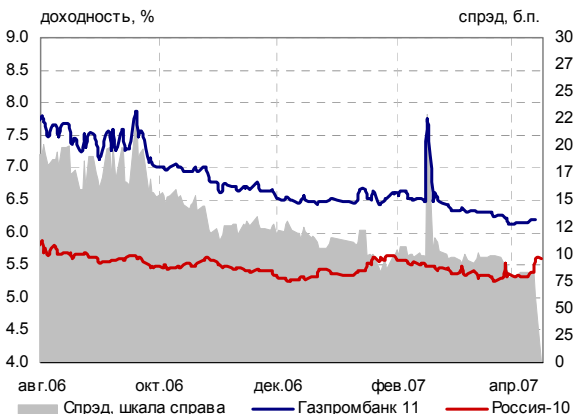
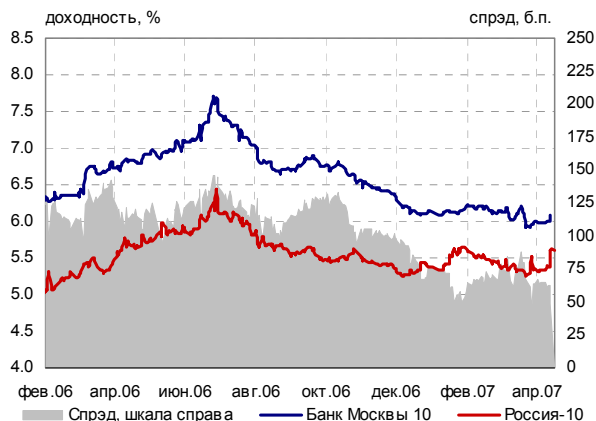
Источники: REUTERS

# Корпоративные еврооблигации

## Доходности и спреды еврооблигаций нефинансового сектора



**Доходности и спреды финансового сектора**



# Фундаментальные факторы

## Противоречивые тенденции

В краткосрочном периоде фундаментальные факторы остаются чрезвычайно благоприятными для внутреннего долгового рынка. Инфляционные индикаторы демонстрируют замедление, а курс рубля продолжает укрепляться относительно доллара США. Мощный приток капитала пока скрывает негативные тенденции во внешней торговле. В тоже время мы отмечаем опасную тенденцию экспоненциального роста долга частного сектора на фоне сокращения сальдо торгового баланса, которые ставят российскую экономику в зависимость от иностранного капитала. Впрочем, в краткосрочном плане все будет хорошо.

### Инфляция замедляется...

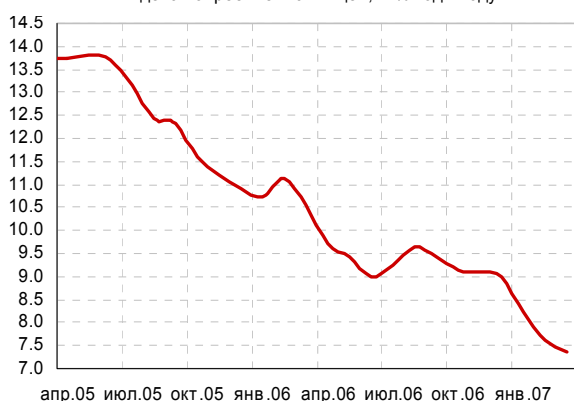
Рост цен за первые три месяца начала года составил 3,4% по сравнению с 5,0% с прошлым годом. По итогам 12 месяцев инфляция составила 7,4% - абсолютный минимум за последние годы. Основной причиной снижения инфляции является продолжающееся достаточно быстрыми темпами укрепление рубля по отношению к доллару. Дешевеющий импорт, объём которого в 1-м квартале увеличился на 36% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, оказывает депрессирующее влияние на цены потребительских товаров. Замедлению инфляции способствует также стагнация розничных цен на бензин - с начала года они снизились почти на 1% (+7,9% за год).

### ...но мощный приток капитала вызывает беспокойство...

Наше беспокойство вызывает мощный приток иностранного капитала, который полностью компенсирует сокращение сальдо счёта текущих операций и обеспечивает крайне высокий уровень ликвидности в банковской системе. Это обстоятельство, а также возможное повышение цен на энергоносители, заставляют нас сдержанно оценивать наблюдаемые тенденции и сохранять прежний прогноз годовой инфляции на уровне 8,0%.

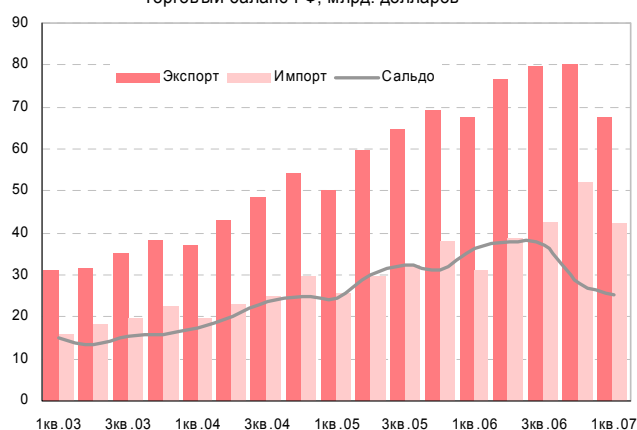
Согласно опубликованной ЦБ оценке платежного баланса в первом квартале 2007 г. произошло сокращение торгового сальдо на \$8,6 млрд. (23,5%) и сальдо счёта текущих операций – на \$8,7 млрд. (28,6%). Сокращение произошло за счет стабилизации роста экспорта (+3,8%), в то время как прирост импорта составил 38% по сравнению с 1 кв. 2006 г. Однако сокращение притока валюты по счёту текущих операций было с лихвой перекрыто притоком капитала в частный сектор – так если в 1-м квартале прошлого года предприятия и банки вывезли из страны \$5,8 млрд. (чистый отток), то в 1-м квартале нынешнего года они, напротив, ввезли \$13,0 млрд. (чистый приток). Прямые иностранные инвестиции в 1-м квартале были фактически на прошлогоднем уровне.

Индекс потребительских цен, в % год к году



Источники: ЦБ РФ

Торговый баланс РФ, млрд. долларов



Источники: ЦБ РФ

### ...поскольку обусловлен ростом объема внешних заимствований

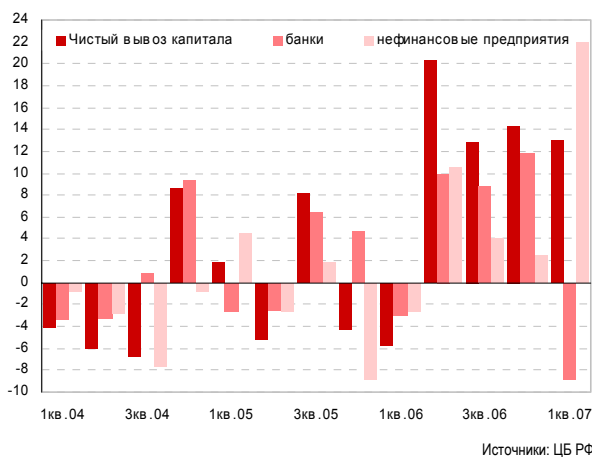
Значительный приток капитала обусловлен большим количеством займов, привлекаемыми, в первую очередь, государственными компаниями для приобретения активов распродаваемого ЮКОСа и банковским сектором. Напомним, что на покупку этих активов Роснефть уже привлекла у иностранных банков \$22 млрд. **С учетом этого потока, общий объем заимствований российских эмитентов на внешнем рынке в первом квартале мы оцениваем более чем в \$40 млрд.** по сравнению с \$8,7 млрд. в прошлом году.

Внешний долг на конец 2006 года составил \$309,7 млрд. (+\$52,5 млрд.) по сравнению с началом 2006 года. Рост внешнего долга РФ произошел благодаря радикальному росту долга частного сектора (+\$76,8 млрд.) на фоне сокращения государственного долга до \$49 млрд. (на \$33,1 млрд. по итогам

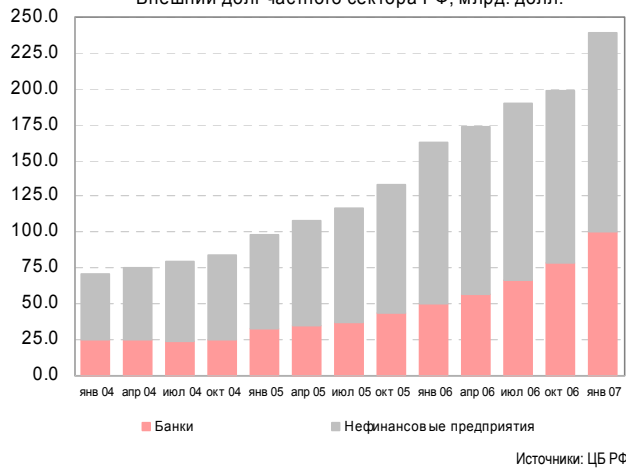
года). Таким образом, задолженность госсектора составила на начало года около 5,0% ВВП, нефинансовых предприятий - около 16,3% от ВВП, а внешний долг банковского сектора по итогам года вырос вдвое до \$101 млрд. (16,3% ВВП).

В этом году основные тенденции сохранятся: по нашим оценкам, государственный внешний долг сократится до \$45 млрд. и составит менее 4% ВВП. Прогноз внешних заимствований со стороны банков и предприятий достаточно затруднителен, однако, судя по аппетитам госкомпаний в 1-ом квартале, рост может оказаться довольно существенным.

Чистый вывоз капитала частного сектора, млрд. долл. США



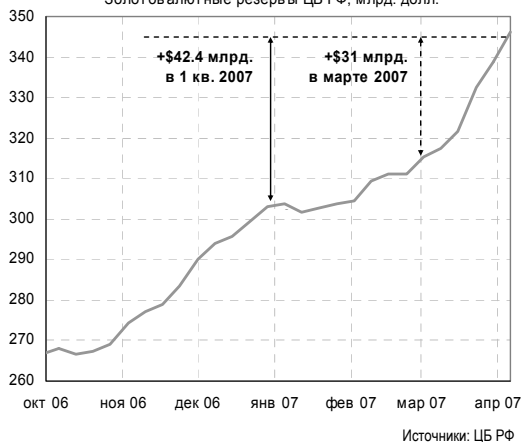
Внешний долг частного сектора РФ, млрд. долл.



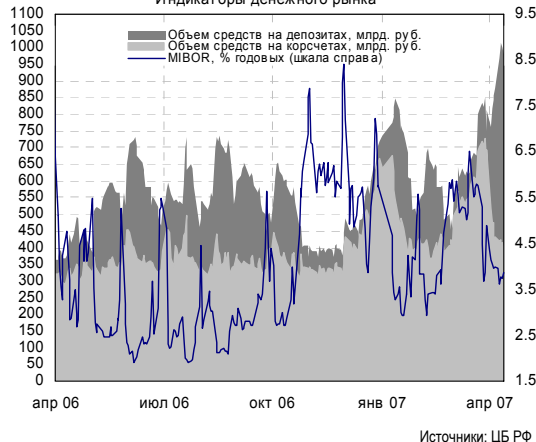
**В краткосрочном плане – эффект позитивный**

Результатом роста внешних заимствований стал рост золотовалютных резервов (+\$42,5 млрд. ), причем увеличение на \$31 млрд. произошло только марте. ЦБ приходится покупать валюту и печатать новые рубли. Сегодня рынок буквально «купается» в рублевой ликвидности, а совокупные остатки на депозитных и корсчетах превышают 1,1 трлн. руб. (!), что повышает спрос на качественные рублевые облигации.

Золотовалютные резервы ЦБ РФ, млрд. долл.



Индикаторы денежного рынка



**...в долгосрочном - нет**

Экспоненциальный рост долга частного сектора на фоне тенденции сокращения сальдо торгового баланса, возможно, станет главной угрозой для национальной экономики в будущем.

Невозможность влиять на займы частного сектора и приток средств от IPO компаний признал в начале апреля зампред ЦБ – К. Корищенко. Приток дополнительных денежных средств может остановить позитивные тенденции в снижении инфляционных индикаторов. Кроме того, в этом году частный сектор должен погасить около \$12,3 млрд., а объем процентных платежей по самым консервативным оценкам должен составить порядка \$20 млрд. Цифра оттока в \$32,3 млрд. – пока меньше ожидаемого объема притока капитала в страну. Кроме того, мы не учитываем эффект от притока средств от IPO российских компаний. ЦБ по словам Улюкаева повысил прогноз чистого притока капитала в 2007 г. до \$30 млрд. и считает этот прогноз консервативным. Тем не менее, если темпы роста долга частного сектора сохранятся, процентные платежи частного сектора скоро станут головной болью монетарных властей, а российская экономика может стать «заложницей» потоков иностранного капитала.

# Внутренний долговой рынок

## Сегментация рынка усиливается

Первый квартал порадовал участников рынка своей стабильностью и планомерным ростом котировок большинства бумаг первого и второго эшелонов в корпоративном секторе. Государственные, субфедеральные и муниципальные бумаги принесли инвесторам минимальный доход. Аутсайдером стали облигации третьего эшелона, доходность которых выросла в среднем на 50 б.п.

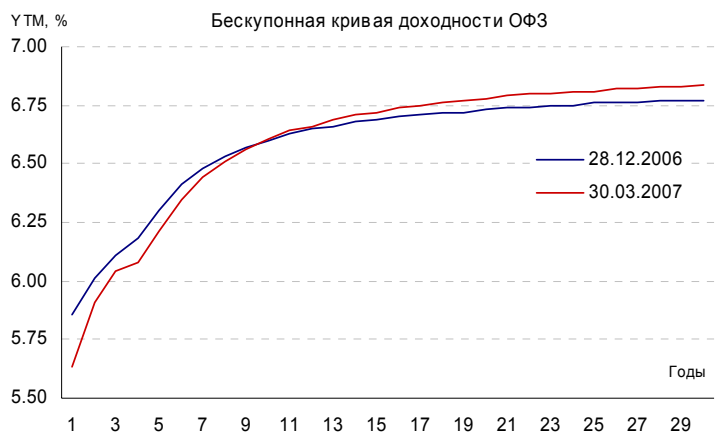
В то же время за прошедшее с начала года время вскрылась ключевая проблема внутреннего долгового рынка. Экспоненциальный рост числа заемщиков третьего эшелона привел к провалу рынка облигаций ряда эмитентов. Узкий порой «нерыночный» круг инвесторов, сложившийся при размещении бумаг может привести к серьезным провалам «рынка» таких инструментов. Эти тенденции удивляют на фоне крайне благоприятных макроэкономических фундаменталий.

Долговой рынок остался довольно стабильным в начале года. Снижения рублевой ликвидности, как ожидалось в конце прошлого года, не произошло. Мощная поддержка от роста количества денег в системе стала ключевым фактором роста котировок облигаций первого и второго эшелонов.

Отметим также еще несколько тенденций, характерных для первого квартала:

- рост котировок облигаций, включенных в высший котировальный список,
- рост доходностей эмитентов третьего эшелона,
- появление нового сегмента «distressed debt».

Доходности базовых активов в целом остались стабильными, а по итогам трех месяцев можно зафиксировать их небольшой рост на 3 -5 б.п. Эта динамика не оказала влияния на конъюнктуру вторичного рынка корпоративных облигаций.



Источники: ЦБ РФ



Источники: ЦБ РФ

В первом квартале сектор облигаций «blue chips» по нашим оценкам продемонстрировал небольшой рост – инвестиции в этот сектор принесли по нашим оценкам 2,28% (9,29% годовых). Облигации третьего эшелона по итогам трех месяцев в среднем принесли своим владельцам почти столько же – 2,4% (9,82% годовых). Больше всего принесли облигации эмитентов второго эшелона. Их доходность в среднем снизилась на 40 б.п., а совокупный доход от инвестиций составил 10,25% годовых.

Самой неприятной тенденцией стало ухудшение отношения инвесторов к риску облигаций эмитентов третьего эшелона, что особенно удивляет на фоне высокой ликвидности денежного рынка.

Средняя доходность облигаций третьего эшелона выросла на 50 б.п., а ее разброс - более чем в два раза.

### Ключевые индикаторы рынка рублевых облигаций в 1 кв. 2007 г.

Сегмент	30.03.07				29.12.06			YTM change, б.п.	St. dev.	HPR, %	HPR, % год.
	YTM, %	St. dev.	M.dur	St. dev.	YTM, %	St. dev.	M.dur				
Корпоративные облигации	8.71	4.30	1.22	0.97	8.88	2.28	1.33	-17	4.21	2.28	9.29
Blue chips	6.45	1.12	2.60	2.60	6.87	0.65	2.72	-43	2.09	1.84	7.47
2-й эшелон	8.39	1.10	1.23	1.23	8.78	1.24	1.38	-39	2.81	2.51	10.25
3-й эшелон	11.89	5.39	0.83	0.83	11.39	1.94	0.95	50	5.23	2.40	9.82
Муниципальные облигации	6.73	1.02	1.76	1.32	6.64	1.23	1.96	9	3.68	1.67	6.83
Государственные облигации	6.13	0.66	3.97	3.39	6.11	1.05	4.23	3	2.39	1.26	5.26

Источники: расчеты Банка Москвы

По нашим оценкам, по итогам первого квартала индекс капитализации всего сектора корпоративных облигаций вырос на 0,16%, субфедеральных и муниципальных облигаций - потерял 0,73%, а индекс капитализации госбумаг в среднем «похудел» на 0,11%.

Совокупный доход от инвестиции в рублевые облигации в первые три месяца 2007 года распределился следующим образом: корпоративные облигации в среднем принесли владельцам 8,84% годовых, субфедеральные - 6,25% годовых, госбумаги - 4,97% годовых.

#### Изменение индексов рублевых облигаций

	Сектор			ТОП-10		
	Ценовой индекс	Полн. дох-ть	% год.	Ценовой индекс	Полн. дох-ть	% год.
Корпорат.	0.16	2.20	8.84	0.19	2.19	8.77
Субфед.	-0.73	1.56	6.25	-0.87	1.36	5.44
Государств.	-0.11	1.24	4.97	-0.14	1.43	5.73

Источники: расчеты Банка Москвы



Источники: расчеты Банка Москвы



Источники: расчеты Банка Москвы

#### Второй эшелон - ключевые торговые идеи

Облигации эмитентов второго эшелона позволили инвесторам заработать больше всего. Ключевой торговой идеей квартала стала покупка облигаций строительных компаний: Миракс Групп и ЛенСпецСМУ, которые с учетом купонного дохода принесли инвесторам доход в 17 - 20% годовых. Недооцененный в конце прошлого года выпуск Разгуляй-Финанс-2 также принес инвесторам около 20% годовых. Облигации группы Карусель подорожали на слухах о скорой продаже сети крупному стратегу. Стоит отметить также рост котировок УМПО после выхода на вторичный рынок. Инвесторы стали снижать премию в доходности производителей авиадвигателей к авиаконструкторам (ИРКУТ, МИГ) Хорошую динамику показали котировки облигаций Техносила-Инвест (+3,83% - 15,48% годовых), которые также были значительно недооценены в конце прошлого года.

#### Корпоративные облигации второго эшелона - лидеры роста в первом квартале 2007 г.

Выпуск	HPR, %	HPR, % год.	Цена, %		YTM or YTP, %		Yield change, b.p.	Объем выпуска, млн. руб.	Купон, %	Погашение	Оферта	Дюрация, лет
			30.03.07	29.12.06	30.03.07	29.12.06						
РазгуляйФ2	5.0	20.7	99.98	97.50	10.53	12.81	-228	2000	10.25	27.09.11	01.04.08	0.9
Миракс 02	4.8	19.7	102.95	100.75	9.85	10.93	-108	3000	10.99	17.09.09	-	2.2
СевСтАвто	4.4	18.5	103.00	100.60	6.92	8.01	-109	1500	8.00	21.01.10	-	2.5
Карус.Ф 01	4.4	18.0	101.75	99.70	8.64	10.17	-153	3000	9.75	12.09.13	18.09.08	1.4
УРСАБанк 5	4.4	17.9	102.00	100.05	9.72	10.28	-56	3000	10.05	18.10.11	-	3.6
ЦУН 01 обл	4.3	17.4	101.00	99.60	10.36	11.95	-159	1000	11.75	22.04.10	24.04.08	0.9
ПРББ-5	4.1	16.5	100.35	98.70	9.05	12.09	-304	1000	9.69	29.04.09	02.09.07	0.4
Миракс 01	4.0	16.8	101.90	100.80	10.54	11.66	-112	1000	12.50	19.08.08	-	1.3
ЦУН 02 обл	3.9	16.5	101.40	100.15	10.23	11.41	-119	1500	11.44	20.01.10	23.07.08	1.2
ТехИнвест-1	3.8	15.5	99.60	98.30	10.61	11.64	-102	2000	10.00	26.05.11	29.05.08	1.1
УМПО 2	3.8	15.3	101.45	100.00	8.38	9.72	-134	4000	9.50	17.12.09	19.06.08	1.2
ПромТр02об	3.7	15.3	101.10	99.97	9.86	11.04	-118	3000	10.75	18.10.11	22.04.08	1.0
Юнимилк 01	3.5	14.6	101.20	100.00	9.40	9.98	-58	2000	9.75	06.09.11	08.09.09	2.2
РусьБанк-1	3.5	14.4	101.47	100.46	9.38	10.05	-67	1400	10.00	19.03.09	-	1.8
АКФ Банк-4	3.5	14.2	100.85	99.80	9.68	10.46	-77	3000	9.95	12.10.11	15.10.08	1.4
АвтомирФ-1	3.3	13.9	100.25	99.70	10.97	12.43	-146	1000	11.66	01.09.09	04.09.07	0.4
СалютЭнерг	3.2	13.0	100.85	100.04	8.74	9.99	-126	3000	9.80	25.12.07	-	0.7
СЗТелек4об	3.2	13.1	101.24	100.00	8.68	9.36	-67	2000	8.10	08.12.11	11.12.08	1.6

Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Второй квартал стартовал на фоне супер-ликвидности денежного рынка. Объем остатков на корсчетах банков и депозитах в ЦБ превышает 1,1 трлн. руб. Спрос на blue chips – снова очень высок. Наши ключевые идеи во втором и третьем эшелонах на следующий период см. в разделе «Торговый портфель».

**Distressed debt**

Рост риска облигаций третьего эшелона произошел за счет формирования нового сегмента на внутреннем рынке облигаций, т.н. «distressed debt» - облигаций компаний, риски которых инвесторы оцениваются как крайне высокие.

Доходности облигаций таких инструментов в данном случае составляли 20%, 30%, 40% и 100% годовых – очень непривычных и крайне высоких с точки зрения консервативных инвесторов значений. В опалу в глазах инвесторов попали облигаций компаний Марта, Матрица, РуссНефть, группы ОСТ, ДЗ Финанс и ряда других эмитентов.

Стоит отметить, что в ряде случаев анализ эмитентов не выявляет кардинальных проблем по сравнению с другими представителями третьего эшелона. Как правило есть негативные слухи или опасения без раскрытия конкретной информации самих заемщиков. Общая проблема эмитентов таких выпусков – довольно высокий уровень долга (не ниже 6X Долг/ЕБИТДА) вследствие агрессивной политики эмитента и короткий публичный долг, который нужно рефинансировать в ближайшее время.

Проблемы этих выпусков выявили, пожалуй, ключевой недостаток внутреннего долгового рынка – ограниченность круга владельцев выпусков. В ряде случаев это приводит к крайне неприятным последствиям при появлении негативных новостей или слухов. Сокращение лимитов на риски таких эмитентов со стороны крупных владельцев приводит к резкому росту предложения таких бумаг в отсутствие поддержки со стороны других участников рынка. Как правило, выпуски облигаций буквально «проливаются» в цене, а их доходность взлетает до «непривычных» и тревожных уровней. Стоит отметить рефлексивность поведения инвесторов в таких выпусках. Появление негативной информации приводит к первой волне снижения котировок, за которой спустя время следует уже вторая волна – верный знак сокращения лимитов со стороны крупных владельцев, что редко сопровождается появлением дополнительных негативных новостей. Как правило, обвал «котировок» и рост доходности происходит на пустом месте.

В завершение ко всему выскажем еще одно наблюдение. Формирование относительно эффективного рынка облигаций в последнее время приучило инвесторов мыслить в терминах «доходности в процентах годовых». Сильное отклонение от справедливого или исторического уровня доходности заставляет участников думать о высоких рисках или потенциальном дефолте эмитентов, что мягко говоря слабо не отражается в цене облигаций. Большинство из «distressed debt» выпусков торгуется по цене выше 90% от номинала, что говорит о вероятности наступления дефолта по ним не более чем 10%, а не 50% или выше. Доходности в процентах годовых становятся высокими из-за близкого срока, тогда как реальный доход от инвестиций в рискованные бумаги составит в случае погашения или оферты – не более 10% от номинала плюс НКД за период владения бумагой. Мы полагаем, что ориентироваться на доходность к погашению при инвестициях в рискованные бумаги в данном случае было бы не совсем корректно.

**Доходности "distressed debt" облигаций**

Выпуск	Объем выпуска, млн. рублей	Купон, %	Погашение	Оферта	Цена		Изм-е цены, %	Доходность (УТР/УТМ), % год.		Изм-е, б.п.	Дюрация, лет
					13.04.07	29.12.06		13.04.07	29.12.06		
ДЗ-Фин -1	400	11.60	23.05.08	25.05.07	99.00	98.75	0.25	19.61	14.72	489	0.12
МартаФин 1	700	14.84	22.05.08	-	91.90	101.10	-9.10	24.85	14.40	1045	1.00
МартаФин 2	1000	11.75	06.12.09	07.06.07	98.00	99.20	-1.21	24.51	13.59	1092	0.15
МартаФин 3	2000	13.00	02.08.11	01.02.08	90.00	96.50	-6.74	29.42	17.28	1215	0.77
МатрицаФ-1	1200	12.32	10.12.08	13.06.07	99.19	99.40	-0.21	16.62	13.65	298	0.17
ОСТ-2об	1000	12.90	08.05.08	10.05.07	98.65	97.30	1.39	29.92	20.56	936	0.07
РуссНефть1	7000	9.25	10.12.10	12.12.08	84.00	99.69	-15.74	22.19	9.65	1254	1.52
РусТекс 2	850	12.75	05.03.09	-	97.00	98.80	-1.82	15.86	14.15	171	1.26
РусТекс 3	1200	12.00	20.10.09	23.10.07	97.50	99.30	-1.81	17.85	13.29	456	0.50
ЭйрЮнион01	1500	13.00	10.11.09	15.05.07	98.80	99.55	-0.75	26.45	14.99	1146	0.09

Прозрачность большинства представленных компаний не позволяет сделать однозначных выводов о возможности рефинансирования своих долгов. В ряде случаев (РуссНефть) платежеспособность эмитентов определяется непредсказуемыми политическими факторами, в других случаях (Русский Текстиль) – способностью акционеров договориться между собой. Инвесторам, кто предпочитает не играть в рулетку, лучше оставаться в стороне.

Рост рынка облигаций и стремительное наступление эмитентов третьего эшелона в будущем могут обострить эту проблему внутреннего долгового рынка. Мы не исключаем, что число таких бумаг, которые можно будет отнести в список «distressed debt» будет увеличиваться.

Главная рекомендация – избегать сложных непрозрачных выпусков и закрытых непубличных компаний, денежные потоки которых довольно трудно отследить. Идеальный вариант – прозрачная структура выпуска с понятными поручителями, являющимися ключевыми бизнес-подразделениями группы компаний, в которую входит эмитент. Широкий синдикат при размещении будет служить сигналом хорошей ликвидности выпуска в будущем.

## Модельный портфель

В этой стратегии мы продолжаем следить за динамикой нашего модельного портфеля, который мы предложили инвесторам в нашей прошлой стратегии.

За прошедший месяц средневзвешенная доходность портфеля снизилась на 13 б.п. до 9,71% по сравнению со снижением на 30 б.п. в феврале. При этом прирост стоимости портфеля за счет изменения стоимости бумаг и купонов составил 0,94%, что соответствует доходности за период владения в размере 11,85% годовых по сравнению с доходностью в 15,24% годовых, показанной нашим портфелем в феврале. Для сравнения, рост сектора корпоративных облигаций (цена + купон) по нашим оценкам, составил по итогам марта порядка 0,70%, что соответствует HPR на уровне 11,85% годовых.

Наиболее выигрышными позициями стали облигации ИнтеграФ-1, Карусель-01, Миракс-02, Альянс-01. Доходности этих облигаций (за исключением коротких Инпром-3) продемонстрировали наибольшее снижение (на 20 - 50 б.п.), а котировки выросли на 0,5-0,9%

### Эффективность портфеля облигаций

HPR портфеля, %	0.94
HPR сектора, %	0.70
Доходность портфеля за период, % год.	11.85
Доходность сектора за период, % год.	8.46
Снижение доходности портфеля	-13
УТМ портфеля тек., %	9.71

### Рекомендованные к покупке выпуски облигаций

Выпуск	Объем выпуска, млн. рублей	Купон, %	Погашение	Оферта	Цена (Last)		HPR, %	HPR, % год.	Доходность, % год.		Изм.-е, б.п.	Дюрация, лет	Доля в портфеле, %
					30.03.07	28.02.07			Текущая	УТМ/УТР, %			
Альянс-01	3000	8.92	14.09.11	16.09.09	100.95	100.50	1.13	14.32	8.84	8.66	-22	2.27	10.48%
ВостСервФ1	1500	10.99	10.09.09	13.03.08	99.00	99.84	0.06	0.77	11.10	12.48	103	0.93	5.22%
Евросеть-2	3000	10.25	02.06.09	04.12.07	99.95	100.09	0.69	8.54	10.26	10.55	21	0.66	10.42%
ИнкомЛада2	1400	12.00	12.02.10	15.02.08	100.00	100.00	0.98	12.00	12.00	12.54	-1	0.84	4.87%
Инпром 03	1300	10.70	18.05.11	23.05.07	100.60	100.60	0.85	10.64	10.64	6.37	-145	0.15	4.55%
ИнтеграФ-1	2000	10.50	20.03.09	-	101.25	100.40	1.63	20.76	10.37	10.03	-51	1.83	6.94%
Карус.Ф 01	3000	9.75	12.09.13	18.09.08	101.60	100.75	1.57	19.94	9.60	8.75	-67	1.41	10.45%
Метзавод	2000	8.75	27.02.09	-	99.60	99.45	0.84	10.63	8.79	9.18	-9	1.80	6.89%
Мечел ТД-1	3000	5.50	12.06.09	-	93.35	93.35	0.48	5.89	5.89	9.08	12	2.07	9.74%
Миракс 02	3000	10.99	17.09.09	-	102.95	102.45	1.31	16.67	10.68	9.85	-27	2.23	10.58%
ПМЗ 01	1200	9.90	21.07.09	24.07.07	100.21	100.30	0.71	8.78	9.87	9.53	10	0.31	4.20%
ТВЗ 03	1000	9.25	18.06.10	20.06.08	100.70	100.95	0.50	6.15	9.19	8.80	17	1.16	3.50%
ТехИнвст-1	2000	10.00	26.05.11	29.05.08	99.60	99.77	0.64	7.95	10.04	10.61	18	1.10	6.90%
ЦУН 02 обл	1500	11.44	20.01.10	23.07.08	101.35	101.30	0.97	11.89	11.29	10.27	-13	1.24	5.26%
													100.00%

В этой стратегии мы исключаем короткий выпуск облигаций ИНПРОМ-3 (7,7%), а также облигации ПМЗ-01 (8,35%). Мы заменяем выпуск ИНПРОМА более доходным выпуском Тулачермет-2 (9,95%), а выпуск ПМЗ-01, более доходными облигациями Уралвагонзавод-2 (9,1%). Мы также добавляем, недооцененные на наш взгляд выпуски облигаций Терна-Финанс-02 (13,94), ВТК-01 (12,85%), а также СОК-Автокомпонет (12,25% годовых.).

### Рекомендуемые к покупке выпуски облигаций

Выпуск	Объем выпуска, млн. рублей	Купон, %	Погашение	Оферта	Цена (Last)	Доходность, % год.		Дюрация, лет	Доля в портфеле облигаций
						13.04.07	Текущая		
Альянс-01	3000	8.92	14.09.11	16.09.09	101.05	8.83	8.61	2.23	8.87%
ВостСервФ1	1500	10.99	10.09.09	13.03.08	99.78	11.01	11.54	0.89	4.35%
ВТК 1	1000	12.50	18.12.09	21.12.07	99.98	12.50	12.85	0.66	2.93%
Евросеть-2	3000	10.25	02.06.09	04.12.07	99.87	10.26	10.69	0.62	8.79%
ИнкомЛада2	1400	12.00	12.02.10	15.02.08	100.25	11.97	12.19	0.80	4.10%
ИнтеграФ-1	2000	10.50	20.03.09	-	101.60	10.33	9.80	1.79	5.94%
Карус.Ф 01	3000	9.75	12.09.13	18.09.08	101.77	9.58	8.58	1.37	8.92%
Метзавод	2000	8.75	27.02.09	-	99.60	8.79	9.18	1.76	5.84%
Мечел ТД-1	3000	5.50	12.06.09	-	91.00	6.04	10.49	2.03	8.21%
Миракс 02	3000	10.99	17.09.09	-	103.60	10.61	9.51	2.19	9.12%
МОИТК-01	2100	9.00	26.09.09	-	100.40	8.96	8.94	1.69	6.17%
СОКАвто 01	1100	12.32	24.04.08	-	100.10	12.31	12.25	0.95	3.23%
Терна-Ф 02	1500	12.60	04.11.11	09.11.07	99.50	12.66	13.94	0.55	4.38%
ТехИнвст-1	2000	10.00	26.05.11	29.05.08	99.75	10.03	10.48	1.06	5.85%
ТЧМ 02обл.	1000	9.75	02.12.07	-	100.00	9.75	9.95	0.62	2.93%
УралВагЗФ	2000	9.40	30.09.08	-	100.71	9.33	9.07	1.40	5.91%
ЦУН 02 обл	1500	11.44	20.01.10	23.07.08	101.50	11.27	10.09	1.20	4.45%
									100.00%

# Российская статистика

## Прогнозы Банка Москвы на 2007 год

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2004	2005	2006	1 квартал 2007	2007 П
<b>РЫНОК НЕФТИ</b>					
Urals, \$ / баррель					
среднегодовой	34.7	50.2	60.9	54.0	56.0
на конец года	37.4	54.4	55.1	65.5	56.0
<b>ЦВЕТНЫЕ И ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ (LME)</b>					
Золото, \$ / унция					
среднегодовой	410	445	605	650	680
на конец года	438	517	637	663	710
Никель, \$ / тонна					
среднегодовой	13 828	14 788	24 160	38 810	24 100
на конец года	14 877	13 372	34 025	44 800	21 200
Медь, \$ / тонна					
среднегодовой	2 868	3 680	6 736	5 975	5 600
на конец года	3 264	4 542	6 308	6 860	5 100
<b>ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК</b>					
Евро / доллар					
среднегодовой	1.24	1.24	1.26	1.31	1.31
на конец года	1.36	1.18	1.32	1.34	1.35
Доллар / рубль					
среднегодовой	28.81	28.31	27.14	26.30	26.25
на конец года	27.75	28.78	26.33	26.01	25.82
Евро / рубль					
среднегодовой	35.82	35.16	34.11	34.47	34.50
на конец года	37.81	34.19	34.70	34.69	34.96
Бивалютная корзина (\$-0,55; €-0,45)					
среднегодовой	31.96	31.39	30.28	29.98	29.96
на конец года	32.28	31.21	30.10	29.91	29.93
<b>ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ</b>					
FED Funds rate	2.25	4.25	5.25	5.25	5.00
UST-10					
среднегодовой, % годовых	4.26	4.28	4.79	4.68	4.70
на конец года, % годовых	4.23	4.40	4.70	4.65	5.00
Еврооблигации (Россия-30)					
среднегодовой, % годовых	7.20	5.89	5.93	5.72	5.70
на конец года, % годовых	6.53	5.55	5.66	5.67	5.80
спрэд к UST-10, б.п.	230	115	96	102	80
Портфель ГКО / ОФЗ					
среднегодовой, % годовых	7.65	7.68	6.80	6.63	6.70
на конец года, % годовых	7.86	6.78	6.57	6.61	6.70
Ставка рефинансирования, % годовых	13.0	12.0	11.0	10.5	10.0
<b>РЫНОК АКЦИЙ</b>					
Индекс РТС на конец года	614	1 126	1 922	1 936	2 337
Изменение за год, %	8.3	83.3	70.7	0.7	21.6

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2004	2005	2006	Янв-фев. 2007	2007 П
<b>ВВП</b>					
реальный, %	7.2	6.4	6.7	8.4	6.8
номинальный, млрд. рублей	17 048	21 615	26 621	4 187	31 100
номинальный, \$ млрд.	592	764	981	158	1178
на душу населения, \$ тыс.	4.1	5.3	6.9	1.1	8.3
<b>Расходы домохозяйств</b>					
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
<b>Промышленность, %</b>					
промышленное производство	8.3	4.0	3.9	8.6	4.2
обрабатывающая промышленность	-	5.7	4.4	15.7	4.8
добыча полезных ископаемых	-	1.3	2.3	4.3	2.2
производство электроэнергии, воды и газа	-	1.2	4.2	-6.6	2.5
<b>Добыча нефти</b>					
% год к году	8.9	2.5	2.2	4.3	2.4
млн. тонн	459	470	480	79.3	492
млн. баррелей в сутки	9.19	9.44	9.65	9.85	9.88
<b>Добыча газа</b>					
% год к году	2.3	1.1	2.4	-0.1	2.6
млрд. кубометров	634	641	656	116	673
<b>Инвестиции в основной капитал</b>					
% год к году	13.7	10.9	13.7	21.2	13.0
млрд. рублей	2 865	3 611	4 581	522	5 330
в % к ВВП	16.8	16.7	17.2	12.5	17.1
<b>Розничная торговля</b>					
% год к году	13.3	12.8	13.0	13.9	12.0
млрд. рублей	5 642	7 038	8 628	1 435	10 150
в % к ВВП	33.1	32.6	32.4	34.3	32.6
<b>Строительство</b>					
объём строительных работ					
% год к году	10.1	10.5	15.7	25.4	13.0
млрд. рублей	1 314	1 712	2 247	262.1	2 920
в % к ВВП	7.7	7.9	8.4	6.3	9.4
жилищное строительство					
новых квартир, тыс. штук	477	515	605	56.8	680
млн. м2 жилой площади	41.0	43.6	50.2	5.5	56.0
% год к году	12.6	6.1	15.2	67.9	11.6
<b>Сельское хозяйство</b>					
% год к году	3.0	2.4	2.8	1.2	1.0

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2004	2005	2006 П	Янв-фев. 2007	2007 П
<b>Реальные располагаемые доходы населения</b>					
% год к году	10.4	11.1	10.2	12.7	10.0
<b>Номинальная заработная плата</b>					
среднегодовая, руб. в месяц	6 740	8 555	10 728	11 545	13 320
% год к году	22.6	26.9	25.4	26.8	24.2
среднегодовая, \$ в месяц	234	302	395	437	507
% год к году	30.5	29.2	30.8	34.9	28.3
<b>Реальная заработная плата</b>					
% год к году	10.6	12.6	13.4	17.5	11.5
<b>Рынок труда</b>					
численность постоянного населения, млн. ч.	143.5	142.7	142.2	-	141.4
изменение за год, тыс. человек	-694	-736	-561	-	-650
численность эк. активного населения, млн. ч.	72.9	73.8	74.3	73.8	74.0
число безработных на конец года, млн. ч.	6.1	5.7	5.1	5.4	4.9
норма безработицы на конец года, %	8.4	7.7	6.9	7.3	6.6

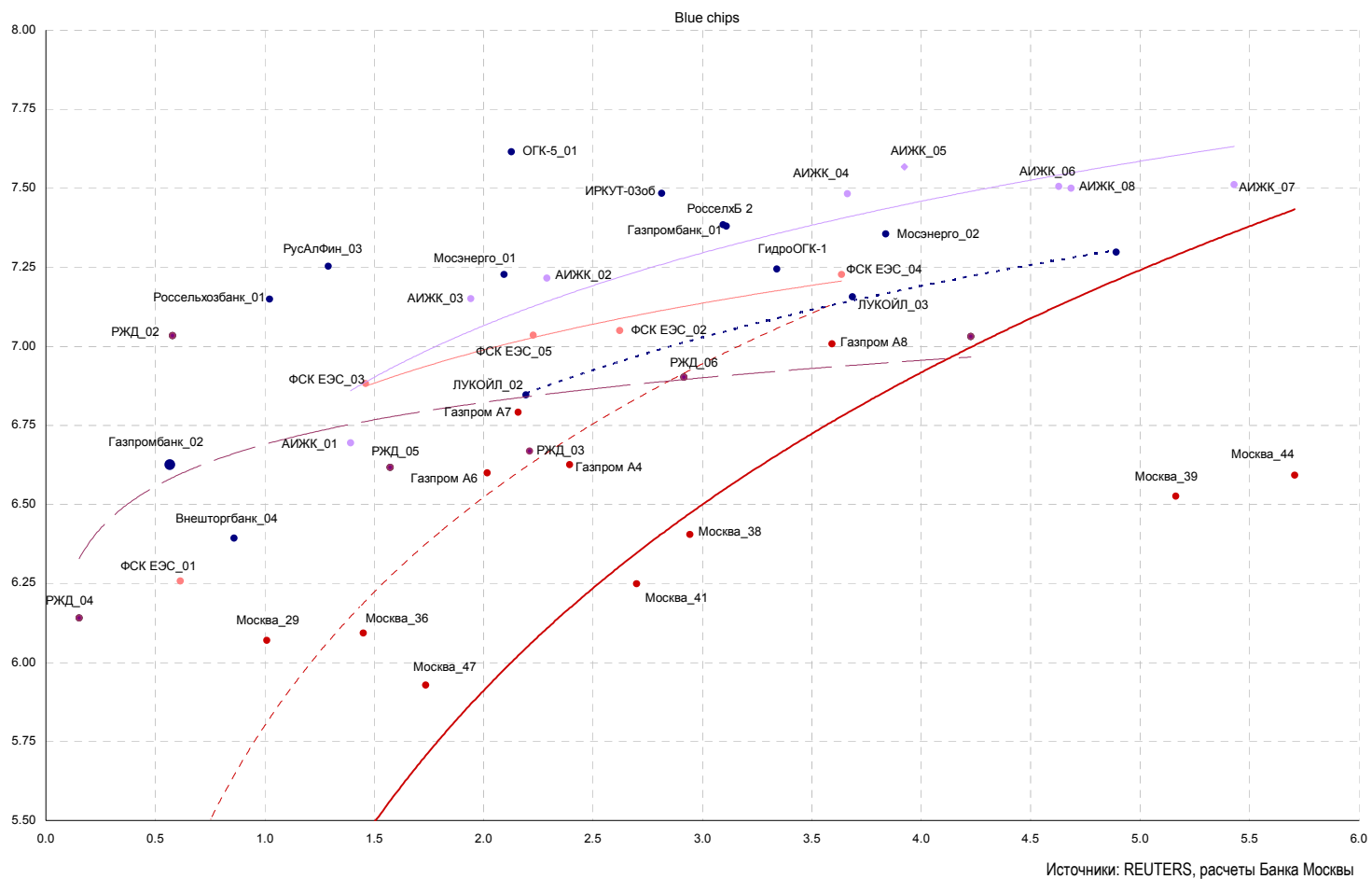
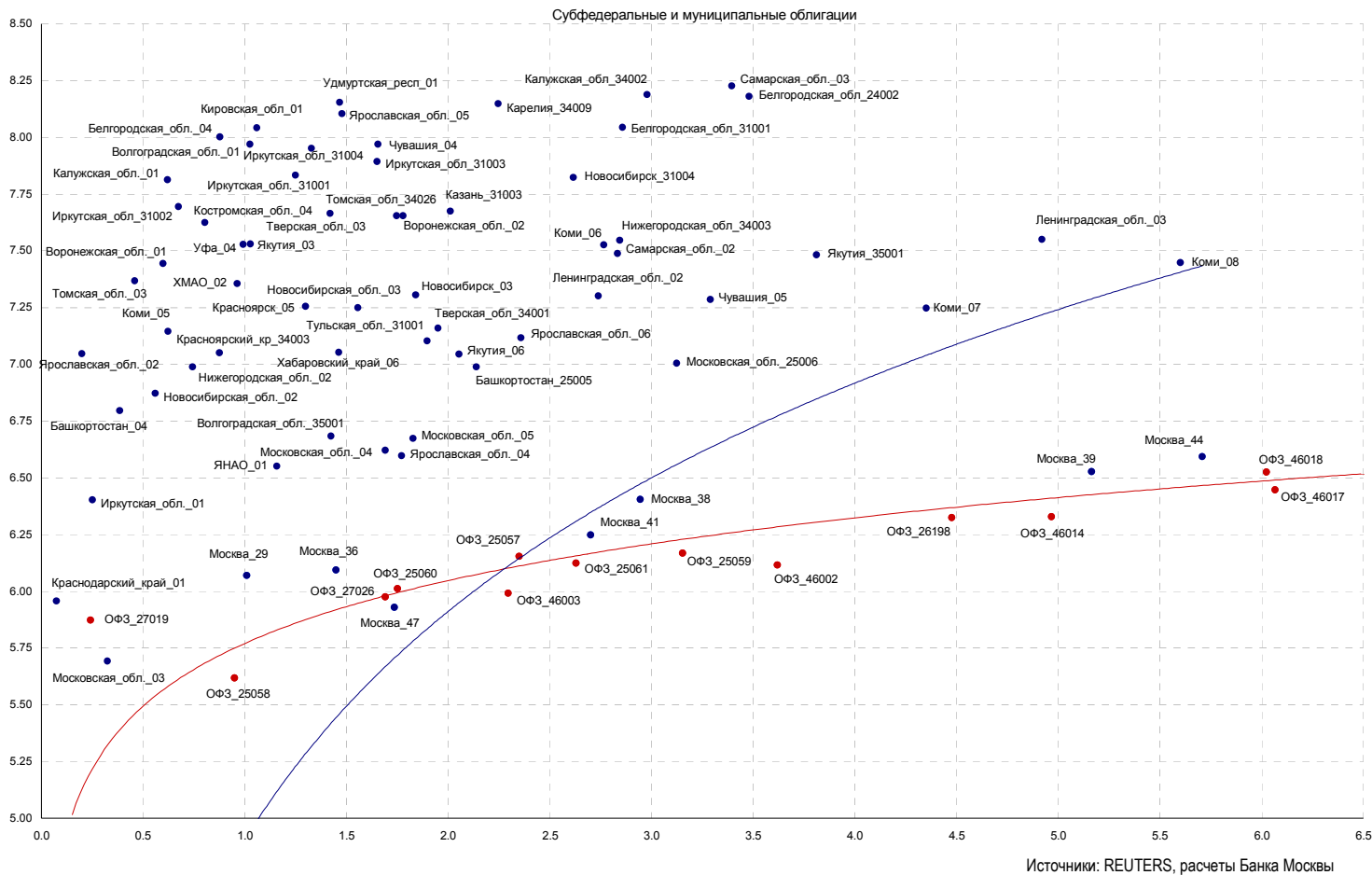
<b>ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006 П</b>	<b>Янв-фев. 2007</b>	<b>2007 П</b>
<b>Денежная масса (M2)</b>					
% год к году	35.8	38.6	48.8	50.4	30.1
На конец года, млрд. рублей	4 363	6 046	8 996	8 902	11 700
в % к ВВП	25.7	28.0	33.8	-	37.6
<b>в т.ч. наличные деньги</b>					
% год к году	33.8	30.9	38.6	41.9	27.5
млрд. рублей	1 535	2 009	2 785	2 682	3 550
в % к ВВП	9.0	9.3	10.5	-	11.4
<b>Инфляция</b>					
Индекс потребительских цен, % год к году	11.7	10.9	9.0	7.6	8.0
Индекс цен производителей, % год к году	28.8	13.4	10.4	5.6	10.0
<b>Золотовалютные резервы</b>					
Прирост с начала года, \$ млрд.	47.6	57.7	121.5	10.8	78.5
На конец года, \$ млрд.	124.5	182.2	303.7	314.5	382.2
в % к ВВП	21.0	23.9	31.0	-	32.3

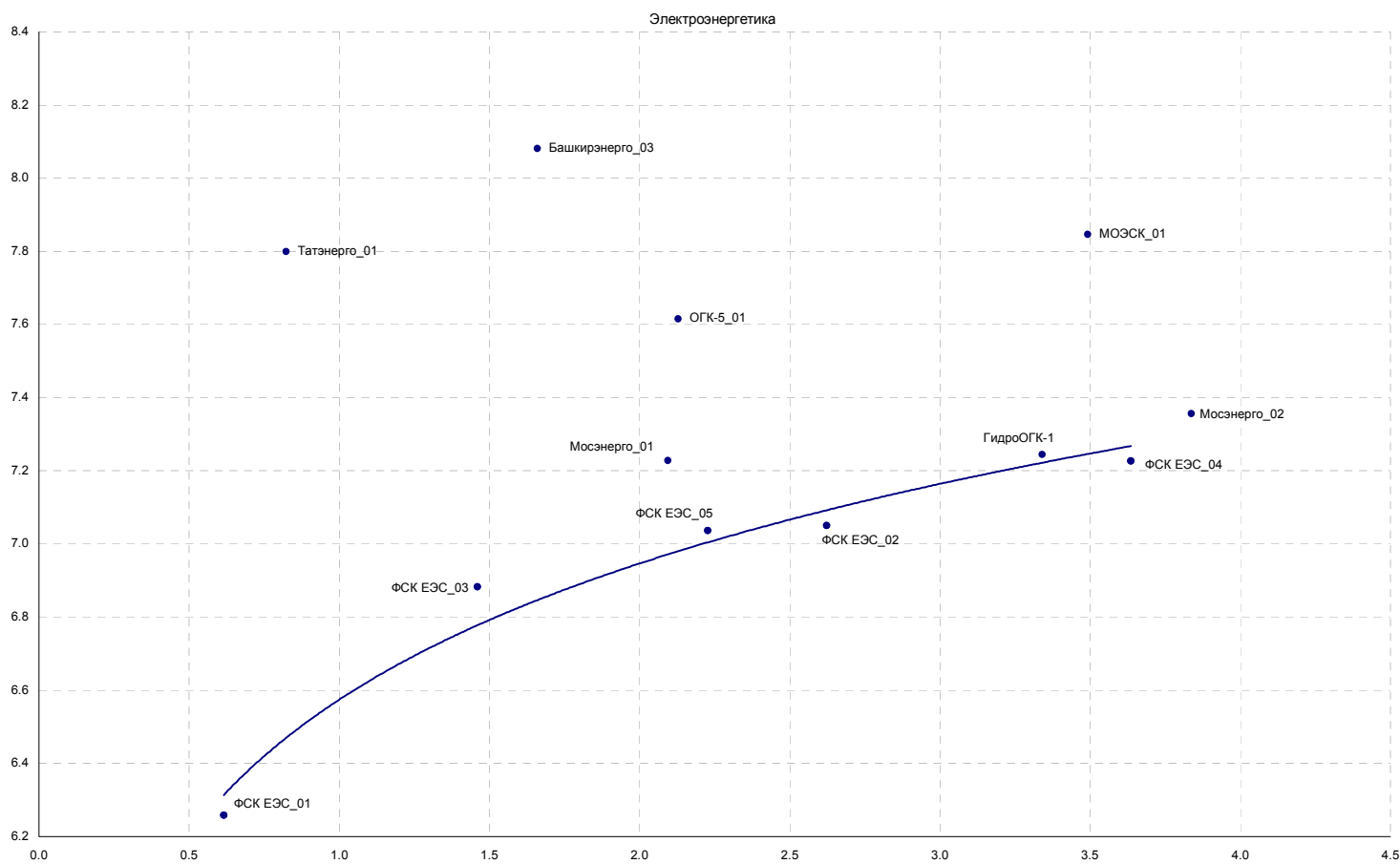
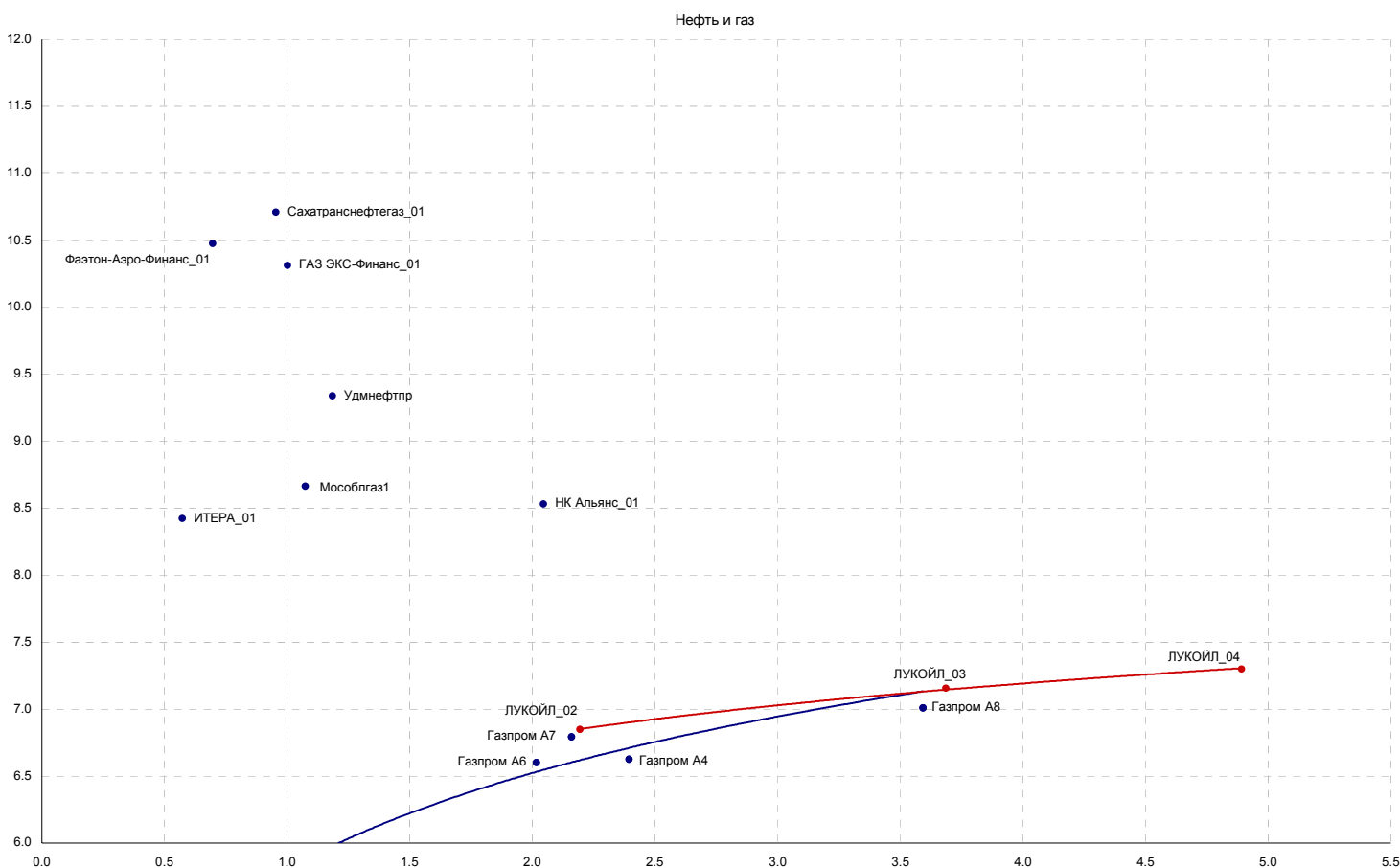
<b>ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006 П</b>	<b>1 квартал 2007</b>	<b>2007 П</b>
<b>Доходы, млрд. рублей</b>	3 429	5 121	6 277	1 421	6 850
в % к ВВП	20.1	23.7	23.6	20.9	22.0
<b>Расходы, млрд. рублей</b>	2 736	3 504	4 277	949	5 463
в % к ВВП	16.0	16.2	16.1	14.0	17.6
<b>Профицит, млрд. рублей</b>	693	1 617	1 999	472	1 387
в % к ВВП	4.1	7.5	7.5	7.0	4.5
<b>Стабилизационный фонд</b>					
млрд. рублей	522	1 237	2 341	2 812	3 600
\$ млрд.	18.8	43.0	88.9	108.1	138.5
в % к ВВП	3.1	5.7	8.8	-	11.6

<b>ПЛАТЁЖНЫЙ БАЛАНС</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006 П</b>	<b>1 квартал 2007</b>	<b>2007 П</b>
<b>Счёт текущих операций, \$ млрд</b>	58.6	83.3	95.6	21.8	70.0
в % к ВВП	9.9	10.9	9.7	8.4	5.9
<b>Экспорт товаров, \$ млрд.</b>	183.2	243.6	304.5	69.9	300.0
в % к ВВП	31.0	31.9	31.0	27.1	25.3
<b>в т.ч. экспорт углеводородов</b>	100.2	148.9	191.5	43.4	185.0
в % к ВВП	16.9	19.5	19.5	16.8	15.6
в % к общему объёму экспорта	54.7	61.1	62.9	62.1	61.7
<b>Импорт товаров, \$ млрд.</b>	97.4	125.3	163.9	42.1	201
в % к ВВП	16.5	16.4	16.7	16.3	17.0
<b>Торговое сальдо, \$ млрд.</b>	85.8	118.3	140.7	27.8	99.0
в % к ВВП	14.5	15.5	14.3	10.8	8.4
<b>Чистый вывоз капитала частным сектором, \$ млрд.</b>	-8.4	1.1	41.6	7.8	20.0
в % к ВВП	-1.4	0.1	4.2	3.0	1.7

<b>ВНЕШНИЙ ДОЛГ</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007 П</b>
<b>ВСЕГО</b>	214	257	310	400
в % к ВВП	36.1	33.7	31.4	33.8
<b>Правительство и ЦБ</b>	105	82	49	45
в % к ВВП	17.8	10.8	5.0	3.8
в % ко всему внешнему долгу	49.4	31.9	15.8	11.3
<b>Нефинансовые предприятия</b>	76	125	160	200
в % к ВВП	12.8	16.4	16.2	16.9
в % ко всему внешнему долгу	35.5	48.6	51.5	50.0
<b>Банки</b>	32	50	101	155
в % к ВВП	5.5	6.6	10.3	13.1
в % ко всему внешнему долгу	15.1	19.5	32.7	38.8

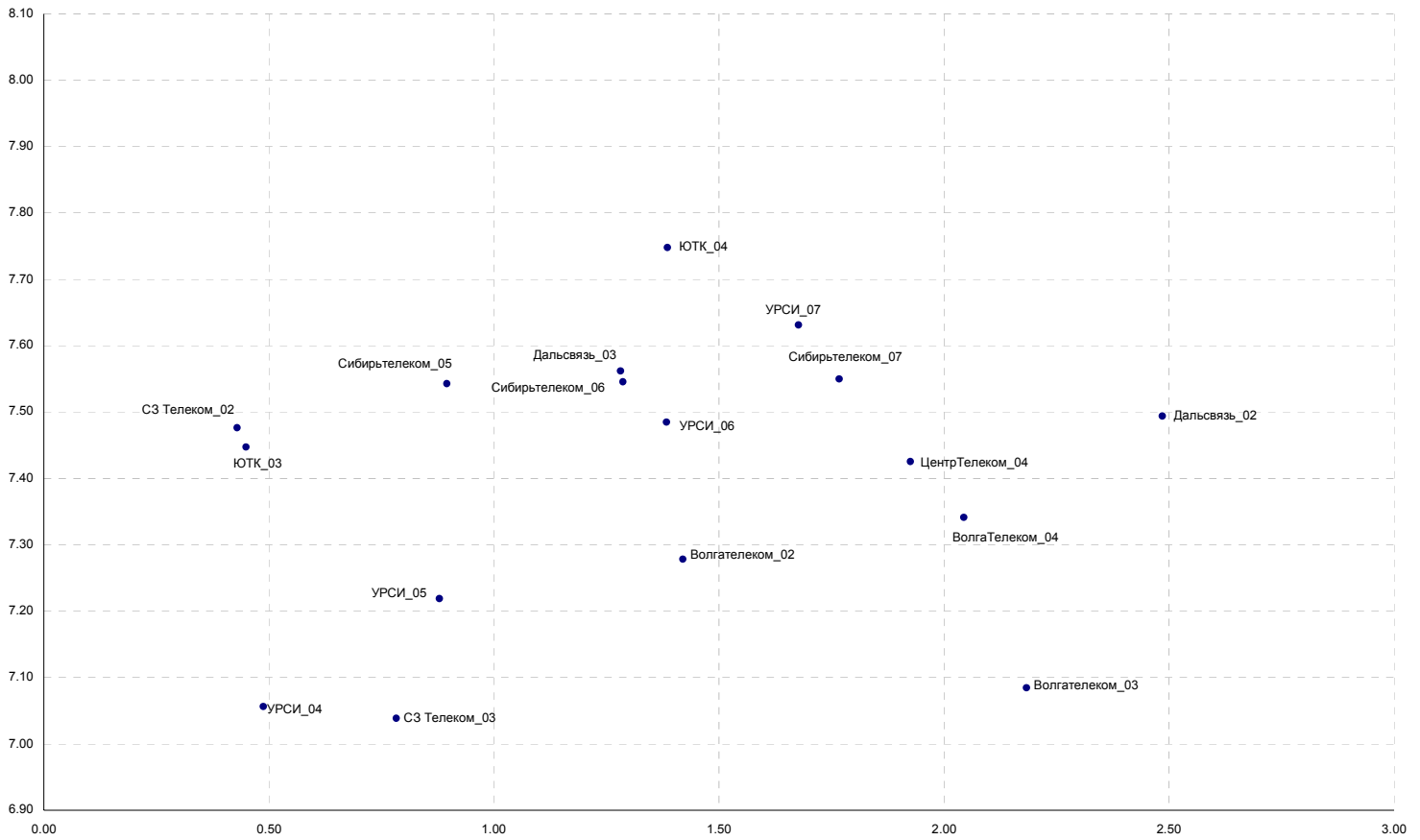
# Кривые доходностей



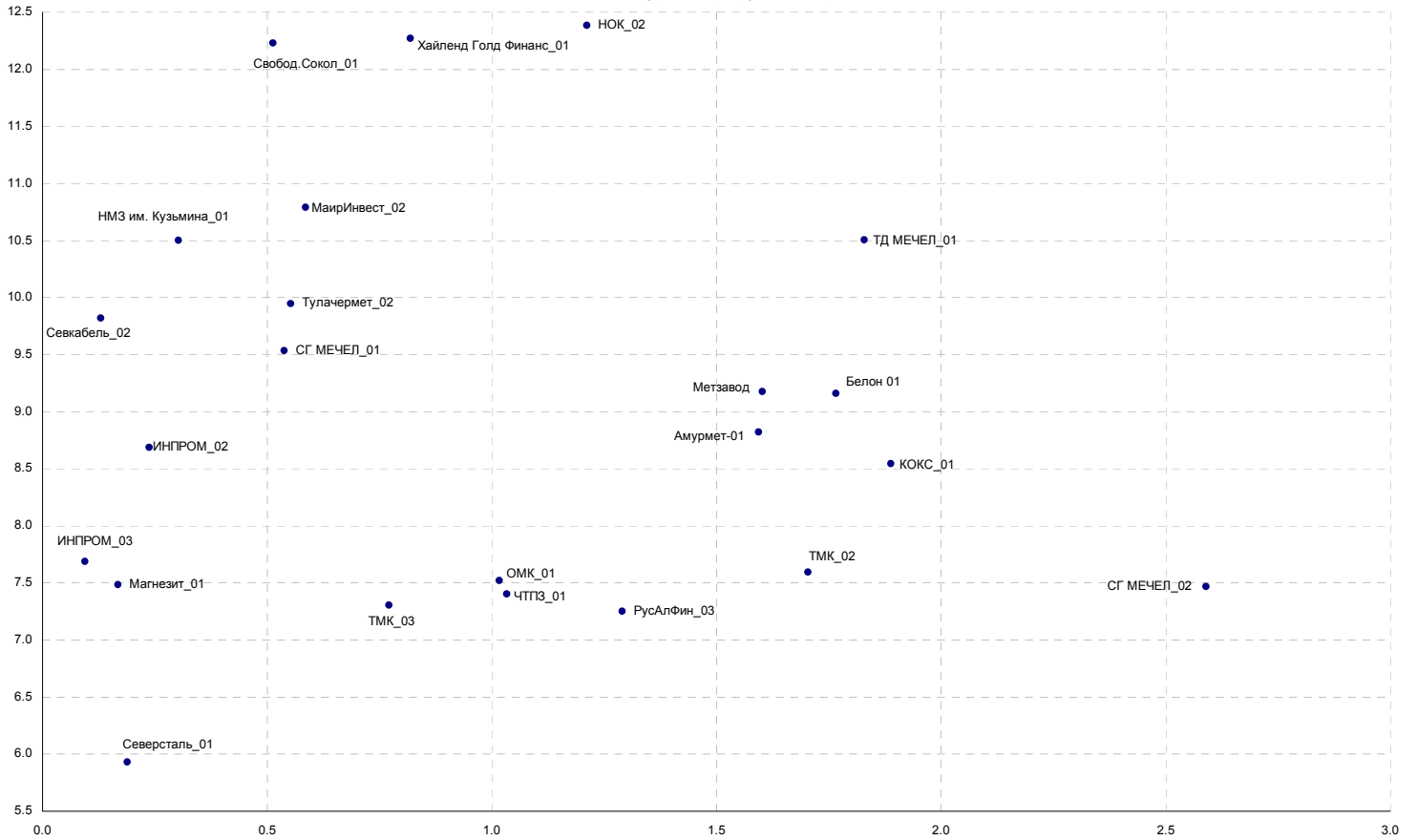


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Телекоммуникации



Металлургия и горно-рудный сектор

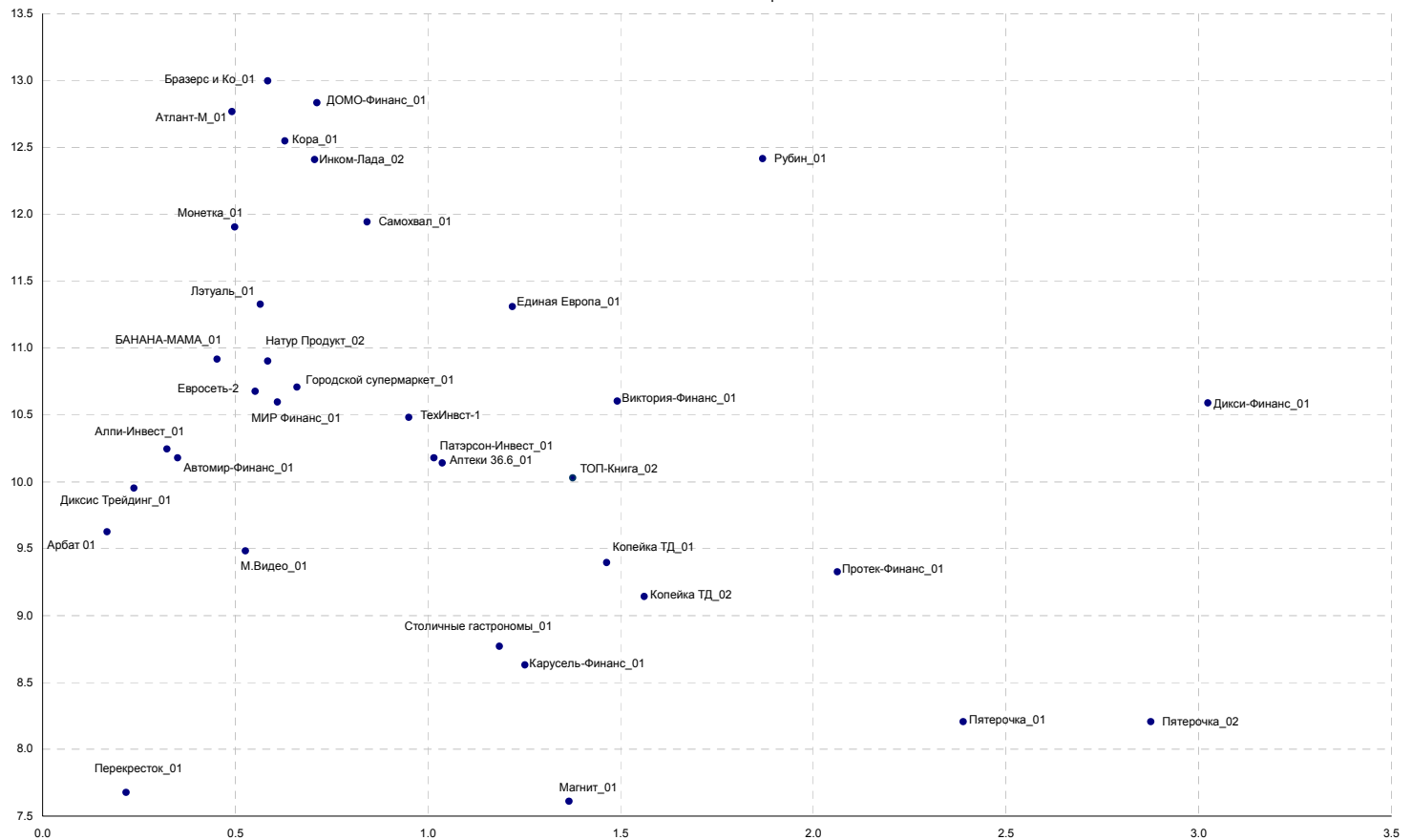


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Машиностроение и транспорт



Розничный сектор

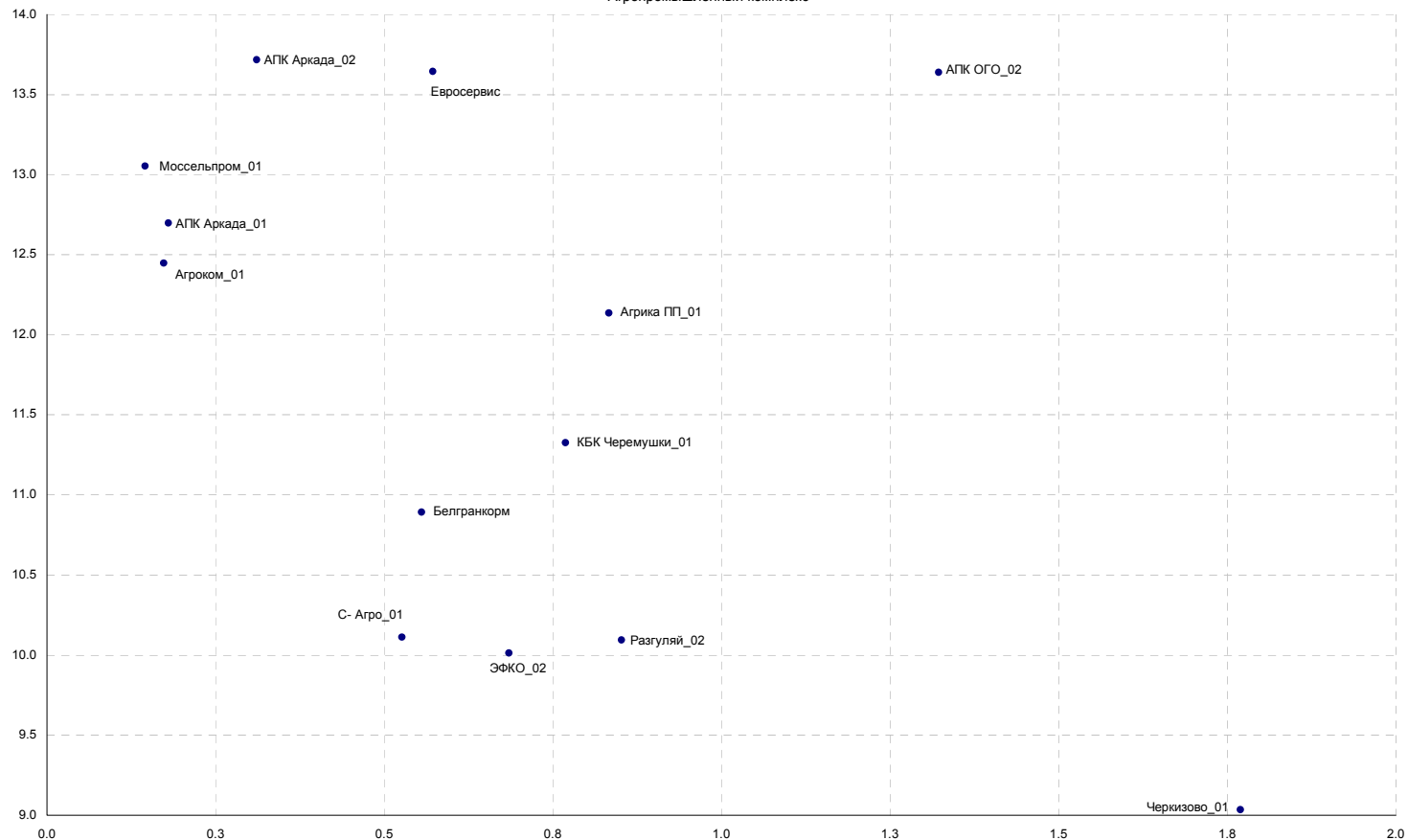


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

## Потребительский сектор

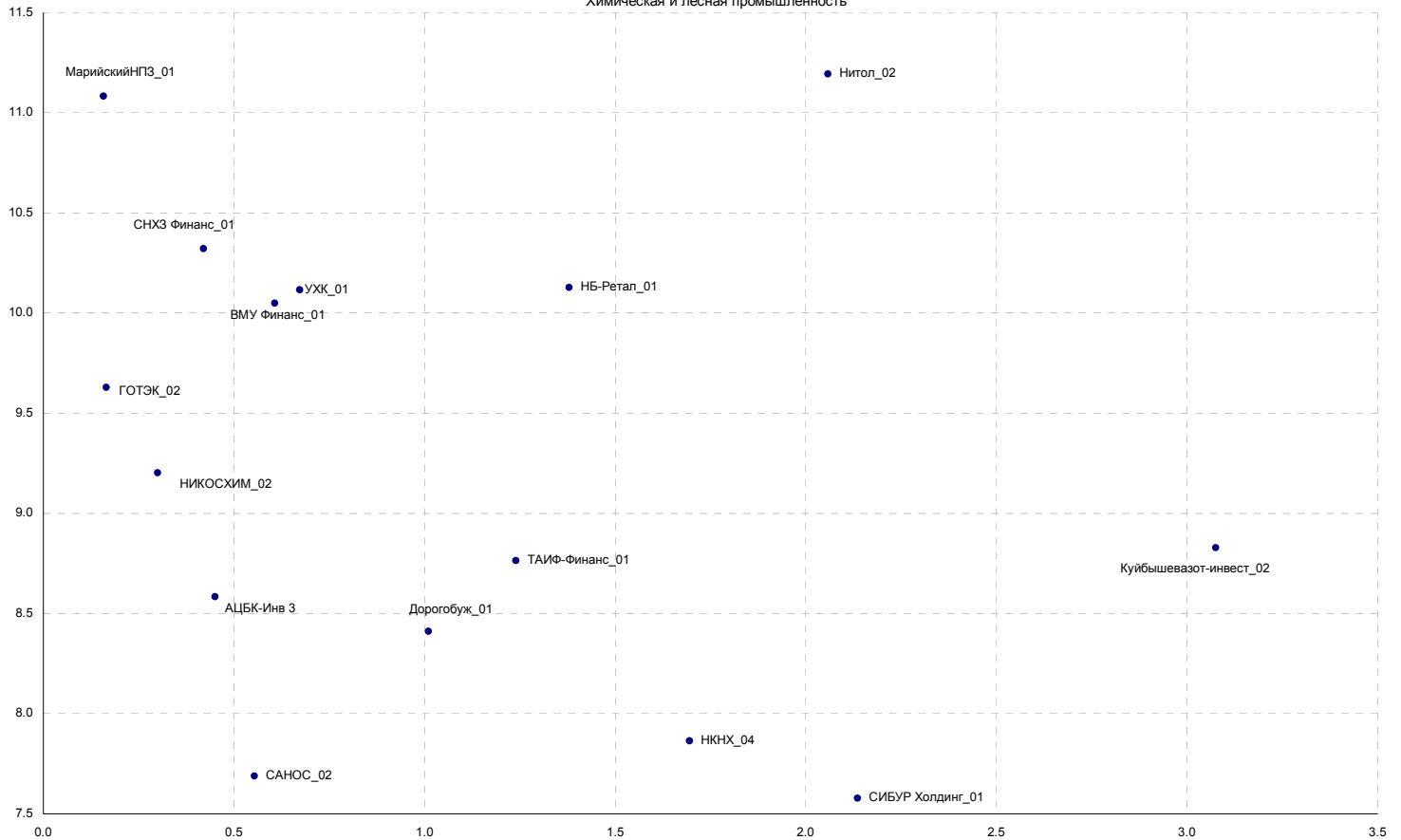


## Агропромышленный комплекс

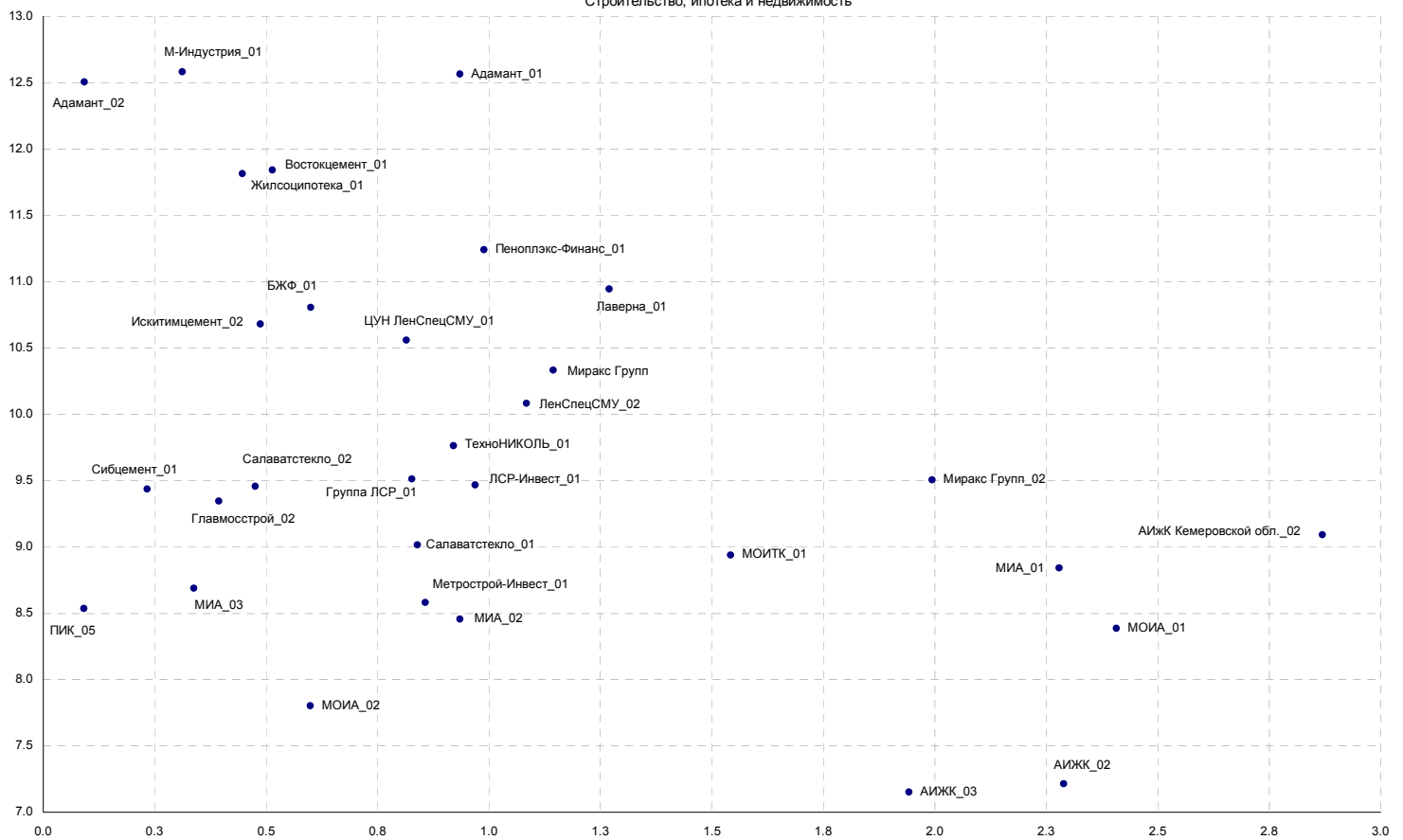


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Химическая и лесная промышленность

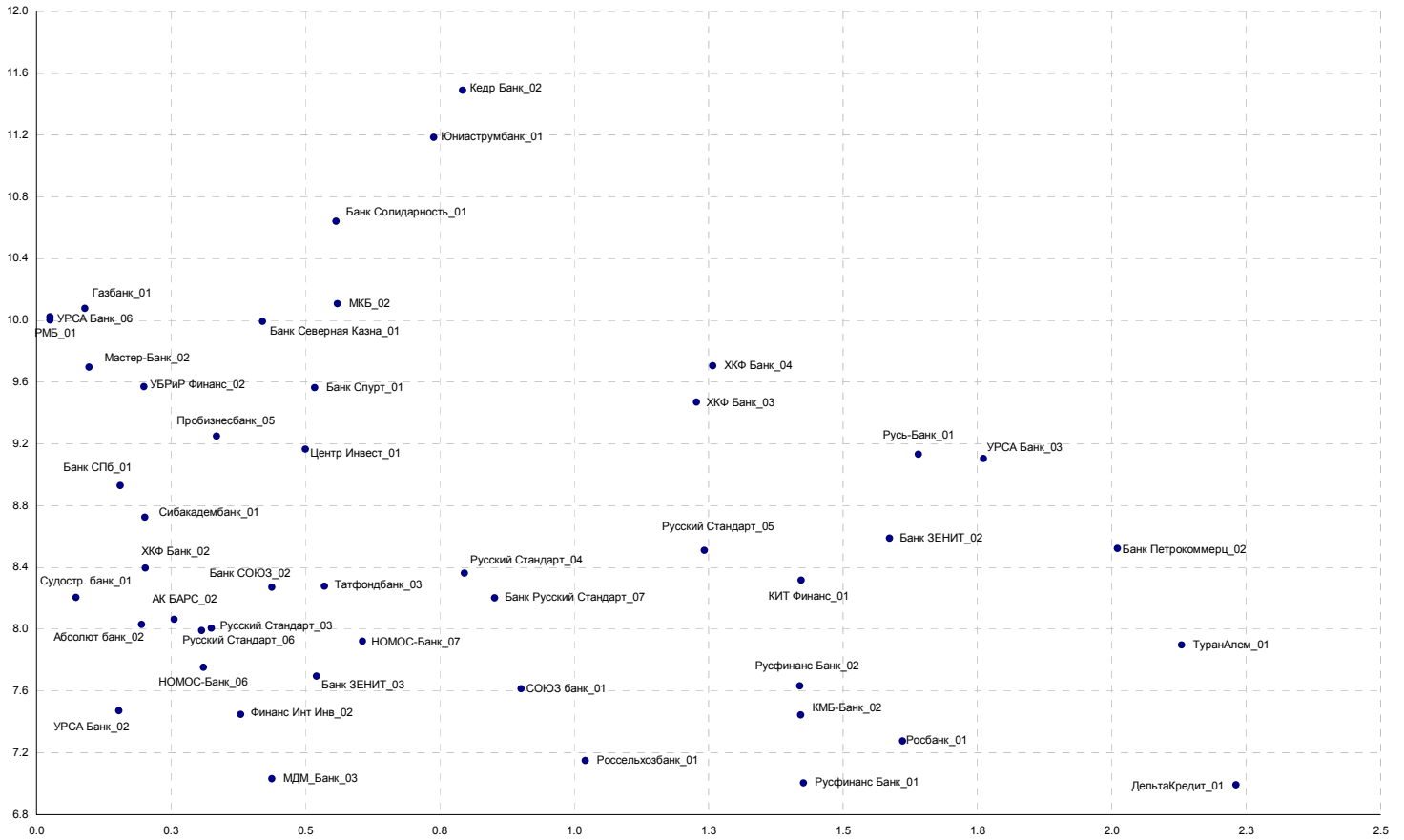


Строительство, ипотека и недвижимость

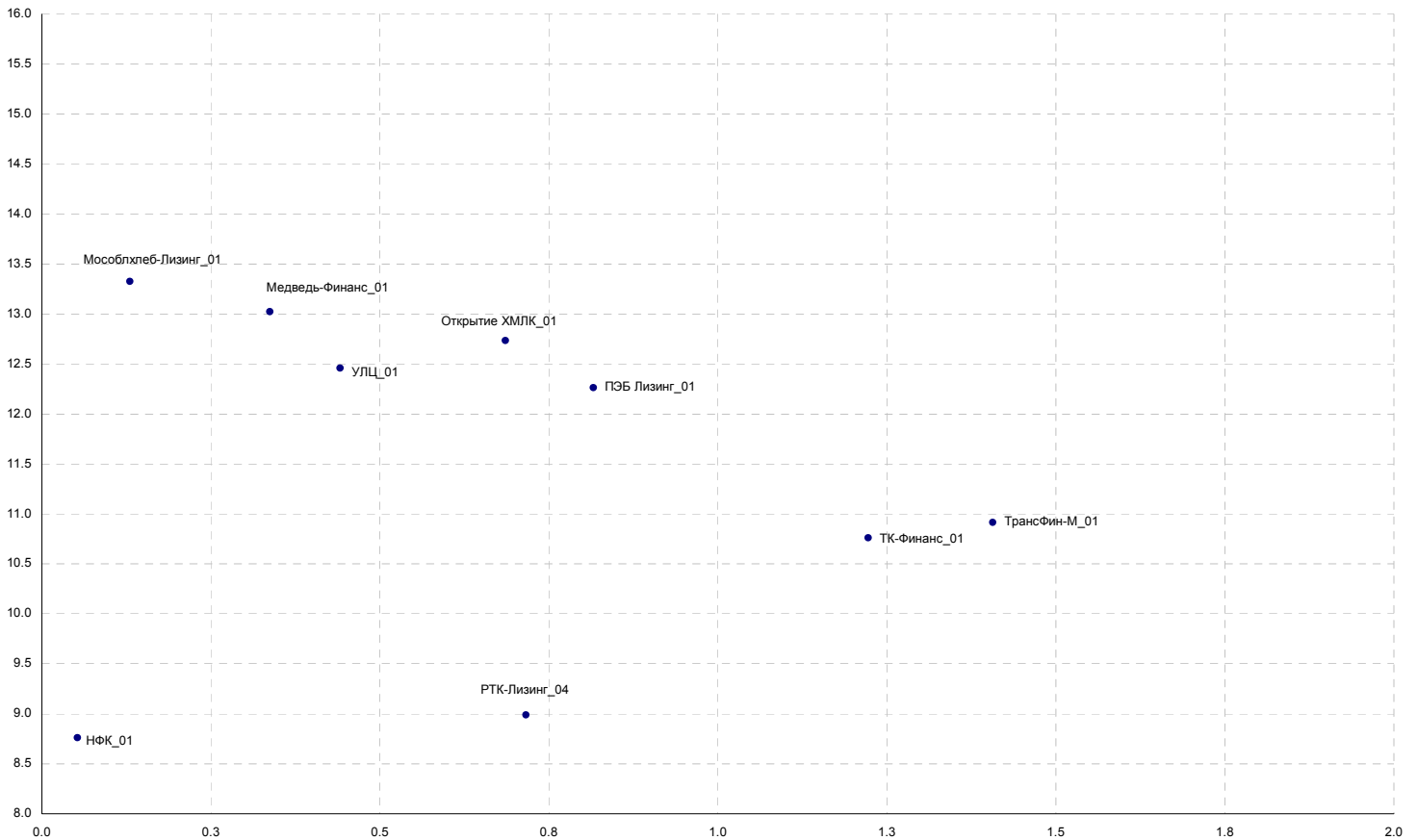


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Финансовый сектор

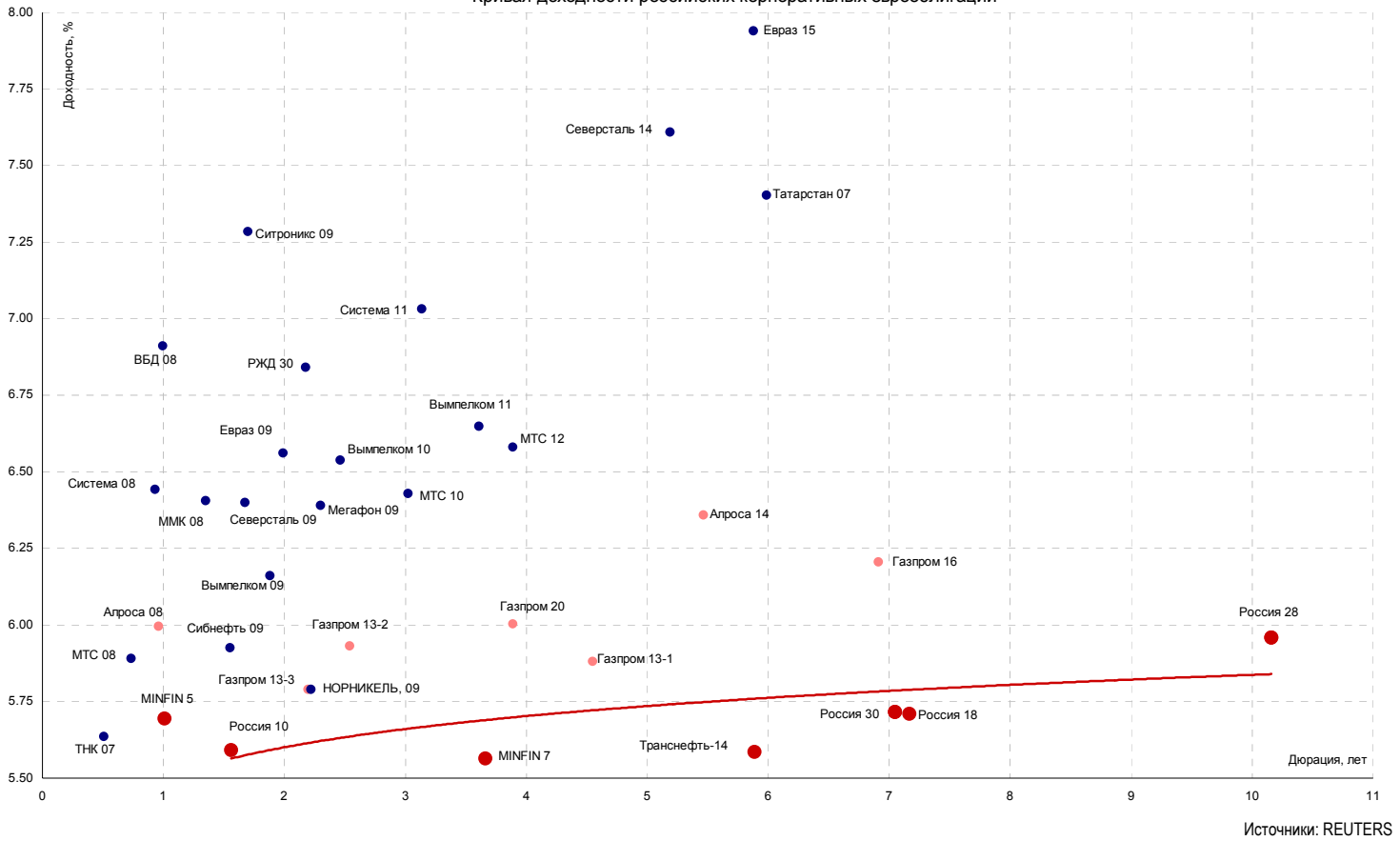


Лизинг

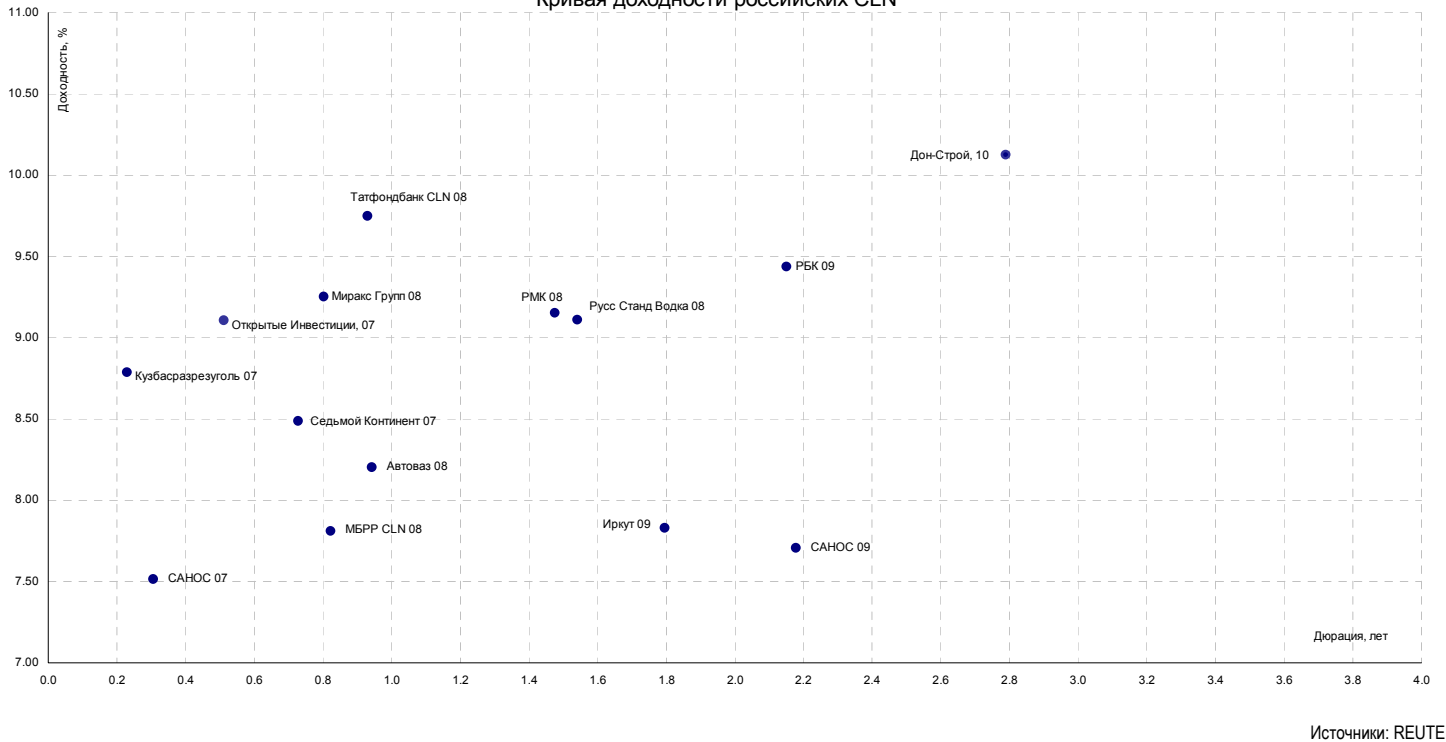


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

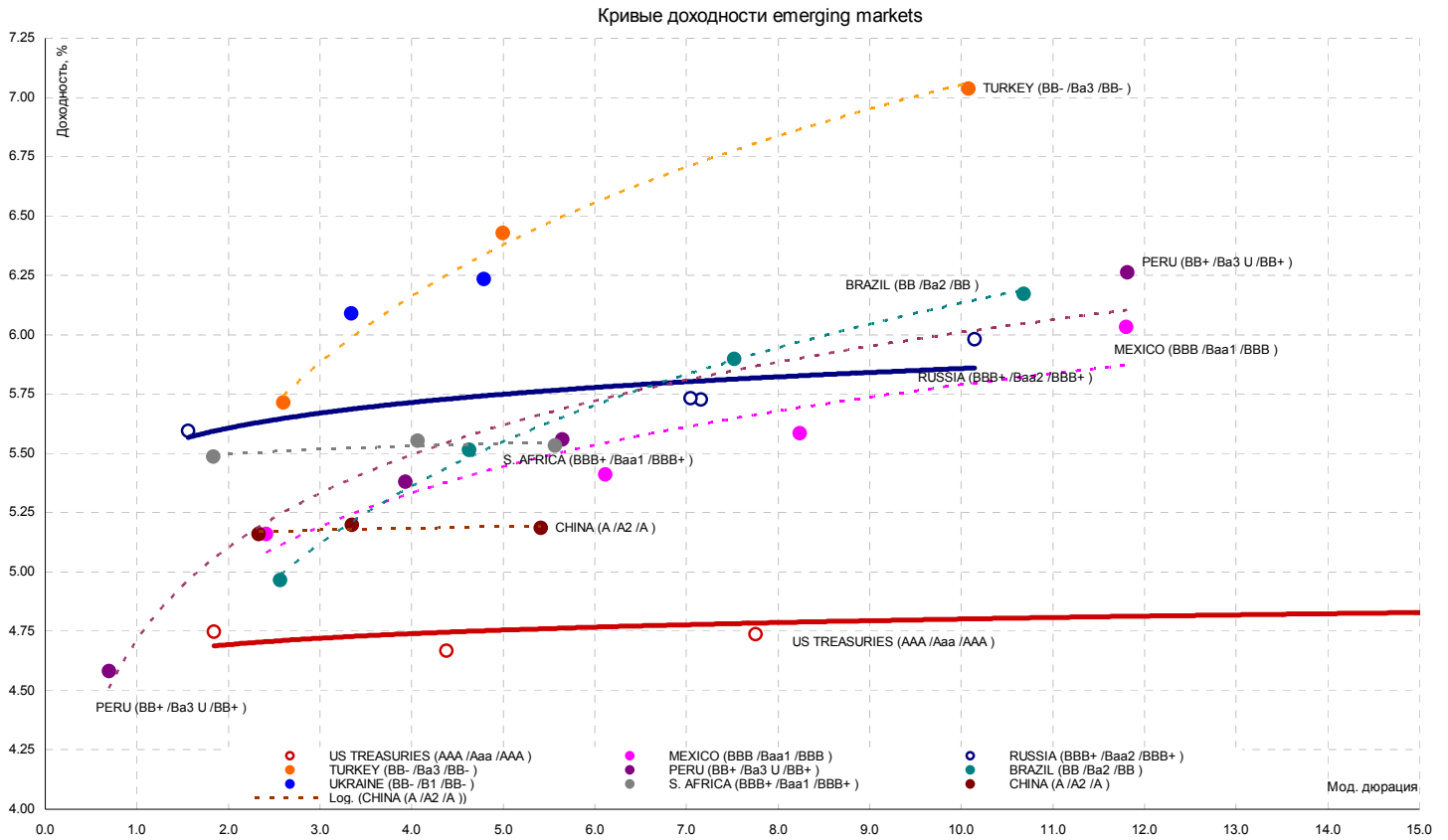
Кривая доходности российских корпоративных еврооблигаций



Кривая доходности российских CLN







Источники: REUTERS

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822

[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)[Bank\\_of\\_Moscow\\_FI\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru)

Директор департамента

**Тремасов Кирилл**[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Начальник управления анализа рынка акций

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

Экономика

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Нефть и газ

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

Нефтехимия и нефтепереработка

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

Телекоммуникации

Мусяенко Ростислав

[Musienko\\_RI@mmbank.ru](mailto:Musienko_RI@mmbank.ru)

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

[Ljamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Ljamin_MY@mmbank.ru)

Минеральные удобрения

Веселова Ольга

[Veselova\\_OV@mmbank.ru](mailto:Veselova_OV@mmbank.ru)

Стратегия

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)

Электроэнергетика

Скворцов Дмитрий

[Skvortsov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)

Металлургия

Скворцов Дмитрий

[Skvortsov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)

Банковский сектор

Веселова Ольга

[Veselova\\_OV@mmbank.ru](mailto:Veselova_OV@mmbank.ru)

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)**Начальник отдела анализа долговых рынков**

Федоров Егор

[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

Долговые рынки

Ковалева Наталья

[Kovaleva\\_NY@mmbank.ru](mailto:Kovaleva_NY@mmbank.ru)

Долговые рынки

Чупрына Татьяна

[Chupryna\\_TV@mmbank.ru](mailto: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 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.