

US-Treasuries

Основной тенденцией на рынке us-treasuries в течение последних полутора месяцев стал опережающий рост доходностей краткосрочных бумаг над долгосрочными. Рост доходностей краткосрочных treasuries был спровоцирован пересмотром ожиданий наиболее агрессивно настроенных участников рынка – ожидания снижения учетной ставки на 50-75 б.п. постепенно пересматриваются в сторону более умеренной политики, снижения ставки на 25 б.п.

Мы предполагаем, что ФРС снизит учётную ставку до 5% в течение года. В краткосрочной перспективе ситуация в экономике США позволяет ФРС сохранять учетную ставку на текущем уровне. Доходности 10-летних us-treasuries в ближайшее время будут оставаться в диапазоне 4,6 – 4,8% годовых. При этом вероятен умеренный рост доходностей 2-летних treasuries.

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Залеская Анастасия
Zalasskaya_AV@mmbank.ru

Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Чупрына Татьяна
Chupryna_TV@mmbank.ru

Emerging markets

За минувшие полтора месяца ситуация на emerging markets осталась стабильной. В ближайшем будущем мы видим сохранение текущей ситуации, однако в очередной раз обращаем на внимание минимальные исторические уровни спрэдов, являющихся весьма чувствительными к негативному развитию событий на рынке базовых активов.

Российские еврооблигации

Динамика котировок российских еврооблигаций, в целом, определялась общими настроениями на emerging markets. Мы полагаем, что в ближайшее время спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 будет оставаться в диапазоне 95-105 б.п. Весомых поводов для существенного суверенного спрэда пока нет. К концу 2007 года сужение российского спрэда до 80 б.п. возможно только при благоприятном стечении обстоятельств. Необходимым условием для этого является повышение суверенного рейтинга России, что остается под большим вопросом.

Внутренние долговые рынки

Внутренний долговой рынок продолжает умеренный рост на фоне высокой денежной ликвидности, удвоившейся за счет притока капитала в страну. Мы оптимистично смотрим на ближайшую перспективу и полагаем, что изменение ожиданий на внешних долговых рынках не повлияет на внутреннюю конъюнктуру. Нашей основной тревогой по-прежнему остается сегмент distressed debt. Одним из ключевых событий мая мы считаем размещение первых ипотечных облигаций АИЖК.

Торговые идеи/ Модельный портфель

Среди рекомендаций этого месяца: Виктория-2, ОФЗ 46020 и МОИТК-1. Мы считаем, что, несмотря на уже состоявшееся снижение процентных ставок на рынке рублевого долга, эти бумаги все еще сохраняют апсайд. Мы обращаем внимание инвесторов на выпуск Виктория-02, который вдобавок к хорошим финансовым показателям эмитента интересен еще и с точки зрения высокой дюрации. Выпуск МОИТК-1 сохраняется в списке рекомендаций благодаря хорошему аппетиту инвесторов на квази-муниципальные долги московской области. Добавлена рекомендация по выпуску ОФЗ 46020, который, на наш взгляд, интересен с двух точек зрения: явной премии к кривой ОФЗ и долгосрочного апсайда государственных рублевых облигаций, несущих в себе валютную составляющую укрепляющегося рубля. Среди прочих рекомендаций - выпуск ХКФ-2, имеющий перспективы роста после появления информации слиянии НОМОС и ХКФ банков. Мы корректируем модельный портфель в соответствии с нашими рекомендациями.

US-Treasuries	2
Emerging markets	5
Российские еврооблигации	7
Корпоративные еврооблигации	8
Внутренний долговой рынок	10
Торговые идеи	14
Модельный портфель	16
Российская статистика	17
Кривые доходностей	21

US-Treasuries

Основной тенденцией на рынке us-treasuries в течение последних полутора месяцев стал опережающий рост доходностей краткосрочных бумаг над долгосрочными. Рост доходностей краткосрочных treasuries был спровоцирован пересмотром ожиданий наиболее агрессивно настроенных участников рынка – ожидания снижения учетной ставки на 50-75 б.п. постепенно пересматриваются в сторону более умеренной политики, снижения ставки на 25 б.п.

Мы предполагаем, что ФРС снизит учетную ставку до 5% в течение года. В краткосрочной перспективе ситуация в экономике США позволяет ФРС сохранять учетную ставку на текущем уровне. Доходности 10-летних us-treasuries в ближайшее время будут оставаться в диапазоне 4,6 – 4,8% годовых. При этом вероятен умеренный рост доходностей 2-летних treasuries.

Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

	Изм-е, б.п.					
	15.05.07	С 30.03.07	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Fed Funds Rate	5.25	0	0	25	0	250
UST 02	4.74	16	-3	-24	-8	119
UST 05	4.63	9	3	-42	-7	68
UST 10	4.71	6	9	-45	1	39
UST 30	4.88	4	17	-40	7	20

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Основной тенденцией на рынке us-treasuries в течение последних полутора месяцев стал опережающий рост доходностей краткосрочных бумаг над долгосрочными. Спрэд между 10-летними и 2-летними us-treasuries вновь принял отрицательное значение. Доходности 2-летних UST с начала апреля выросли на 16 б.п., тогда как доходности 10-летних – только на 6 б.п. Рост доходностей краткосрочных treasuries был спровоцирован несколько запоздалым пересмотром ожиданий наиболее агрессивно настроенных участников рынка – ожидания снижения учетной ставки на 50-75 б.п. постепенно пересматриваются в сторону более умеренной политики, снижения ставки на 25 б.п. В пресс-релизе майского заседания Комитета по открытым рынкам FOMC в очередной раз повторил, что приоритетным риском является риск роста инфляции. По данным Bloomberg объем открытых коротких позиций по фьючерсам на 2-летние treasuries на CBOТ составляет более \$88 млрд. – рекордный уровень с 1993 года. Таким образом, существующий разрыв между доходностями 2-летних казначейских обязательств и ставкой fed funds в 50 – 55 б.п., учитывая пересмотр ожиданий, выглядит весьма некомфортно.

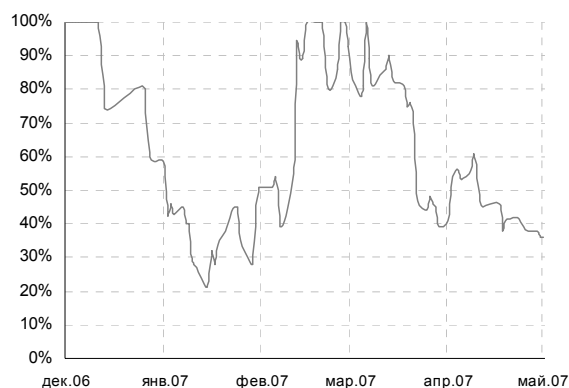
В настоящее время вероятность снижения ставки на 25 б.п. к концу года оценивается рынком около 75%, тогда как еще в начале марта рынок был на 100% уверен в ее снижении на 50 б.п. Вероятность ее снижения на 50 б.п. к концу года составляет менее 40%.

Вероятности снижения ставки ФРС США, %*

Месяц	до 5.0%	до 4.75%	до 4.50%	Даты объявления реш-я FOMC
июн.07	0.0	0.0	0.0	28.06.07
июл.07	4.0	2.0	1.3	
авг.07	10.0	5.0	3.3	07.08.07
сен.07	18.0	9.0	6.0	18.09.07
окт.07	32.0	16.0	10.7	31.10.07
ноя.07	50.0	25.0	16.7	
дек.07	72.0	36.0	24.0	11.12.07
январ.08	84.0	42.0	28.0	
фев.08	100.0	56.0	37.3	
мар.08	100.0	59.0	39.3	
апр.08	100.0	73.0	48.7	

Источники: CBOТ, Fed, расчеты Банка Москвы

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



Источники: REUTERS, Банк Москвы

Экономика США

Макроэкономические данные, опубликованные в апреле – первой половине мая, содержали большое количество «сюрпризов» как позитивных с точки зрения долгового рынка, так и негативных, что привело к отдельным существенным «всплескам» волатильности. Среди важных для рынка изменений стоит отметить **улучшение инфляционной картины**, что, безусловно, позитивно для долгового рынка. Бурную реакцию вызвала публикация основного инфляционного ориентира ФРС, индекса потребительских расходов. По итогам 12 месяцев рост PCE Core оставил 2,1%, что уже несущественно выше ориентиров, неоднократно озвученных ФРС (2%). Апрельские данные по индексу потребительских цен показали, что за 12 месяцев рост CPI Core составил 2,4%. Напомним, что с июля прошлого года по февраль текущего этот показатель держался в диапазоне 2,7 – 2,9%.

Впрочем, позитивный эффект от снижения инфляционных показателей был нивелирован пересмотром ожиданий наиболее агрессивных настроенных участников рынка, ранее рассчитывающих на двукратное и даже трехкратное снижение учетной ставки. В официальном пресс-релизе последнего заседания FOMC акцент по-прежнему был сделан на преобладание рисков ускорения инфляции над рисками ослабления экономики. Таким образом, существующие уровни инфляции все еще являются преградой для снижения ставки.

Показатели деловой активности по-прежнему демонстрируют противоречивые сигналы. В частности высокая неопределенность сохраняется в секторе строительства. Так в апреле существенно вырос объем строительства новых домов, тогда как количество разрешений на строительство, напротив, снизилось до самого низкого уровня с июня 1997 года. Значительный рост в апреле продемонстрировал индекс промышленного производства.

В текущей ситуации ключевое значение приобретает статистика по рынку труда. На наш взгляд, первые сигналы надвигающейся рецессии могут прозвучать именно отсюда. Данные в течение последних 4 месяцев демонстрировали очень высокую волатильность, что не позволяет сделать выводов об установлении четкой тенденции. После резкого всплеска активности в марте ключевой показатель, количество новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе, вернулся на относительно низкий уровень марта, составив 88 тыс. Для сравнения, среднее значение этого показателя в 2006 году составило 189 тыс.

Ярким событием стала публикация первой оценки ВВП США за I квартал 2007 года. Данные оказались заметно ниже прогнозов: в I квартале рост ВВП составил 1,3% по сравнению с 2,5% в IV квартале 2006 года и 3,3% по итогам 2006 года (прогноз 1,8%). Однако стоит отметить, что, как показывает предыдущий опыт, финальная оценка ВВП в большинстве случаев значительно отличается от первой оценки, так называемой, прогнозной. Причем в большинстве случаев финальная оценка была выше.

Прогнозы

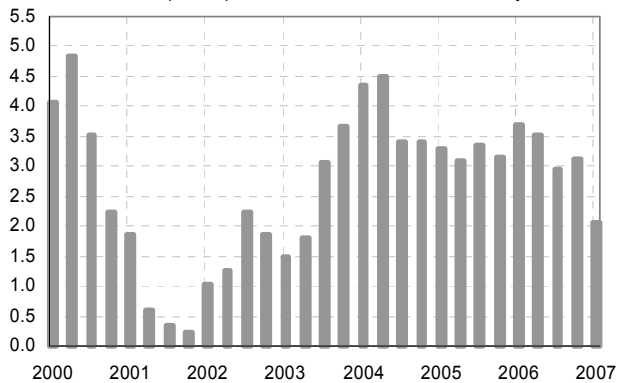
Мы по-прежнему придерживаемся нашего базового прогноза относительно дальнейших перспектив развития американской экономики, сценария *soft landing*, который предполагает относительную слабость американской экономики в первом полугодии и улучшение ситуации ближе к концу года. В то же время мы отмечаем сохраняющиеся достаточно высокими риски возникновения кризисных явлений, которые, в первую очередь, связаны с сектором строительства и недвижимости.

В рамках нашего базового сценария мы предполагаем, что ФРС снизит учетную ставку до 5% в течение года, более серьезное смягчение кредитно-денежной политики представляется нам маловероятным. Картина на рынке фьючерсов на ставку *fed funds*, в начале года отражавшая более оптимистичный (с точки зрения долгового рынка) взгляд участников рынка на дальнейшую политику ФРС, постепенно меняется. В настоящее время вероятность снижения ставки до 4,75% к концу года оценивается только в 30%. На наш взгляд, текущая ситуация в экономике США в краткосрочной перспективе позволяет ФРС сохранять учетную ставку на текущем уровне.

Наши прогнозы относительно диапазона доходностей для 10-летних *us-treasuries* на уровне 4,6 – 4,8% годовых пока оправдываются. В настоящее время мы не видим серьезных фундаментальных причин для серьезного изменения этого диапазона.

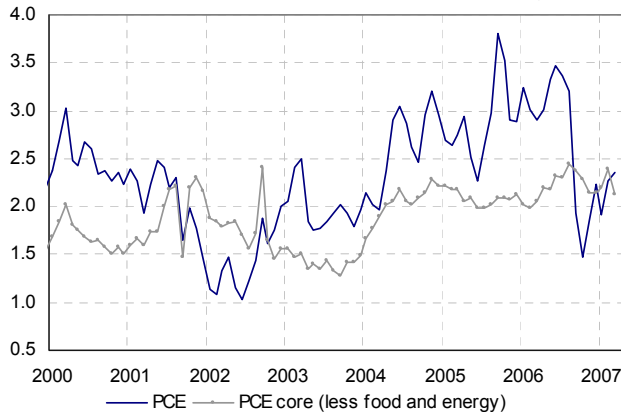
Макроэкономические индикаторы экономики США

Темпы роста реального ВВП США, % год к году



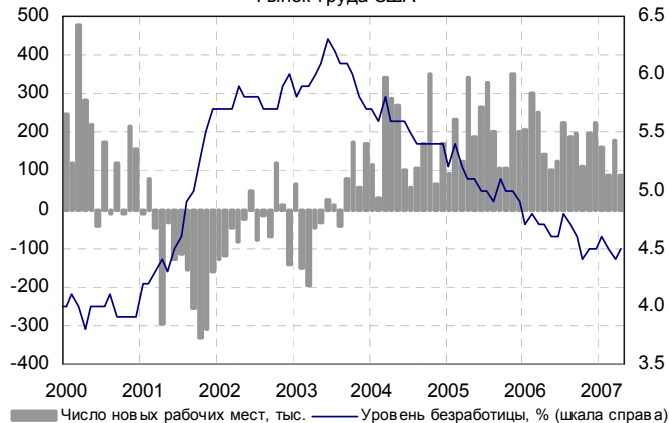
Источники: FRED II data

Индекс потребительских расходов (PCE), % год к году



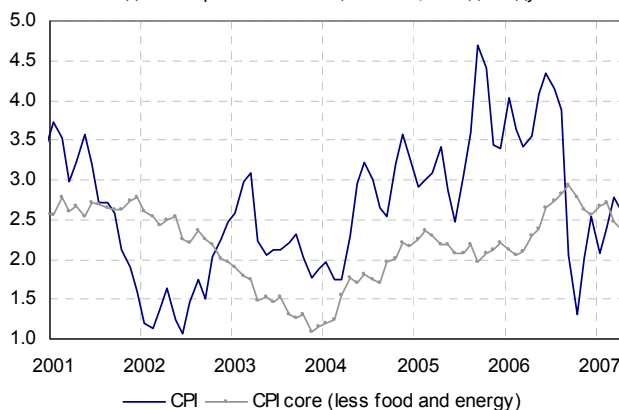
Источники: FRED II data

Рынок труда США



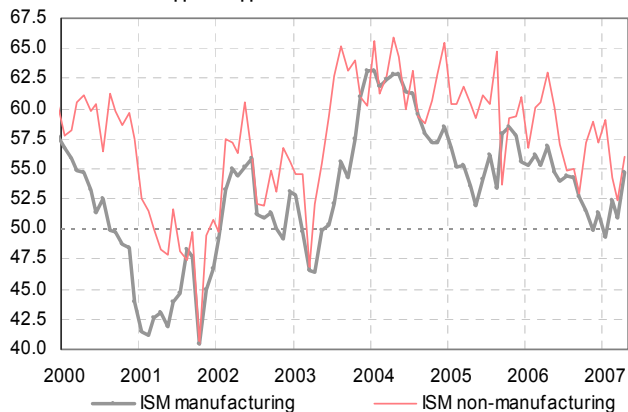
Источники: FRED II data

Индекс потребительских цен США, % год к году



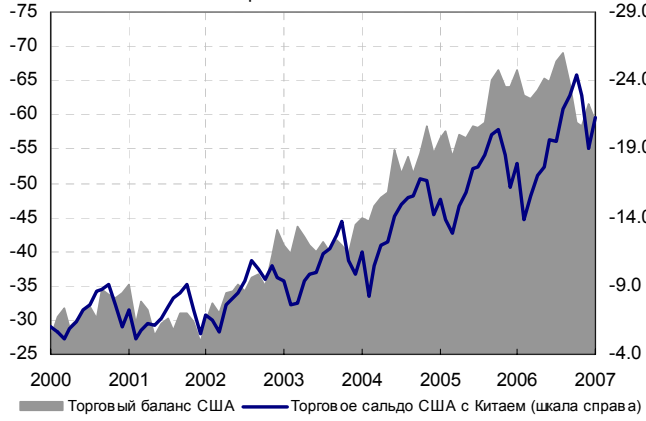
Источники: FRED II data

Индексы деловой активности США



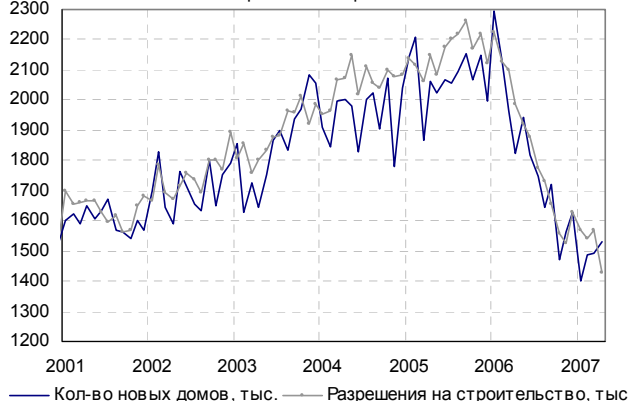
Источники: FRED II data

Торговый баланс США



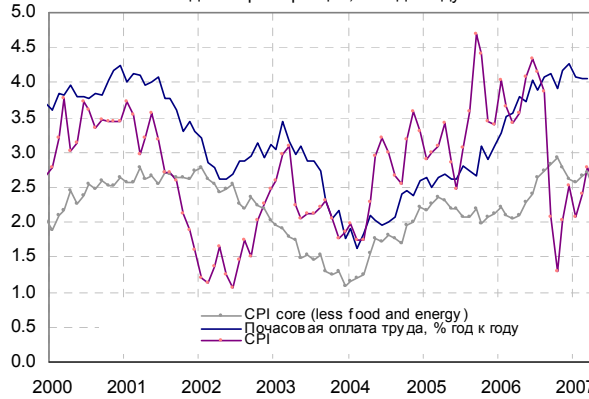
Источники: FRED II data

Строительный рынок США



Источники: FRED II data

Индикаторы инфляции, % год к году



Источники: FRED II data

Emerging markets

За минувшие полтора месяца ситуация на emerging markets осталась стабильной. В ближайшем будущем мы видим сохранение текущей ситуации, однако в очередной раз обращаем на внимание минимальные исторические уровни спрэдов, являющихся весьма чувствительными к негативному развитию событий на рынке базовых активов.

Конъюнктура emerging markets

	Изм-е					
	15.05.2007	С 30.03.07	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Полный доход, %						
EMBI+	420.8	0.9	5.0	14.6	3.3	28.3
EMBI+ Russia	459.2	0.6	3.5	11.6	2.2	19.2
EMBI+ Mexico	361.5	1.6	4.6	13.9	3.5	19.2
EMBI+ Brasil	614.8	2.0	8.3	21.1	6.0	41.8
EMBI+ Venezuela	597.2	-2.7	0.5	6.9	-2.9	30.2
EMBI+ Argentine	119.3	-9.1	2.1	27.0	-6.1	54.1
EMBI+ Turkey	268.9	2.0	5.9	12.7	4.0	24.0
Спрэды, б.п.						
EMBI+ Spread	159	-7	-30	-37	-11	-237
EMBI+ Russia Spread	93	-6	-17	-20	-4	-110
EMBI+ Mexico Spread	79	-18	-33	-53	-20	-113
EMBI+ Brasil Spread	150	-17	-68	-95	-43	-316
EMBI+ Venezuela Spread	244	-6	20	50	61	-239
EMBI+ Argentine Spread	284	79	-1	-67	67	-5251
EMBI+ Turkey Spread	195	-21	-37	-11	-13	-130

Источники: REUTERS

За минувшие полтора месяца ситуация на emerging markets осталась стабильной. Тем не менее, общая картина на emerging markets по-прежнему свидетельствует о неубывающем интересе к рискам развивающихся стран со стороны инвесторов. Так по итогам 1,5 месяцев индекс EMBI+ прибавил 0,9%. Спрэд индекса по сравнению с уровнем 1,5 месяца назад сузился на 7 б.п. и составил 159 б.п. Индекс еврооблигаций EMBI+ Россия вырос на 0,6%. Его спрэд уменьшился до 93 б.п., что на 6 б.п. ниже показателей конца марта.

В краткосрочной перспективе мы не видим явных причин для смены настроений со стороны инвесторов, также как и для резкого стоимости еврооблигаций развивающихся стран. По нашему мнению, в ближайшем будущем относительно стабильное положение emerging markets сохранится. Произойдет небольшое сужение спрэдов индексов, однако конечный результат будет недалек от текущих уровней. Тем не менее, как и раньше мы подчеркиваем, что ситуация на рынке еврооблигаций развивающихся стран напрямую всего зависит от дальнейшего развития событий на рынке базовых активов (us-treasuries). Минимальные уровни спрэдов еврооблигаций emerging markets несут в себе потенциальный риск. В случае негативного развития ситуации на рынке базовых активов, последствия на рынке еврооблигаций развивающихся стран не заставят себя ждать.

Кредитные рейтинги emerging markets

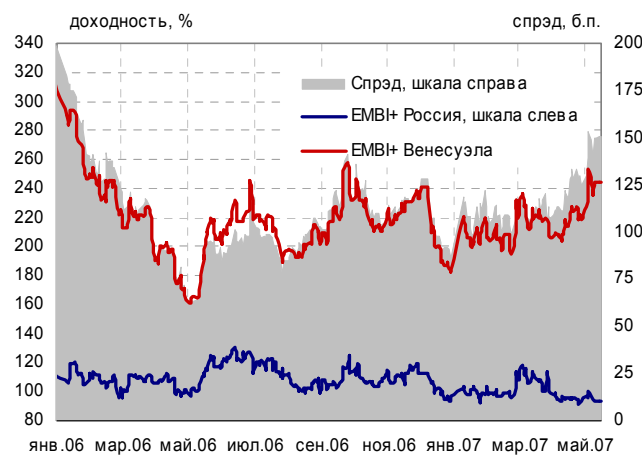
За истекшие 1,5 месяца были повышены рейтинги всего 2-х стран. Заметным событием стало повышение рейтинга Бразилии международным рейтинговым агентством «Fitch Rating». Рейтинг был изменен с «BB» до «BB+». Прогноз по рейтингу – стабильный. В качестве основных причин данного решения было названо существенное улучшение во внешнем балансе страны, подкрепленным разумной макроэкономической политикой и ростом внутренних сбережений. Единственным изменением со стороны агентства «Moody's» за данный период стало повышение рейтинга Доминиканской республике с «B3» до «B2». Для Камбоджи и Марокко апрель ознаменовался присвоением рейтингов со стороны рейтинговых агентств «Standard & Poor's» и «Fitch Rating» соответственно. Рейтинг Камбоджи оценен на уровне «B+», прогноз по рейтингу – стабильный, а рейтинг Марокко – «BBB-», прогноз – стабильный. В течение полутора месяцев прогнозы по рейтингам 8 стран были пересмотрены, рейтинги 9 стран были подтверждены.

Рейтинги emerging markets

Дата	Агентство	Страна, эмитент	Рейтинговое действие	Новый рейтинг	Новый прогноз	Прежний рейтинг	Прежний прогноз
5 апр 07	Fitch Ratings	Латвия	Пересмотр прогноза	A-	Негатив.	A-	Стаб.
5 апр 07	S&P	Румыния	Пересмотр прогноза	BBB-	Стаб.	BBB-	Позитив.
5 апр 07	S&P	Украина	Пересмотр прогноза	BB-	Негатив.	BB-	Стаб.
5 апр 07	Fitch Ratings	Чехия	Подтверждение рейтинга	A	Стаб.	A	Стаб.
5 апр 07	S&P	Казахстан	Подтверждение рейтинга	BBB	Стаб.	BBB	Стаб.
10 апр 07	S&P	Бенин р-ка	Пересмотр прогноза	B	Стаб.	B	Негатив.
19 апр 07	S&P	Камбоджа	Присвоение рейтинга	B+	Стаб.		
19 апр 07	Fitch Ratings	Марокко	Присвоение рейтинга	BBB-	Стаб.		
23 апр 07	Fitch Ratings	Шри Ланка	Подтверждение рейтинга	BB-	Негатив.	BB-	Негатив.
25 апр 07	S&P	Сербия	Подтверждение рейтинга	BB-	Позитив.	BB-	Позитив.
1 мая 07	Fitch Ratings	Армения	Пересмотр прогноза	BB-	Позитив.	BB-	Стаб.
1 мая 07	Moody's	Доминиканская р-ка	Повышение рейтинга	B2	Стаб.	B3	Стаб.
3 мая 07	S&P	Уругвай	Пересмотр прогноза	B+	Позитив.	B+	Стаб.
3 мая 07	S&P	Панама	Пересмотр прогноза	BB	Позитив.	BB	Стаб.
4 мая 07	Fitch Ratings	Мозамбик	Подтверждение рейтинга	B	Стаб.	B	Стаб.
10 мая 07	S&P	Нигерия	Подтверждение рейтинга	BB-	Стаб.	BB-	Стаб.
10 мая 07	Fitch Ratings	Бразилия	Повышение рейтинга	BB+	Стаб.	BB	Стаб.
10 мая 07	S&P	Гана	Подтверждение рейтинга	B+	Стаб.	B+	Стаб.
11 мая 07	Fitch Ratings	Тайланд	Подтверждение рейтинга	BBB+	Стаб.	BBB+	Стаб.
15 мая 07	Fitch Ratings	Корея	Подтверждение рейтинга	A+	Стаб.	A+	Стаб.
15 мая 07	Fitch Ratings	Чили	Пересмотр прогноза	A	Позитив.	A	Стаб.

Источники: рейтинговые агентства

Emerging markets – динамика ключевых суверенных спрэдов



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Российские еврооблигации

Динамика котировок российских еврооблигаций, в целом, определялась общими настроениями на emerging markets. Мы полагаем, что в ближайшее время спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 будет оставаться в диапазоне 95-105 б.п. Весомых поводов для существенного суверенного спрэда пока нет. К концу 2007 года сужение российского спрэда до 80 б.п. возможно только при благоприятном стечении обстоятельств. Необходимым условием для этого является повышение суверенного рейтинга России, что остается под большим вопросом.

Конъюнктура российских еврооблигаций

	Изм-е*					
	15.05.07	С 30.03.07	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Россия-30, цена	113.3	-0.1	0.9	6.4	0.2	5.0
Россия-30, YTM	5.67	0	-7	-69	1	-32
UST 10	4.71	6	9	-45	1	59
Спрэд России 30 и UST-10	97	-5	-15	-22	2	-90

Источники: REUTERS

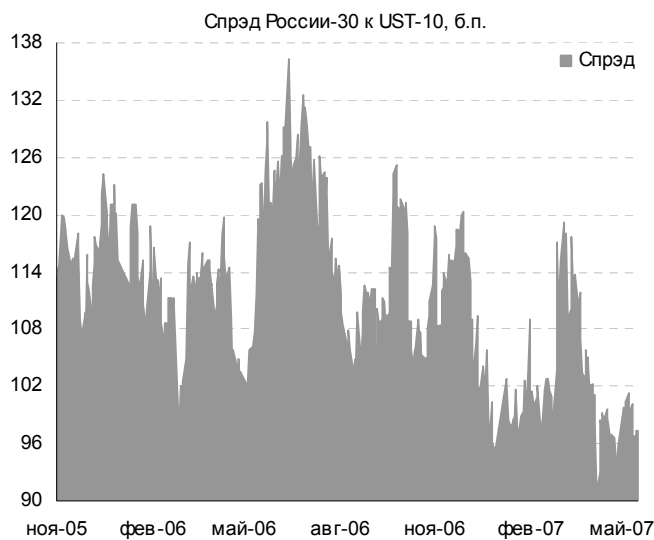
*Изменение для стоимости - %, для спрэдов и доходности - б.п.

Прошедшие полтора месяца не принесли ничего нового с точки зрения перспектив сокращения спрэда. Динамика котировок российских еврооблигаций, в целом, определялась общими настроениями на emerging markets. Следуя за базовыми активами, котировки российских еврооблигаций показали умеренное снижение. В то же время treasuries снизились в большей степени, что привело к небольшому сужению суверенного спрэда.

Мы полагаем, что в ближайшее время спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 будет оставаться в диапазоне 95-105 б.п. Весомых поводов существенного суверенного спрэда пока нет. К концу 2007 года сужение российского спрэда до 80 б.п. возможно только при благоприятном стечении обстоятельств. Необходимым условием для этого является повышение суверенного рейтинга России, что остается под большим вопросом. Одним из основных препятствий для изменения оценок рейтинговых агентств является неопределенность относительно будущей политической конъюнктуры в предвыборный год.



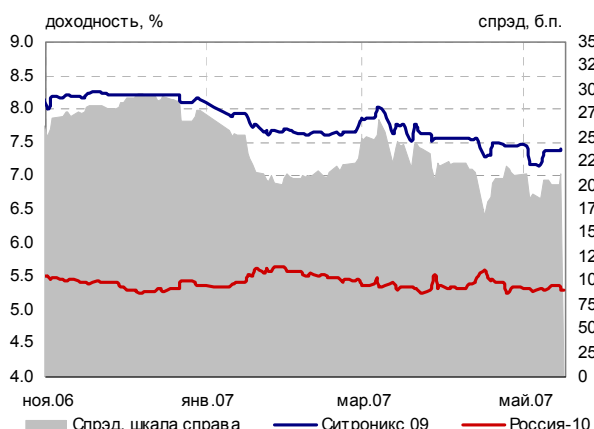
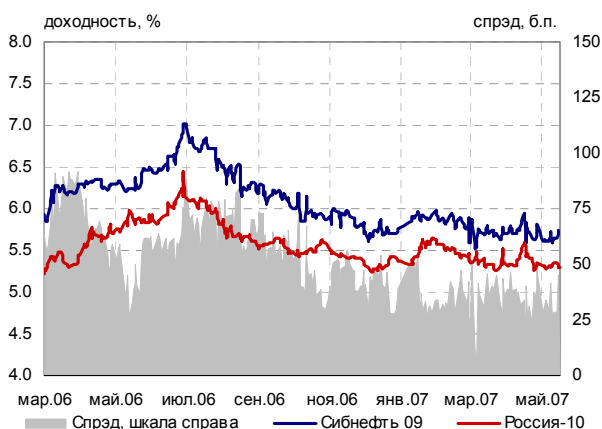
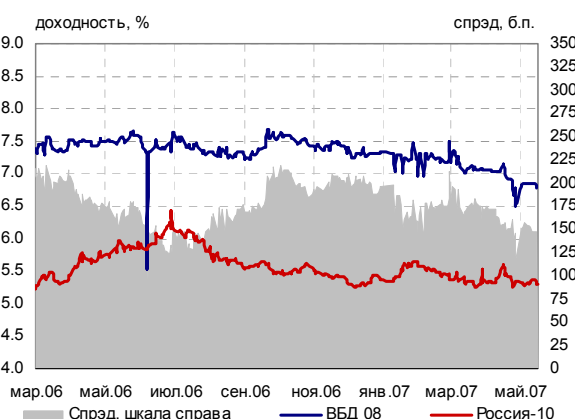
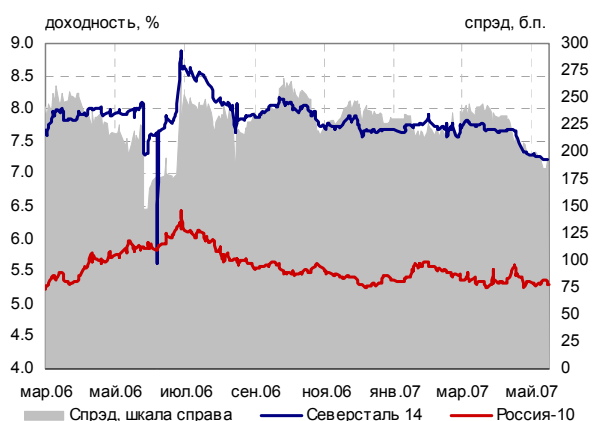
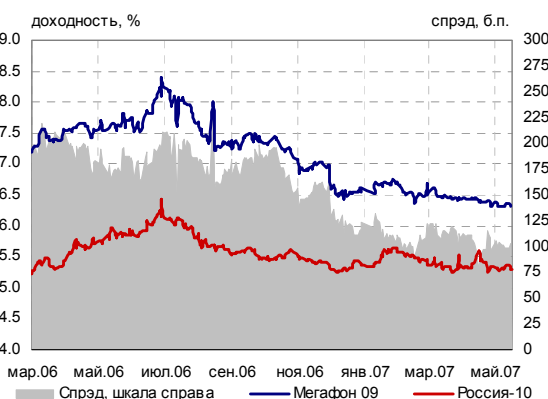
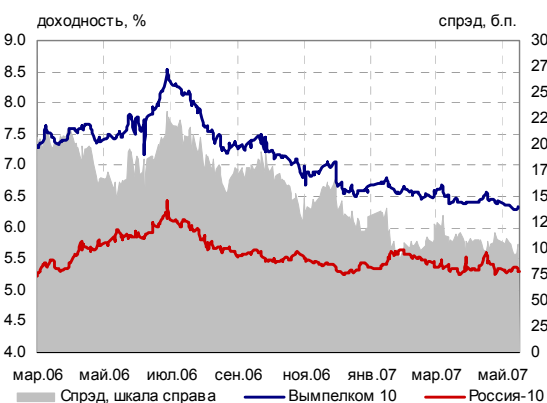
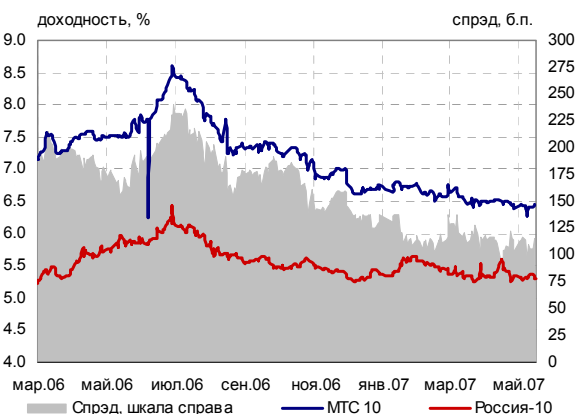
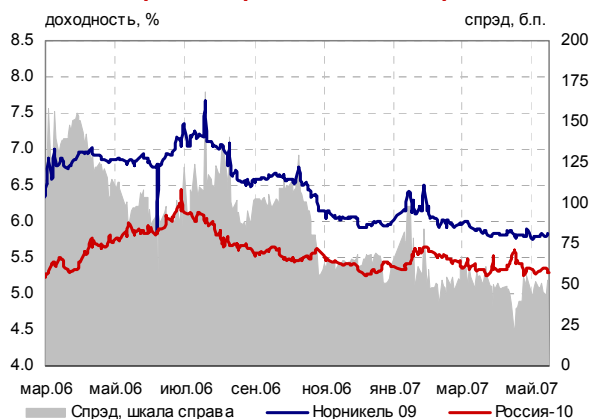
Источники: REUTERS



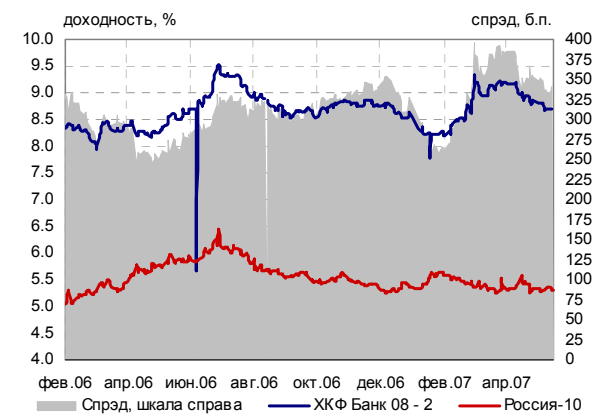
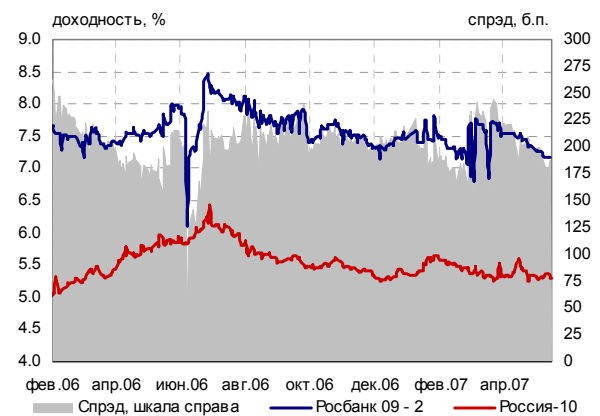
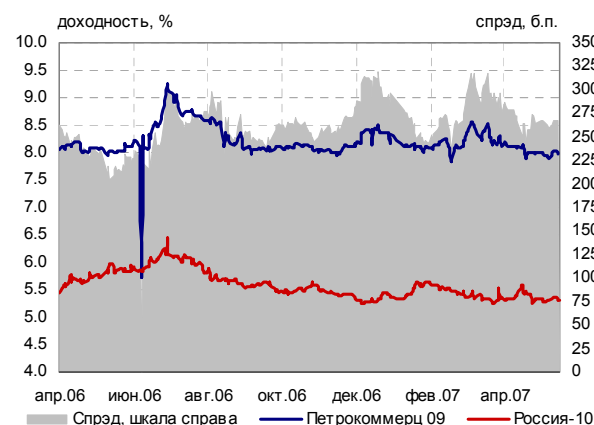
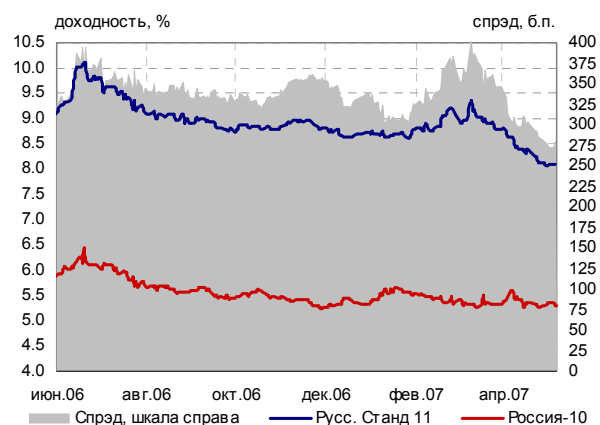
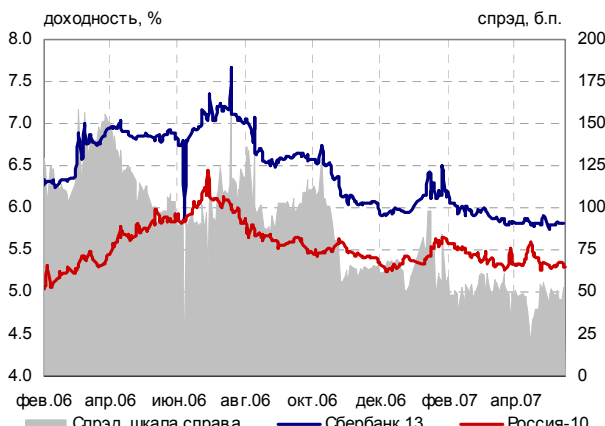
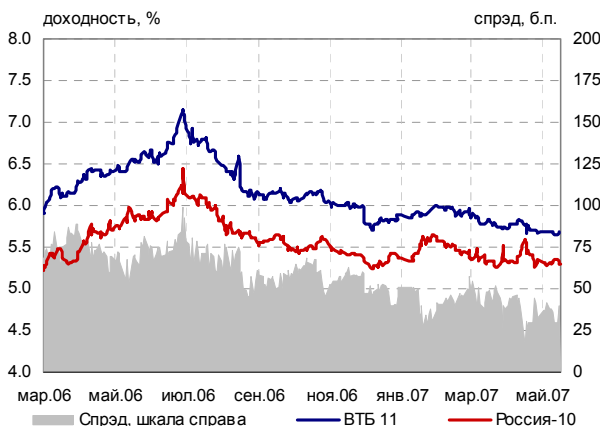
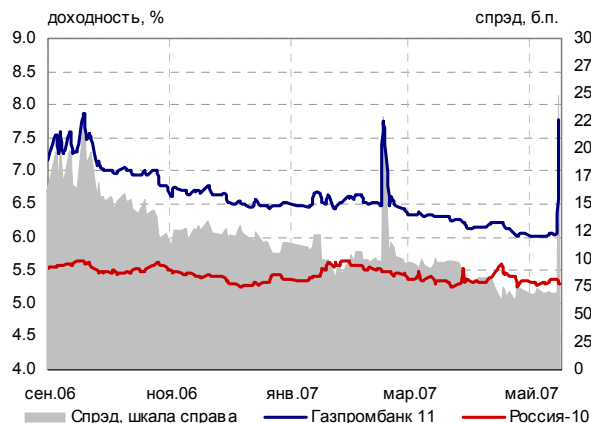
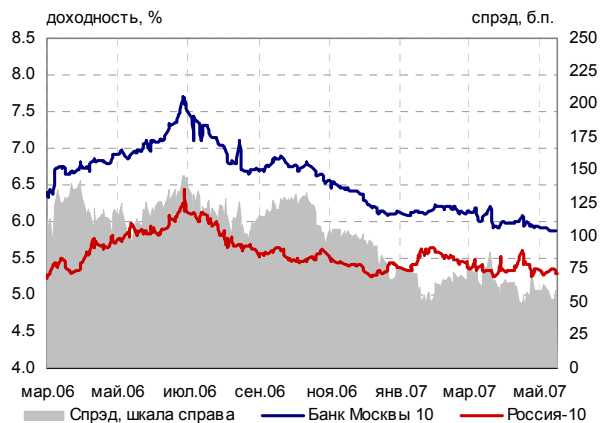
Источники: REUTERS

Корпоративные еврооблигации

Доходности и спреды еврооблигаций нефинансового сектора



Доходности и спреды финансового сектора



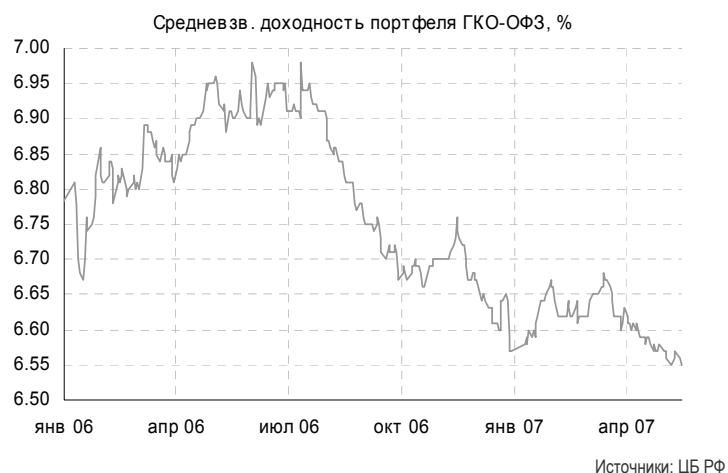
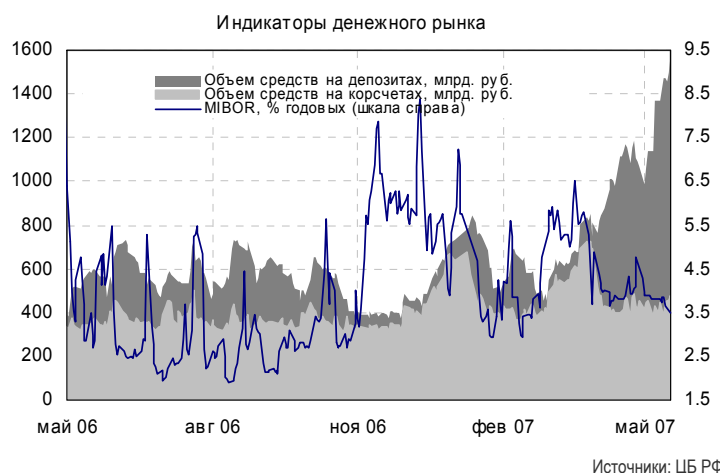
Внутренний долговой рынок

Рост за счет ликвидности

Внутренний долговой рынок продолжает умеренный рост на фоне высокой денежной ликвидности, удвоившейся за счет притока капитала в страну. Мы оптимистично смотрим на ближайшую перспективу и полагаем, что изменение ожиданий на внешних долговых рынках не повлияет на внутреннюю конъюнктуру. Нашей основной тревогой по-прежнему остается сегмент distressed debt. Одним из ключевых событий мая мы считаем размещение первых ипотечных облигаций АИЖК.

По итогам апреля – первой половины мая внутренний долговой рынок продемонстрировал умеренный рост. Основной причиной является высокий уровень рублевой ликвидности, объем которой удвоился по сравнению с началом марта. Причины

Снижение доходностей государственных облигаций составил в среднем 10 б.п., а средневзвешенная доходность портфеля ОФЗ по расчетам ЦБ составила 6,55% годовых. Общее снижение доходностей прошло также в секторе корпоративных облигаций (в среднем на 16 б.п.) и облигациях региональных органов власти (-13 б.п.). По нашим оценкам, средневзвешенная доходность корпоративных облигаций составила по состоянию на 15 мая 8,56%, муниципальных - 6,61% годовых.



В корпоративном секторе за исследуемый период наибольший доход принесли облигации 3-го эшелона. Доход их владельцев в среднем составил 10,92% годовых, в то же время риски таких облигаций наиболее высоки. Например, стандартное отклонение доходностей в этом эшелоне по нашим расчетам составляет 15,5%. Доходность эмитентов второго эшелона снизилась наиболее значительно - на 27 б.п., а ее средневзвешенное значение составило 8,12% годовых. Доход инвесторов за период владения составил 10,5% годовых. Риски здесь намного ниже, чем в третьем эшелоне. Стандартное отклонение дохода составило 4,5%.

Корпоративные облигации «Blue chips» принесли инвесторам порядка 9,1% годовых. Средневзвешенная доходность облигаций на середину мая составила 6,78% годовых, а ее снижение за 1,5 месяца составило по нашим оценкам всего 4 б.п.

Динамика рынка рублевых облигаций в апреле - первой половине мая

Сегмент	15.05.2007				30.03.2007				YTM change, b.p.	HPR, %	HPR. % год.	St. dev.
	YTM, %	St. dev.	M.dur	St. dev.	YTM, %	St. dev.	M.dur	St. dev.				
Корпоративные облигации	8.56	3.88	1.23	0.99	8.72	3.05	1.21	1.03	-16	1.27	10.26	11.33
Blue chips	6.75	0.65	2.64	1.48	6.78	0.74	2.62	1.68	-4	1.13	9.11	2.94
2-й эшелон	8.12	1.25	1.27	0.80	8.40	1.10	1.27	0.83	-27	1.30	10.49	4.53
3-й эшелон	11.47	4.80	0.80	0.49	11.57	3.39	0.79	0.52	-9	1.34	10.92	15.53
Муниципальные облигации	6.61	1.01	1.80	1.27	6.74	0.98	1.89	1.27	-13	1.10	8.90	6.03
Государственные облигации	6.04	0.75	3.87	3.40	6.14	0.66	4.08	3.49	-10	1.14	9.14	2.80

Источники: расчеты Банка Москвы

По нашим оценкам, по итогам апреля – первой половины мая квартала индекс капитализации всего сектора корпоративных облигаций вырос на 0,2%, субфедеральных и муниципальных облигаций –

практически не изменился, а индекс капитализации госбумаг прибавил 0,11%.

Совокупный доход от инвестиций в рублевые облигации за 1,5 месячный период распределился следующим образом: корпоративные облигации в среднем принесли владельцам 9,69% годовых, субфедеральные - 9,24% годовых, госбумаги - 7,11% годовых.

Изменение индексов рублевых облигаций

	Сектор			ТОП-10		
	Ценовой индекс	Полн. дох-ть	% год.	Ценовой индекс	Полн. дох-ть	% год.
Корпорат.	0.20	1.22	9.69	1.82	2.82	22.35
Субфед.	0.01	1.16	9.24	0.01	1.10	8.74
Государств.	0.23	0.90	7.11	0.47	1.32	10.49

Источники: расчеты Банка Москвы



Источники: расчеты Банка Москвы



Источники: расчеты Банка Москвы

Корпоративные облигации второго эшелона - лидеры роста в апреле - первой половине мая

Выпуск	HPR, %	HPR, % год.	Цена, %		YTM or YTP, %		Объем выпуска, млн. руб.	Купон, %	Погашение	Оферта	Дюрация	
			15.05.07	30.03.07	15.05.07	30.03.07						
УРСАБанк 5	3.5	28.9	104.45	102.00	9.01	9.72	-71	3000	10.05	18.10.11	-	3.7
Ленэнерго02	3.4	27.6	102.40	100.00	8.07	8.72	-65	3000	8.54	27.01.12	-	3.9
ОМЗ-5 об	2.6	20.5	102.60	101.10	7.68	8.46	-78	1500	8.80	30.08.11	01.09.09	2.1
Возрожд 01	2.6	20.5	101.45	100.00	8.53	9.15	-62	3000	8.95	03.03.10	-	2.5
Миракс 02	2.6	20.3	104.20	102.95	9.15	9.85	-70	3000	10.99	17.09.09	-	2.1
КОПЕЙКА 03	2.5	20.1	101.30	100.00	9.80	10.16	-37	4000	9.80	15.02.12	20.08.08	1.2
МонеткаФ-1	2.5	20.4	100.10	98.90	10.76	12.91	-214	1000	10.70	14.05.09	15.11.07	0.5
Мечел ТД-1	2.5	19.9	95.00	93.35	8.33	9.08	-75	3000	5.50	12.06.09	-	1.9
ПромТр02об	2.5	20.4	102.45	101.20	8.14	9.75	-161	3000	10.75	18.10.11	22.04.08	0.9
ДМЦЕНТРоб1	2.4	19.7	101.10	99.70	8.48	8.73	-25	1150	8.50	26.05.15	-	5.8
Амурмет-02	2.3	18.3	101.15	100.00	8.86	9.35	-50	2000	9.15	26.02.10	-	2.5
ДальСвз2об	2.2	17.9	104.10	102.90	7.42	7.92	-50	2000	8.85	30.05.12	02.06.10	2.6
РусьБанк-1	2.2	17.2	102.15	101.22	8.89	9.52	-63	1400	10.00	19.03.09	-	1.7
СЗТелек4об	2.0	16.2	102.45	101.40	7.86	8.58	-72	2000	8.10	08.12.11	11.12.08	1.5
Миракс 01	2.0	16.2	102.25	101.75	10.00	10.67	-67	1000	12.50	19.08.08	-	1.2
Мечел 2об	2.0	16.0	102.83	101.83	7.49	7.89	-40	5000	8.40	12.06.13	16.06.10	2.7
ТМК-02 обл	1.9	15.1	101.00	100.05	7.13	7.72	-58	3000	7.60	24.03.09	-	1.8
СанИнтБрю2	1.9	15.1	101.30	100.40	7.49	7.96	-47	4000	8.00	13.08.09	-	2.1
МКБ 02обл	1.9	15.3	101.00	100.38	8.70	10.01	-131	1000	10.40	04.06.09	06.12.07	0.5
АвтомирФ-1	1.8	14.6	100.65	100.27	9.27	10.92	-165	1000	11.66	01.09.09	04.09.07	0.3
УГМК-УЭМ01	1.8	14.6	100.80	100.00	8.08	8.42	-34	3000	8.25	28.02.12	02.03.10	2.5
ПятерочФ 2	1.8	14.8	104.00	103.25	8.15	8.43	-28	3000	9.30	14.12.10	-	3.0
КуйбАзот-2	1.8	14.2	100.98	100.30	8.67	8.90	-23	2000	8.80	04.03.11	-	3.3
ХКФ Банк-3	1.7	13.8	100.55	100.00	9.32	9.79	-47	3000	9.45	16.09.10	18.09.08	1.3

Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Первичный рынок

Апрель стал наиболее активным месяцем в этом году с точки зрения первичных размещений. Всего за месяц было размещено 33 выпуска общим объемом 57.35 млрд. руб., в том числе 4 муниципальных выпуска объемом 21 млрд. руб.

Совокупный спрос на корпоративные облигации превысил предложение в более чем в 1,5 раза, в спрос на субфедеральные и муниципальные выпуски превысил предложение более чем в 1,7 раза.

Совокупный объем размещений в мае по нашим оценкам может составить более 30 млрд. руб., учитывая абсолютно «мертвый сезон» в первой половине месяца.

По нашим оценкам в настоящее время на ММВБ объем корпоративного рынка облигаций составляет порядка 1015 млрд. руб. На ММВБ обращаются более 520 выпусков корпоративных облигаций порядка 380 эмитентов.

Итоги размещений негосударственных выпусков облигаций в апреле - начале мая 2007 г.

Инструмент	Серия выпуска	Дата начала размещения	Объем выпуска (предложения), млн. руб.	близ оферта/ погашение, лет	Доходность к оферте/ погашению, %	Bid-to-cover ratio
Ярославская область	34007	03.04.2007	2000	3.00	8.20	1.10
Севкабель-Финанс	3	03.04.2007	1500	1.50	11.73	1.68
МаирИнвест	3	04.04.2007	2000	2.00	11.46	1.70
АСПЭК	1	04.04.2007	1500	1.50	12.55	1.00
Банк ЗЕНИТ	4	04.04.2007	3000	1.00	8.29	1.90
Паркет-Холл-Сервис	1	05.04.2007	300	1.50	13.76	1.00
Тюменьэнерго	2	05.04.2007	2700	3.00	7.85	2.83
Холидей Финанс	1	05.04.2007	1500	1.50	11.46	1.33
АПК Аркада	3	05.04.2007	1200	1.50	14.12	1.25
Русские масла	1	05.04.2007	1000	1.50	12.89	1.00
Автовазбанк	1	06.04.2007	800	1.00	12.50	1.00
РМК-Финанс	1	10.04.2007	3000	3.00	8.94	2.00
ЕЭСК	2	12.04.2007	1000	3.00	8.93	1.90
Магnezит	2	12.04.2007	2500	2.00	8.95	1.96
Амазонит	1	16.04.2007	100	1.50	15.56	1.00
АИЖК р-ки Алтай	1	17.04.2007	300	3.00	11.70	1.00
Юниаструм банк	2	17.04.2007	1500	1.50	11.20	1.71
Финансовая компания НЧ	1	17.04.2007	1000	1.50	11.25	1.00
Мосмарт	1	19.04.2007	2000	1.00	11.30	1.25
Карелия	34010	19.04.2007	500	4.00	8.18	1.00
Заводы Гросс	1	19.04.2007	1000	1.00	13.10	1.00
Уфаойл-ОПТАН	1	19.04.2007	1500	1.00	12.36	1.08
Жилсоципотеха-Финанс	2	19.04.2007	1500	1.00	11.30	1.54
Банк Русский Стандарт	8	20.04.2007	5000	1.50	8.42	1.54
ТОППРОМ-ИНВЕСТ	1	20.04.2007	500	1.00	13.10	1.00
Банк Солидарность	2	24.04.2007	950	1.00	11.14	1.34
Виват-финанс	1	24.04.2007	1000	1.50	12.36	1.25
Интурист	1	25.04.2007	1000	3.00	9.20	2.50
ЮЛК-Финанс	1	25.04.2007	1000	1.00	14.75	1.00
КД авиа-Финансы	1	25.04.2007	1000	1.00	13.42	1.10
Ленэнерго	3	25.04.2007	3000	5.00	8.18	1.47
Московская обл.	25007	25.04.2007	16000	7.00	7.11	1.75
ОГК-6	1	26.04.2007	5000	3.00	7.69	1.24
Якутия	35002	26.04.2007	2500	7.00	8.03	1.98
Томск-Инвест	1	26.04.2007	500	1.50	13.10	0.72
ПИВДОМ	1	26.04.2007	1000	1.50	13.42	1.00
Связь-банк	1	26.04.2007	2000	2.00	9.20	1.20
Сибкадемстрой	1	15.05.2007	500	1.00	12.89	1.00
Полесье	1	15.05.2007	500	1.00	13.37	1.00
Русфинанс Банк	3	16.05.2007	4000	2.00	7.69	1.00
Челябэнерго	1	17.05.2007	600	1.00	8.58	2.88
Мособлгаз	1	17.05.2007	2500	1.50	8.99	2.70
ТГК-8 (ЮГК)	1	17.05.2007	3500	2.00	8.16	1.47

Источники: REUTERS, Банк Москвы

АИЖК – первые ипотечные облигации

Одним из ключевых событий мая мы считаем размещение первых ипотечных облигаций АИЖК, которое намечено на 23 мая. Инвесторам будут предложен выпуск ООО «Первый ипотечный агент» с объемом 2,9 млрд. руб. с датой официального погашения – 15 февраля 2039 года. Тем не менее, затраты на покупку облигаций должны окупиться гораздо раньше. Ожидаемая дюрация по выпуску составит 3,5 года (при расчетном коэффициенте досрочного погашения CPR - 15%). Ожидаемая доходность при этом должна составить 7,25 – 7,50% годовых – на 100 – 125 б.п. выше кривой ОФЗ при том, что агентство Moody's присвоило выпуску предварительный рейтинг «А3» - на две ступени выше суверенного рейтинга России.

Базовый актив

Облигации обеспечены пулом ипотечных закладных. По состоянию на 28.04.2007 года объем ипотечного покрытия составил 7,6 млрд. руб. Т.е. превышал объем выпуска в 2,3 раза. Ожидается, что ипотечные закладные будут погашаться ускоренными темпами, что должно существенно сократить срок обращения бумаг. Ожидаемый процент досрочного погашения – около 15% в год. В таком случае ожидаемый срок обращения бумаг должен составить в районе 3,5 лет.

Усиление кредитного качества в рамках российского законодательства

Структура выпуска является уникальной для рублевых выпусков облигаций и приближена к международным стандартам, но в части права – полностью регулируется российским законодательством. Выпуск разделен на три транша с разной степенью субординированности. Наиболее защищенный из них будет предлагаться инвесторам. Облигации класса «Б» и класса «В» предназначены для усиления кредитного качества выпуска. Объем выпусков класса «Б» и «В» составляет 264 млн. руб. и 130,8 млн. руб. соответственно. Все платежи по основному долгу и процентам будут в первую очередь направляться на погашение платежей и основного долга облигаций класса «А». Распределение убытков ложится на облигации разных классов обратным образом.

Основные характеристики и качество пула закладных

Общее количество закладных, лежащих в обеспечении по данным эмитента составляет 8168 шт. Текущий совокупный остаток основного долга - 3294.8 млн. руб., средний остаток основного долга по закладной 403.4 тыс. руб. Средняя процентная ставка 14,3% Средневзвешенный коэффициент LTV (отношение кредита к стоимости имущества) составляет 53,4%. Обычно считается нормальным если это соотношение не превышает 75%.

Характеристики закладных

Средневзвешенный срок жизни закладной, лет**	2.0
Средневзвешенный договорный срок до погашения, лет	15.2
Средневзвешенное текущее значение LTV, %	53.4
Средневзвешенное первоначальное значение LTV, %	57.8
Средневзвешенная годовая процентная ставка, %	14.3
Доля кредитов с фиксированной ставкой, %	100

Источники: данные эмитента

Риск/ доходность весьма привлекательны

Выпуск представляется нам очень привлекательным с точки зрения оценки риск/доходность. Агентство Moody's присвоило облигациям предварительный рейтинг А3 (что на две ступени выше оценки суверенного рейтинга Ваа3), в то же время, озвученный организаторами диапазон доходности при размещении в 7,25 – 7,50% годовых предлагает небольшой дисконт к кривой АИЖК (до 25 б.п.) и премию в размере 100 – 125 б.п.(!) к кривой ОФЗ. На наш взгляд, при ожидаемом сроке в 3,5 года премия за дебютный выпуск, новую структуру, prepayment risk (досрочное погашение) и возможное ограничение в ликвидности (объема в 2,9 млрд. руб. не хватит, чтобы удовлетворить аппетит серьезных игроков) – является слишком привлекательной для того, чтобы игнорировать участие в этом выпуске.

Размещение должно пройти весьма удачно

Мы полагаем, что выпуск будет интересен многим инвесторам, начиная от страховых компаний, частных УК, занимающихся управлением средств пенсионных накоплений и заканчивая коммерческими банками и нерезидентами.

На наш взгляд, высокий интерес к дебютному выпуску АИЖК обеспечен, что конечно негативно (для инвесторов) может сказаться на доходности при размещении. В тоже время мы полагаем, что выпуск будет интересен даже при покупке облигаций по нижней границе предварительного диапазона доходности, т.е. цифры свыше 7,25% годовых.

Торговые идеи

Среди рекомендаций этого месяца: Виктория-2, ОФЗ 46020 и МОИТК-1. Мы считаем, что, несмотря на уже состоявшееся снижение процентных ставок на рынке рублевого долга, эти бумаги все еще сохраняют апсайд. Мы обращаем внимание инвесторов на выпуск Виктория-02, который вдобавок к хорошим финансовым показателям эмитента интересен еще и с точки зрения высокой дюрации. Выпуск МОИТК-1 сохраняется в списке рекомендаций благодаря хорошему аппетиту инвесторов на квази-муниципальные долги московской области. Добавлена рекомендация по выпуску ОФЗ 46020, который, на наш взгляд, интересен с двух точек зрения: явной премии к кривой ОФЗ и долгосрочного апсайда государственных рублевых облигаций, несущих в себе валютную составляющую укрепляющегося рубля. Среди прочих рекомендаций - выпуск ХКФ-2, имеющий перспективы роста после появления информации слиянии НОМОС и ХКФ банков.

Основные торговые идеи

Выпуск	Цель	Дата рекомендации
МОИТК-1	8.60%	07.05.2007
Кора	11.30%	04.05.2007
Холидей	11.00%	04.05.2007
Метзавод им. Серова	8.06%	07.05.2007
ОФЗ 46020	6.60%	11.05.2007
Виктория-2	10.4% -10.5%	10.05.2007
ХКФ-2	8.75%	17.05.2007

Источники: Банк Москвы

Виктория-2 недооцененный выпуск с высокой дюрацией

В ежедневном обзоре за 10 мая 2007г. мы порекомендовали к покупке выпуск облигаций Виктория-2. Бумага уже показала существенный ценовой рост после выхода на вторичный рынок – доходность бумаги снизилась с 11,19% до 10,93%. Мы порекомендовали покупать выпуск с целью по доходности 10.4%-10.5%, что соответствует цене 101.00% -101.74% от номинала. В настоящий момент доходность Виктория-2 составляет 10.76%. Наша рекомендация понижена до «держать».

Почему цена бумаги может вырасти еще?

- Несмотря на то, что компания существенно уступает Х5, Магниту и Копейке по размеру бизнеса, долговая нагрузка Виктории пока что ниже, чем опубликованные данные по большинству розничных продовольственных сетей. В то же время показатель рентабельности остается на уровне выше среднего.

- Нам нравится длина бумаги – большая часть ритейлеров имеют дюрацию меньше 2 лет и торгуются выше номинала, а значит бумага имеет меньшую спекуляционную составляющую, по мере приближения к оферте/погашению снижаясь в цене.

Длиннее второго выпуска Виктории только выпуски Пятерочки, Дикси и Магнита, которые, на наш взгляд, уже переоценены рынком.

Таким образом, Виктория-2 – единственный недооцененный бонд, обладающий высокой дюрацией.

- Процесс консолидации на рынке продуктового ритейла продолжается, торговым сетям пока еще хватает места на рынке за счет низкой доли формата организованной торговли в общих продажах. Тем не менее, постепенно средним и малым ритейлерам будет становиться все сложнее конкурировать с федеральными сетями, которым они в итоге и будут продаваться.

Мы считаем Викторию довольно привлекательным активом для федеральных сетей.

Профиль эмитента

На начало октября 2006г. в мультиформатную сеть Виктории входило 155 магазинов форматов «супермаркет», «cash&carry», «дискаунтер» и «магазин у дома».

Согласно информации компании по итогам 2006г. выручка составила 805 млн. долл., EBITDA –

48.0 млн. долл., рентабельность EBITDA – 6.0%, Долг – 156 млн. долл., Долг/EBITDA – 3.23X.

Среди последних проектов Виктории планы по открытию нового формата гипермаркетов с площадью 6-10 тыс. кв.м. и ассортиментом продукции в 40-50 тыс. наименований. В настоящий момент ведутся переговоры о строительстве гипермаркетов в 12 городах в различных регионах России.

Основные финансовые показатели некоторых розничных сетей в 2006г., млн. долл.

	Выручка	EBITDA	Рент-ть EBITDA, %	Долг	Долг/ выручка, %	Долг/EBITDA
Пятерочка	2803.35	246.81	8.8%	1172.32	42%	4.75
Магнит	2509.00	102.87	4.1%	204.17	3%	2.00
Дикси	1086.00	41.27	3.8%	228.78	21%	5.54
Копейка	980.00	44.10	4.5%	303.00	31%	6.87
Виктория	805.20	48.31	6.0%	156.00	18%	3.23
Патэрсон	356.00	33.05	9.3%	90.85	26%	2.75

Источники: СМИ, данные компаний, оценки Банка Москвы

Плюсы

- Долг/EBITDA на уровне 3.23X
- Рост продаж в 2006г. составил более 40%
- Вероятность покупки компании федеральными сетями
- Растущая рентабельность

Минусы

- Низкая финансовую прозрачность Виктории
- Невозможность оценить результаты производственного подразделения Виктории
- Отсутствие аудированной отчетности по МСФО.

Недооцененная ОФЗ 46020

Мы рекомендуем к покупке выпуск ОФЗ 46020 – самую дальнюю точку на кривой ОФЗ. Выпуск обращается на рынке с февраля 2006г., на текущий момент объем эмиссии составляет 52 млрд. руб. До конца года Минфин планирует доразместить дополнительных 22 млрд. руб.

Хотя доходность ОФЗ 46020 достигла своего исторического минимума (6.78% при дюрации в 12 лет), бумага все еще находится существенно выше кривой наиболее ликвидных бондов ОФЗ. Так, доходность облигаций ОФЗ 46018 при дюрации в 8 лет составляет 6.49%, спред между данным выпуском и ОФЗ 46020 расширился до 30 б.п. при изначальных 10-15 б.п.

Исходя из кривой доходности наиболее ликвидных выпусков ОФЗ, доходность 46020 должна составлять 6.60%. Поэтому мы считаем, что у выпуска есть апсайд, однако признаем, что для его реализации может потребоваться какое-то время. Мы рекомендуем ОФЗ 46020 к покупке со среднесрочной целью по доходности в 6.6%.

МОИТК-1 – апсайд сохраняется

Мы считаем, что переоценка долгов эмитентов, контролируемых правительством московской области, еще не завершена. Прошедший аукцион по размещению Мособлгаза, дочка МОИТК, доказывает наличие большого спроса на эмитентов такого рода. Мы сохраняем рекомендацию держать на первый выпуск МОИТК-1, наша цель по доходности – 8.6%.

О компании

МОИТК создана как многофункциональный холдинг для обеспечения прозрачности при реализации инвестиционных программ, проводимых Московской областью (далее - МО). Правительство МО в лице Министерства имущественных отношений Московской области является единственным учредителем и акционером МОИТК. Большинство инфраструктурных и инвестиционных проектов Московской области реализуются через МОИТК.

Средства, привлекаемые МОИТК, для реализации проектов, включая расходы на их привлечение, возмещаются из бюджета области на соответствующий год. Часть средств, требуемых для осуществления проектов, привлекается под гарантии Правительства МО. В бюджете МО на 2007 год под гарантии для ОАО «МОИТК» выделено 5,675 млрд. руб.

Модельный портфель

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

За прошедшее время средневзвешенная доходность портфеля снизилась на 22 б.п. до 9,71% по сравнению со снижением на 13 б.п. в марте. При этом прирост стоимости портфеля за счет изменения стоимости бумаг и купонов составил 1,58%, что соответствует доходности за период владения в размере 12,71 по сравнению с доходностью в 11,85% годовых, показанной нашим портфелем в марте. Для сравнения, рост сектора корпоративных облигаций (цена + купон) по нашим оценкам, составил по итогам прошедших 1,5 месяцев порядка 1,22%, что соответствует HPR на уровне 9,69% годовых.

Наиболее выигрышными позициями стали облигации Инком-Лада-2, Мечел-ТД, Миракс-02, доходности которых снизились на 35 – 70 б.п., а котировки выросли на 70- 150 б.п.

Эффективность портфеля облигаций

HPR портфеля, %	1.58
HPR сектора, %	1.22
Доходность портфеля за период, % год.	12.71
Доходность сектора за период, % год.	9.69
Снижение доходности портфеля	-22
УТМ портфеля тек., %	9.84

Рекомендованные к покупке выпуски облигаций

Выпуск	Объем выпуска, млн. рублей	Купон, %	Погашение	Оферта	Цена (Last)	Цена (Last)	HPR, %	HPR, % год.	Доходность, % год.		Изм-е, б.п.	Дюрация, лет
					15.05.07	30.03.07			30.03.07	Текущая		
Альянс-01	3000	8.92	14.09.11	16.09.09	101.25	100.95	1.41	11.19	8.81	8.49	-18	2.14
ВостСервФ1	1500	10.99	10.09.09	13.03.08	99.75	99.80	1.33	10.61	11.02	11.59	7	0.80
ВТК 1	1000	12.50	18.12.09	21.12.07	99.80	99.97	1.36	11.15	12.53	13.21	34	0.57
Евросеть-2	3000	10.25	02.06.09	04.12.07	99.89	99.95	1.19	9.78	10.26	10.71	16	0.53
ИнкомЛада2	1400	12.00	12.02.10	15.02.08	100.68	100.00	2.16	17.40	11.92	11.52	-102	0.71
ИнтеграФ-1	2000	10.50	20.03.09	-	101.80	101.35	1.75	13.88	10.31	9.62	-34	1.71
Карус.Ф 01	3000	9.75	12.09.13	18.09.08	101.90	101.60	1.50	11.94	9.57	8.39	-37	1.28
Метзавод	2000	8.75	27.02.09	-	100.00	99.60	1.50	11.97	8.75	8.93	-25	1.67
Мечел ТД-1	3000	5.50	12.06.09	-	95.00	93.35	2.47	19.92	5.79	8.33	-75	1.95
Миракс 02	3000	10.99	17.09.09	-	104.20	102.95	2.55	20.31	10.55	9.15	-70	2.11
МОИТК-01	2100	9.00	26.09.09	-	100.33	100.40	1.06	8.41	8.97	8.97	2	1.60
СОКАвто 01	1100	12.00	24.04.08	-	100.40	100.15	1.69	14.15	11.95	11.86	-34	0.92
Терна-Ф 02	1500	12.60	04.11.11	09.11.07	99.65	99.90	1.28	10.63	12.64	13.35	23	0.49
ТехИнвст-1	2000	10.00	26.05.11	29.05.08	99.52	99.60	1.15	9.40	10.05	10.76	15	0.97
ТЧМ 02обл.	1000	9.75	02.12.07	-	99.92	100.00	1.11	9.12	9.76	10.13	18	0.53
УралВагЗФ	2000	9.40	30.09.08	-	101.20	101.00	1.31	10.88	9.29	8.63	-24	1.32
ЦУН 02 обл	1500	11.44	20.01.10	23.07.08	101.05	101.40	1.06	8.54	11.32	10.40	18	1.11

Мы корректируем модельный портфель в соответствии с нашими рекомендациями и добавляем в портфель облигации Виктория-2 при сохранении позиций в других бумагах.

Рекомендуемые к покупке выпуски облигаций

Выпуск	Объем выпуска, млн. рублей	Купон, %	Погашение	Оферта	Цена (Last)	Доходность, % год.		Дюрация, лет	Доля в портфеле облигаций
					15.05.07	Текущая	УТМ/УТР, %		
Альянс-01	3000	8.92	14.09.11	16.09.09	101.25	8.81	8.49	2.14	8.88%
ВикторияФ2	1500	10.89	16.02.10	-	100.93	10.79	10.75	2.40	4.25%
ВостСервФ1	1500	10.99	10.09.09	13.03.08	99.75	11.02	11.59	0.80	4.39%
ВТК 1	1000	12.50	18.12.09	21.12.07	99.80	12.53	13.21	0.57	2.93%
Евросеть-2	3000	10.25	02.06.09	04.12.07	99.89	10.26	10.71	0.53	8.79%
ИнкомЛада2	1400	12.00	12.02.10	15.02.08	100.68	11.92	11.52	0.71	4.10%
ИнтеграФ-1	2000	10.50	20.03.09	-	101.80	10.31	9.62	1.71	5.94%
Карус.Ф 01	3000	9.75	12.09.13	18.09.08	101.90	9.57	8.39	1.28	8.93%
Метзавод	2000	8.75	27.02.09	-	100.00	8.75	8.93	1.67	5.84%
Мечел ТД-1	3000	5.50	12.06.09	-	95.00	5.79	8.33	1.95	8.21%
Миракс 02	3000	10.99	17.09.09	-	104.20	10.55	9.15	2.11	9.05%
МОИТК-01	2100	9.00	26.09.09	-	100.33	8.97	8.97	1.60	6.18%
СОКАвто 01	1100	12.00	24.04.08	-	100.40	11.95	11.86	0.92	3.23%
Терна-Ф 02	1500	12.60	04.11.11	09.11.07	99.65	12.64	13.35	0.49	4.39%
ТехИнвст-1	2000	10.00	26.05.11	29.05.08	99.52	10.05	10.76	0.97	5.84%
ТЧМ 02обл.	1000	9.75	02.12.07	-	99.92	9.76	10.13	0.53	2.93%
УралВагЗФ	2000	9.40	30.09.08	-	101.20	9.29	8.63	1.32	5.92%
ЦУН 02 обл	1500	11.44	20.01.10	23.07.08	101.05	11.32	10.40	1.11	4.46%

100.00%

Российская статистика

Прогнозы Банка Москвы на 2007 год

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2004	2005	2006	1 квартал 2007	2007 П
РЫНОК НЕФТИ					
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
ЦВЕТНЫЕ И ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ (LME)					
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
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК					
Евро / доллар					
среднегодовой	1.24	1.24	1.26	1.31	1.34
на конец года	1.36	1.18	1.32	1.34	1.38
Доллар / рубль					
среднегодовой	28.81	28.31	27.14	26.30	25.95
на конец года	27.75	28.78	26.33	26.01	25.50
Евро / рубль					
среднегодовой	35.82	35.16	34.11	34.47	34.80
на конец года	37.81	34.19	34.70	34.69	35.30
Бивалютная корзина (\$-0,55; €-0,45)					
среднегодовой	31.96	31.39	30.28	29.98	29.93
на конец года	32.28	31.21	30.10	29.91	29.91
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	4.68	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	6.60
на конец года, % годовых	7.86	6.78	6.57	6.61	6.60
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	1 936	2300
Изменение за год, %	8.3	83.3	70.7	12.3	18.8

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2004	2005	2006	1 квартал 2007	2007 П
ВВП					
реальный, %	7.2	6.4	6.7	7.9	7.0
номинальный, млрд. рублей	17 048	21 620	26 781	6 788	31 600
номинальный, \$ млрд.	592	764	987	258	1 218
на душу населения, \$ тыс.	4.1	5.3	6.9	1.8	8.6
Расходы домохозяйств					
реальные, % год к году	12.1	12.8	11.2	-	12.5
номинальные, млрд. рублей	8 406	10 629	12 911	-	15 500
в % к ВВП	49.3	49.2	48.2	-	49.1
Промышленность, %					
промышленное производство	8.3	4.0	3.9	8.4	5.5
обрабатывающая промышленность	-	5.7	4.4	14.5	8.0
добыча полезных ископаемых	-	1.3	2.3	4.2	2.5
производство электроэнергии, воды и газа	-	1.2	4.2	-5.7	-1.0
Добыча нефти					
% год к году	8.9	2.5	2.2	4.0	2.4
млн. тонн	459	470	480	121	492
млн. баррелей в сутки	9.19	9.44	9.65	9.87	9.88
Добыча газа					
% год к году	2.3	1.1	2.4	0.2	2.6
млрд. кубометров	634	641	656	175.0	673
Инвестиции в основной капитал					
% год к году	13.7	10.9	13.7	20.1	15.5
млрд. рублей	2 865	3 611	4 581	867	5 500
в % к ВВП	16.8	16.7	17.1	12.8	17.4
Розничная торговля					
% год к году	13.3	12.8	13.9	13.6	14.0
млрд. рублей	5 642	7 038	8 628	2 228	10 350
в % к ВВП	33.1	32.6	32.2	32.8	32.8
Строительство					
объём строительных работ					
% год к году	10.1	10.5	15.7	22.7	16.5
млрд. рублей	1 314	1 712	2 247	447.8	3 025
в % к ВВП	7.7	7.9	8.4	6.6	9.6
жилищное строительство					
новых квартир, тыс. штук	477	515	605	102	710
млн. м2 жилой площади	41.0	43.6	50.2	9.5	60.2
% год к году	12.6	6.1	15.2	51.1	20.0
Сельское хозяйство					
% год к году	3.0	2.4	2.8	1.9	1.0

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2004	2005	2006 П	1 квартал 2007	2007 П
Реальные располагаемые доходы населения					
% год к году	10.4	11.1	10.2	13.0	12.8
Номинальная заработная плата					
среднегодовая, руб. в месяц	6 740	8 555	10 728	11 924	13 515
% год к году	22.6	26.9	25.4	27.6	26.0
среднегодовая, \$ в месяц	234	302	395	453	521
% год к году	30.5	29.2	30.8	35.6	31.7
Реальная заработная плата					
% год к году	10.6	12.6	13.4	17.5	16.5
Рынок труда					
численность постоянного населения, млн. ч.	143.5	142.7	142.2	-	141.7
изменение за год, тыс. человек	-694	-736	-561	-	-500
численность эк. активного населения, млн. ч.	72.9	73.8	74.3	73.9	74.0
число безработных на конец года, млн. ч.	6.1	5.7	5.1	5.3	4.9
норма безработицы на конец года, %	8.4	7.7	6.9	7.2	6.6

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2004	2005	2006 П	1 квартал 2007	2007 П
Денежная масса (M2)					
% год к году	35.8	38.6	48.8	52.6	41.7
На конец года, млрд. рублей	4 363	6 046	8 996	9 413	12 750
в % к ВВП	25.7	28.0	33.6	-	40.3
в т.ч. наличные деньги					
% год к году	33.8	30.9	38.6	42.1	33.7
млрд. рублей	1 535	2 009	2 785	2 741	3 725
в % к ВВП	9.0	9.3	10.4	-	11.8
Инфляция					
Индекс потребительских цен, % год к году	11.7	10.9	9.0	7.4	8.0
Индекс цен производителей, % год к году	28.8	13.4	10.4	3.1	10.0
Золотовалютные резервы					
Прирост с начала года, \$ млрд.	47.6	57.7	121.5	35.1	94.5
На конец года, \$ млрд.	124.5	182.2	303.7	338.8	398.2
в % к ВВП	21.0	23.9	30.8	-	32.7

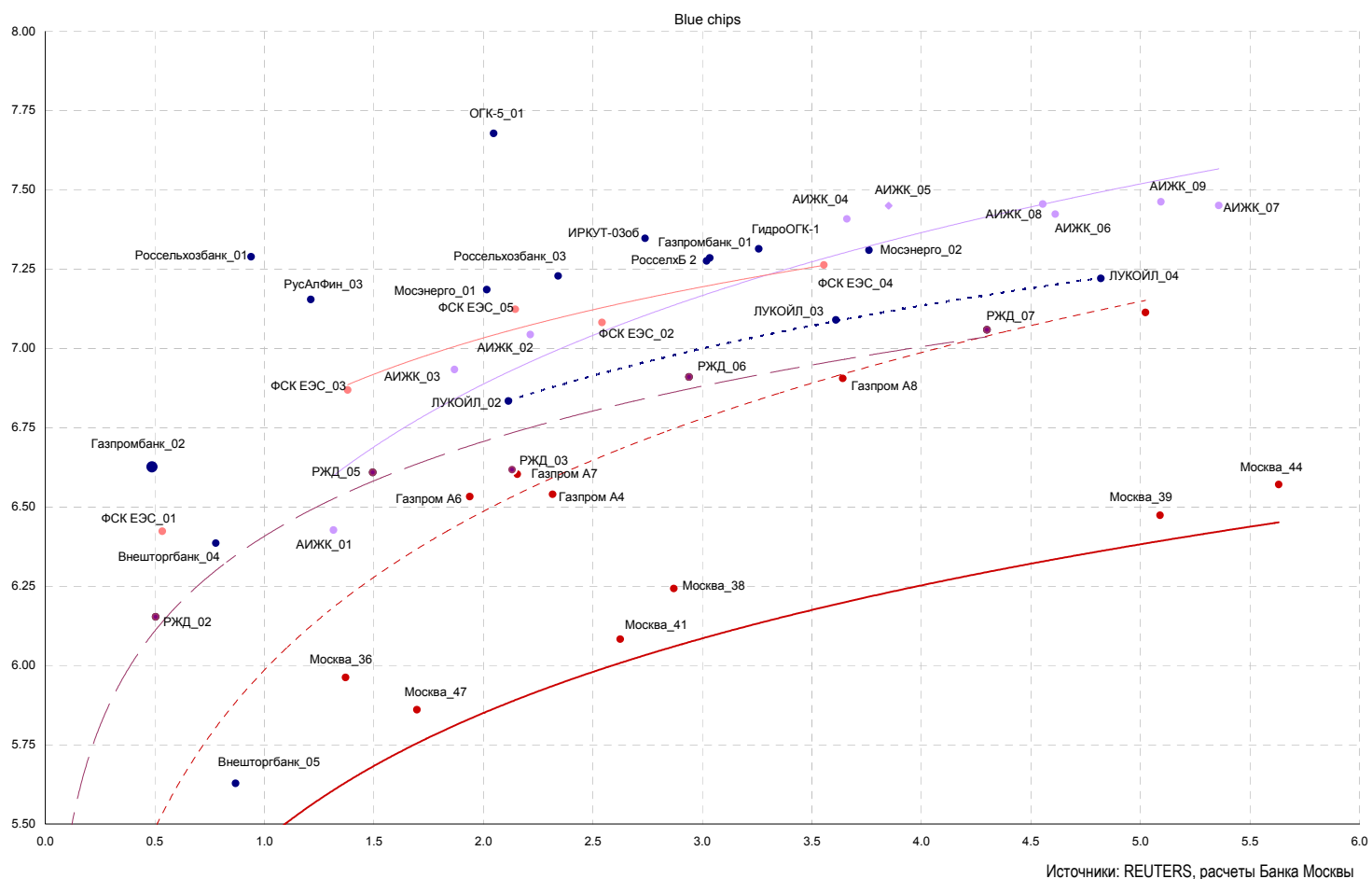
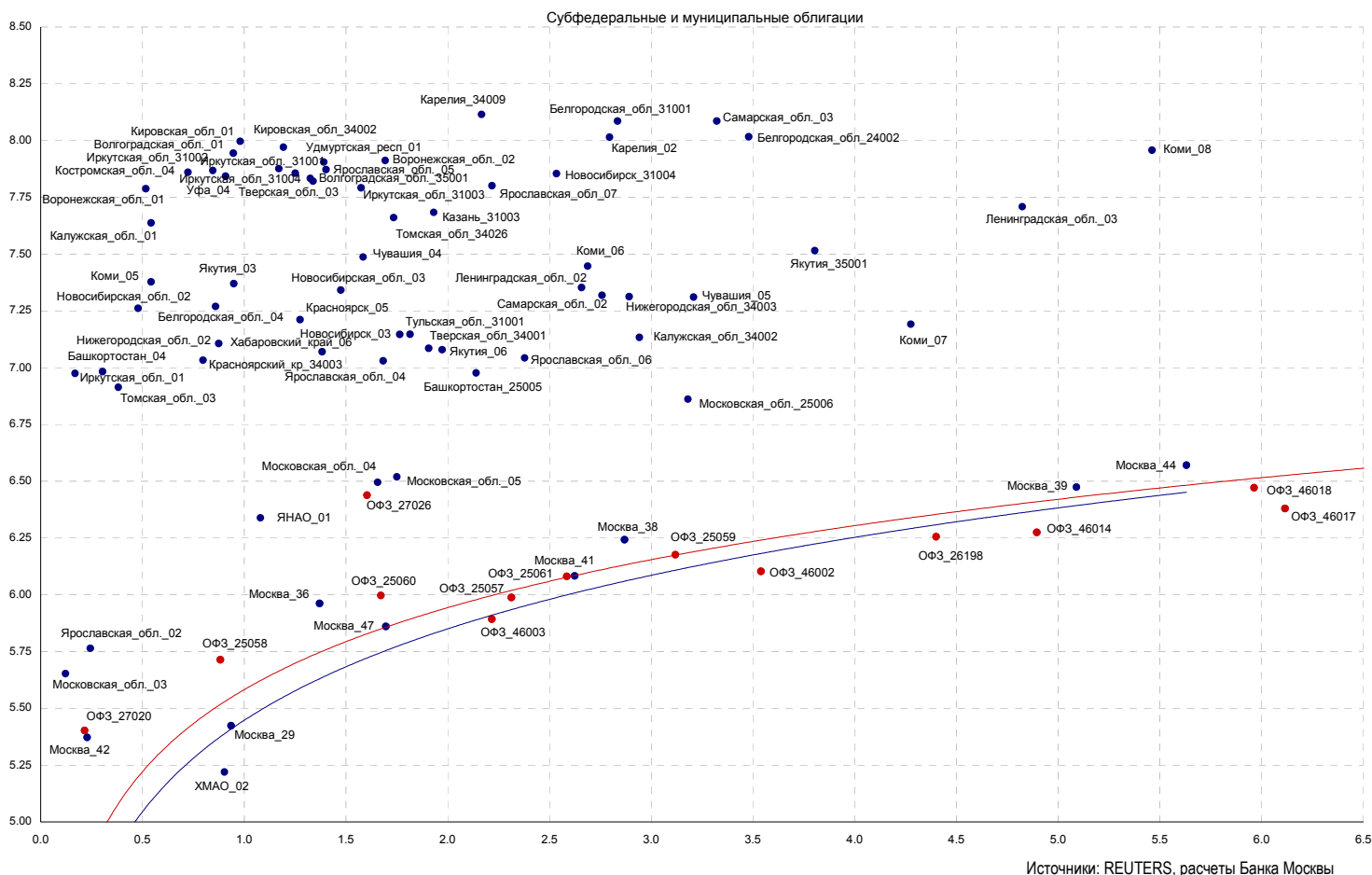
БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	2004	2005	2006	1.03.2007	2007 П
Активы, млрд. рублей	7 137	9 750	14 046	14 489	19 100
% год к году	27.4	36.6	44.1	43.6	36.0
в % к ВВП	41.9	45.1	52.4	-	60.4
Собственный капитал, млрд. рублей	947	1 242	1 693	1 734	2 250
% год к году	16.2	31.2	36.3	33.3	32.9
в % к ВВП	5.6	5.7	6.3	-	7.1
в % к активам	13.3	12.7	12.1	12.0	11.8
Депозиты населения, млрд. рублей	1 977	2 755	3 793	3 914	5 200
% год к году	30.3	39.3	37.7	38.6	37.1
в % к ВВП	11.6	12.7	14.2	-	16.5
в % к пассивам	27.7	28.3	27.0	27.0	27.2
Кредиты населению, млрд. рублей	619	1 179	2 065	2 148	3 420
% год к году	106.5	90.6	75.1	76.2	65.6
в % к ВВП	3.6	5.5	7.7	-	10.8
в % к активам	8.7	12.1	14.7	14.8	17.9

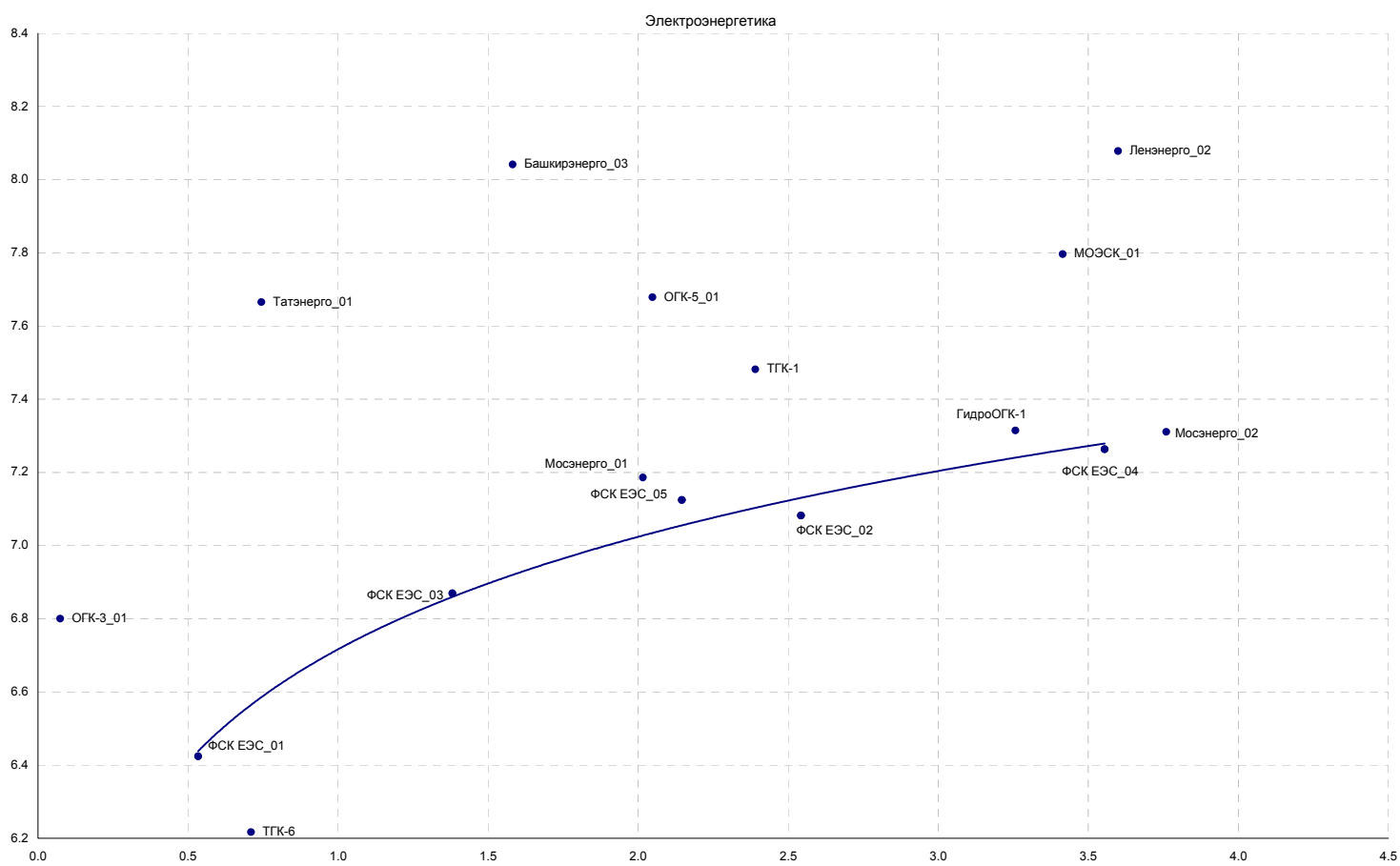
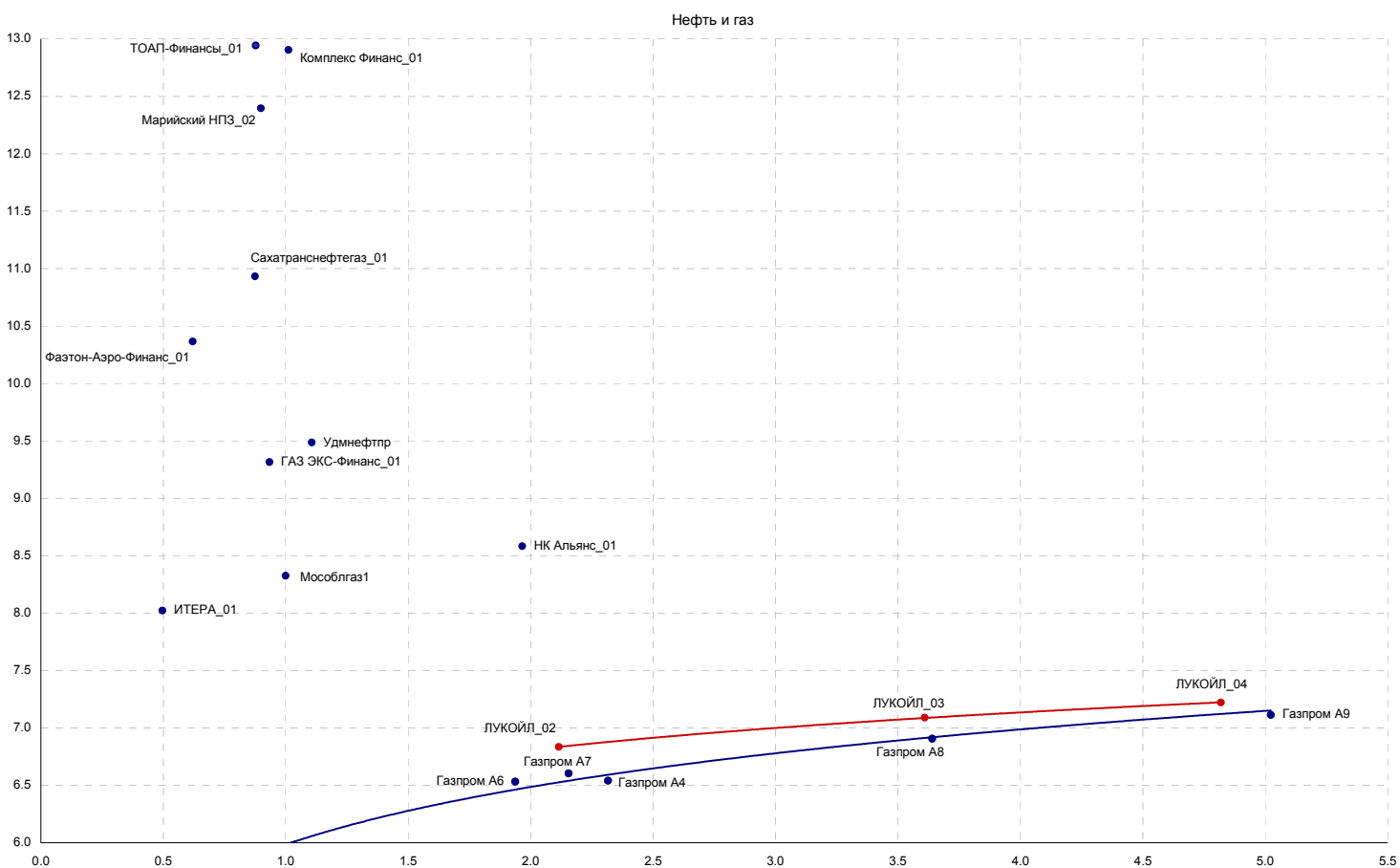
ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2004	2005	2006 П	1 квартал 2007	2007 П
Доходы, млрд. рублей	3 429	5 121	6 277	1 421	6 650
в % к ВВП	20.1	23.7	23.4	20.9	21.0
Расходы, млрд. рублей	2 736	3 504	4 277	949	5 611
в % к ВВП	16.0	16.2	16.0	14.0	17.8
Профицит, млрд. рублей	693	1 617	1 999	472	1 039
в % к ВВП	4.1	7.5	7.5	7.0	3.3
Стабилизационный фонд					
млрд. рублей	522	1 237	2 341	2 812	3 600
\$ млрд.	18.8	43.0	88.9	108.1	141.2
в % к ВВП	3.1	5.7	8.7	-	11.4

ПЛАТЁЖНЫЙ БАЛАНС	2004	2005	2006 П	1 квартал 2007	2007 П
Счёт текущих операций, \$ млрд	59.0	83.8	94.5	21.8	58.0
в % к ВВП	10.0	11.0	9.6	8.4	4.8
Экспорт товаров, \$ млрд.	183.2	243.8	303.9	69.9	303.2
в % к ВВП	31.0	31.9	30.8	27.1	24.9
в т.ч. экспорт углеводородов	100.2	148.9	190.8	43.4	185.0
в % к ВВП	16.9	19.5	19.3	16.8	15.2
в % к общему объёму экспорта	54.7	61.1	62.8	62.1	61.0
Импорт товаров, \$ млрд.	97.4	125.4	164.7	42.1	219.1
в % к ВВП	16.5	16.4	16.7	16.3	18.0
Торговое сальдо, \$ млрд.	85.8	118.4	139.2	27.8	84.1
в % к ВВП	14.5	15.5	14.1	10.8	6.9
Чистый вывоз капитала частным сектором, \$ млрд.	15.4	12.8	28.7	7.8	35.0
в % к ВВП	2.6	1.7	2.9	3.0	2.9

ВНЕШНИЙ ДОЛГ	2004	2005	2006	2007 П
ВСЕГО	214	257	310	400
в % к ВВП	36.1	33.7	31.4	32.8
Правительство и ЦБ	105	82	49	45
в % к ВВП	17.8	10.8	5.0	3.7
в % ко всему внешнему долгу	49.4	31.9	15.8	11.3
Нефинансовые предприятия	76	125	160	200
в % к ВВП	12.8	16.4	16.2	16.4
в % ко всему внешнему долгу	35.5	48.6	51.5	50.0
Банки	32	50	101	155
в % к ВВП	5.5	6.6	10.3	12.7
в % ко всему внешнему долгу	15.1	19.5	32.7	38.8

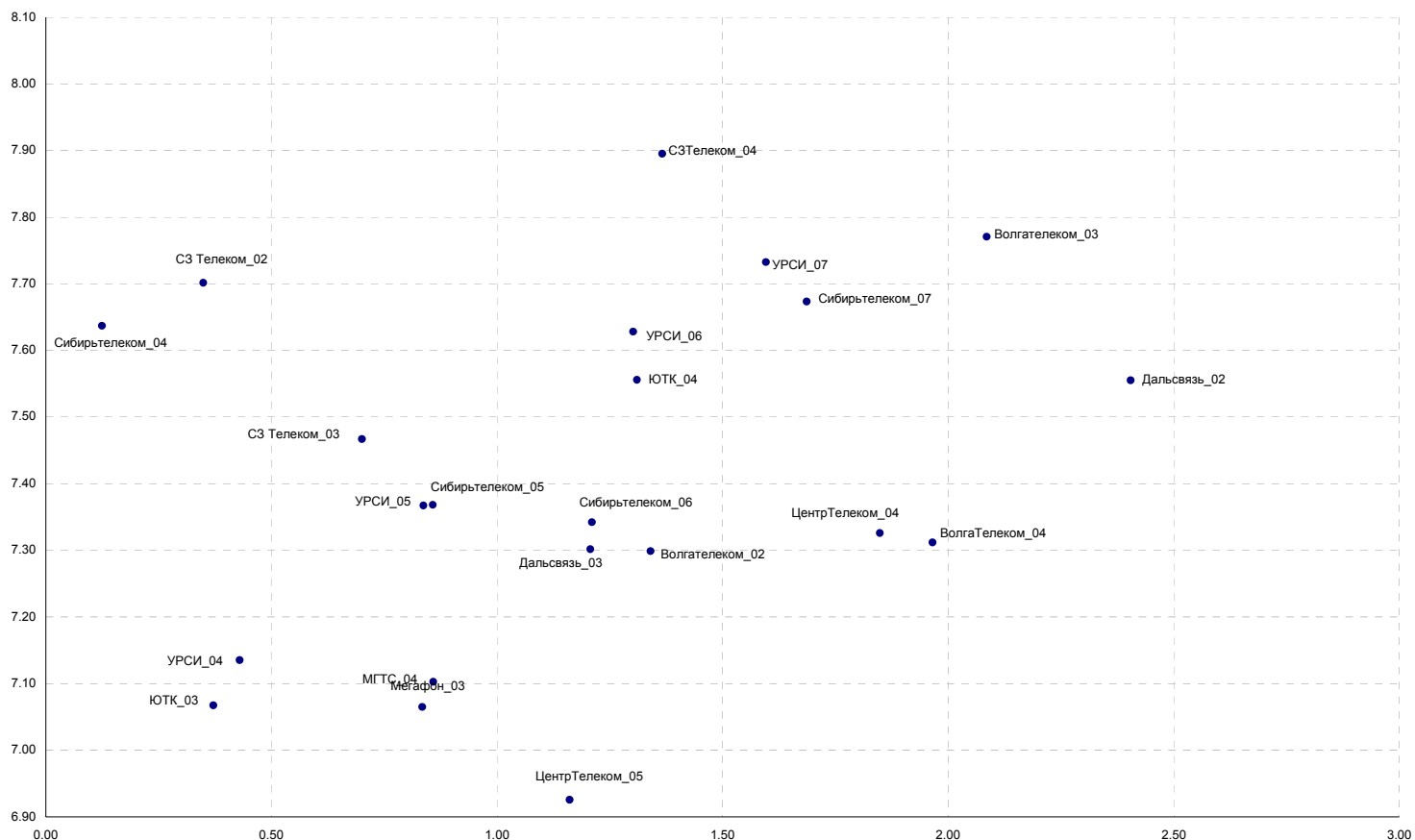
Кривые доходностей



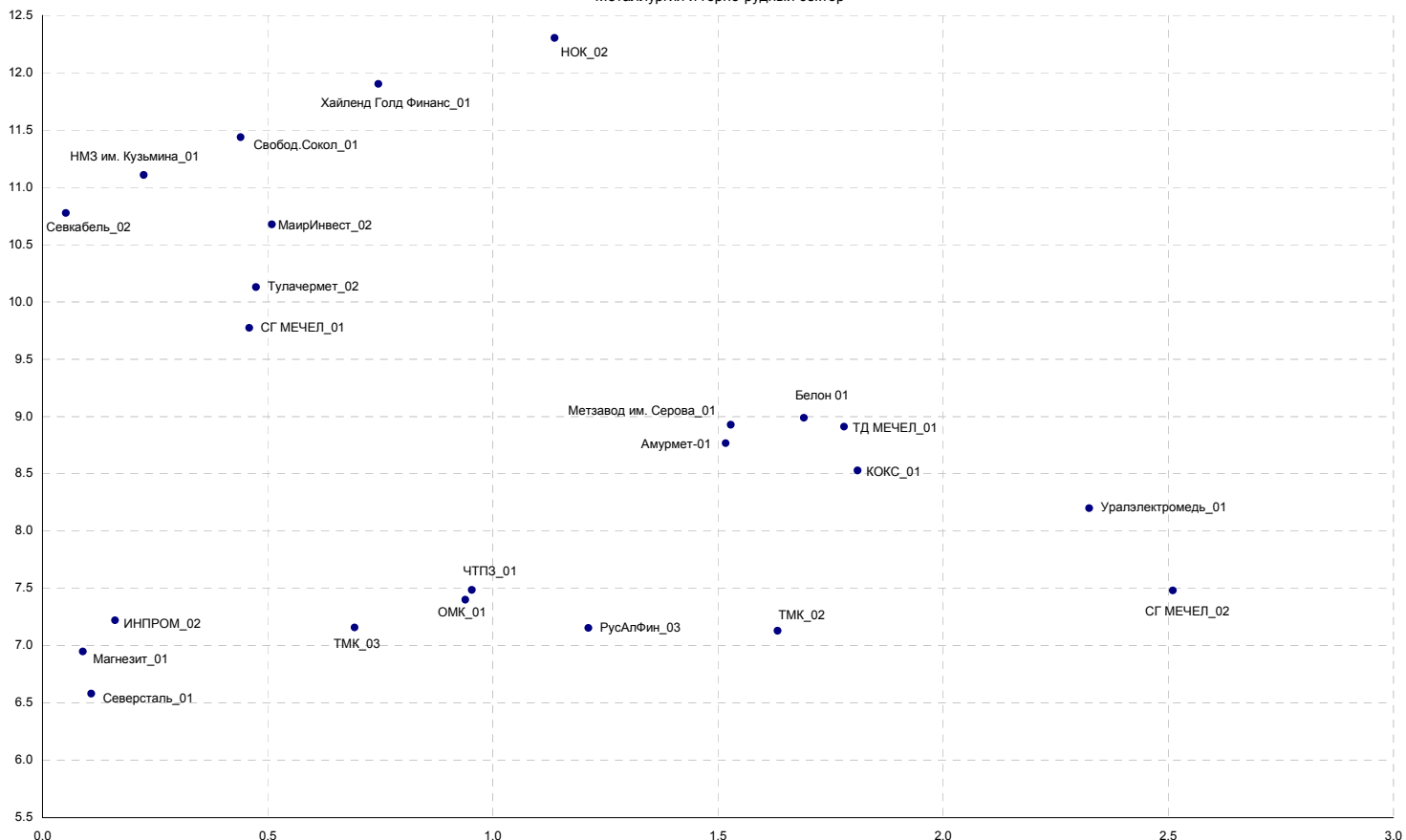


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Телекоммуникации

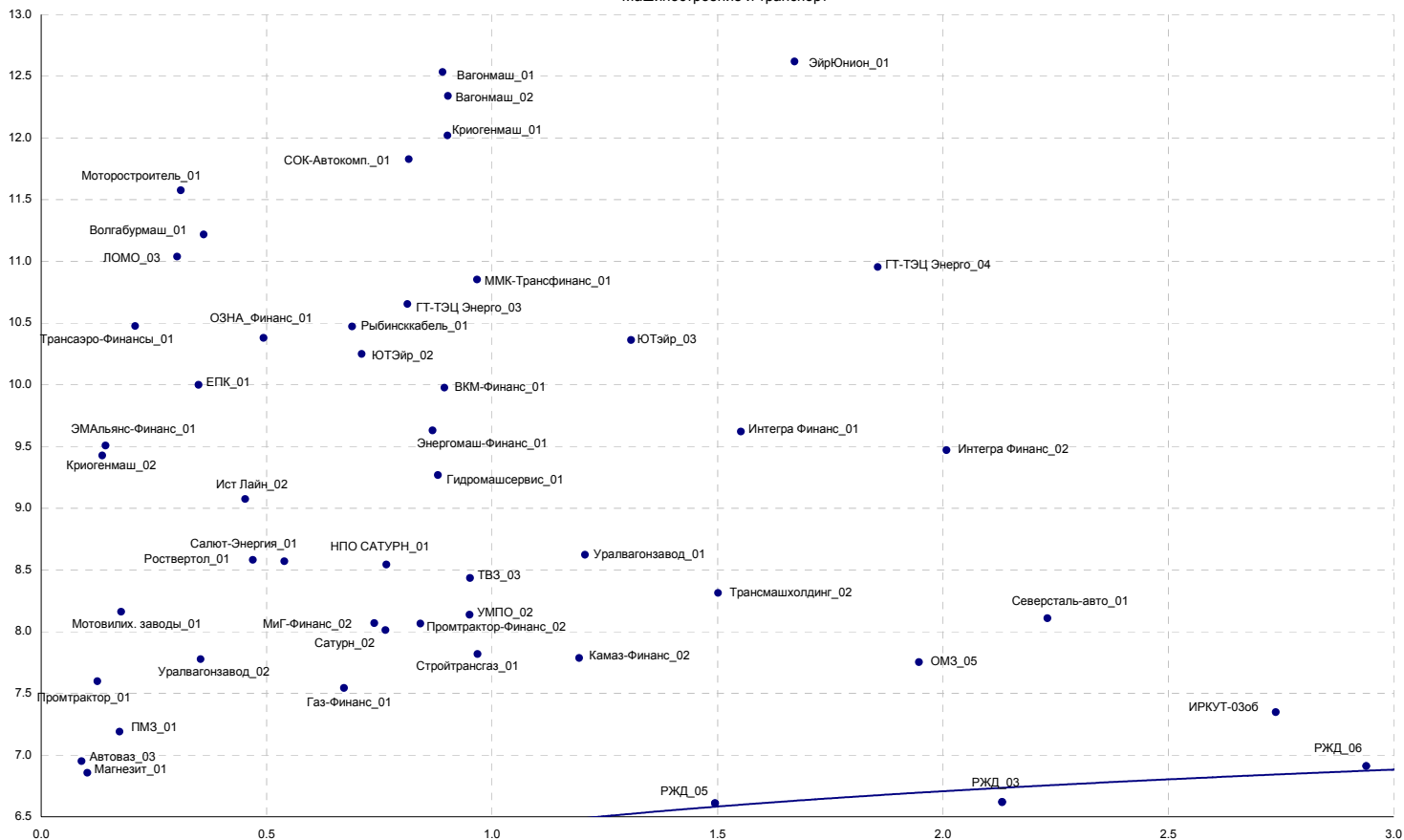


Металлургия и горно-рудный сектор

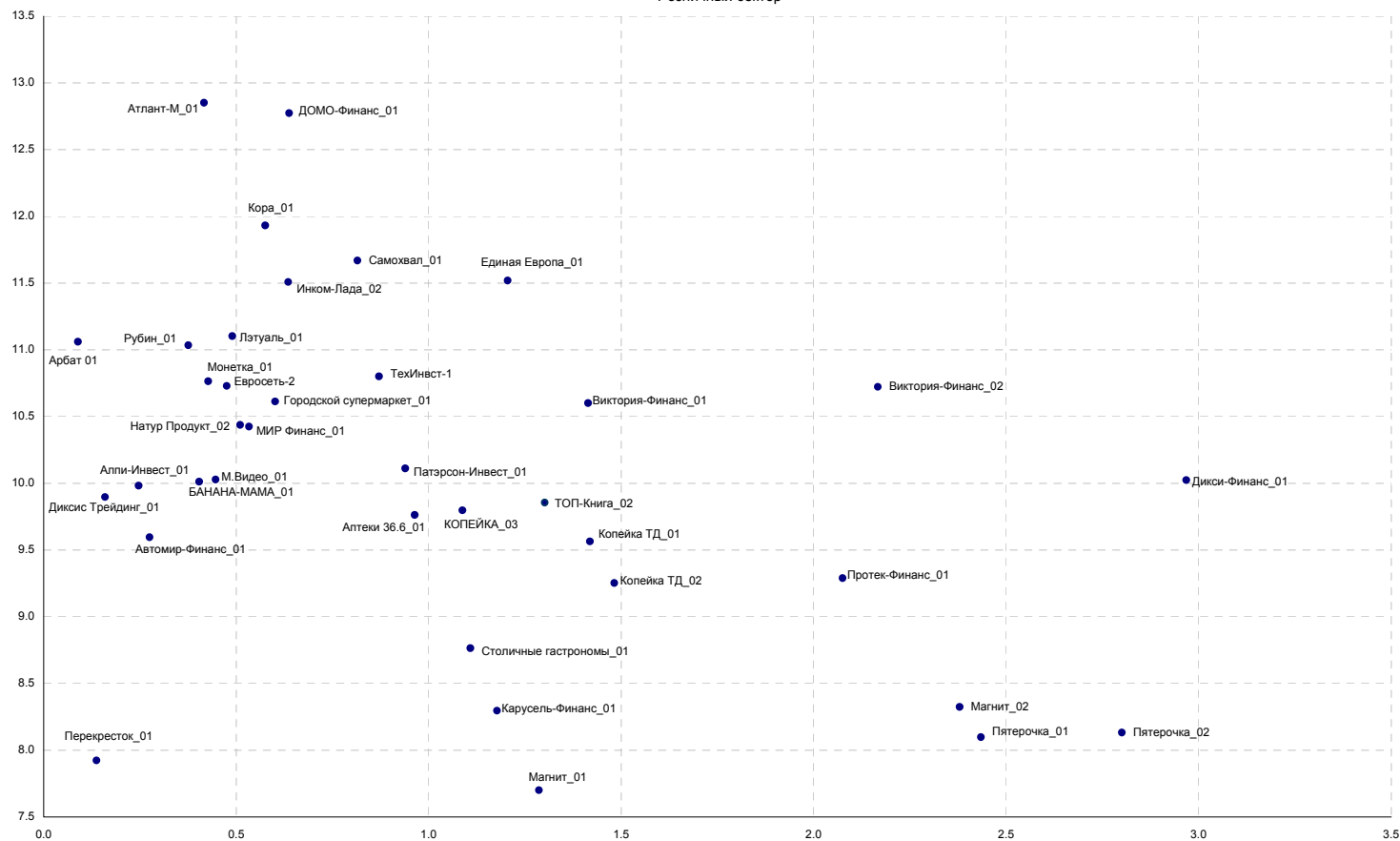


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Машиностроение и транспорт

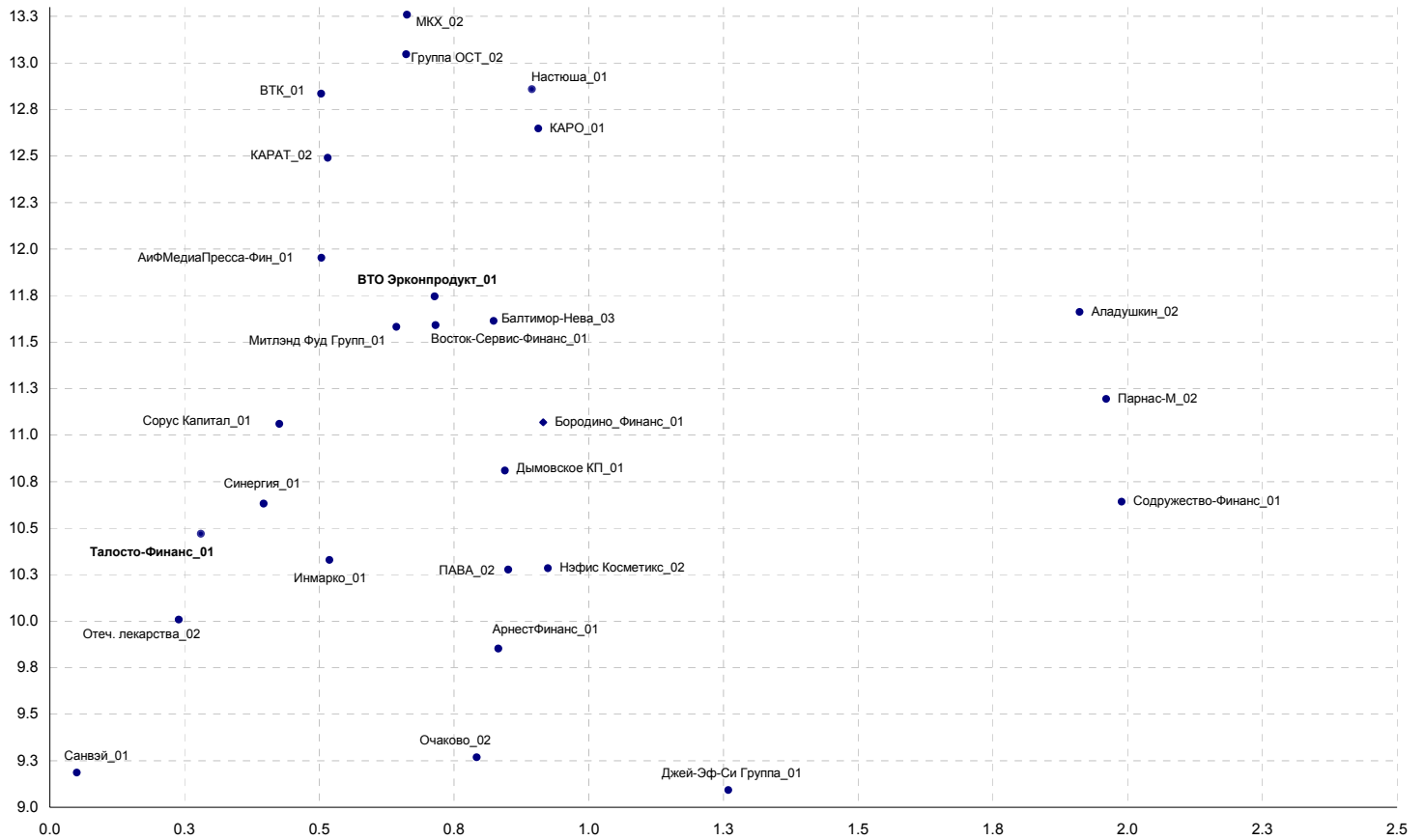


Розничный сектор



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Потребительский сектор

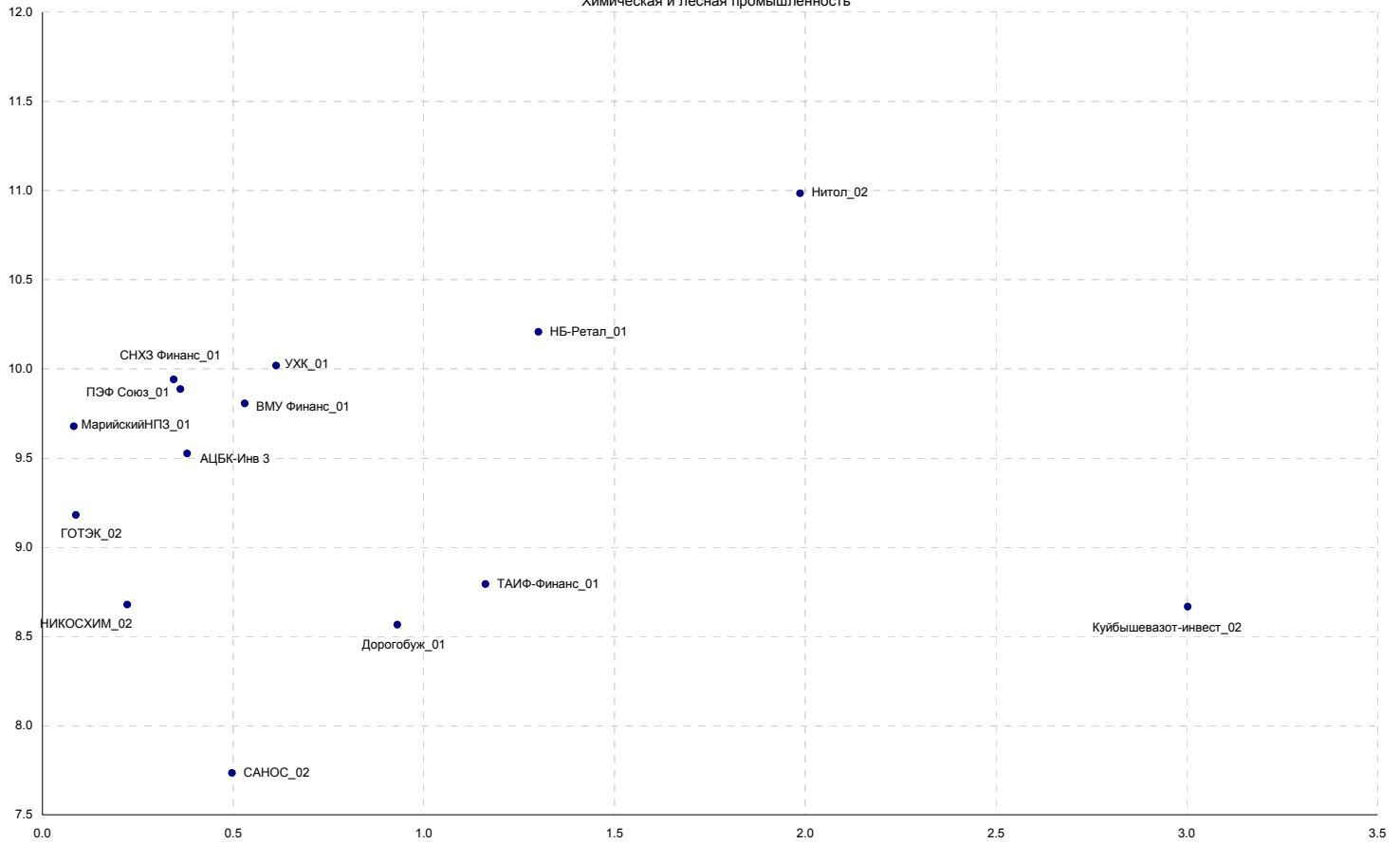


Агропромышленный комплекс

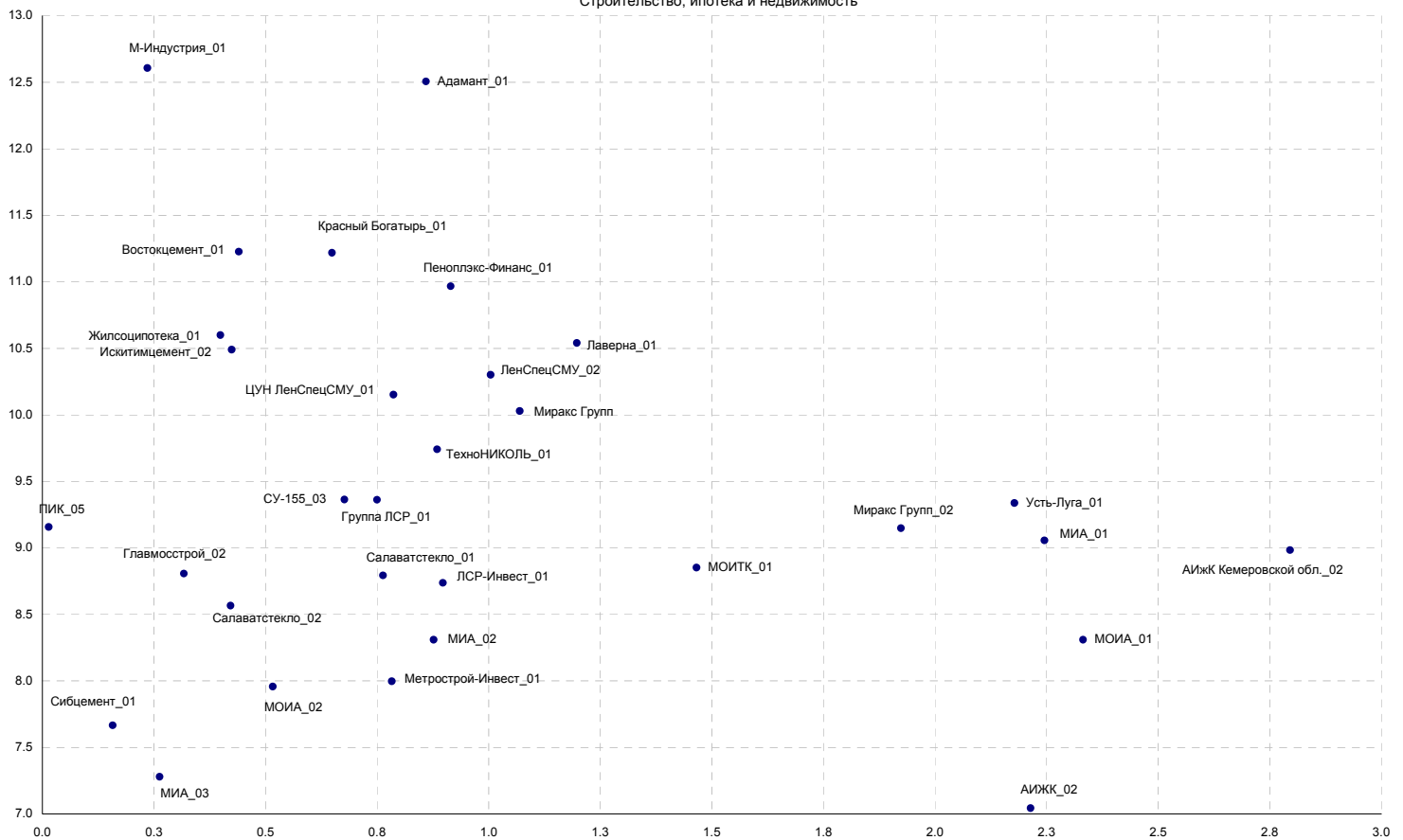


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Химическая и лесная промышленность

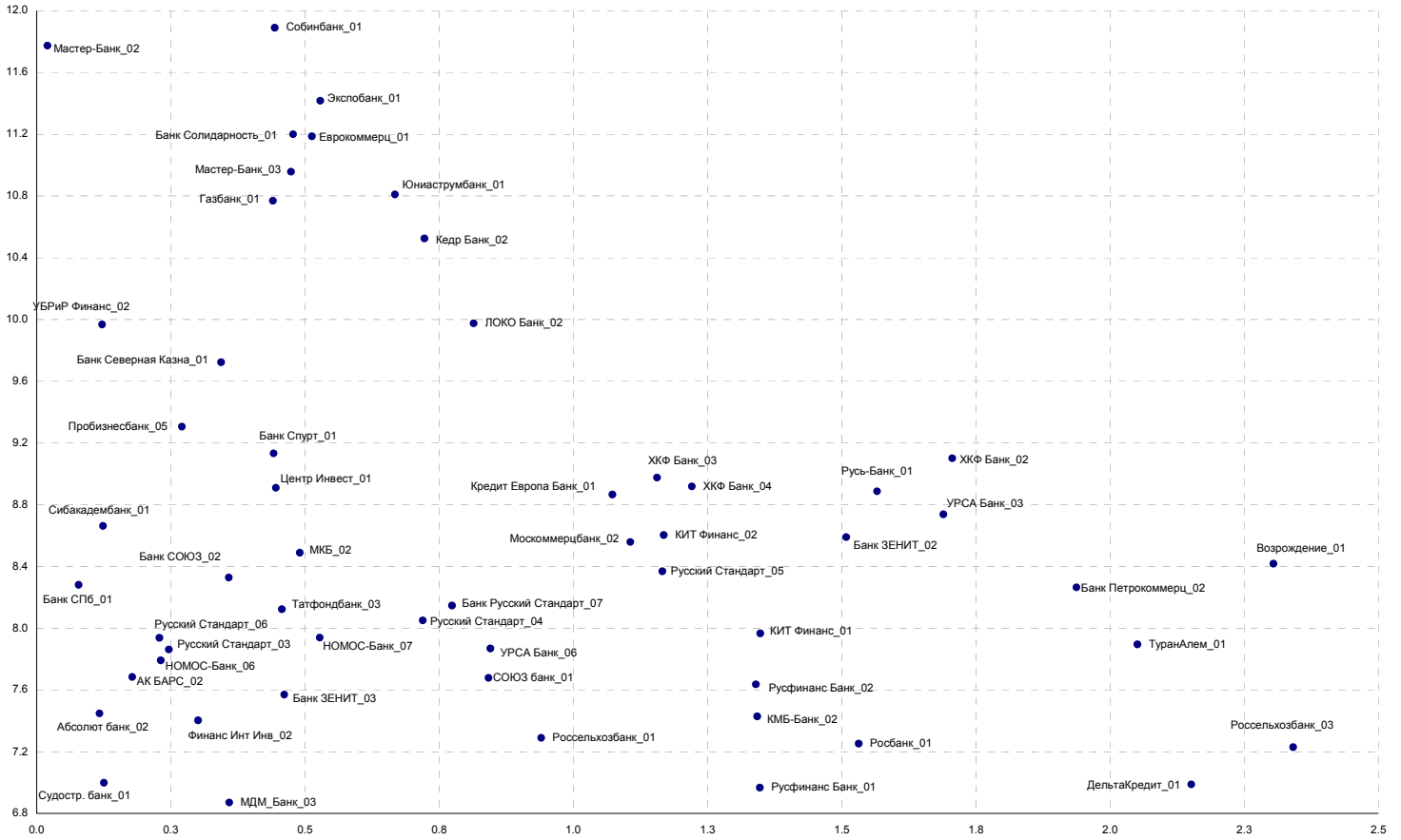


Строительство, ипотека и недвижимость

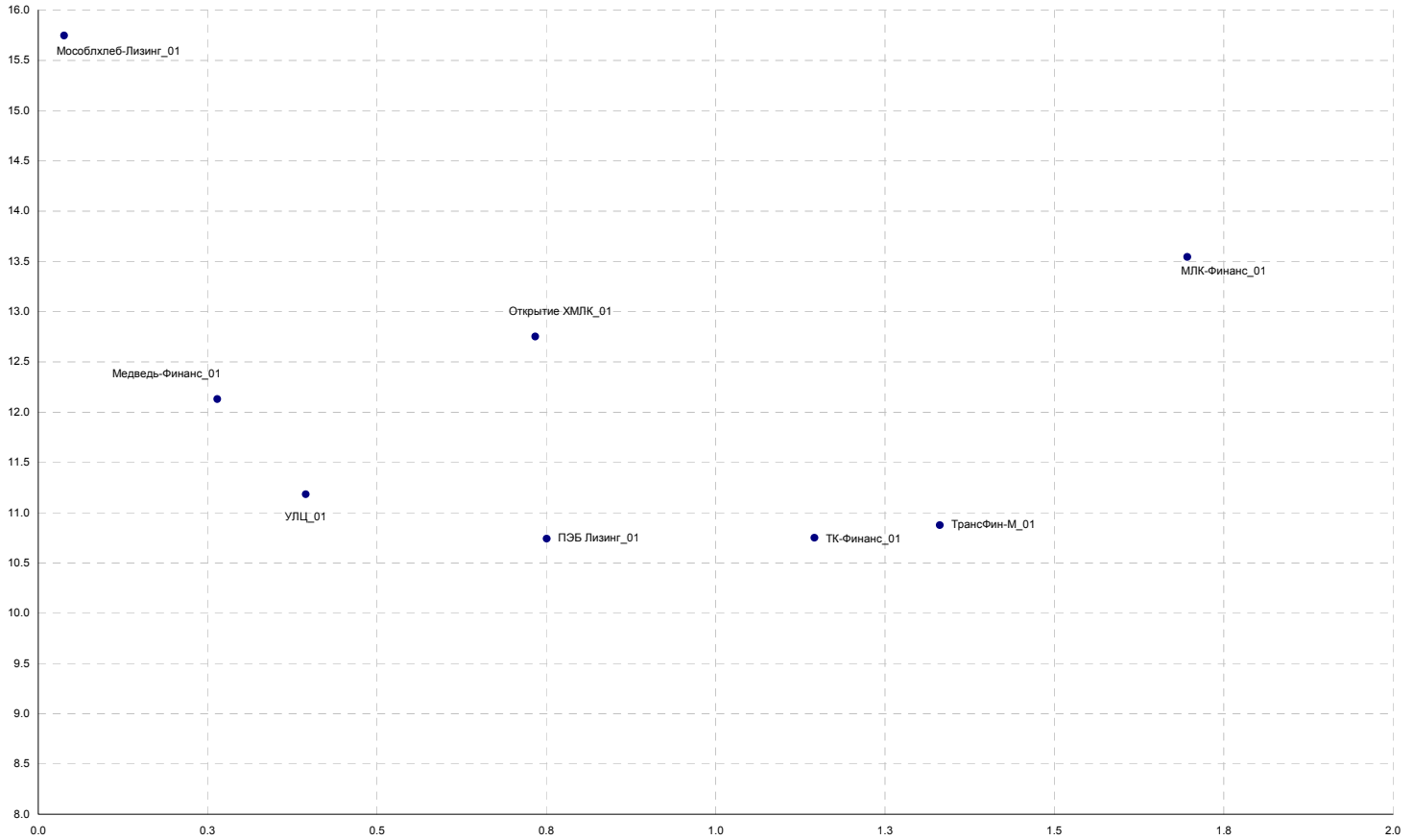


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Финансовый сектор

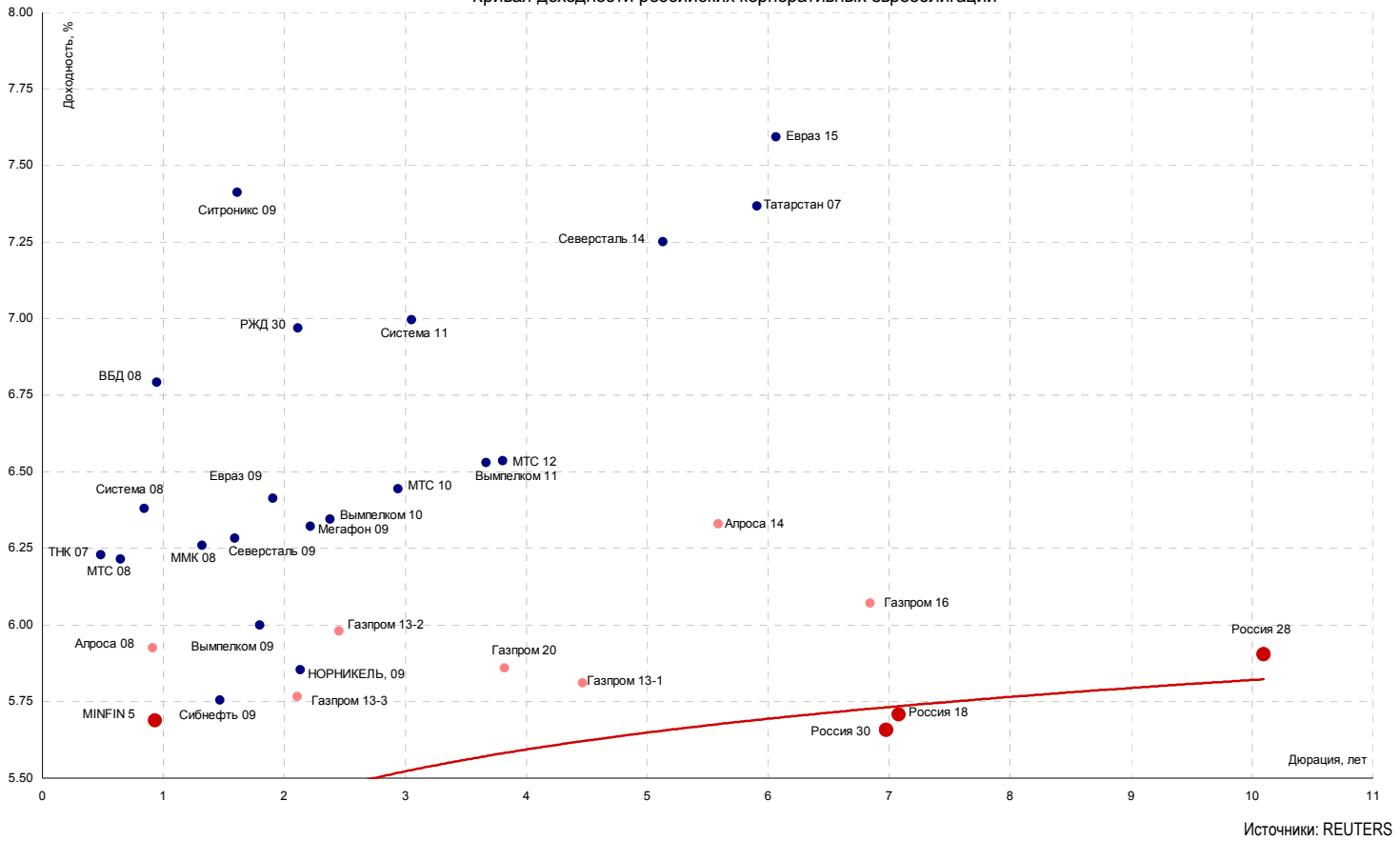


Лизинг

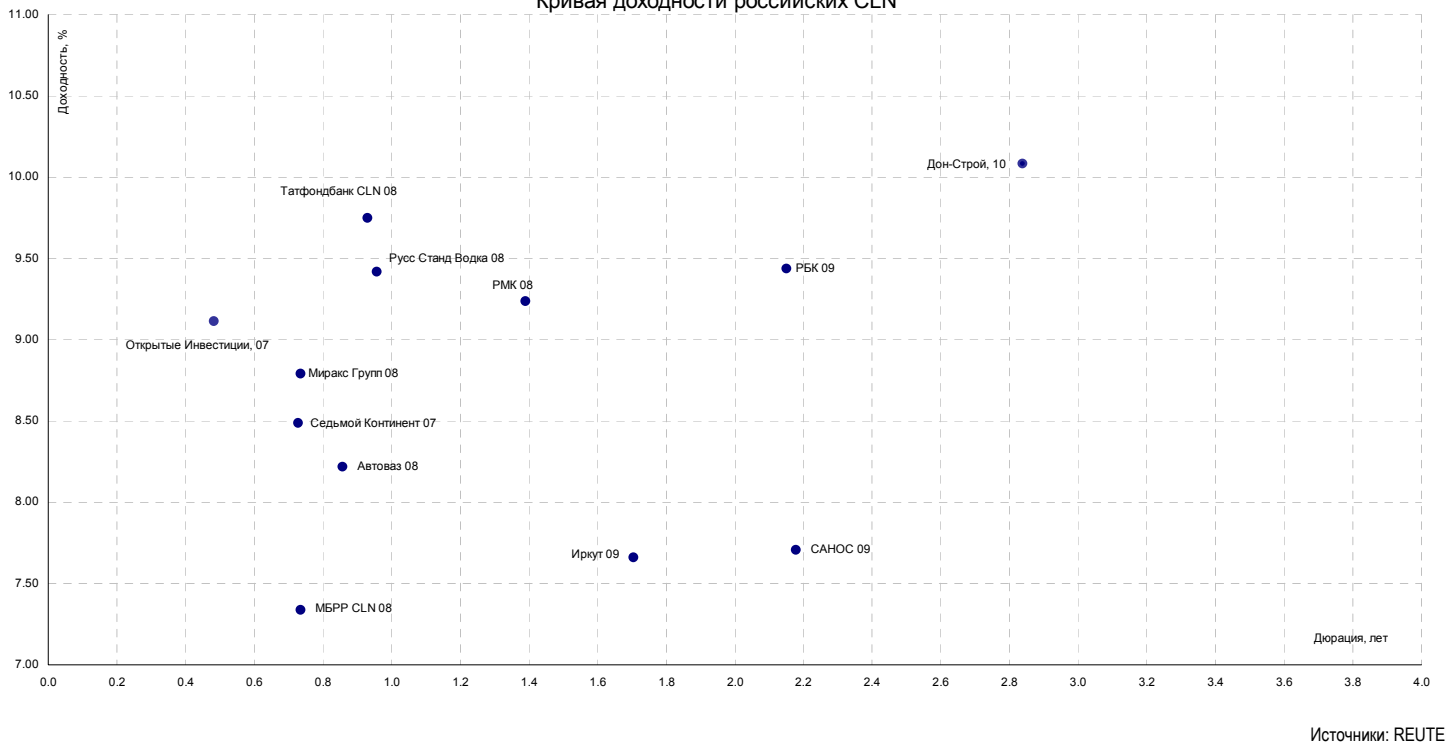


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

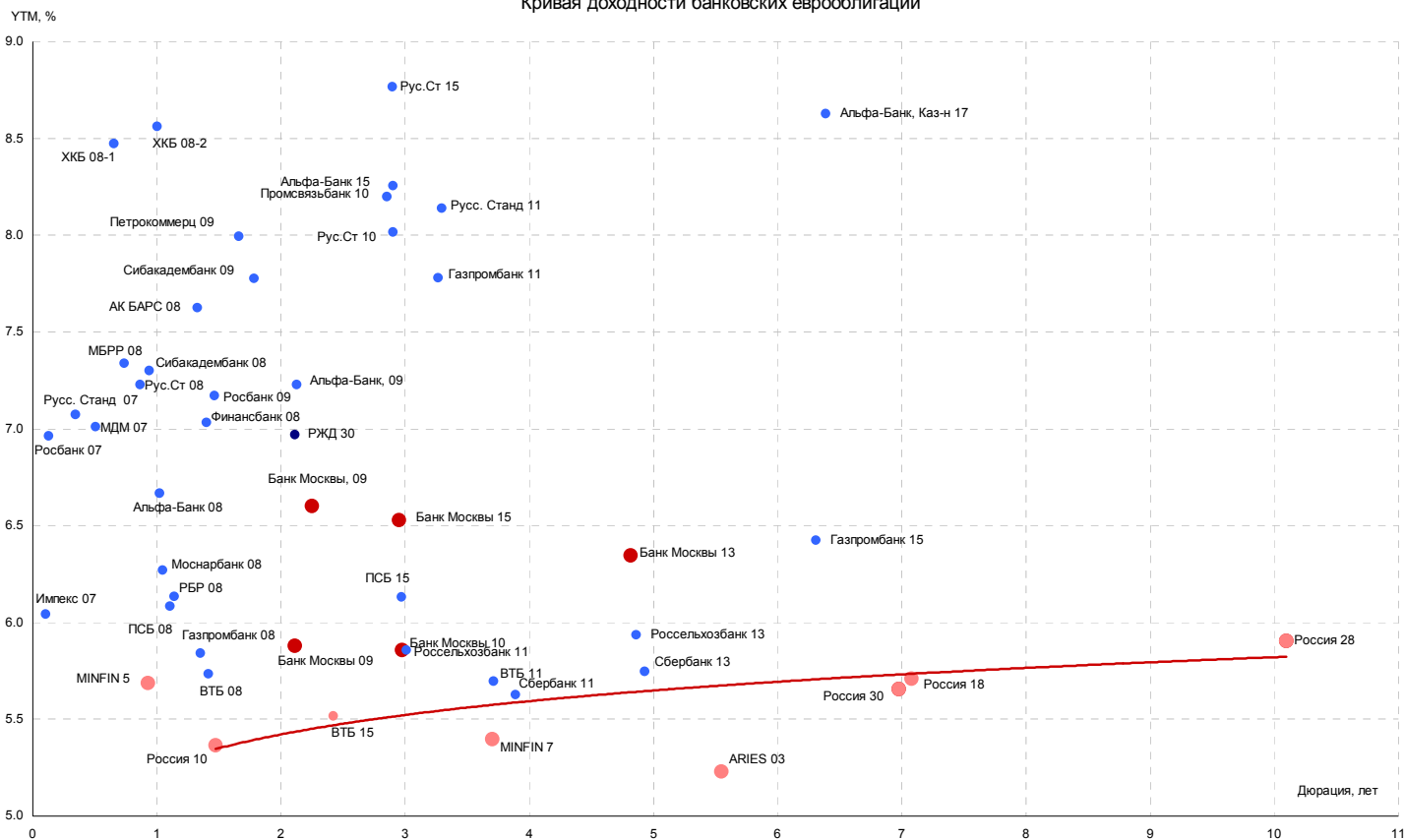
Кривая доходности российских корпоративных еврооблигаций



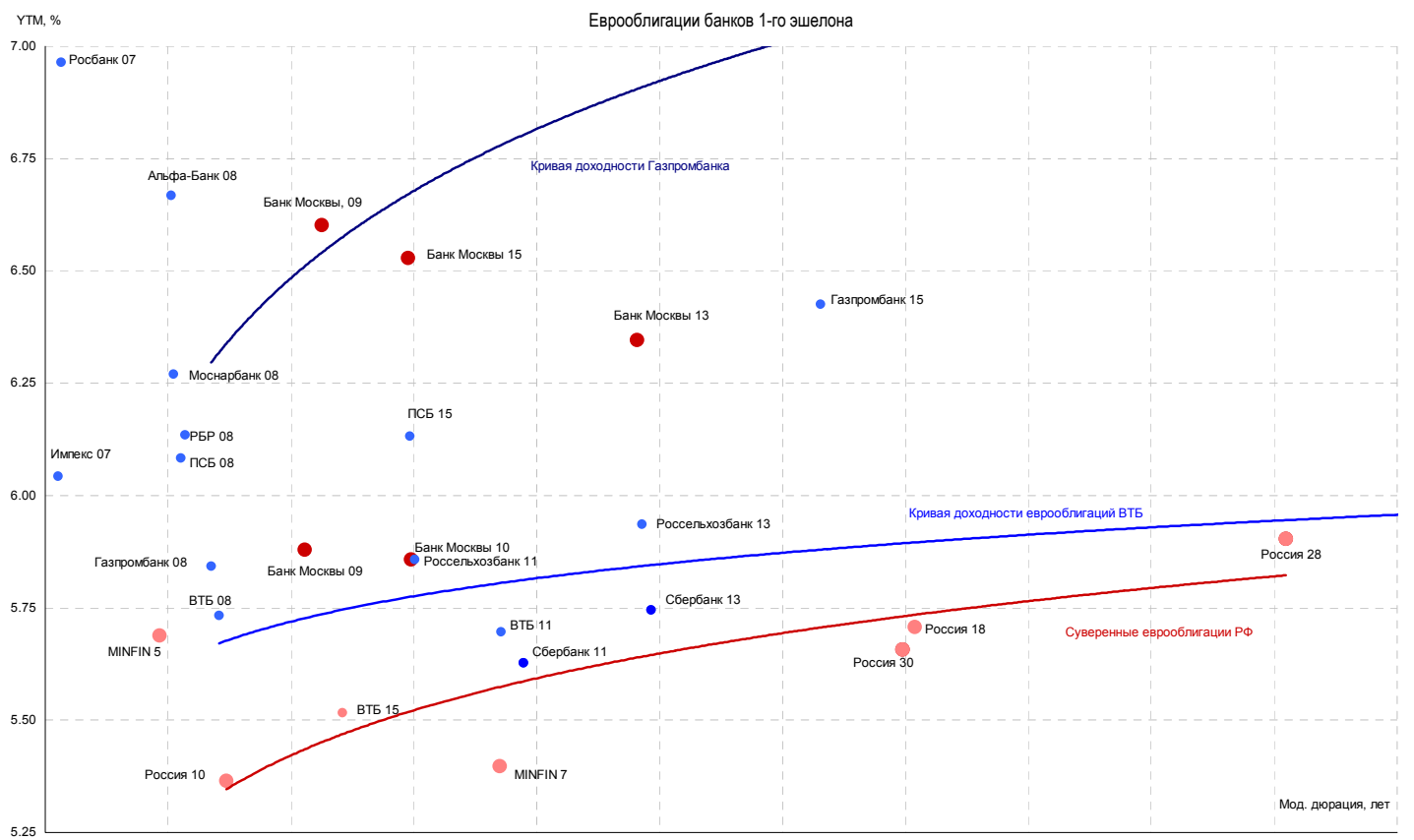
Кривая доходности российских CLN



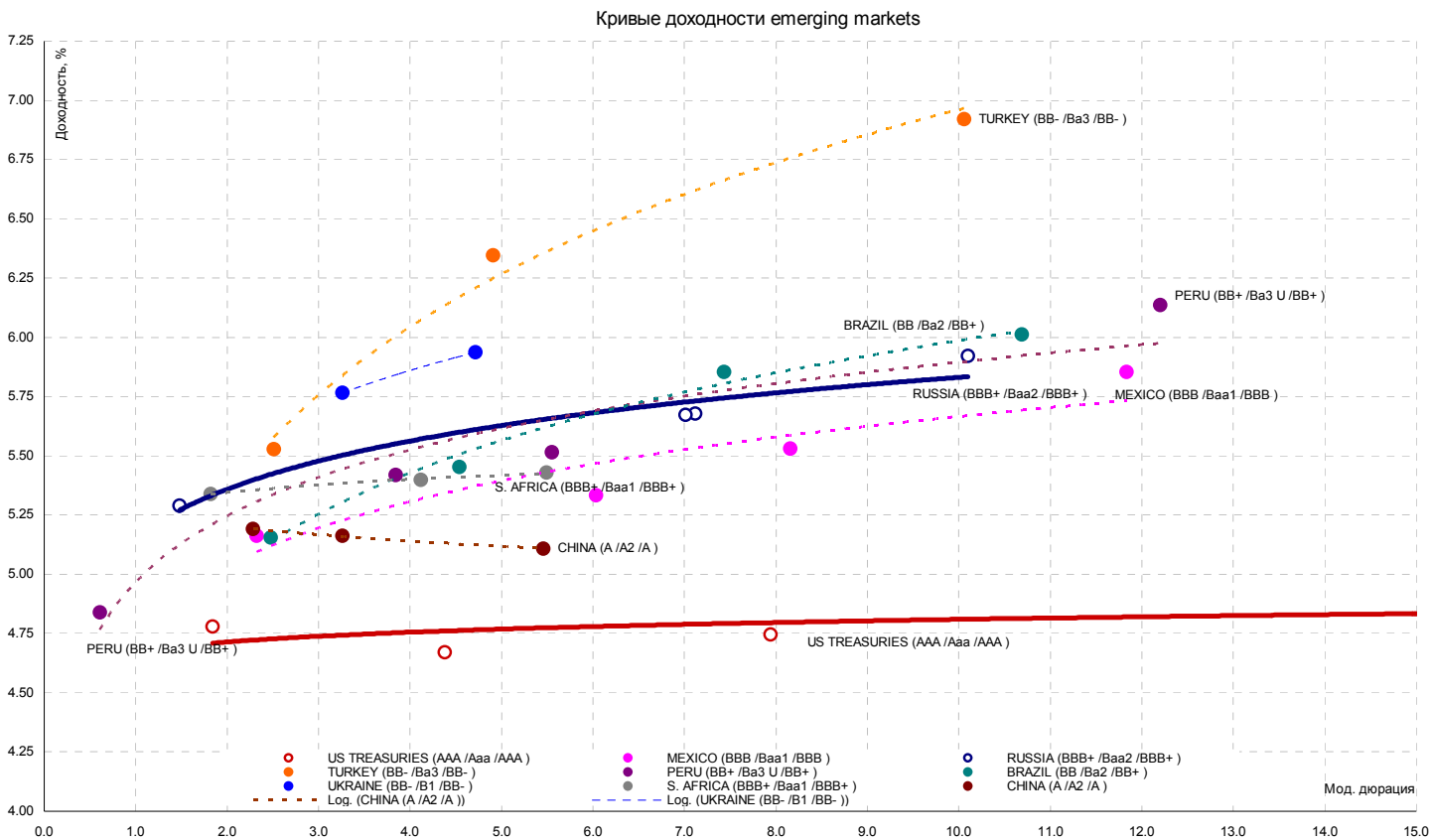
Кривая доходности банковских еврооблигаций



Еврооблигации банков 1-го эшелона



Источники: REUTERS



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
Мусяенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Ljamin_MY@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

Потребительский сектор
Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Отдел анализа рынка облигаций

Стратегия/ кредитный анализ
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Стратегия
Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Кредитный анализ
Залеская Анастасия
Zaleskaya_AV@mmbank.ru

Стратегия
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 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.