

**US-Treasuries**

Основной тенденцией на рынке us-treasuries стал существенный пересмотр ожиданий рынка относительно учетной ставки, спровоцировавший значительный рост доходностей us-treasuries. Если в начале мая рынок был на 90% уверен в снижении ставки на 25 б.п. к концу года, то в конце мая эта вероятность оценивалась всего в 10%. При этом 2 месяца назад рынок был практически на 100% уверен в снижении ставки до 4,75% годовых.

В этой стратегии мы сохраняем наш прогнозный уровень по ставке на конец года в размере 5% годовых. Однако если наметившиеся положительные тенденции в экономике США получат продолжение, мы намерены пересмотреть наш прогноз. Наиболее вероятным диапазоном доходностей 10-летних UST в текущей ситуации представляется 4,8 – 5,1% годовых.

**Emerging markets**

Рынок еврооблигаций развивающихся стран пока остается стабильным, несмотря на неприятности на фондовом рынке Китая и рост доходностей базовых активов. Спрэды большинства индексов снизились по итогам мая до минимальных отметок. Рынок пока слабо реагирует на внешние факторы. В ближайшей перспективе мы не ждем пересмотра рисков emerging markets, но в случае сильного роста доходностей treasuries спрэды еврооблигаций emerging markets могут начать расширяться.

**Российские еврооблигации**

Динамика котировок российских еврооблигаций определяется общими настроениями на emerging markets. Спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 сузился, переместившись в диапазон 85 - 95 б.п. Однако насколько устойчивым окажется этот диапазон пока сказать сложно. Весомых поводов для существенного сужения суверенного спрэда пока по-прежнему нет.

**Внутренний долговой рынок**

Май преподнес приятный сюрприз участникам внутреннего рынка облигаций. Накачанная деньгами система, начала искать им применение. Мы увидели ралли, которого не было очень давно.

Ключевые тенденции:

- Агрессивный спрос на «брендовые» выпуски первого и второго эшелона;
- Весьма неоправданные фундаментальными показателями итоги аукционов (до 150 б.п. ниже прогнозов);
- Агрессивный выход новых выпусков в обращение (-40-50 б.п. к размещению).
- Сокращение спрэдов рублевых облигаций к валютным еврооблигациям.

В ближайшей перспективе мы не ждем коррекции в рублевых облигациях. Летом внутренний долговой рынок, скорее всего, будет продолжать постепенный рост за счет подпитки со стороны огромного навеса ликвидности. Вес остальных факторов на этом фоне пока ничтожно мал. В этой связи мы не исключаем продолжения ралли во втором эшелоне и облигациях с качественным и понятным риском. Рост облигаций третьего эшелона будет ограничен невысокой ликвидностью бумаг.

**Торговые идеи/ Модельный портфель**

Среди основных идей этого месяца: Салават-2, Промтрактор-2 и ТГК-1 – бумаги, которые мы считаем недооцененными. Мы корректируем наш модельный портфель в соответствии с этими рекомендациями.

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

Залеская Анастасия  
[Zalasskaya\\_AV@mmbank.ru](mailto:Zalasskaya_AV@mmbank.ru)

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

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

US-Treasuries .....	2
Emerging markets .....	5
Российские еврооблигации .....	7
Корпоративные еврооблигации .....	8
Внутренний долговой рынок .....	10
Торговые идеи .....	15
Модельный портфель .....	18
Российская статистика .....	20
Кривые доходностей .....	24

## US-Treasuries

Основной тенденцией на рынке us-treasuries стал существенный пересмотр ожиданий рынка относительно учетной ставки, спровоцировавший значительный рост доходностей us-treasuries. Если в начале мая рынок был на 90% уверен в снижении ставки на 25 б.п. к концу года, то в конце мая эта вероятность оценивалась всего в 10%. При этом 2 месяца назад рынок был практически на 100% уверен в снижении ставки до 4,75% годовых.

В этой стратегии мы сохраняем наш прогнозный уровень по ставке на конец года в размере 5% годовых. Однако если наметившиеся положительные тенденции в экономике США получат продолжение, мы намерены пересмотреть наш прогноз. Наиболее вероятным диапазоном доходностей 10-летних UST в текущей ситуации представляется 4,8 – 5,1% годовых.

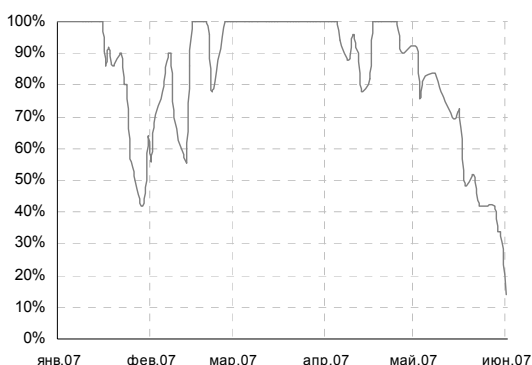
### Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

	Изм-е, б.п.					
	31.05.2007	За мес.	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Fed Funds Rate	5.25	0	0	25	0	225
UST 02	4.92	26	23	-12	10	120
UST 05	4.86	26	34	-18	16	97
UST 10	4.89	19	37	-23	19	78
UST 30	5.01	12	39	-21	20	60

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Июнь начался для us-treasuries на «минорной» ноте – в первые дни месяца доходность 10-летних облигаций вплотную подошла к 10-месячным максимумам, достигнув отметки 4,99% годовых. В конце мая доходности 10-летних us-treasuries вышли из диапазона 4,5 – 4,8% годовых, в котором они держались 3,5 месяца. Основным поводом для снижения котировок стал продолжающийся пересмотр ожиданий рынка относительно дальнейших действий ФРС. В первую очередь это было связано с выходом целого ряда оптимистичных данных, которые вселили в инвесторов веру, что дно пройдено, и в дальнейшем можно ожидать восстановления экономического роста.

Вероятность снижения ставки ФРС США до 5% до 31.12.2007



Источники: REUTERS, Банк Москвы

Вероятности снижения ставки ФРС США, %

Месяц	В середине мая		В начале июня*		Даты объявления реш-я FOMC
	до 5.0%	до 5.0%	до 4.75%	до 4.50%	
июл.07	4.0	0.0	0.0	0.0	
авг.07	10.0	2.0	1.0	0.7	07.08.07
сен.07	18.0	2.0	1.0	0.7	18.09.07
окт.07	32.0	4.0	2.0	1.3	31.10.07
ноя.07	50.0	8.0	4.0	2.7	
дек.07	72.0	14.0	7.0	4.7	11.12.07
январь.08	84.0	16.0	8.0	5.3	
фев.08	100.0	20.0	10.0	6.7	
мар.08	100.0	22.0	11.0	7.3	
апр.08	100.0	34.0	17.0	11.3	
май.07	100.0	42.0	21.0	14.0	

Источники: CBOT, Fed, расчеты Банка Москвы

\*Расчитано исходя из цен закрытия 30-day Fed Funds Rate фьючерсов на 02.06.2007

### Экономика США

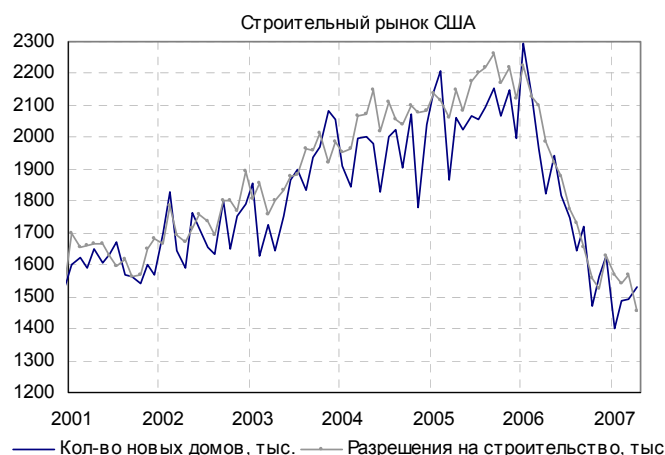
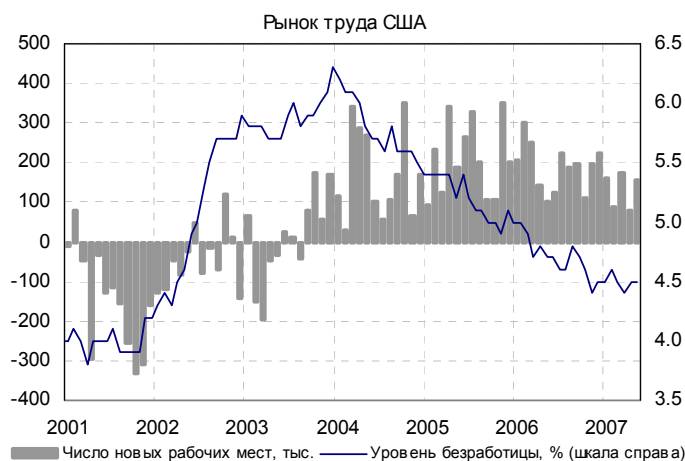
Макроэкономические показатели пока остаются смешанными, однако за прошедший период картина существенно улучшилась. В мае был опубликован целый ряд сильных данных, в частности достаточно внушительный рост продемонстрировали промышленные показатели (индекс деловой активности в промышленном секторе, индекс промышленного производства, Chicago PMI), а также индекс деловой активности в непромышленном секторе и индекс потребительской уверенности. Публикация второй оценки ВВП в I квартале осталась без внимания рынка, несмотря на то, что рост составил всего 0,6% – самый низкий показатель с III квартала 2002 года. Таким образом, данные по первым трем месяцам рассматриваются инвесторами как уже пройденный этап.

На негативный (для us-treasuries) лад помимо «свежих» данных рынок настроил устойчивый оптимизм ФРС относительно дальнейших перспектив американской экономики. Как показал протокол майского заседания FOMC, члены FOMC отметили существенное снижение темпов роста в I квартале, но ожидают ускорения экономического роста в следующих кварталах. Приоритетными рисками по-прежнему остаются инфляционные. В итоге оценка вероятности снижения учетной ставки на 25 б.п. в

конец мая опустилась ниже 50%.

Макроэкономические индикаторы рынка труда, а также сектора строительства и недвижимости демонстрируют неустойчивую динамику. Данные по рынку труда за май оказались крепкими: ключевой показатель, количество новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе, превысил ожидания и составил 157 тыс. против 80 тыс. в апреле. В тоже время апрельский показатель является самым низким значением с ноября 2004 года. Стоит отметить, что с начала года «сильные» и «слабые» отчеты чередуются, что пока не позволяет говорить об установлении четкой тенденции. В целом в текущем году рынок труда выглядит слабее, чем в прошлом. Среднее количество новых рабочих мест за первые 5 месяцев 2007 года составило 132,8 тыс. против 188,6 тыс. в 2006 году.

Снижение активности в секторе строительства и недвижимости продолжается, при этом статистика достаточно противоречива. Отдельные показатели демонстрируют признаки улучшения, в частности объем строительства новых домов растет 3-й месяц подряд. С другой стороны, апрельское снижение количества разрешений на строительство стало самым существенным с сентября 1999 года.



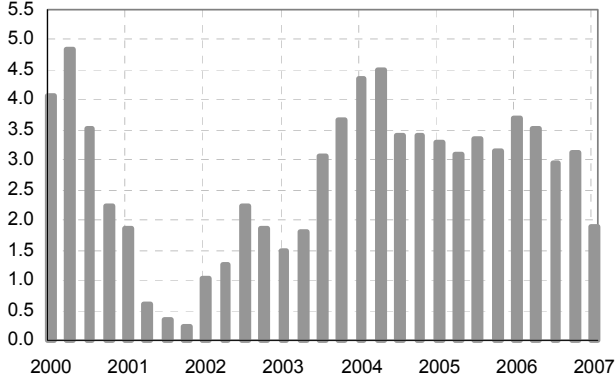
## Прогнозы

В совокупности все опубликованные за последние полтора месяца данные говорят в пользу возможности для ФРС сохранять учетную ставку на уровне 5,25% годовых в течение длительного времени. Как показывают фьючерсы на ставку fed funds, в настоящее время вероятность снижения ставки на 25 б.п. к концу года оценивается всего в 10%. Однако, рыночные ожидания – фактор весьма переменчивый. Совсем недавно (в конце апреля) вероятность снижения ставки на 50 б.п. оценивалась более чем в 50%, а в марте - в 100%. В этой стратегии мы сохраняем наш прогнозный уровень по ставке на конец года в размере 5% годовых. Однако если наметившиеся положительные тенденции в экономике США получат продолжение, мы намерены пересмотреть наш прогноз. Как мы уже отмечали, ключевую важность представляют данные по рынку труда, «здоровое» состояние которого является основой для дальнейшего роста экономики.

Основной причиной роста доходностей us-treasuries являются существовавшие долгое время завышенные ожидания относительно снижения ставки. Пока серьезных предпосылок пересмотра ожиданий в обратную сторону нет, соответственно, давление на котировки treasuries будет сохраняться. Наиболее вероятным диапазоном доходностей 10-летних UST в текущей ситуации представляется 4,8 – 5,1% годовых.

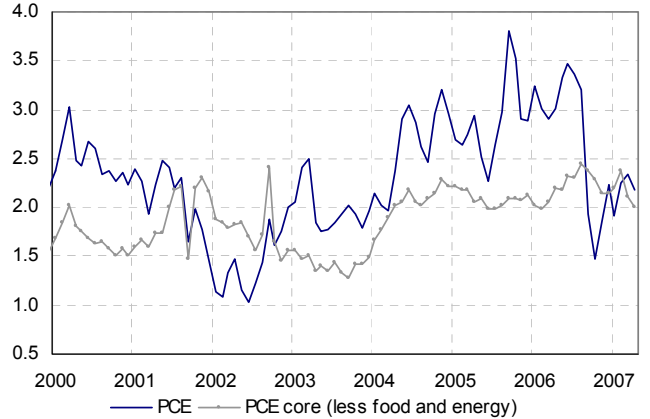
**Макроэкономические индикаторы экономики США**

Темпы роста реального ВВП США, % год к году



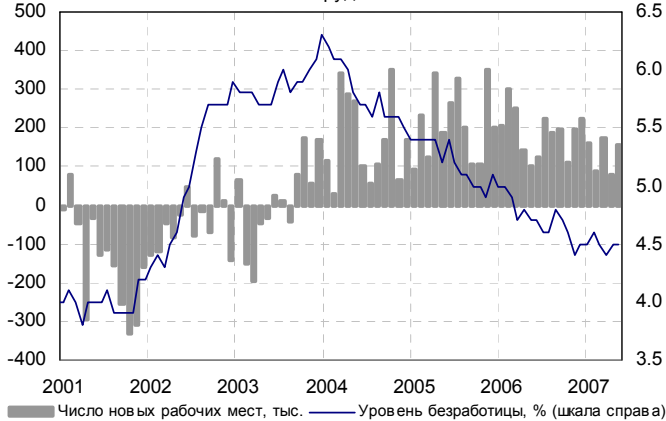
Источники: FRED II data

Индекс потребительских расходов (PCE), % год к году



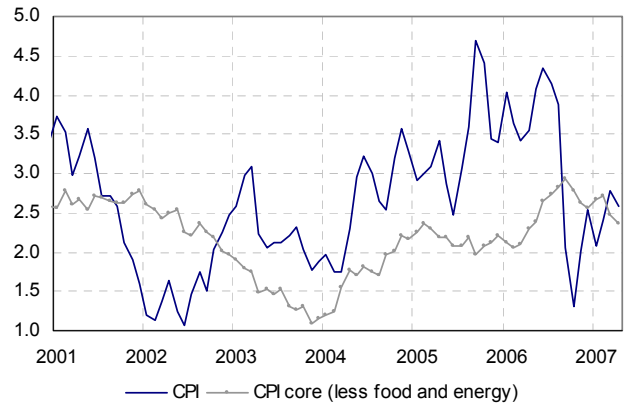
Источники: FRED II data

Рынок труда США



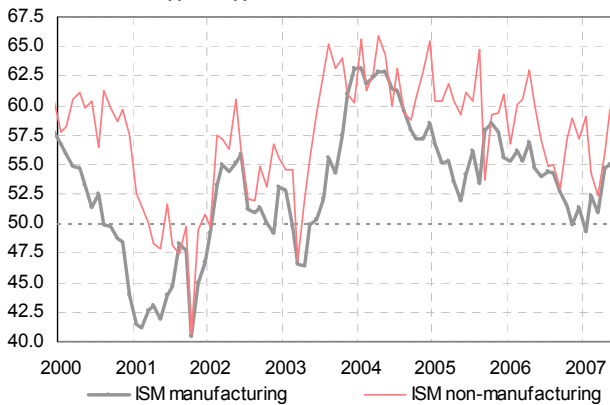
Источники: FRED II data

Индекс потребительских цен США, % год к году



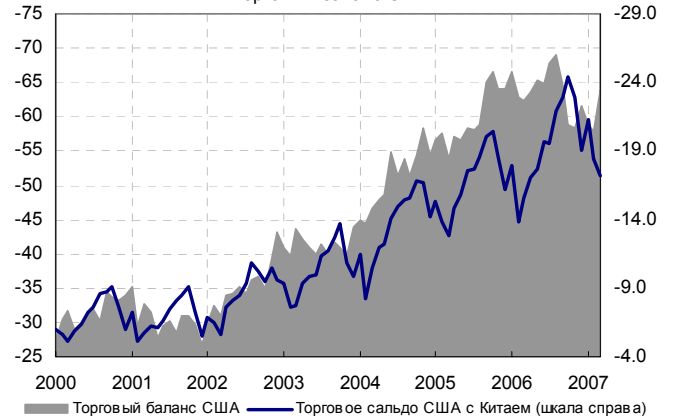
Источники: FRED II data

Индексы деловой активности США



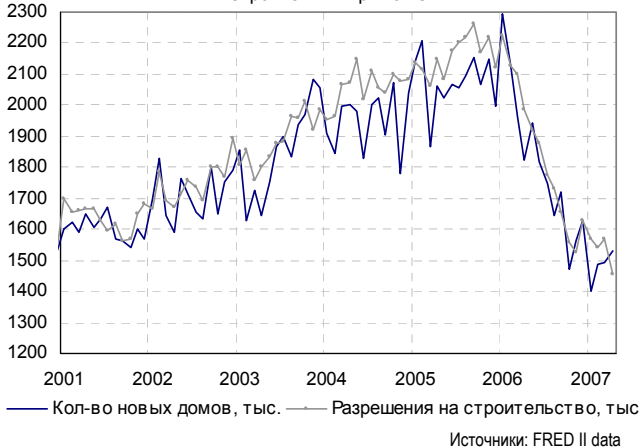
Источники: FRED II data

Торговый баланс США



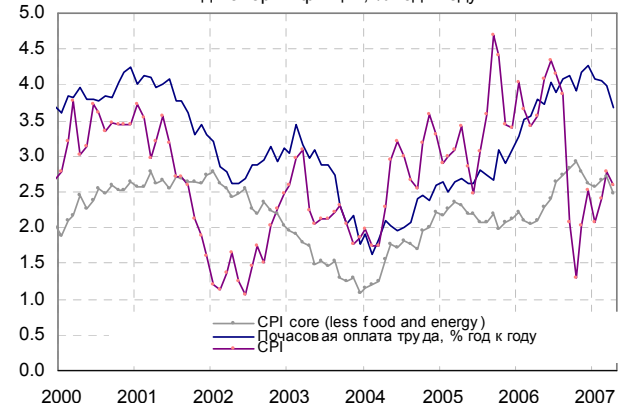
Источники: FRED II data

Строительный рынок США



Источники: FRED II data

Индикаторы инфляции, % год к году



Источники: FRED II data

## Emerging markets

Рынок еврооблигаций развивающихся стран пока остается стабильным, несмотря на неприятности на фондовом рынке Китая и рост доходностей базовых активов. Спрэды большинства индексов снизились по итогам мая до минимальных отметок. Рынок пока слабо реагирует на внешние факторы. В ближайшей перспективе мы не ждем пересмотра рисков emerging markets, но в случае сильного роста доходностей treasuries спрэды еврооблигаций emerging markets могут начать расширяться.

### Конъюнктура emerging markets

	31.05.2007	Изм-е				
		За мес.	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
<b>Полный доход, %</b>						
EMBI+	419.0	-0.5	4.1	14.6	2.9	22.6
EMBI+ Russia	456.6	-0.4	2.1	10.4	1.6	12.6
EMBI+ Mexico	359.7	0.1	3.5	13.6	3.0	14.0
EMBI+ Brasil	610.8	-0.7	6.7	21.4	5.3	34.0
EMBI+ Venezuela	587.5	-4.0	-1.2	5.7	-4.5	23.3
EMBI+ Argentine	118.3	-3.1	1.5	26.2	-6.9	62.3
EMBI+ Turkey	269.1	0.3	5.5	13.5	4.0	19.1
<b>Спрэды, б.п.</b>						
EMBI+ Spread	154	-3	-43	-57	-16	-160
EMBI+ Russia Spread	86	-8	-28	-30	-11	-78
EMBI+ Mexico Spread	75	-11	-44	-69	-24	-93
EMBI+ Brasil Spread	145	-3	-76	-123	-48	-268
EMBI+ Venezuela Spread	261	-8	27	53	78	-209
EMBI+ Argentine Spread	279	17	-18	-84	62	-610
EMBI+ Turkey Spread	182	-12	-58	-44	-26	-109

Источники: REUTERS

Рынок еврооблигаций развивающихся стран остается стабильным, несмотря на неприятности на фондовом рынке Китая и рост доходностей базовых активов. Спрэды большинства индексов снизились по итогам мая до минимальных отметок. Рынок пока слабо реагирует на внешние факторы. В ближайшей перспективе мы не ждем пересмотра рисков emerging markets, но в случае сильного роста доходностей treasuries спрэды еврооблигаций emerging markets расширятся.

В отличие от роста в предыдущем месяце, в мае индекс EMBI+ продемонстрировал небольшое снижение: -0,5%. Индекс EMBI+ Россия также упал, и его потери составили 0,4%. На фоне роста доходностей us-treasuries, переоценки рисков emerging markets не произошло. Стабильные уровни доходностей еврооблигаций развивающихся стран обеспечили дальнейшее сужение спрэдов. Спрэд индекса EMBI+ за месяц сузился на 3 б.п. до 154 б.п., спрэд индекса EMBI+ Россия уменьшился до 86 б.п. (!), что на 8 б.п. ниже показателей конца апреля.

### Кредитные рейтинги emerging markets

За минувший месяц, по нашим данным, были повышены рейтинги всего двух стран, рейтинг одной страны был понижен. Международные рейтинговые агентства «Fitch Ratings» и «Standard & Poor's» повысили рейтинги Бразилии с BB до BB+. В качестве основных причин называется улучшение в платежном балансе и ожидания разумной политики страны и в дальнейшем. Агентство «Moody's» повысило рейтинг Доминиканской республики с B2 до B3.

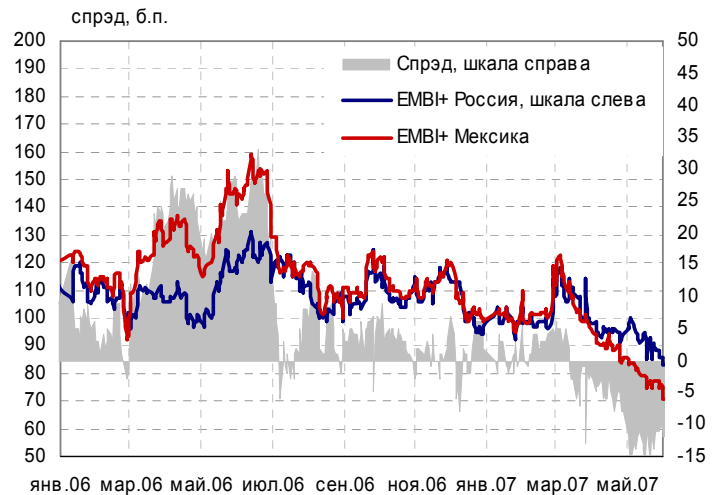
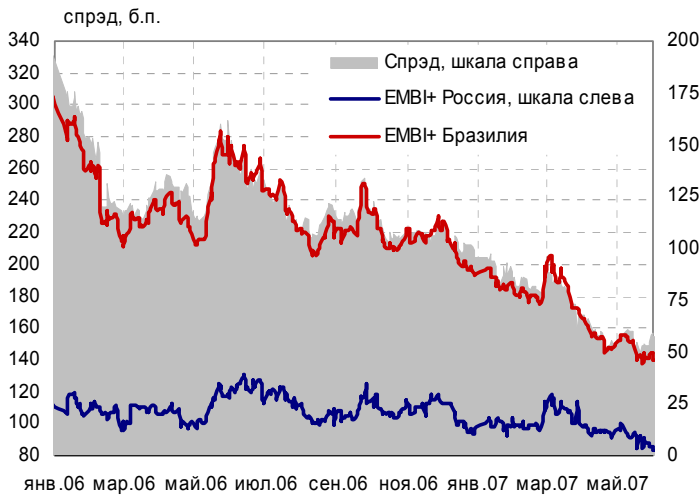
Рейтинг Латвии был понижен с A- до BBV+ по версии S&P, прогноз по рейтингу – негативный. Решение о понижении рейтинга было принято ввиду быстро растущего дефицита текущего счета, а также внешнего долга страны. Негативный прогноз по рейтингу, в свою очередь, отражает дальнейшее понижение рейтинга в случае ухудшения ситуации.

## Рейтинги Emerging Markets

Дата	Агентство	Страна, эмитент	Рейтинговое действие	Новый рейтинг	Новый прогноз	Прежний рейтинг	Прежний прогноз
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.
16 мая 07	S&P	Бразилия	Повышение рейтинга	BB+	Позитив.	BB	Позитив.
17 мая 07	S&P	Латвия	Понижение рейтинга	BBB+	Негатив.	A-	Негатив.
18 мая 07	S&P	Филиппины	Подтверждение рейтинга	BB-	Стаб.	BB-	Стаб.
25 мая 07	Fitch Ratings	Суринам	Подтверждение рейтинга	B	Стаб.	B	Стаб.
29 мая 07	S&P	Македония	Подтверждение рейтинга	BB+	Стаб.	BB+	Стаб.
30 мая 07	Fitch Ratings	Кувейт	Подтверждение рейтинга	AA-	Стаб.	AA-	Стаб.

Источники: рейтинговые агентства

### Emerging markets – динамика ключевых суверенных спрэдов



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

# Российские еврооблигации

Динамика котировок российских еврооблигаций определяется общими настроениями на *emerging markets*. Спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 сузился, переместившись в диапазон 85 - 95 б.п. Однако насколько устойчивым окажется этот диапазон пока сказать сложно. Весомых поводов существенного сужения суверенного спреда пока по-прежнему нет.

## Конъюнктура российских еврооблигаций

	31.05.2007	Изм-е*				
		За мес.	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Россия-30, цена	112.2	-1.1	-0.8	5.2	-0.8	2.2
Россия-30, УТМ	5.80	15	15	-54	15	0
UST 10	4.89	19	37	-23	19	78
Спрэд России 30 и UST-10	93	-3	-20	-29	-3	-76

Источники: REUTERS

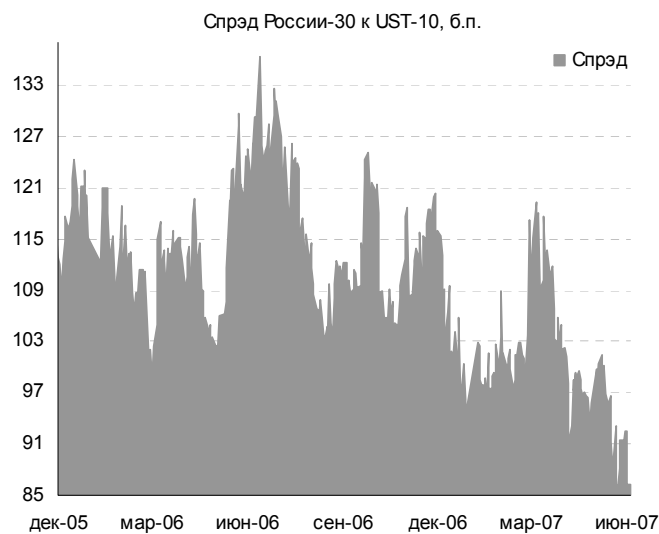
\*Изменение для стоимости - %, для спредов и доходности - б.п.

Динамика котировок российских еврооблигаций, в целом, определялась общими настроениями на *emerging markets*. Котировки российских еврооблигаций снижались вслед за базовыми активами, однако снижение было более умеренным, что привело к сужению суверенного спреда и переходу в диапазон 85 – 95 б.п. Однако насколько устойчивым окажется этот диапазон пока сказать сложно. В случае продолжения роста доходностей *us-treasuries* еврооблигации *emerging markets* оказываются в достаточно уязвимом положении, и сузившиеся за последний месяц спреды могут вновь начать расширяться.

Мы полагаем, что в ближайшее время спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 будет оставаться в диапазоне 85 -100 б.п. Весомых поводов для существенного сужения суверенного спреда пока по-прежнему нет.



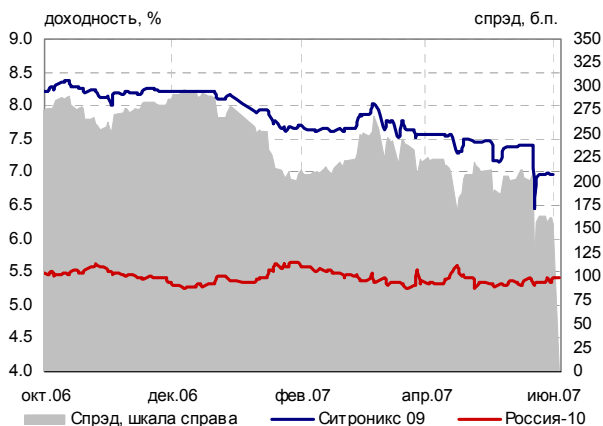
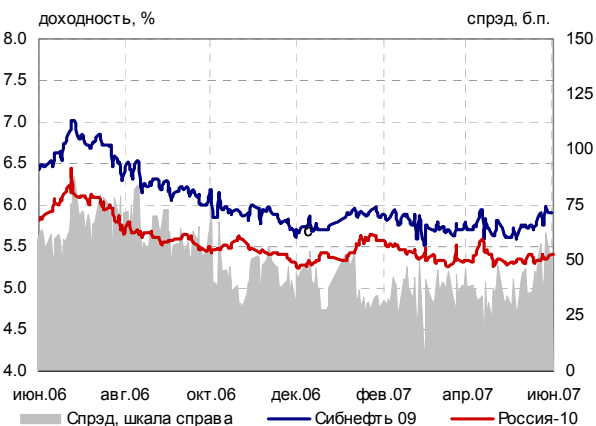
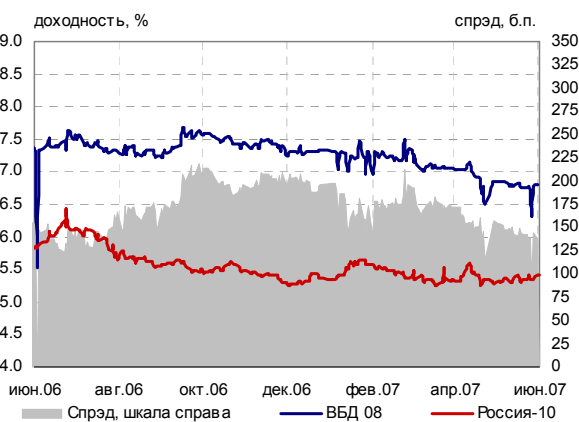
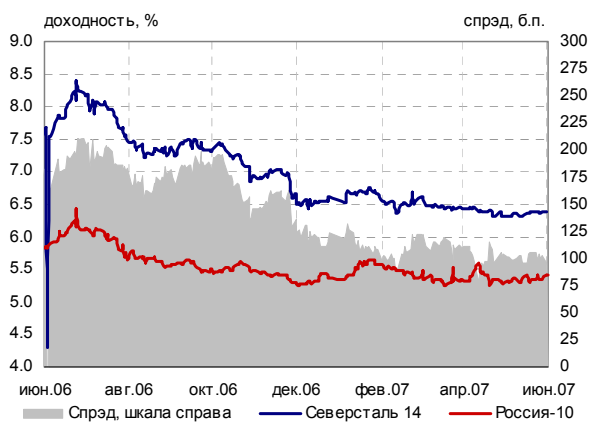
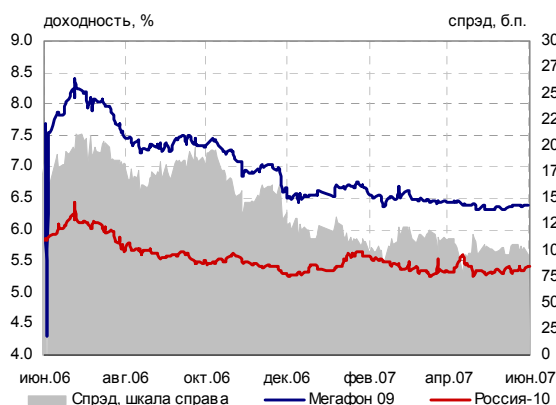
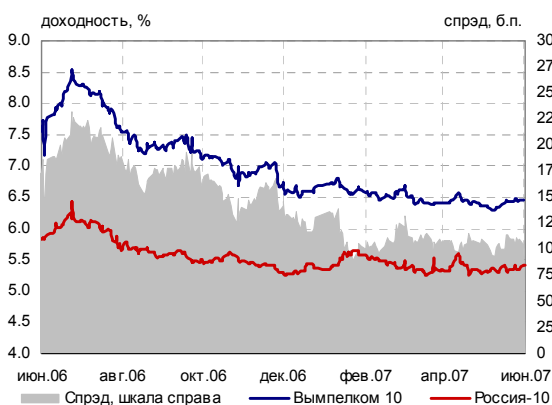
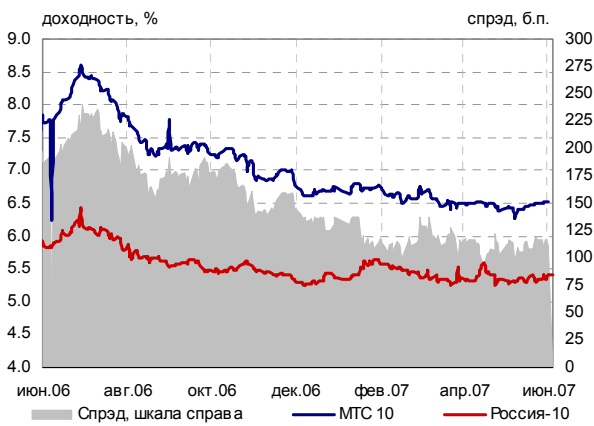
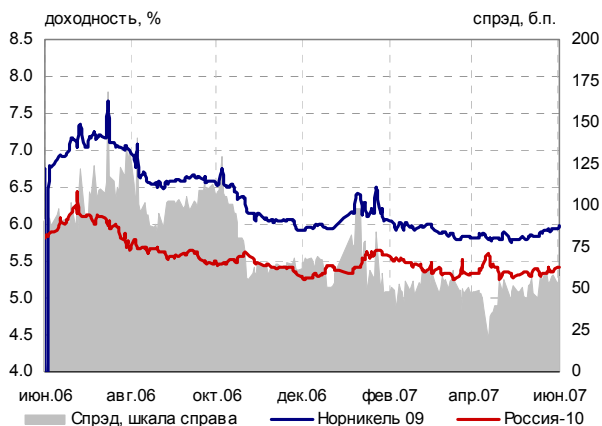
Источники: REUTERS



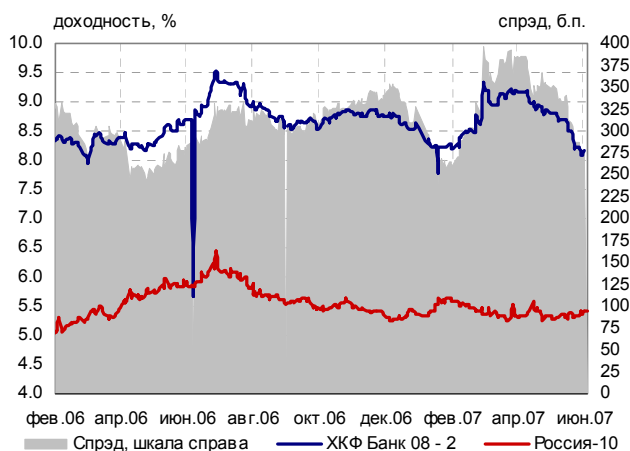
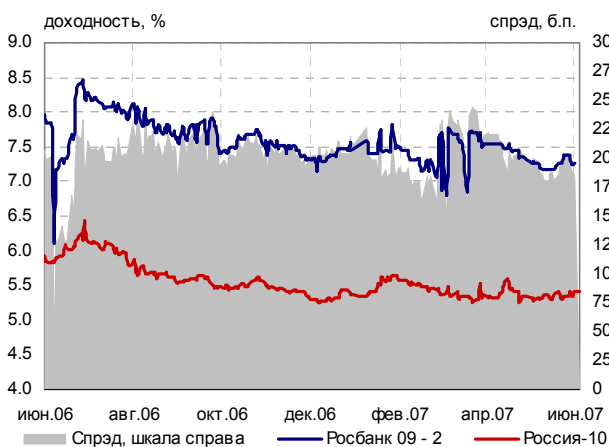
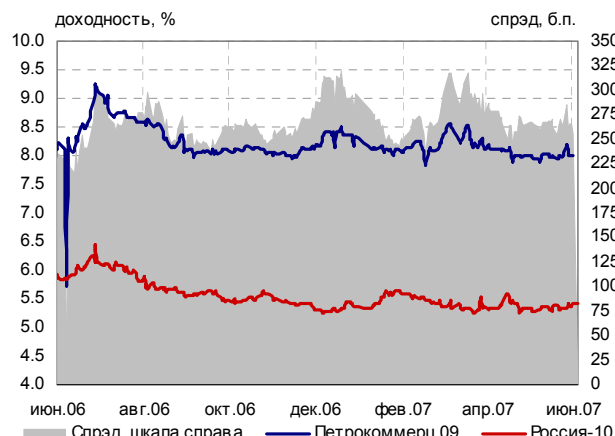
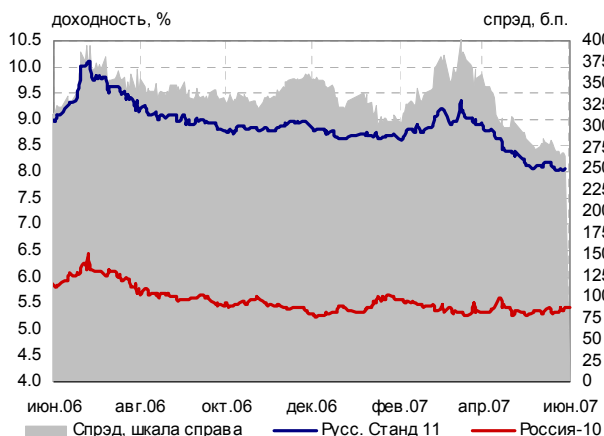
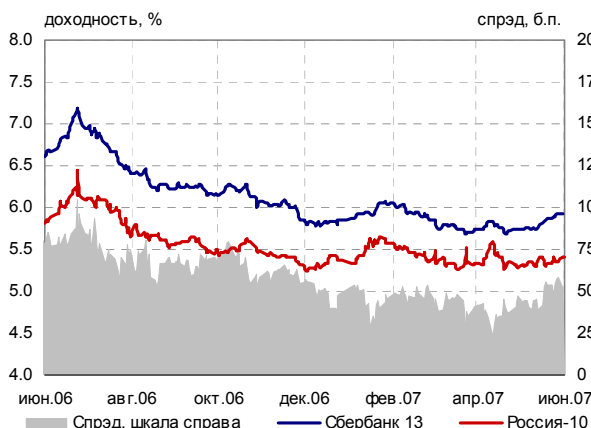
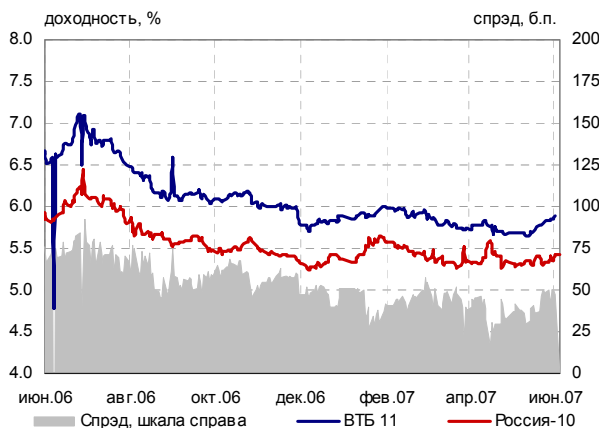
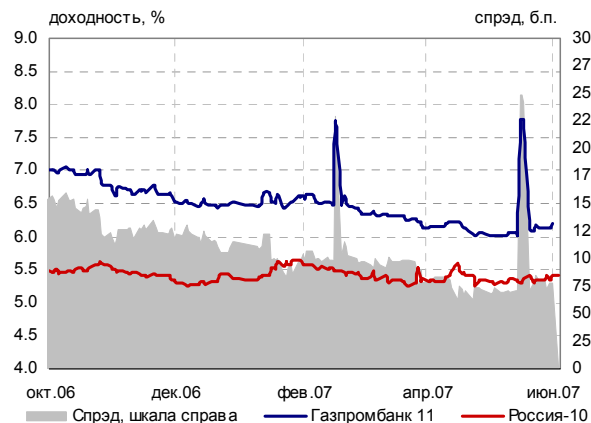
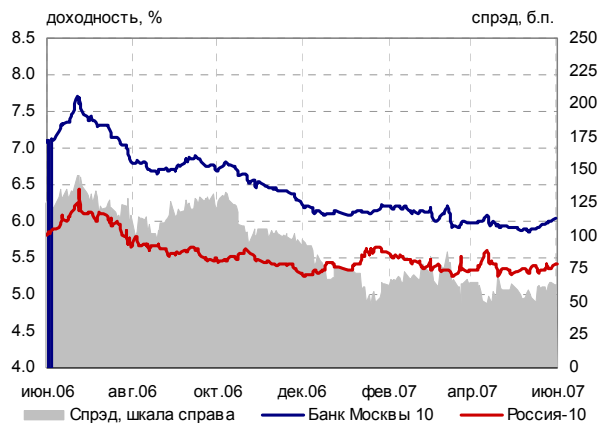
Источники: REUTERS

# Корпоративные еврооблигации

## Доходности и спреды еврооблигаций нефинансового сектора



**Доходности и спреды финансового сектора**



# Внутренний долговой рынок

## В цене кредитный риск второго эшелона

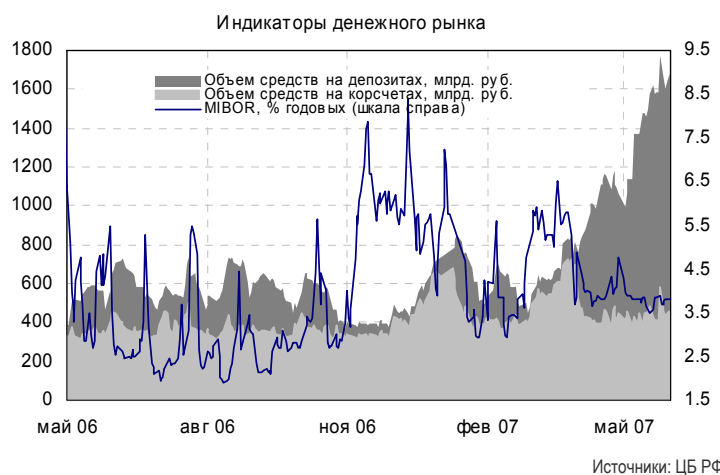
Май преподнес приятный сюрприз участникам внутреннего рынка облигаций. Накануне деньгами система, начала искать им применение. Мы увидели ралли, которого не было очень давно.

### Ключевые тенденции:

- Агрессивный спрос на «брендовые» выпуски первого и второго эшелона;
- Весьма неоправданные фундаментальными показателями итоги аукционов (до 150 б.п. ниже прогнозов);
- Агрессивный выход новых выпусков в обращение (-40-50 б.п. к размещению).
- Сокращение спрэдов рублевых облигаций к валютным еврооблигациям.

Эффект от мощного притока капитала в страну в январе – мае этого года (чистый приток уже в \$70 млрд.) сможет достаточно долго оказывать положительное влияние на котировки рублевых инструментов. К началу июня экономика РФ накачана деньгами по завязку. Остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ – 1,6 трлн. руб., что вдвое как превышает обычные уровни. Например, средняя величина этого показателя в 4-м кв. 2006 г. составляет 494 млрд. руб., а в 1 кв. 2007 г. – 650 млрд.

Вторичный рынок продемонстрировал существенный рост по итогам мая. Основная причина – по-прежнему высокий уровень рублевой ликвидности. Снижение доходностей государственных облигаций составило за месяц в среднем около 5 б.п., а средневзвешенная доходность портфеля ОФЗ по расчетам ЦБ составила 6,50% годовых.



### Ключевые индикаторы вторичного рынка облигаций

Сегмент	31.05.07				27.04.07				change, b.p.	HPR, %	HPR, % год.	St. dev.
	YTM, %	St. dev.	M.dur	St. dev.	YTM, %	St. dev.	M.dur	St. dev.				
Корпоративные облигации	8.51	3.80	1.21	0.98	8.61	3.40	1.18	1.02	-10	0.86	9.39	4.25
Blue chips	6.66	0.68	2.61	1.49	6.76	0.63	2.62	1.68	-10	0.76	8.32	2.09
2-й эшелон	8.10	0.98	1.28	0.80	8.23	1.06	1.26	0.84	-13	0.83	9.11	5.87
3-й эшелон	11.22	4.76	0.79	0.48	11.26	4.10	0.77	0.50	-4	0.97	10.67	2.49
Муниципальные облигации	6.61	0.84	1.78	1.28	6.84	0.82	1.85	1.27	-23	0.84	9.15	1.78
Государственные облигации	5.86	1.34	3.84	3.41	6.07	0.62	4.03	3.51	-21	0.69	7.45	2.17

Источники: расчеты Банка Москвы

По нашим оценкам, корпоративные облигации 3-го эшелона, как и в прошлом периоде, принесли своим владельцам наибольший доход по сравнению с другими сегментами и эшелонами. Доход их владельцев в среднем составил 10,7% годовых. Риски третьего эшелона по-прежнему высоки, хотя успешное прохождение через эмитентов через оферту, а также IPO девелоперского подразделения РТМ (холдинга Марта) успокоили рынок. В то же время существенных изменений в третьем эшелоне не произошло. Средневзвешенная доходность сектора снизилась, по нашим оценкам, всего на 4 б.п. до 11,22% годовых.

Доходность эмитентов второго эшелона снизилась более значительно - на 13 б.п., а ее средневзвешенное значение составило 8,10% годовых. Доход инвесторов за период владения

составил 9,11% годовых, при более умеренных рисках, чем третьем эшелоне.

Корпоративные облигации «Blue chips» принесли инвесторам порядка 8,32% годовых. Средневзвешенная доходность облигаций на конец мая составила 6,66% годовых, а ее снижение за месяц составило порядка 10 б.п.

По нашим оценкам, по итогам мая индекс капитализации всего сектора корпоративных облигаций вырос на 0,21%, субфедеральных и муниципальных облигаций – на 0,22%, а индекс капитализации госбумаг прибавил 0,28%.

Совокупный доход от инвестиций в рублевые облигации в мае распределился следующим образом: корпоративные облигации в среднем принесли владельцам 10,36% годовых, субфедеральные - 11,42% годовых, госбумаги - 8,28% годовых.

**Изменение индексов рублевых облигаций**

	Сектор			ТОП-10		
	Ценовой индекс	Полн. дох-ть	% год.	Ценовой индекс	Полн. дох-ть	% год.
Корпорат.	0.21	0.97	10.36	1.08	1.80	19.28
Субфед.	0.22	1.06	11.42	0.51	1.31	14.01
Государств.	0.28	0.77	8.28	0.65	1.27	13.69

Источники: расчеты Банка Москвы

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



Источники: расчеты Банка Москвы

Индекс капитализации ТОП-10 (по оборотам) субфедеральных и муниципальных облигаций ММВБ



Источники: расчеты Банка Москвы

Ключевая тенденция завершившегося месяца – новый виток сокращения спредов доходности рублевых облигаций к еврооблигациям. Это стало возможным благодаря постепенному росту доходностей на внешних долговых рынках и росту котировок на внутреннем долговом рынке. Теоретически эта тенденция может продолжиться. Потенциал для дальнейшего сужения спреда рублевых облигаций составляет не менее 20 б.п.

Спред рублевых облигаций к еврооблигациям, б.п.



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

## Корпоративные облигации второго эшелона - лидеры по доходу в мае

Выпуск	HPR, %	HPR, % год.	Price, %		YTM or YTP, %		Yield change, b.p.	Объем выпуска, млн. рублей	Купон, %	Погашение	Оферта	Дюрация
			31.05.2007	27.04.2007	31.05.2007	27.04.2007						
НКНХ-04 об	1.6	17.5	104.26	103.50	8.11	7.56	-56	1500	9.99	26.03.2012	02.04.2009	1.7
ПятерочФ 2	1.3	14.6	104.40	103.85	8.21	8.00	-21	3000	9.30	14.12.2010	-	3.0
СибТлк-6об	1.3	13.7	101.20	100.65	7.41	6.91	-50	2000	7.85	16.09.2010	23.09.2008	1.3
АптЗби6 об	1.3	14.0	101.90	101.50	9.96	9.56	-40	3000	9.89	30.06.2009	01.07.2008	1.0
ПятерочкаФ	1.2	14.0	109.20	108.85	8.27	8.05	-22	1500	11.45	12.05.2010	-	2.6
РазгуляйФ2	1.2	12.8	100.54	100.30	10.13	9.76	-37	2000	10.25	27.09.2011	01.04.2008	0.8
Евросеть-2	1.2	13.2	99.99	99.72	10.99	10.53	-46	3000	10.25	02.06.2009	04.12.2007	0.5
Камаз-Фин2	1.1	12.1	101.15	100.80	7.98	7.64	-34	1500	8.45	17.09.2010	19.09.2008	1.2
Миракс 01	1.1	12.2	102.30	102.30	10.06	9.85	-21	1000	12.50	19.08.2008	-	1.1
АвтомирФ-1	1.1	11.6	100.36	100.36	10.44	9.98	-46	1000	11.66	01.09.2009	04.09.2007	0.3
ГлМосСтр-2	1.1	11.4	100.65	100.65	9.70	9.12	-58	4000	11.50	17.03.2011	20.09.2007	0.3
Слвтстекло	1.0	11.4	102.10	102.10	9.34	9.05	-29	750	11.60	25.03.2008	-	0.8
Кокс 01	1.0	11.5	101.40	101.15	8.54	8.38	-16	3000	8.95	16.07.2009	-	1.9
СибТлк-7об	1.0	11.6	102.45	102.15	7.64	7.43	-22	2000	8.65	20.05.2009	-	1.9
ЦУН 01 обл	1.0	11.1	101.00	101.00	10.25	10.08	-16	1000	11.25	22.04.2010	24.04.2008	0.8
УрСИ сер07	1.0	11.1	100.96	100.70	8.15	7.96	-19	3000	8.40	13.03.2012	17.03.2009	1.7
ЦУН 02 обл	1.0	11.3	101.30	101.30	10.22	10.11	-11	1500	11.44	20.01.2010	23.07.2008	1.1
ВостСервФ1	1.0	11.0	99.80	99.80	11.52	11.53	1	1500	10.99	10.09.2009	13.03.2008	0.8
ВикторияФ2	1.0	10.8	100.78	100.78	10.83	10.82	-1	1500	10.89	16.02.2010	-	2.4
ПромТр02об	1.0	10.5	102.70	102.70	8.01	7.70	-31	3000	10.75	18.10.2011	22.04.2008	0.9

Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

## Первичный рынок: итоги мая

Навес свободных денег плюс, зачастую, участие нерезидентов в аукционах, привели к агрессивной скупке бумаг второго эшелона – «брендовых» эмитентов, имена которых уже хорошо известны, а круг банков, имеющих открытые лимиты, достаточно широк. В таблице ниже мы привели итоги аукционов по размещению облигаций второго эшелона в апреле-мае 2007 г.

Легко видеть, что итог аукционов нередко существенно расходился с прогнозами организатора. Так, Группа «Магнезит» разместила облигации ниже на 62 б.п. относительно среднего прогноза организаторов. Группе «Спортмастер», дебютировавшей на рынке, удалось привлечь средства на 137 б.п. ниже прогнозов под 8,99% годовых.

Перспективы выхода таких бумаг на вторичный рынок весьма неоднозначны. Зачастую доходность бумаг устанавливалась гораздо ниже фундаментальных оценок. Мы полагаем, что перспективы таких бумаг на вторичном рынке будет зависеть от дальнейшей динамики и состояния вторичного рынка.

## Корпоративные облигации второго эшелона. Итоги аукционов, прошедших в мае-апреле 2007 г.

Инструмент	Серия выпуска	Дата аукциона	Объем выпуска (предложения), млн. руб.	ближ оферта, лет	Прогноз организаторов*	Разброс**	Доходность к оферте/погашению, %	Отклонение от прогноза, б.п.	Спрос на аукционе	Bid-to-cover ratio
ЕЭСК	2	12.04.07	1000	3.00	9.15	0.50	8.93	22	1900	1.90
Магнезит	2	12.04.07	2500	2.00	9.57	0.15	8.95	62	4900	1.96
АИЖК р-ки Алтай	1	17.04.07	300	3.00	11.58	0.15	11.7	-13	300	1.00
Мосмарт	1	19.04.07	2000	1.00	11.04	1.06	11.3	-26	2500	1.25
Карелия	34010	19.04.07	500	4.00	8.38	0.25	8.18	20	500	1.00
Банк Русский Стандарт	8	20.04.07	5000	1.50	8.69	0.21	8.42	27	7710	1.54
Интурист	1	25.04.07	1000	3.00	10.00	0.50	9.20	80	2500	2.50
Ленэнерго	3	25.04.07	3000	5.00	8.58	0.21	8.18	40	4400	1.47
Русфинанс Банк	3	16.05.07	4000	2.00	7.60	0.10	7.69	-9	4000	1.00
Мособлгаз	1	17.05.07	2500	1.50	9.60	0.20	8.99	61	6740	2.70
ТГК-8 (ЮГК)	1	17.05.07	3500	2.00	8.18	0.15	8.16	2	5129	1.47
Спортмастер Финанс	1	25.05.07	3000	1.50	10.36	0.53	8.99	137	3000	1.00
АвтоВАЗ	4	29.05.07	5000	2.00	8.29	0.26	7.95	34	10290	2.06
Пермэнерго	1	29.05.07	1000	3.00	8.99	-	8.32	67	2390	2.39

Источник: расчеты Банка Москвы

\*Средний между нижней и верхней границей

\*\*Разница между верхней и нижней границе организаторов, %

## Участие в аукционах в марте – апреле позволило в среднем заработать в 14,6% годовых

Хороший спрос оказался не только на первичном рынке. Вышедшие в мае на вторичный рынок облигации корпоративного сектора эмитентов второго эшелона, были сметены с рынка. Среднее снижение доходностей облигаций составило более 40 б.п. по сравнению с итогами размещений, прошедших в марте-апреле. Средний доход за период владения составил 14,6% годовых, что существенно выше, по сравнению с текущими уровнями доходности на вторичном рынке.

Выпуски облигаций, вышедшие в обращение в мае, продемонстрировали существенное снижение доходностей;

Агрессивный спрос позволил снизить доходность облигаций Гражданских самолетов Сухого -01 на 52

б.п. до 7,48%, облигаций сети «Мосмарт» - на 67 б.п. до 10,63%, облигаций группы «Магнезит» - на 63 б.п. до 8,3% (несмотря на то, что доходность облигаций на аукционе определена существенно ниже прогнозов), Банка Русский Стандарт - на 63 б.п.

#### Корпоративные облигации второго эшелона, вышедшие на вторичный рынок в мае 2007 г.

Инструмент	Серия выпуска	Дата аукциона	Объем выпуска (предложения), млн. руб.	ближ оферта, лет	Доходность к оферте/погашению, %	Дата выхода на вторичный рынок	YTM (close) в первый день торгов	Price (close) в первый день торгов	Yield premium, b.p.*	HPR, % год**
Белон-Финанс	2	01.03.07	2000	2.50	9.46	17.05.07	9.06	100.75	40	12.81
Якутскэнерго	2	15.03.07	1200	2.00	8.77	25.05.07	8.35	100.65	42	11.93
ТГК-1	1	20.03.07	4000	3.00	7.90	03.05.07	7.83	100.16	7	9.08
Разгуляй-Финанс	3	23.03.07	3000	2.00	11.29	22.05.07	10.94	100.51	35	14.09
МОИТК	2	27.03.07	4000	2.00	9.19	18.05.07	8.99	100.30	20	11.10
Кировский завод	1	28.03.07	1500	1.50	9.41	18.05.07	9.12	100.33	29	11.56
Гражданские самолеты Сухого	1	29.03.07	5000	2.50	8.00	24.05.07	7.48	101.05	52	14.69
Магнезит	2	12.04.07	2500	2.00	8.95	17.05.07	8.32	101.00	63	19.18
Мосмарт	1	19.04.07	2000	1.00	11.30	31.05.07	10.63	100.50	67	15.35
Банк Русский Стандарт	8	20.04.07	5000	1.50	8.42	31.05.07	7.79	100.77	63	15.10
Интурист	1	25.04.07	1000	3.00	9.20	23.05.07	8.66	101.30	54	25.95
<b>Среднее значение</b>									<b>43</b>	<b>14.62</b>

\*Разница в доходности по итогам размещения и доходностью по цене закрытия в день выхода на вторичный рынок

Источник: расчеты Банка Москвы

\*\*Доходность за период владения (с момента аукциона) с учетом роста цены и накопленного купонного дохода

Для сравнения представим итоги выхода корпоративных облигаций второго эшелона в апреле, которые оказались несколько скромнее. Средняя премия в доходности составила по нашим оценкам порядка 32 б.п., в полный доход, который получили бы инвесторы – чуть меньше 13,4%.

#### Корпоративные облигации второго эшелона, вышедшие на вторичный рынок в апреле 2007 г.

Инструмент	Серия выпуска	Дата аукциона	Объем выпуска (предложения), млн. руб.	ближ оферта, лет	Доходность к оферте/погашению, %	Дата выхода на вторичный рынок	YTM (close) в первый день торгов	Price (close) в первый день торгов	Yield premium, b.p.*	HPR, % год**
Ленэнерго	2	02.02.07	3000	5.00	8.72	03.04.07	8.58	100.50	14	11.58
Трансмашхолдинг	2	15.02.06	4000	2.00	8.79	12.04.07	8.4	100.60	39	9.12
Русфинанс Банк	4	16.02.07	4000	3.00	7.89	18.04.07	7.78	100.25	11	9.24
Виктория-Финанс	2	20.03.07	1500	3.00	11.19	20.04.07	10.95	100.50	24	16.78
Копейка ТД	3	21.02.07	4000	1.50	9.49	10.04.07	8.76	100.75	73	15.50
Амурметалл	2	02.03.07	2000	3.00	9.36	17.04.07	9.06	100.70	30	14.70
Уралэлектромедь	1	06.03.07	3000	3.00	8.42	18.04.07	8.18	100.45	24	12.07
Банк Возрождение	1	07.03.07	3000	3.00	9.15	13.04.07	8.73	101.00	42	18.08
<b>Среднее значение</b>									<b>32</b>	<b>13.38</b>

\*Разница в доходности по итогам размещения и доходностью по цене закрытия в день выхода на вторичный рынок

Источник: расчеты Банка Москвы

\*\*Доходность за период владения (с момента аукциона) с учетом роста цены и накопленного купонного дохода

#### Оферты distressed debt пока проходят успешно

В мае успешно прошли оферты сразу два эмитента сегмента distressed debt – Группа «ОСТ» и «Эйр Юнион».

Группе ОСТ предъявили к оферте сразу 82% займа, однако ввиду произведенной ранее амортизации выпуска объем предъявленных облигаций составил всего 574 млн. руб. Учитывая высокую долю погашенных облигаций и малую вероятность дальнейшей продажи эмитентом бумаги в рынок, мы полагаем, что выпуск потеряет ликвидность, а объем торгов по бумаге будет ограниченным.

Компании ЭйрЮнион инвесторы принесли всего треть выпуска на оферту, которую эмитент также успешно обслужил.

В июне через оферту предстоит пройти Холдингу «Марта» и розничной сети «Матрица». Оферта по выпуску Марта-Финанс-2 состоится 7 июня, по Матрице – 14 июня. Финансовые ресурсы, привлеченные РТМ, которая также входит в холдинг Марта, на наш взгляд, должны благотворно отразиться на ликвидности холдинга и помочь прохождению оферты дочернего подразделения.

Ситуация на денежном рынке остается благоприятной, и мы считаем, что Матрица и Марта не столкнутся с трудностями при прохождении оферт.

## Прогнозы

Эффект от мощного притока капитала в страну в январе – мае этого года (чистый приток уже оценивается в \$70 млрд.) сможет достаточно долго оказывать положительное влияние на котировки рублевых инструментов. К началу июня экономика РФ накачана деньгами по завязку. Остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ – 1,6 трлн. руб., что вдвое превышает обычные уровни. В этом море ликвидности коррекция в рублевых бондах представляется маловероятной. Возможные проблемы могут появиться не раньше чем через полгода, когда ликвидность начнет потихоньку сдуваться.

Внешние факторы вряд ли способны серьезно повлиять на внутренний рынок. Снижение учетной ставки ФРС под вопросом, но постепенный рост доходностей UST остается без внимания со стороны внутренних инвесторов. Влияние негативного развития ситуации на китайском рынке на рублевые бонды пока сложно оценить. С одной стороны, рынок может продавать риск emerging markets и уходить в us-treasuries. С другой стороны, рубль остается привлекательным, а инструменты с фиксированным доходом становятся все более востребованными в структурированных сделках.

В ближайшей перспективе мы не ждем коррекции в рублевых облигациях. Летом внутренний долговой рынок, скорее всего, будет продолжать постепенный рост за счет подпитки со стороны огромного навеса ликвидности. Вес остальных факторов на этом фоне пока ничтожно мал. В этой связи мы не исключаем продолжения ралли во втором эшелоне и облигациях с качественным и понятным риском. Рост облигаций третьего эшелона будет ограничен невысокой ликвидностью бумаг.

## Торговые идеи

Среди наших рекомендаций этого месяца: Салават-2, Промтрактор-2 и ТГК-1 – бумаги, которые мы находим недооцененными.

Нам кажется, что спрэд выпуска Салават-2 к Газпрому слишком широк, в особенности с учетом наметившейся тенденции сужения спрэдов между эмитентами 1-2 эшелонов. Другим преимуществом является высокая дюрация бумаги, а значит апсайд в доходности будет соответствовать солидному росту цены.

Мы не готовы активно рекомендовать выпуск ОГК-5 к покупке на фоне продажи блокпакета итальянскому концерну Enel, поскольку от момента покупки блокпакета до контрольного может пройти немало времени. Вместо этого, мы советуем инвесторам обратить внимание на облигации некоторых ТГК, изменения в акционерном капитале которых могут произойти намного раньше.

Мы сохраняем рекомендации по выпускам Кора, ХКФ-2, ОФЗ 46020 и Метзавод им. Серова поскольку бумаги еще не достигли наших целей. Выпуск МОИТК-1 сохраняется в списке рекомендаций благодаря хорошему аппетиту инвесторов на производные долги московской области.

ОФЗ 46020, 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.

### Рекомендации и торговые идеи

Выпуск	Тек. УТМ / УТР*	Цель УТМ / УТР	Дата рекомендации
МОИТК-1	8.94%	8.60%	07.05.2007
Кора	11.91%	11.30%	04.05.2007
Метзавод им. Серова	8.93%	8.06%	07.05.2007
ОФЗ 46020	6.75%	6.60%	11.05.2007
ХКФ-2	8.92%	8.75%	17.05.2007
Салават-2	7.62%	7.00%	24.05.2007
Промтрактор-2	9.64%	9.3-9.5%	30.05.2007
Виват	11.95%	11.50%	06.06.2007
ЕЭСК	8.42%	8,34%	07.06.2007

Источник: Reuters. оценки Банка Москвы

### Салаватнефтеоргсинтез – уже Газпром

В нашем ежедневном обзоре за 24 мая мы добавили рекомендацию по покупке выпуска облигаций Салават-2, что было сделано нами в связи с закрытием сделки по покупке Газпромом контрольного пакета в Салаватнефтеоргсинтезе.

Контрольный пакет находился в доверительном управлении Газпрома с 1999г., а шансы газовой монополии на скорую покупку Салавата оценивались как весьма высокие. Несмотря на это, прошло почти 8 лет, прежде чем сделка состоялась. Контрольный пакет Салавата будет оплачен акциями Газпрома.

Несмотря на то, что выпуск Салават-2 был размещен в ноябре 2004г., бумага остается одним из самых ликвидных выпусков на рынке рублевого долга. Доходность Салават-2 по цене вчерашнего закрытия составляла 7.64%, что соответствует спрэду к кривой Газпрома на уровне 115 б.п. Мы считаем, что справедливый спрэд к Газпрому должен быть уже – наша агрессивная рекомендация имеет под собой все основания. Дело в том, что спрэд второго выпуска компании Мосэнерго, контроль над которой перешел к Газпрому, к кривой Газпрому сейчас составляет всего 39 б.п. Наша долгосрочная цель по спрэду между бумагами Салават-2 – 50 б.п., что соответствует доходности 7% или цене в 101.4%.

### Профиль эмитента

Салаватнефтеоргсинтез является одним из крупнейших нефтехимических комплексов России. В состав предприятия входят 7 технологических заводов, среди них нефтеперерабатывающий и нефтехимический заводы, завод минеральных удобрений, завод катализаторов. Располагаемая проектная мощность по первичной переработке углеводородного сырья составляет около 12 млн. тонн в год. Годовой объем первичной переработки нефти оценивается в 6,3 млн. тонн, доля предприятия на рынке продуктов нефтепереработки колеблется в пределах 3%, а всего по продуктам нефтехимии – около 12%.

Основными видами продукции комплекса являются автомобильные бензины, дизельные топлива,

сжиженные газы, бензол, полиэтилен и другие продукты нефтехимии, в целом перечень продукции включает более 140 наименований. Предприятие производит свыше половины бутилового спирта в России и почти 40% пластификаторов.

### **Промтрактор-2**

На фоне успешного размещения Кировского завода, мы советуем инвесторам обратить внимание на выпуск Промтрактор-2. Выпуск Кировского завода, размещенный в конце марта, сейчас торгуется с доходностью 8,45% к офферте через 15 месяцев (дюрация 1,16 года). Доходность Промтрактор-2 составляет 9,59% при дюрации в 2,1 года.

Мы считаем эти компании сопоставимыми: в группу Промтрактор равно как и в Кировский завод также входит металлургическое подразделение, генерирующее значительную часть выручки Группы. Рентабельность по EBIT у Группы Промтрактор выше, чем у Кировского Завода (12,2% за 6мес.2006г.), однако показатель долговой нагрузки Debt/EBIT почти достиг 6X к середине 2006г.

Мы не располагаем свежей отчетностью компаний за 2006г., однако не ожидаем принципиального ухудшения показателей Промтрактора, скорее наоборот, отчетность ОАО «Промтрактор» и ОАО «Чебоксарский агрегатный завод» свидетельствует в пользу улучшения кредитного профиля Группы.

Мы не считаем, что разница в долговой нагрузке компаний должна стоить Промтрактору 100 б.п., тем более учитывая лучшую рентабельность Группы Промтрактор. Поэтому мы рекомендуем облигации Промтрактор-2 к покупке с долгосрочной целью 9,3%, от Кировского завода мы, напротив, ждем снижения котировок.

### **ОГК-5 – блок пакет у Enel, до контроля еще далеко**

Шестого июня состоялся аукцион по продаже блокирующего пакета ОГК-5. Пакет PAO EЭС в 25,03% акций был продан итальянской компании Enel SpA («Аэз» по шкале Moody's, «А» по шкале S&P).

Таким образом, теперь структура акционерного капитала ОГК-5 теперь выглядит следующим образом:

- 50,00% акций сохранило за собой PAO EЭС

- 25,03% теперь находятся у компании Enel

- 24,97% распределены между миноритарными акционерами ОГК-5, доля каждого не превышает 1%

В скором времени из 50% акций ОГК-5, принадлежащих PAO EЭС, 25% будут распределены между акционерами PAO EЭС, еще 25% перейдет государству напрямую в какой-либо имущественный фонд (например, РФФИ).

По окончании аукциона менеджмент Enel заявил, что компания будет стремиться довести свою долю в ОГК-5 до контрольной. Для реализации этой задачи Enel придется выкупать акции у миноритарных акционеров, доля которых может составить 30-40% при конвертации акций PAO EЭС в ОГК-5. Другим, более долгосрочным вариантом, является покупка блокпакета у государства, которая состоится еще нескоро.

Мы не раз отмечали в наших еженедельных обзорах, что электроэнергетический сектор ожидает фундаментальная переоценка, которая будет происходить по мере определения стратегических инвесторов, входящих в ТГК и ОГК. Допэмиссии, которые будет проводить PAO EЭС в течение 2007-2008гг., определят этих стратегов. Мы также обращали внимание инвесторов, что при оценке кредитоспособности ТГК/ОГК необходимо учитывать не только финансовые показатели, которые к тому же не всегда отражают результаты деятельности компаний, но и принимать во внимание кредитное качество потенциальных или уже свершившихся стратегических инвесторов.

Примером влияния стратега на кредитное качество генерирующей компании может служить выпуск ОГК-3, который был размещен с доходностью в 7,09% в тот момент, когда еще стратегический инвестор еще не был определен. После того, как Норильский никель консолидировал у себя 46,6% акций, эмитент снизил ставку купона по облигациям до 6,75%. Выпуск не торгуется на ММВБ, поэтому нам сложно судить о рыночной оценке выпуска.

С точки зрения кредитного качества Enel – мечта для держателей облигаций ОГК-5. Если компания действительно получит контроль в ОГК-5, доходность бумаги должна существенно снизиться ввиду поддержки материнской компании с сильным кредитным качеством. Однако существует одна загвоздка, а именно: возможное нежелание государства отдавать контроль в генерирующих компаниях иностранцам. Если Enel будет отказано в аккумуляции контрольного пакета ОГК-5, среди других возможных покупателей – Газпром и Норильский никель, которые неоднократно заявляли о желании получить контроль над компанией, и которые почти также хороши в качестве инвесторов, контролирующих ОГК-5.

### Выпуск

ОГК-5 – единственный рыночный бонд семейства ОГК, торгующийся на ММВБ. Доходность выпуска в настоящий момент составляет 7,56% при дюрации в два года. Для сравнения доходность выпуска ТГК-

1, кредитное качество которого, по нашей оценке, находится ниже ОГК-5, составляет 7,85%, то есть спрэд между выпусками составляет всего 30б.п.

Приход сильного стратегического инвестора в акционерный капитал ОГК-5 мы оцениваем как весомый положительный фактор в копилку ОГК-5, однако, высокая доля неопределенности по поводу дальнейшего развития событий не позволяет нам ставить агрессивных целей по доходности ОГК-5. В текущий момент мы видим небольшой апсайд выпуска, главным образом связанный с большим спросом на облигации электроэнергетических компаний, который в меньшей степени коснулся ОГК-5, нежели с влиянием прихода Enel в акционерный капитал компании. Краткосрочный потенциал снижения доходности мы оцениваем не больше чем в 10-20 б.п.

#### ТГК-1, ТГК-4 и ТГК-8

По сравнению с ОГК-5, где мы несомненно увидим нового акционера с контрольным пакетом, ТГК-1, ТГК-4 и ТГК-8 проведут допэмиссию уже в этом году, а значит, возможно, скоро нам станет ясно, кто получит контроль над этими компаниями. Именно в этом скрывается самый большой апсайд для этих бумаг, и именно эти выпуски могут вырасти в долгосрочной перспективе.

## Модельный портфель

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

С момента ее выпуска (18.05.2007) по 06.06.2007 портфель принес 0,79% (доход за период владения, учитывающий купонные платежи и изменение цены составил 15,6% годовых) по сравнению с ростом сектора корпоративных облигаций в среднем на 0,53% (10,1% годовых).

Наиболее выигрышными позициями за этот период стали облигации Евросеть-02 (HPR - 11,23% годовых и Тулачермет-02 (HPR - 9,76% годовых). За рассматриваемый период их доходности снизились на 33 и 22 б.п. до 10,46% и 9,91% годовых соответственно.

### Рекомендованные к покупке выпуски облигаций

Выпуск	Объем выпуска, млн. руб.	Купон, %	Погашение	Оферта	Цена (Last) 06.06.07	Цена (Last) 18.05.07	HPR, %	HPR, % год.	Доходность, % год.		Изм-е, б.п.	Дюрация, лет	Доля в портфеле
									Текущая	УТМ/УТР, %			
Альянс-01	3000	8.92	14.09.11	16.09.09	101.00	101.00	0.45	8.83	8.83	8.60	-1	2.08	8.47%
ВикторияФ2	1500	10.89	16.02.10	-	102.10	102.10	0.54	10.67	10.67	10.22	-2	2.35	4.28%
ВостСервФ1	1500	10.99	10.09.09	13.03.08	99.80	99.80	0.56	11.01	11.01	11.53	1	0.74	4.19%
ВТК 1	1000	12.50	18.12.09	21.12.07	99.80	99.80	0.62	12.53	12.53	13.28	6	0.51	2.79%
Евросеть-2	3000	10.25	02.06.09	04.12.07	99.90	99.85	0.56	11.23	10.26	10.46	-33	0.50	8.38%
ИнкомЛада2	1400	12.00	12.02.10	15.02.08	100.30	100.30	0.60	11.96	11.96	12.04	-4	0.67	3.93%
ИнтеграФ-1	2000	10.50	20.03.09	-	102.50	102.50	0.52	10.24	10.24	9.14	-4	1.65	5.73%
Карус.Ф 01	3000	9.75	12.09.13	18.09.08	101.95	101.95	0.49	9.56	9.56	8.27	-6	1.22	8.55%
Метзавод	2000	8.75	27.02.09	-	100.00	100.00	0.45	8.75	8.75	8.93	0	1.61	5.59%
Мечел ТД-1	3000	5.50	12.06.09	-	97.55	94.00	3.98	78.40	5.64	6.93	-198	1.89	7.89%
Миракс 02	3000	10.99	17.09.09	-	104.40	104.40	0.54	10.53	10.53	9.00	-5	2.05	8.76%
МОИТК-01	2100	9.00	26.09.09	-	100.35	100.35	0.46	8.97	8.97	8.94	-1	1.54	5.89%
СОКАвто 01	1100	12.00	24.04.08	-	100.75	100.75	0.62	11.91	11.91	11.36	-7	0.86	3.10%
Терна-Ф 02	1500	12.60	04.11.11	09.11.07	99.60	99.60	0.66	12.65	12.65	13.47	1	0.43	4.18%
ТехИнвст-1	2000	10.00	26.05.11	29.05.08	99.47	99.55	0.42	8.50	10.05	10.86	12	0.96	5.57%
ТЧМ 02обл.	1000	9.75	02.12.07	-	99.92	99.92	0.49	9.76	9.76	9.91	-22	0.49	2.79%
УралВагЗФ	2000	9.40	30.09.08	-	101.18	101.18	0.48	9.29	9.29	8.60	-4	1.26	5.66%
ЦУН 02 обл	1500	11.44	20.01.10	23.07.08	101.20	101.20	0.57	11.30	11.30	10.19	-6	1.05	4.25%

100.00%

### Ликвидность

Справедливости ради, отметим, что серьезное влияние на доходность портфеля оказали слабо ликвидные бумаги Мечел-ТД, которые мы оставили в прошлой стратегии. За расчетный период котировки бумаг выросли с 94% до 97,55%, а их доходность - снизилась на 198 б.п. до 6,93%. За этот период с бумагами было заключено всего 6 сделок на сумму 1,6 млн. руб. Низкая ликвидность Мечел ТД-01 больше не позволяет нам включать ее в наш модельный портфель.

В целях приближения нашего модельного портфеля к рыночному виду, мы начинаем уделять большее внимание ликвидности составляющих его инструментов. Условный период - 45 торговых дней (около 2-х месяцев).

По итогам анализа, учитывающего оборот по бумаге и число сделок, мы исключаем из портфеля 3 выпуска облигаций: Метзавод. им. Серова, Тулачермет-01 и ЦУН-02, оборот по которым, на наш взгляд, критично низок и не превышает 10,0% от выпуска или 10,0 млн. руб. в день за рассматриваемый период.

Исключение выпусков не означает, отсутствия дальнейшего потенциала роста. В тоже время невозможность открытия позиций в этих инструментах будет искажать реальную картину. Без учета отмеченных низкой ликвидностью выпусков наш портфель принес бы доход незначительно выше среднерыночного - около 10,3% годовых.

### Эффективность портфеля облигаций\*

HPR портфеля, %	0.79
HPR сектора, %	0.53
Доходность портфеля за период, % год.	15.60
Доходность сектора за период, % год.	10.10
Снижение доходности портфеля	-20
УТМ портфеля тек., %	9.68

\*С учетом Мечел ТД-1, ТЧМ 02обл., ЦУН 02обл., Метзавод

### Эффективность портфеля облигаций\*

HPR портфеля, %	0.52
HPR сектора, %	0.53
Доходность портфеля за период, % год.	10.29
Доходность сектора за период, % год.	10.10
Снижение доходности портфеля	-5
УТМ портфеля тек., %	9.97

\*Без учета Мечел ТД-1, ТЧМ 02обл., ЦУН 02обл., Метзавод

Потенциальные кандидаты на вылет - облигации Инком-Лада-02, СОК-Автокомпонент и Терна-Финанс-02. В то же время, мы не исключаем, что ликвидность Инком-Лада-02 и СОК-Автокомпонент-01 повысится после размещения выпусков Инком-Лада-03 и ИжАвто-02, аукционы по размещению которых должны состояться в июне.

**Ликвидность бумаг портфеля с 01.04.2007 по 06.06.2007 г.**

Инструмент	Объем выпуска,		Оборот		Средн./ день		Оборот / Объем выпуска, %
	млн. руб.	млн. руб.	Сделки	сделок	млн. руб.		
Альянс-01	3000	985.1	100	2.2	21.9	32.8	
ВикторияФ2	1500	1083.4	108	2.4	24.1	72.2	
ВостСервФ1	1500	1219.9	122	2.7	27.1	81.3	
ВТК 1	1000	498.9	124	2.8	11.1	49.9	
Евросеть-2	3000	743.4	294	6.5	16.5	24.8	
ИнкомЛада2	1400	464.2	174	3.9	10.3	33.2	
ИнтеграФ-1	2000	2348.6	94	2.1	52.2	117.4	
Карус.Ф 01	3000	1715.1	130	2.9	38.1	57.2	
Метзавод	2000	67.7	47	1.0	1.5	3.4	
Мечел ТД-1	3000	100.1	20	0.4	2.2	3.3	
Миракс 02	3000	1251.7	114	2.5	27.8	41.7	
МОИТК-01	2100	755.0	104	2.3	16.8	36.0	
СОКАвто 01	1100	286.6	189	4.2	6.4	26.1	
Терна-Ф 02	1500	249.9	105	2.3	5.6	16.7	
ТехИнвст-1	2000	737.2	198	4.4	16.4	36.9	
ТЧМ 02обл.	1000	24.5	2	0.0	0.5	2.4	
УралВагЗФ	2000	642.8	62	1.4	14.3	32.1	
ЦУН 02 обл	1500	113.6	42	0.9	2.5	7.6	
<b>Среднее по инструменту</b>		<b>738.2</b>	<b>112.7</b>	<b>2.5</b>	<b>16.4</b>	<b>37.5</b>	

Источники: cbonds.info

Мы корректируем модельный портфель в соответствии с нашими рекомендациями и добавляем в портфель ПромТрактор-02, ТГК-1 и САНОС-02. Ликвидность этих бумаг не вызывает у нас серьезных претензий. Позиции в оставшихся бумагах мы оставляем неизменными.

**Ликвидность включаемых в портфель бумаг с 01.04.2007 по 06.06.2007 г.**

Инструмент	Объем выпуска,		Оборот		Средн./ день		Оборот / Объем выпуска, %
	млн. руб.	млн. руб.	Сделки	сделок	млн. руб.		
ПромТр02об	3000	868.8	224	5.0	19.3	29.0	
САНОС-02об	3000	1665.9	144	3.2	37.0	55.5	
ТГК-1 01	4000	1885.7	164	3.6	41.9	47.1	

Источники: cbonds.info

**Рекомендуемые к покупке выпуски облигаций**

Выпуск	Объем выпуска, млн. руб.	Купон, %	Оферта	Цена (Last) 06.06.07	Доходность, % год.		Дюрация, лет	Доля в портфеле
					Текущая	УТМ/УТР, %		
Альянс-01	3000	8.92	16.09.09	101.00	8.83	8.60	2.08	7.84%
ВикторияФ2	1500	10.89	-	102.10	10.67	10.22	2.35	3.96%
ВостСервФ1	1500	10.99	13.03.08	99.80	11.01	11.53	0.74	3.87%
ВТК 1	1000	12.50	21.12.07	99.80	12.53	13.28	0.51	2.58%
Евросеть-2	3000	10.25	04.12.07	99.90	10.26	10.46	0.50	7.75%
ИнкомЛада2	1400	12.00	15.02.08	100.30	11.96	12.04	0.67	3.63%
ИнтеграФ-1	2000	10.50	-	102.50	10.24	9.14	1.65	5.30%
Карус.Ф 01	3000	9.75	18.09.08	101.95	9.56	8.27	1.22	7.91%
Миракс 02	3000	10.99	-	104.40	10.53	9.00	2.05	8.10%
МОИТК-01	2100	9.00	-	100.35	8.97	8.94	1.54	5.45%
ПромТр02об	3000	10.75	20.10.09	102.75	10.46	9.64	2.14	7.97%
САНОС-02об	3000	10.00	-	105.50	9.48	7.62	2.21	8.18%
СОКАвто 01	1100	12.00	-	100.75	11.91	11.36	0.86	2.87%
ТГК-1 01	4000	7.75	16.03.10	100.14	7.74	7.83	2.51	10.36%
Терна-Ф 02	1500	12.60	09.11.07	99.60	12.65	13.47	0.43	3.86%
ТехИнвст-1	2000	10.00	29.05.08	99.47	10.05	10.86	0.96	5.15%
УралВагЗФ	2000	9.40	-	101.18	9.29	8.60	1.26	5.23%
								100.00%

**Характеристики портфеля облигаций**

Текущая (купонная) доходность портфеля облигаций, % год	9.98%
Доходность портфеля к погашению, % годовых	9.53%
Дюрация портфеля, лет	1.43
Чувствительность стоимости портфеля, при изменении процентных ставок на 1%	1.43%

**Российская статистика**

Прогнозы Банка Москвы на 2007-2008 год

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2004	2005	2006	Янв-май 2007	2007 П	2008 П
<b>РЫНОК НЕФТИ</b>						
Urals, \$ / баррель						
среднегодовой	34.7	50.2	60.9	57.93	56.0	55.1
на конец года	37.4	54.4	55.1	65.02	56.0	55.0
<b>ЦВЕТНЫЕ И ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ (LME)</b>						
Золото, \$ / унция						
среднегодовой	410	445	605	659	680	640
на конец года	438	517	637	660	710	630
Никель, \$ / тонна						
среднегодовой	13 828	14 788	24 160	42 470	32 200	25 150
на конец года	14 877	13 372	34 025	46 000	27 500	24 000
Медь, \$ / тонна						
среднегодовой	2 868	3 680	6 736	6 621	6 100	4 900
на конец года	3 264	4 542	6 308	7 380	5 600	4 750
<b>ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК</b>						
Евро / доллар						
среднегодовой	1.24	1.24	1.26	1.33	1.34	1.37
на конец года	1.36	1.18	1.32	1.35	1.38	1.40
Доллар / рубль						
среднегодовой	28.81	28.31	27.14	26.11	25.95	25.50
на конец года	27.75	28.78	26.33	25.90	25.50	25.20
Евро / рубль						
среднегодовой	35.82	35.16	34.11	34.65	34.80	35.00
на конец года	37.81	34.19	34.70	34.82	35.30	35.20
Бивалютная корзина (\$-0,55; €-0,45)						
среднегодовой	31.96	31.39	30.28	29.95	29.93	29.78
на конец года	32.28	31.21	30.10	29.91	29.91	29.70
<b>ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ</b>						
FED Funds rate	2.25	4.25	5.25	5.25	5.00	5.00
UST-10						
среднегодовой, % годовых	4.26	4.28	4.79	4.69	4.70	-
на конец года, % годовых	4.23	4.40	4.70	4.89	5.00	-
Еврооблигации (Россия-30)						
среднегодовой, % годовых	7.20	5.89	5.93	5.70	5.70	-
на конец года, % годовых	6.53	5.55	5.66	5.80	5.80	-
спрэд к UST-10, б.п.	230	115	96	91	80	-
Портфель ГКО / ОФЗ						
среднегодовой, % годовых	7.65	7.68	6.80	6.60	6.60	-
на конец года, % годовых	7.86	6.78	6.57	6.50	6.50	-
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	1 780	2 350	-
Изменение за год, %	8.3	83.3	70.7	-7.4	22.3	-

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2004	2005	2006	Янв-апр. 2007	2007 П	2008 П
<b>ВВП</b>						
реальный, %	7.2	6.4	6.7	7.7	7.0	6.7
номинальный, млрд. рублей	17 048	21 620	26 781	9 072	31 600	36 000
номинальный, \$ млрд.	592	764	987	347	1 218	1 412
на душу населения, \$ тыс.	4.1	5.3	6.9	2.5	8.6	10.0
<b>Расходы домохозяйств</b>						
реальные, % год к году	12.1	12.8	11.2	-	12.5	12.0
номинальные, млрд. рублей	8 406	10 629	12 911	-	15 500	18 450
в % к ВВП	49.3	49.2	48.2	-	49.1	51.3
<b>Промышленность, %</b>						
промышленное производство	8.3	4.0	3.9	7.5	5.5	4.4
обрабатывающая промышленность	-	5.7	4.4	12.5	8.0	5.0
добыча полезных ископаемых	-	1.3	2.3	3.7	2.5	2.2
производство электроэнергии, воды и газа	-	1.2	4.2	-5.0	-1.0	2.5
<b>Добыча нефти</b>						
% год к году	8.9	2.5	2.2	3.6	2.4	2.3
млн. тонн	459	470	480	161	492	504
млн. баррелей в сутки	9.19	9.44	9.65	9.86	9.88	10.08
<b>Добыча газа</b>						
% год к году	2.3	1.1	2.4	0.7	0.6	2.3
млрд. кубометров	634	641	656	231	660	675
<b>Инвестиции в основной капитал</b>						
% год к году	13.7	10.9	13.7	19.9	15.5	14.0
млрд. рублей	2 865	3 611	4 581	1 220	5 550	6 800
в % к ВВП	16.8	16.7	17.1	13.4	17.6	18.9
<b>Розничная торговля</b>						
% год к году	13.3	12.8	13.9	13.6	14.0	13.5
млрд. рублей	5 642	7 038	8 690	3 043	10 350	12 150
в % к ВВП	33.1	32.6	32.4	33.5	32.8	33.8
<b>Строительство</b>						
объем строительных работ						
% год к году	10.1	10.5	15.7	23.7	16.5	15.0
млрд. рублей	1 314	1 712	2 247	658	3 025	3 705
в % к ВВП	7.7	7.9	8.4	7.3	9.6	10.3
жилищное строительство						
новых квартир, тыс. штук	477	515	605	132	710	785
млн. м2 жилой площади	41.0	43.6	50.6	12.4	60.2	69.2
% год к году	12.6	6.1	16.1	45.3	20.0	15.0
<b>Сельское хозяйство</b>						
% год к году	3.0	2.4	2.8	2.2	1.0	1.5
<b>УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ</b>						
<b>Реальные располагаемые доходы населения</b>						
% год к году	10.4	11.1	10.2	11.5	12.8	11.5
<b>Номинальная заработная плата</b>						
среднегодовая, руб. в месяц	6 740	8 555	10 728	12 035	13 515	16 550
% год к году	22.6	26.9	25.4	27.6	26.0	22.5
среднегодовая, \$ в месяц	234	302	395	460	521	649
% год к году	30.5	29.2	30.8	35.2	31.7	24.6
<b>Реальная заработная плата</b>						
% год к году	10.6	12.6	13.4	18.5	16.5	14.5
<b>Рынок труда</b>						
численность постоянного населения, млн. чел.	143.5	142.7	142.2	142.1	141.7	141.3
изменение за год, тыс. человек	-694	-736	-561	-118	-500	-450
численность эк. активного населения, млн. чел.	72.9	73.8	74.3	74.7	74.0	73.5
число безработных на конец года, млн. чел.	6.1	5.7	5.1	5.2	4.9	4.7
норма безработицы на конец года, %	8.4	7.7	6.9	7.0	6.6	6.4

<b>ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006 П</b>	<b>Янв-апр. 2007</b>	<b>2007 П</b>	<b>2008 П</b>
<b>Денежная масса (M2)</b>						
% год к году	35.8	38.6	48.8	57.3	49.5	34.9
На конец года, млрд. рублей	4 363	6 046	8 996	10 006	13 450	18 150
в % к ВВП	25.7	28.0	33.6	-	42.6	50.4
<b>в т.ч. наличные деньги</b>						
% год к году	33.8	30.9	38.6	41.0	36.4	26.8
млрд. рублей	1 535	2 009	2 785	2 859	3 800	4 820
в % к ВВП	9.0	9.3	10.4	-	12.0	13.4
<b>Инфляция</b>						
Индекс потребительских цен, % год к году	11.7	10.9	9.0	7.6	8.0	7.0
Индекс цен производителей, % год к году	28.8	13.4	10.4	7.6	10.0	8.5
<b>Золотовалютные резервы</b>						
Прирост с начала года, \$ млрд.	47.6	57.7	121.5	65.4	124.5	55.0
На конец года, \$ млрд.	124.5	182.2	303.7	369.1	428.2	483.2
в % к ВВП	21.0	23.9	30.8	-	35.2	34.2

<b>БАНКОВСКИЙ СЕКТОР</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>1.04.2007</b>	<b>2007 П</b>	<b>2008 П</b>
<b>Активы, млрд. рублей</b>	7 137	9 750	14 046	15 599	20 600	27 250
% год к году	27.4	36.6	44.1	49.7	46.7	32.3
в % к ВВП	41.9	45.1	52.4	-	65.2	75.7
<b>Собственный капитал, млрд. рублей</b>	947	1 242	1 693	2 019	2 720	3 550
% год к году	16.2	31.2	36.3	54.2	60.7	30.5
в % к ВВП	5.6	5.7	6.3	-	8.6	9.9
в % к активам	13.3	12.7	12.1	12.9	13.2	13.0
<b>Депозиты населения, млрд. рублей</b>	1 977	2 755	3 793	4 010	5 200	6 950
% год к году	30.3	39.3	37.7	38.4	37.1	33.7
в % к ВВП	11.6	12.7	14.2	-	16.5	19.3
в % к пассивам	27.7	28.3	27.0	25.7	25.2	25.5
<b>Кредиты населению, млрд. рублей</b>	619	1 179	2 065	2 239	3 420	5 150
% год к году	106.5	90.6	75.1	73.7	65.6	50.6
в % к ВВП	3.6	5.5	7.7	-	10.8	14.3
в % к активам	8.7	12.1	14.7	14.4	16.6	18.9

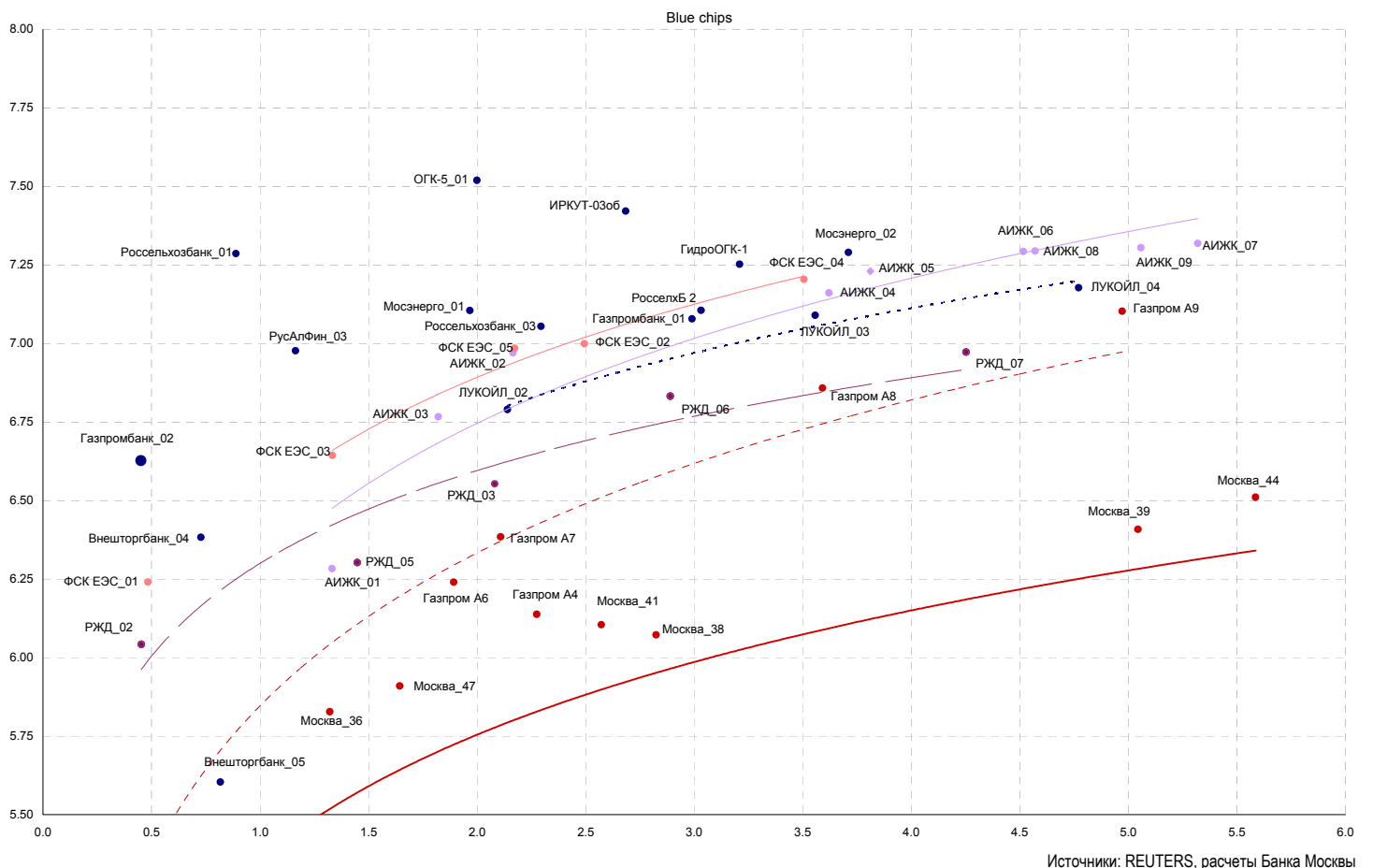
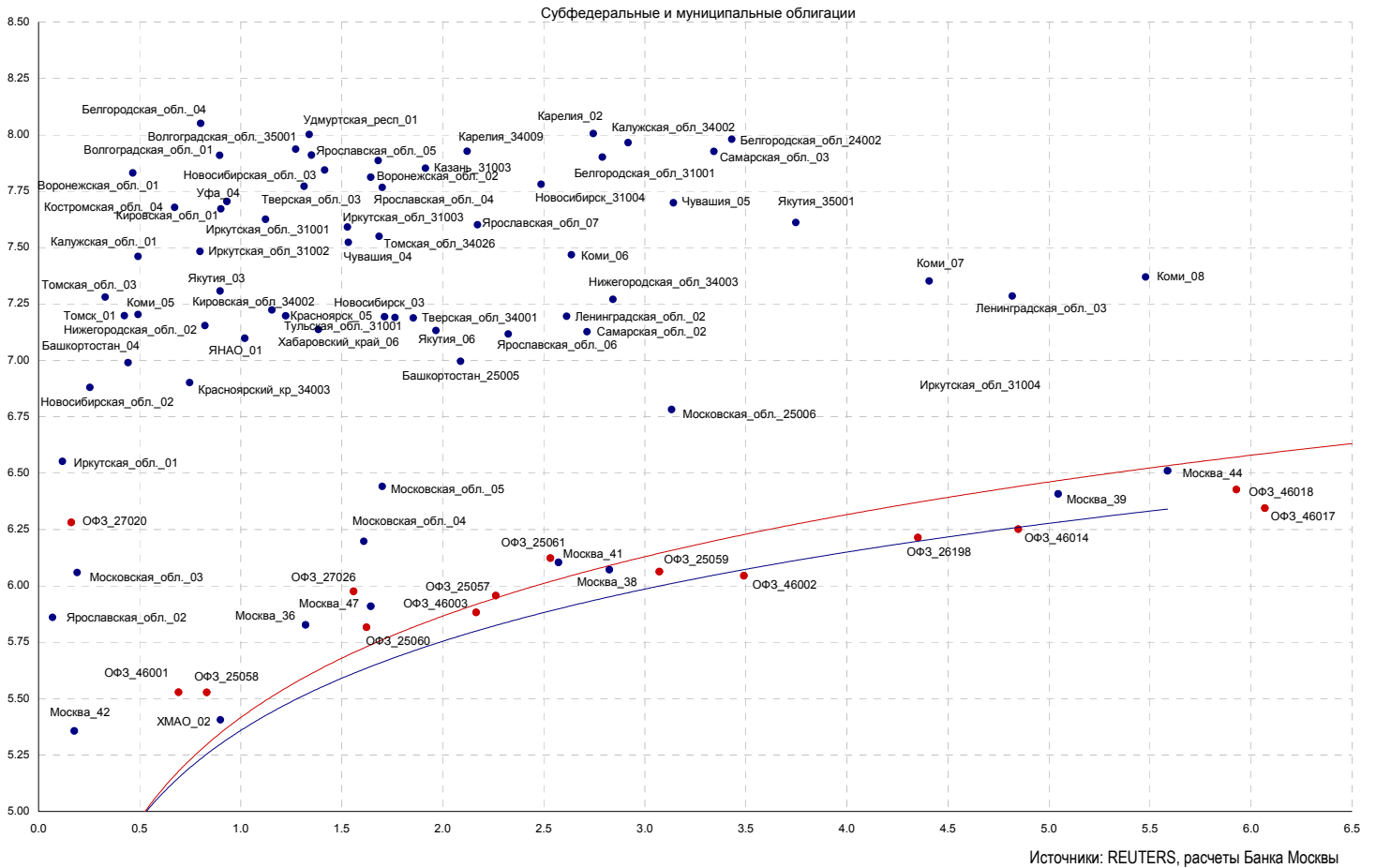
<b>ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006 П</b>	<b>Янв-апр. 2007</b>	<b>2007 П</b>	<b>2008 П</b>
<b>Доходы, млрд. рублей</b>	3 429	5 121	6 277	1 926	6 650	6 700
в % к ВВП	20.1	23.7	23.4	21.2	21.0	18.6
<b>Расходы, млрд. рублей</b>	2 736	3 504	4 277	1 386	5 611	6 500
в % к ВВП	16.0	16.2	16.0	15.3	17.8	18.1
<b>Профицит, млрд. рублей</b>	693	1 617	1 999	539	1 039	200
в % к ВВП	4.1	7.5	7.5	5.9	3.3	0.6
<b>Стабилизационный фонд</b>						
млрд. рублей	522	1 237	2 341	2 921	3 600	-
\$ млрд.	18.8	43.0	88.9	112.3	141.2	-
в % к ВВП	3.1	5.7	8.7	-	11.4	-

<b>ПЛАТЁЖНЫЙ БАЛАНС</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006 П</b>	<b>1 квартал 2007</b>	<b>2007 П</b>	<b>2008 П</b>
Счёт текущих операций, \$ млрд.	59.0	83.8	94.5	21.8	67.0	10.0
в % к ВВП	10.0	11.0	9.6	8.5	5.5	0.7
Экспорт товаров, \$ млрд.	183.2	243.8	303.9	71.4	314.0	316.0
в % год к году	34.8	33.1	24.7	6.0	3.3	0.6
в % к ВВП	31.0	31.9	30.8	28.0	25.8	22.4
в т.ч. экспорт углеводородов	100.2	148.9	190.8	43.4	188.0	186.0
в % к ВВП	16.9	19.5	19.3	17.0	15.4	13.2
в % к общему объёму экспорта	54.7	61.1	62.8	60.8	59.9	58.9
Импорт товаров, \$ млрд.	97.4	125.4	164.7	43.0	221.0	286.0
в % год к году	28.0	28.8	31.3	38.7	34.2	29.4
в % к ВВП	16.5	16.4	16.7	16.9	18.1	20.3
Торговое сальдо, \$ млрд.	85.8	118.4	139.2	28.4	93.0	30.0
в % год к году	43.4	37.9	17.6	-21.9	-33.2	-67.7
в % к ВВП	14.5	15.5	14.1	11.1	7.6	2.1
Прямые иностранные инвестиции, \$ млрд.	15.4	12.8	28.7	7.8	35.0	40.0
в % к ВВП	2.6	1.7	2.9	3.1	2.9	2.8
Чистый вывоз капитала частным сектором, \$ млрд.	-8.4	0.7	41.7	13.0	56.0	40.0
в % к ВВП	-1.4	0.1	4.2	5.1	4.6	2.8

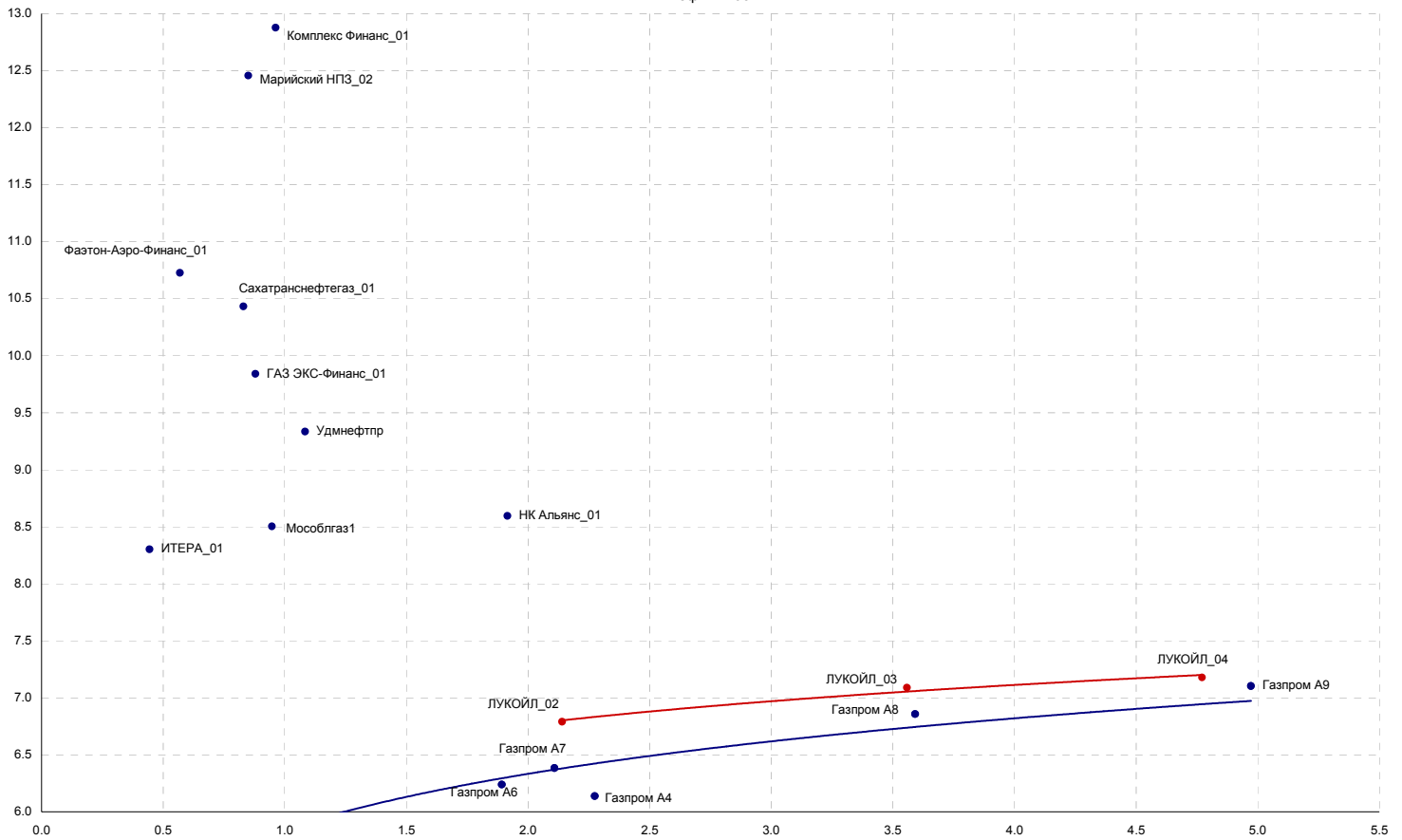
<b>ВНЕШНИЙ ДОЛГ</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007 П</b>	<b>2008 П</b>
ВСЕГО	214	257	310	400	482
в % к ВВП	36.1	33.7	31.4	32.8	34.1
Правительство и ЦБ	105	82	49	45	42
в % к ВВП	17.8	10.8	5.0	3.7	3.0
в % ко всему внешнему долгу	49.4	31.9	15.8	11.3	8.7
Нефинансовые предприятия	76	125	160	200	250
в % к ВВП	12.8	16.4	16.2	16.4	17.7
в % ко всему внешнему долгу	35.5	48.6	51.5	50.0	51.9
Банки	32	50	101	155	190
в % к ВВП	5.5	6.6	10.3	12.7	13.5
в % ко всему внешнему долгу	15.1	19.5	32.7	38.8	39.4

Источники: Росстат, ЦБ РФ, Минфин, МЭРТ, REUTERS

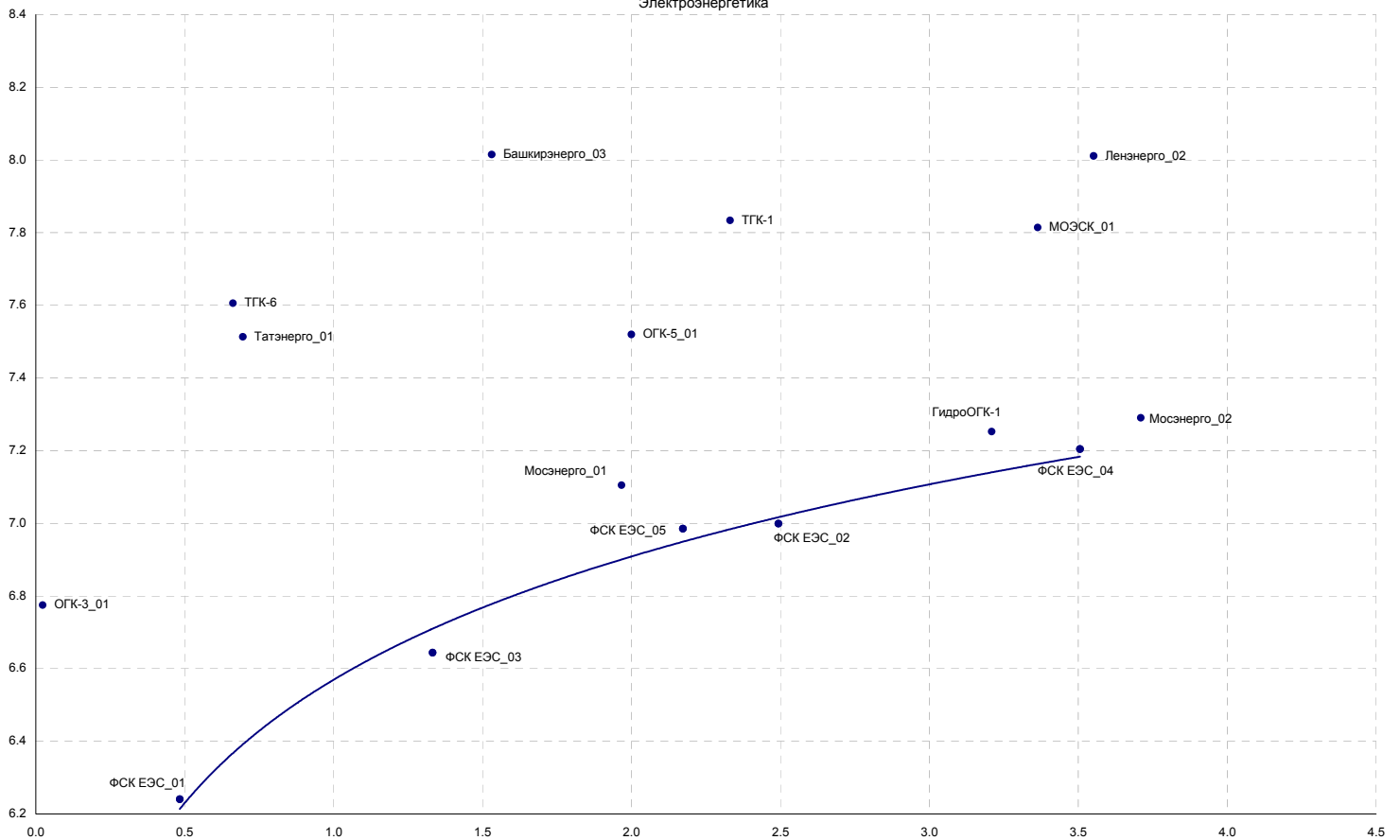
# Кривые доходностей



Нефть и газ

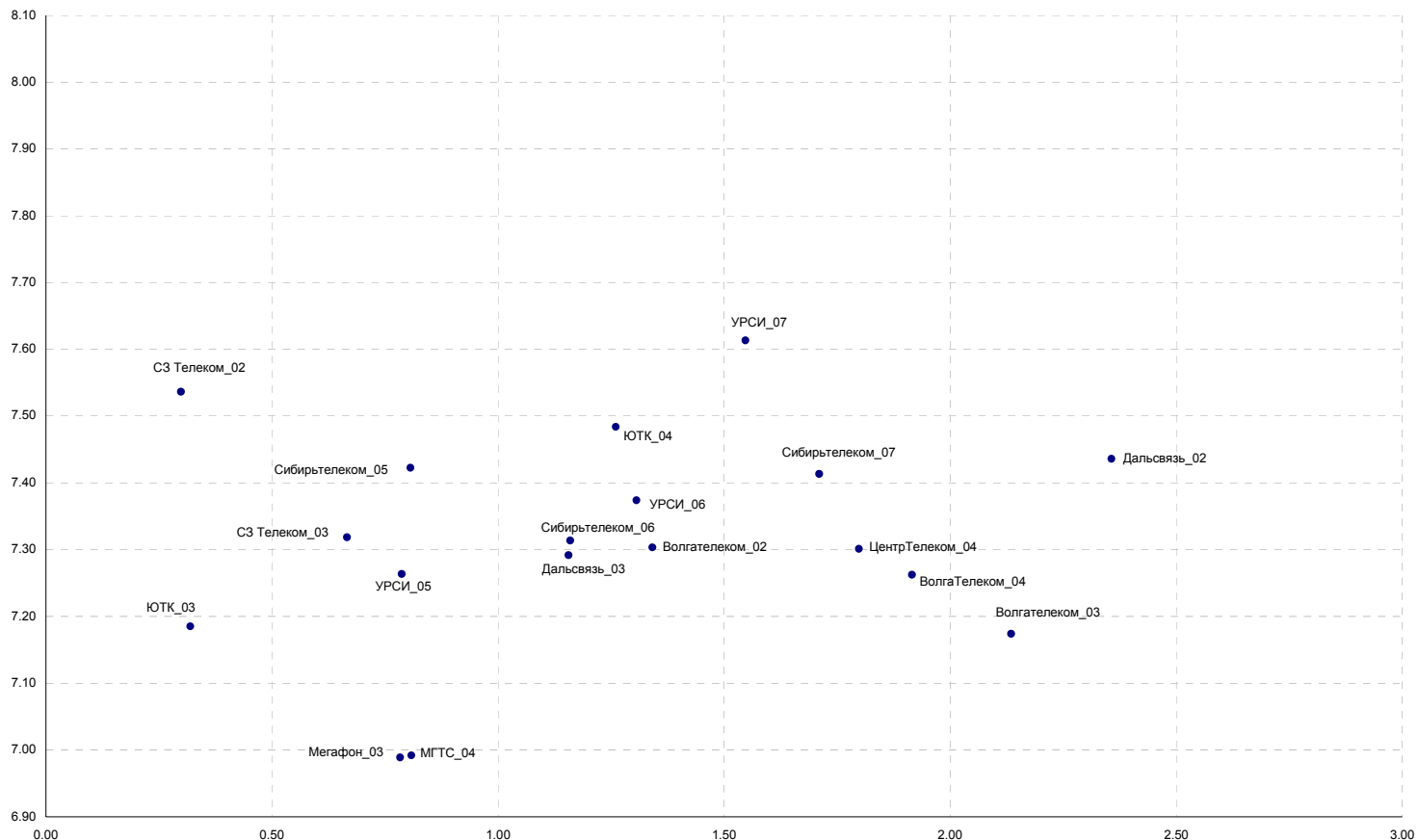


Электроэнергетика

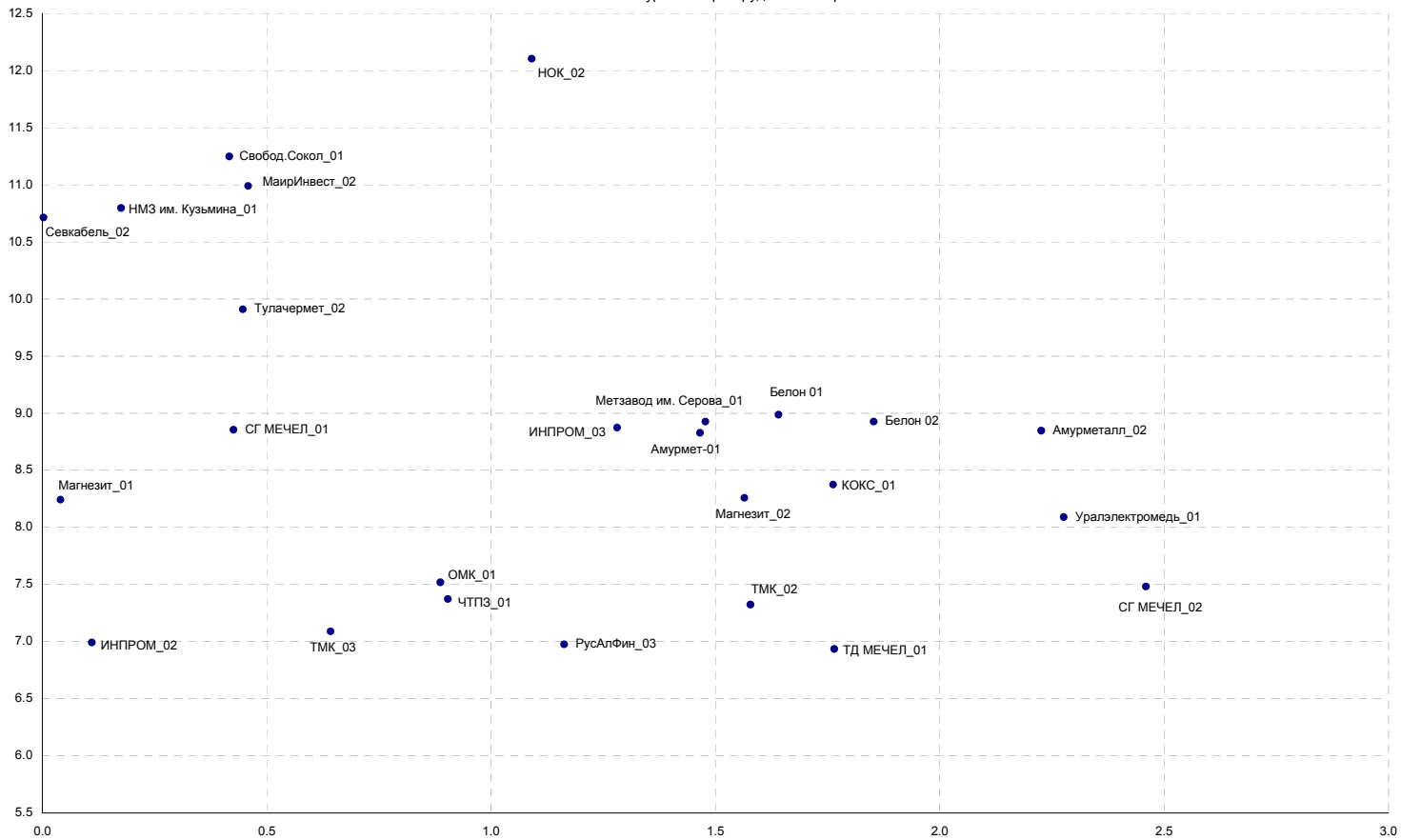


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Телекоммуникации

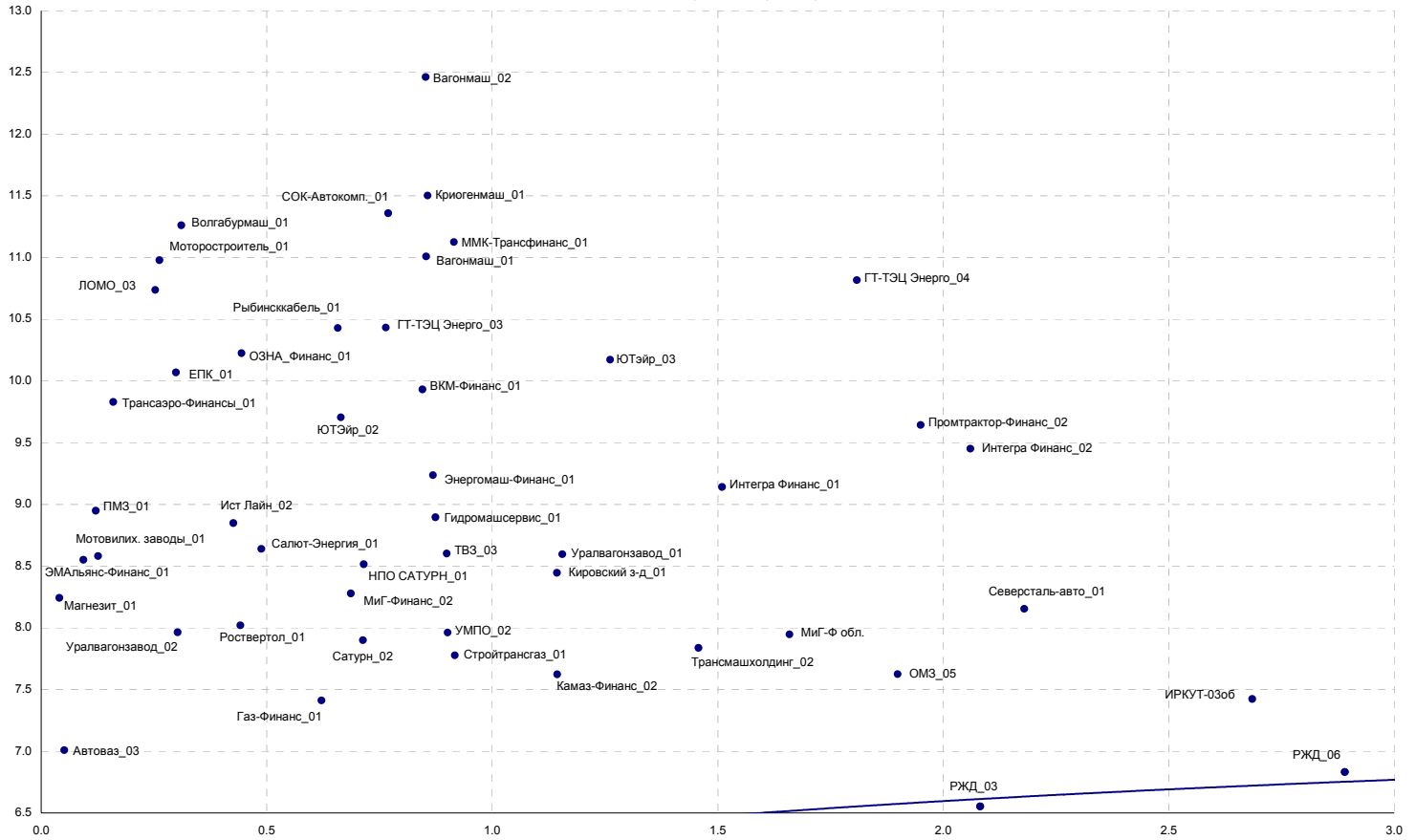


Металлургия и горно-рудный сектор

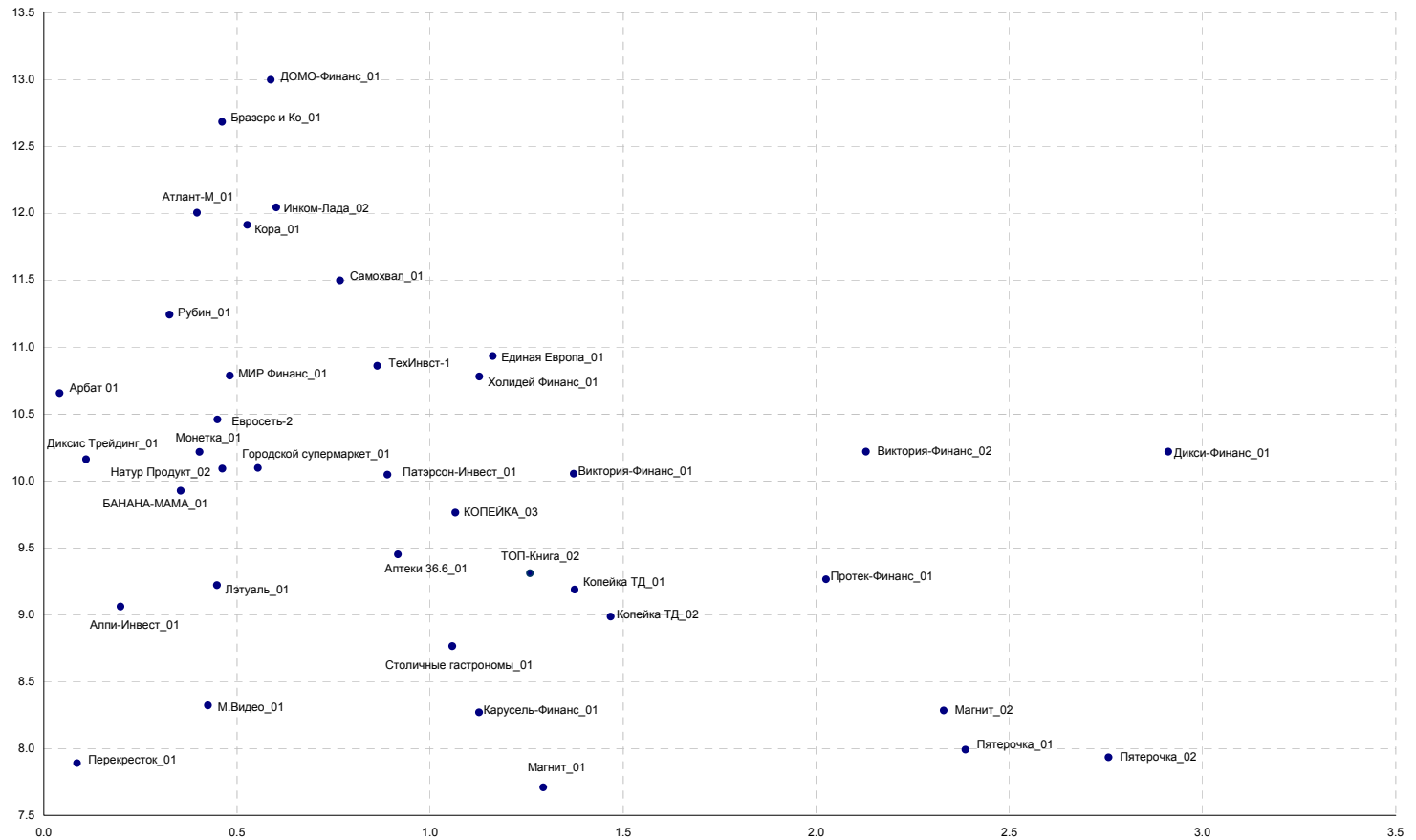


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Машиностроение и транспорт

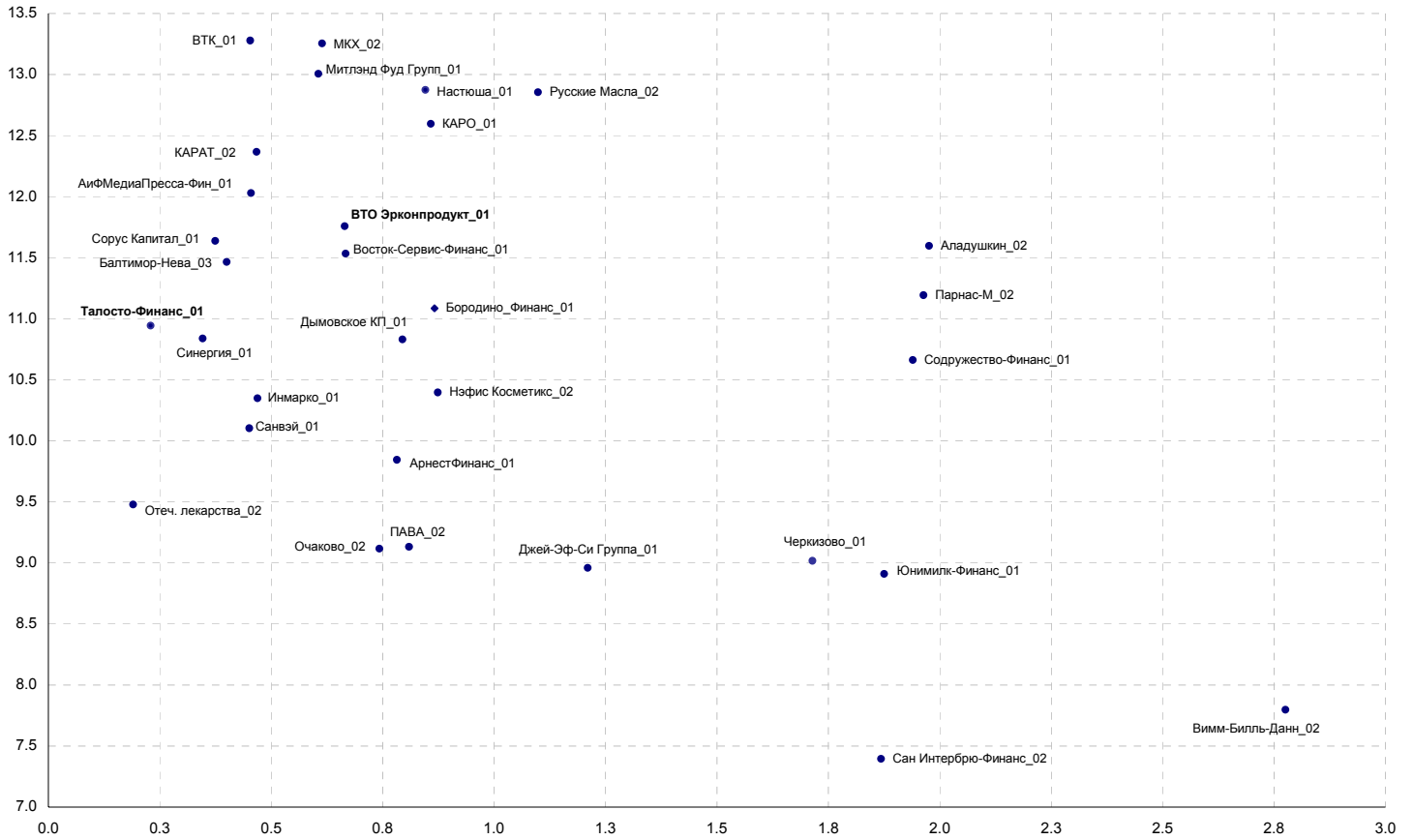


Розничный сектор

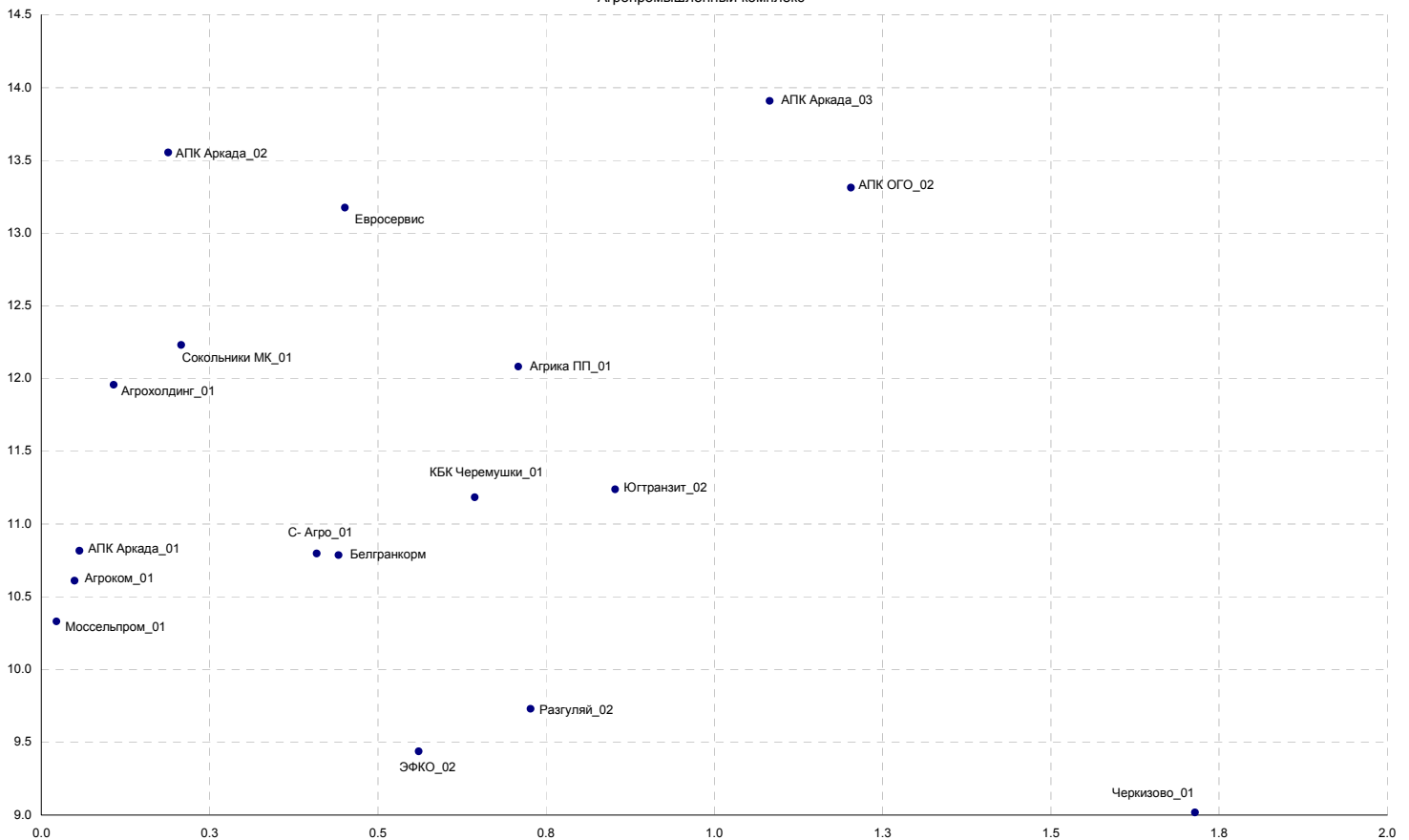


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Потребительский сектор

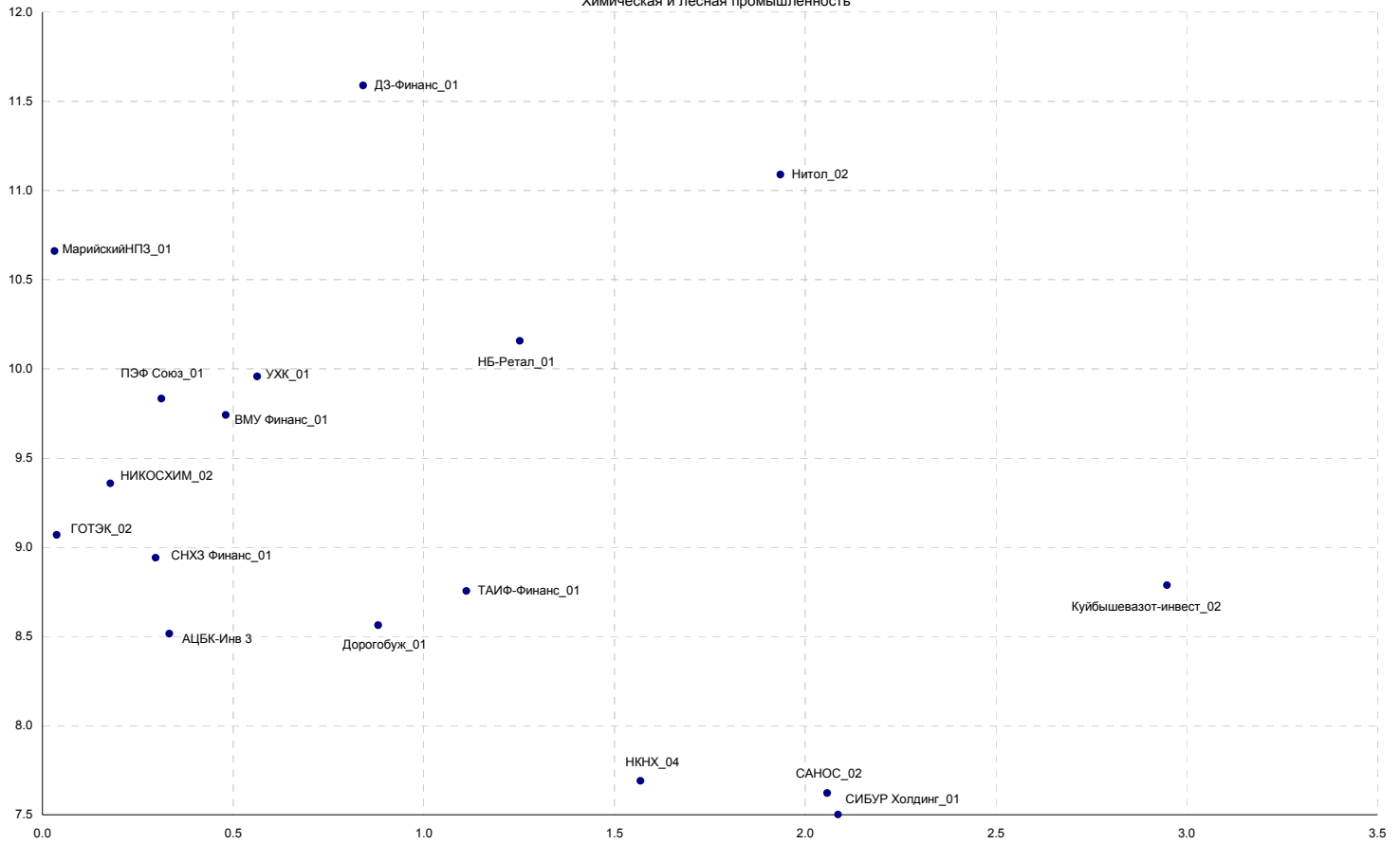


Агропромышленный комплекс

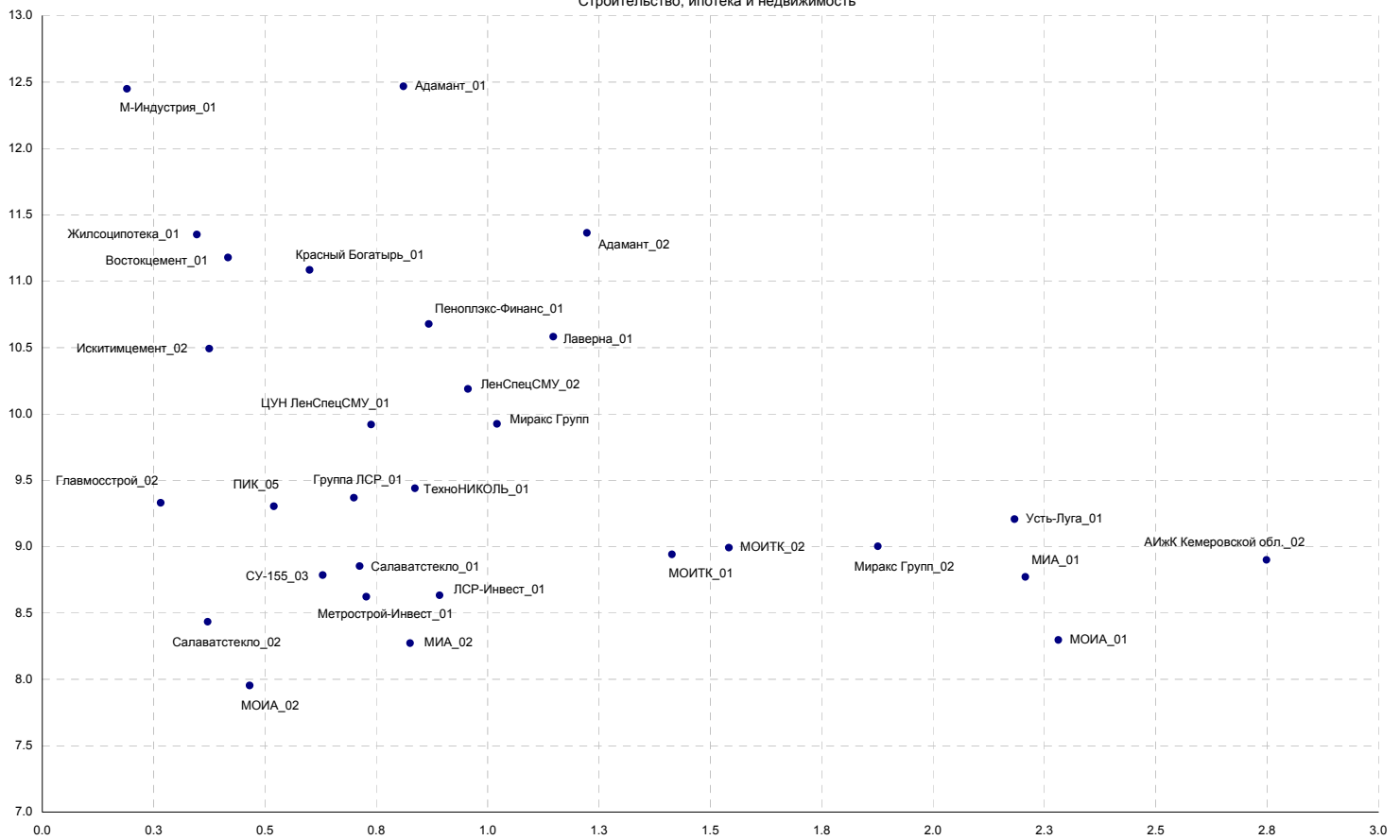


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Химическая и лесная промышленность

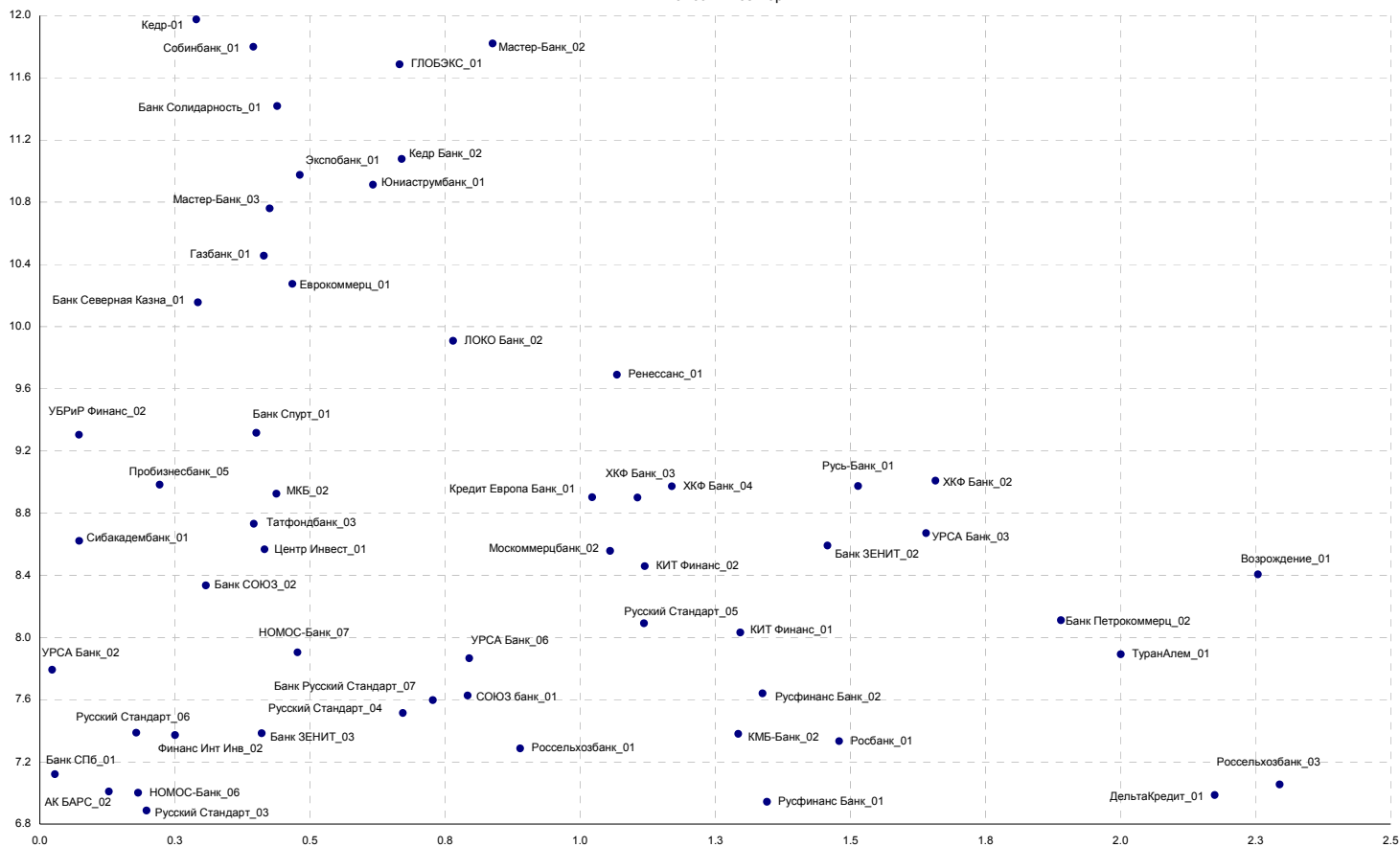


Строительство, ипотека и недвижимость

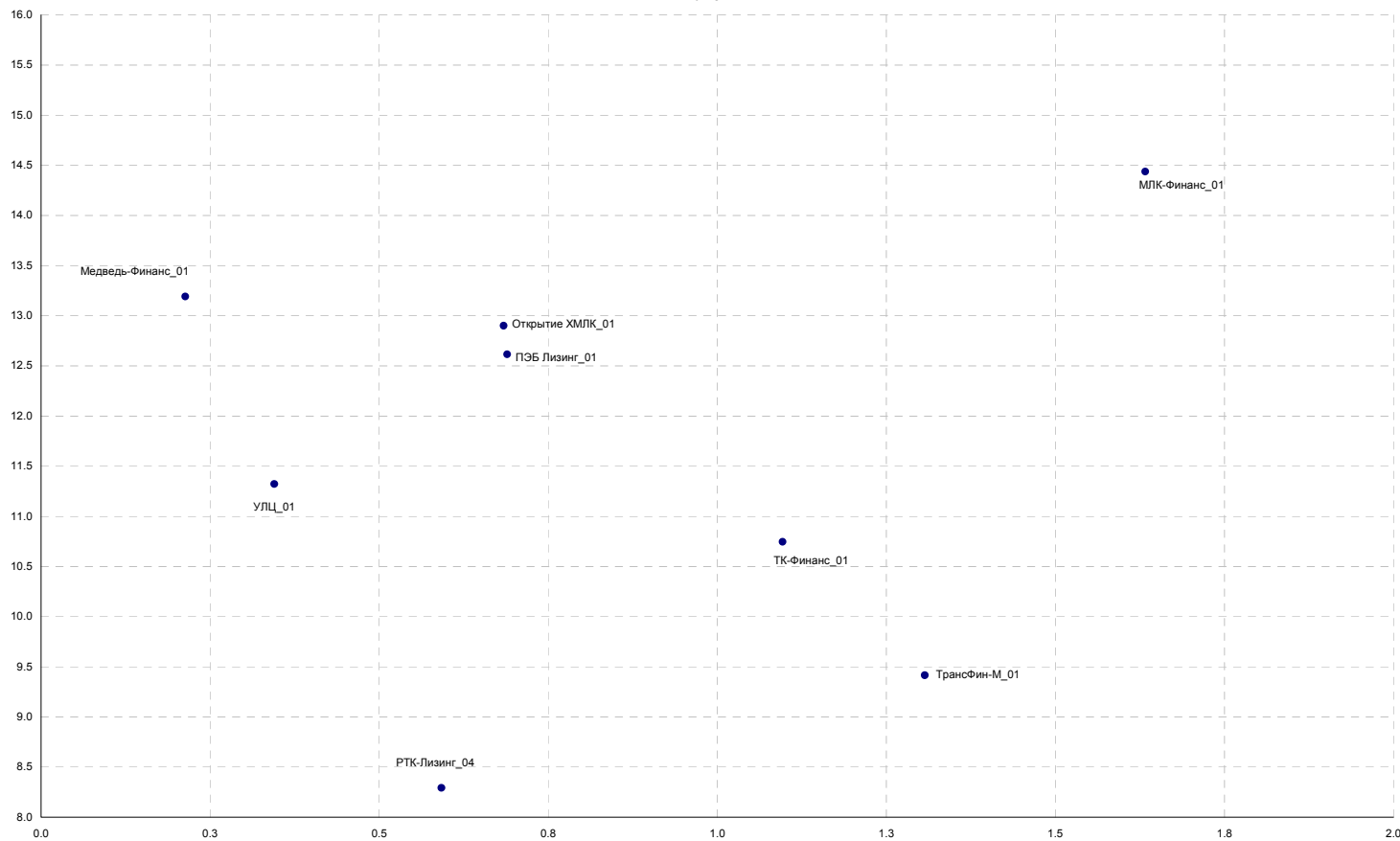


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Финансовый сектор

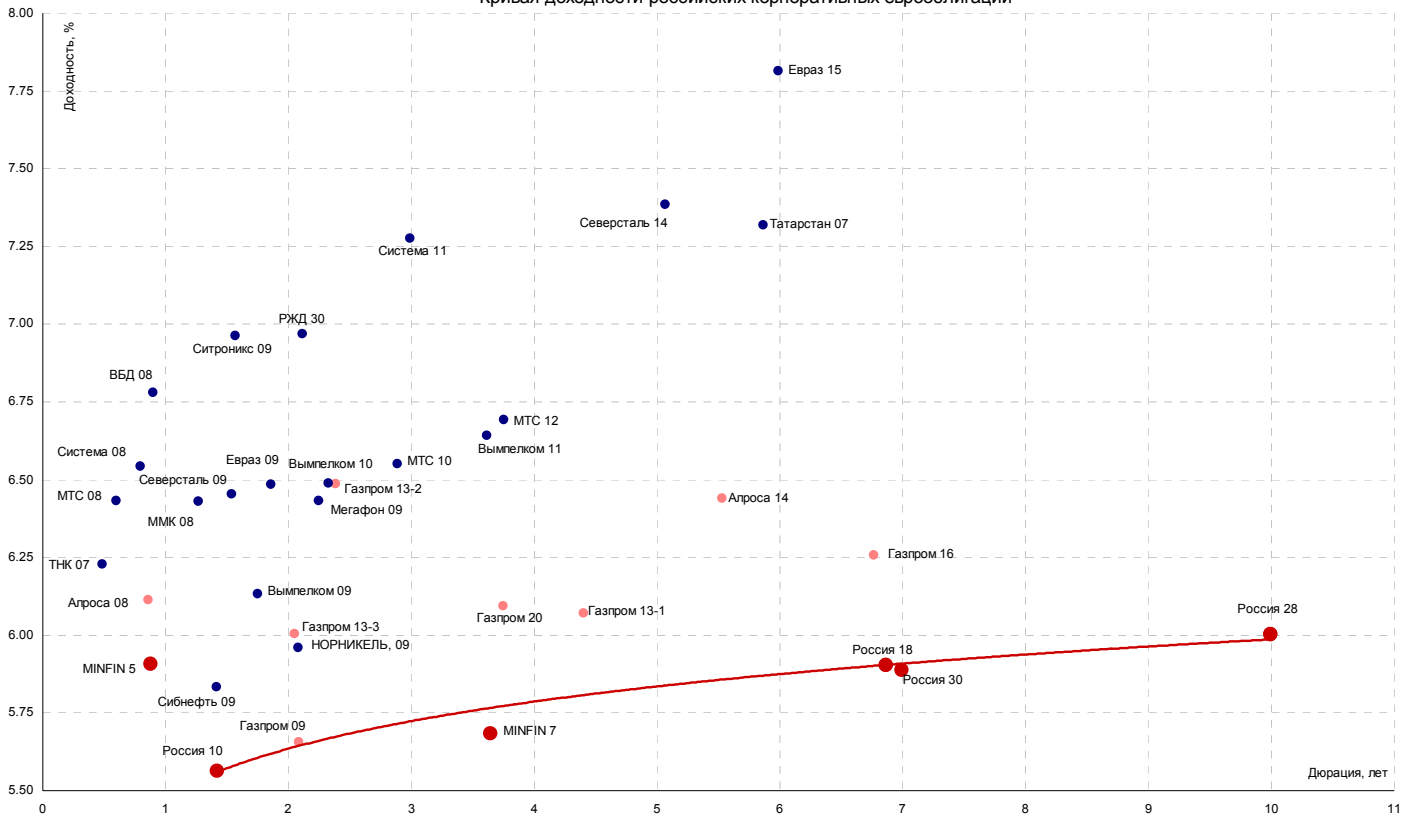


Лизинг



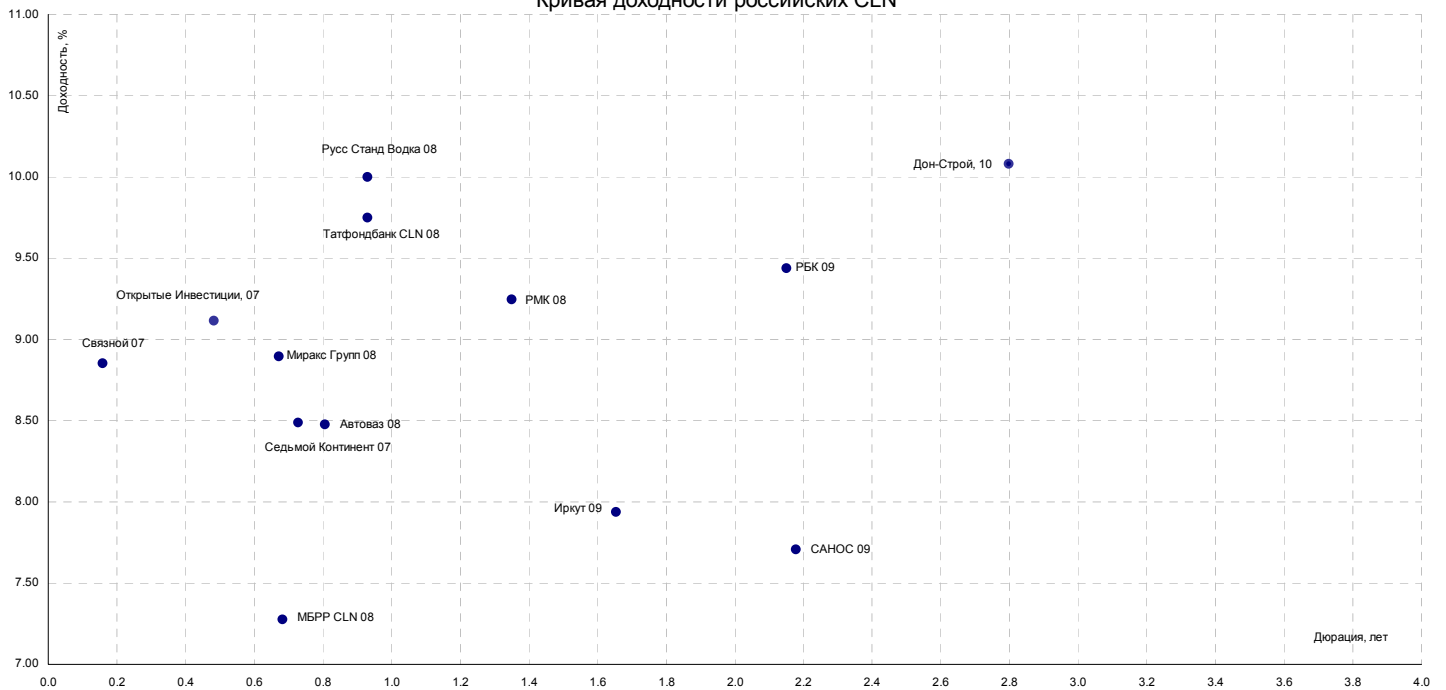
Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривая доходности российских корпоративных еврооблигаций



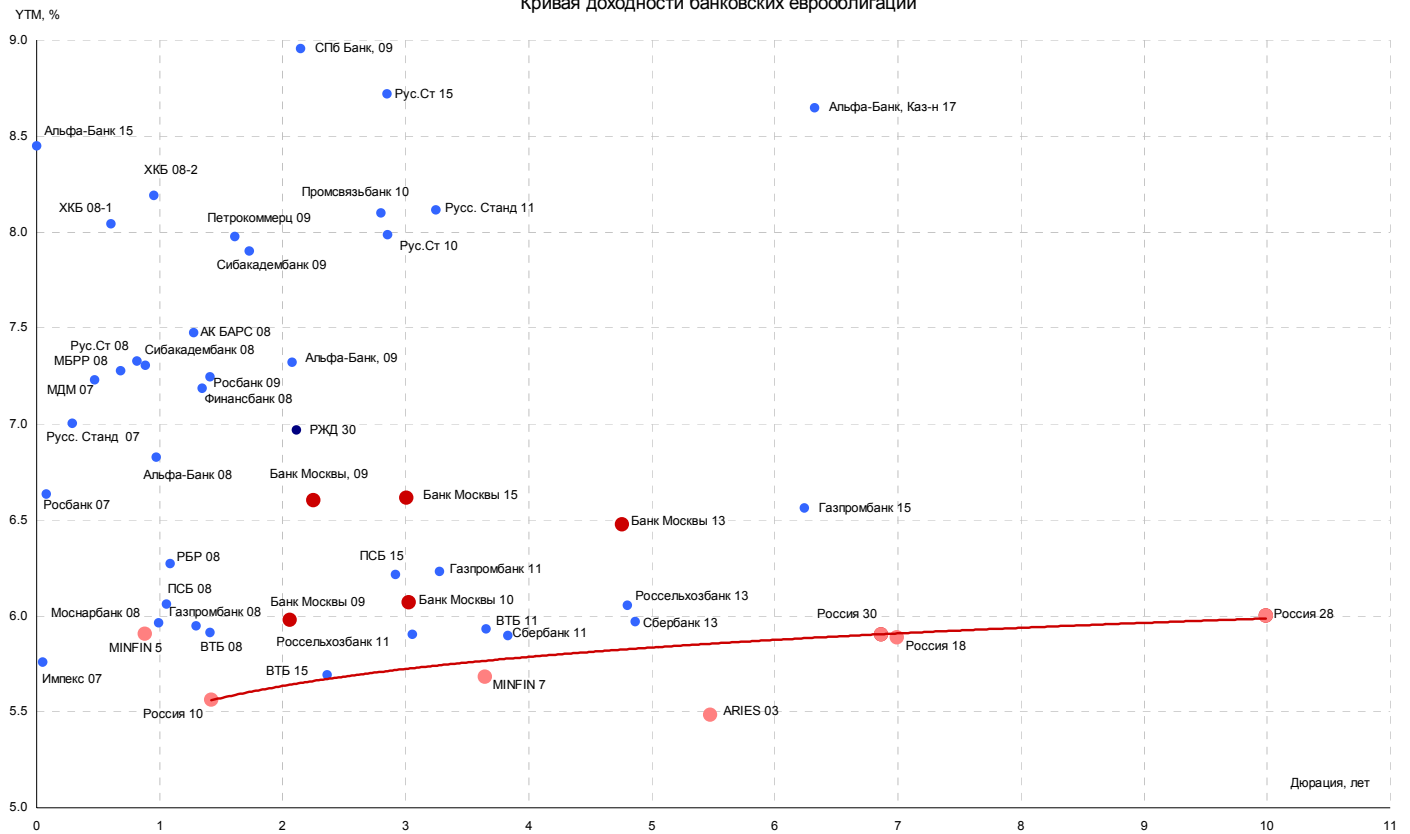
Источники: REUTERS

Кривая доходности российских CLN

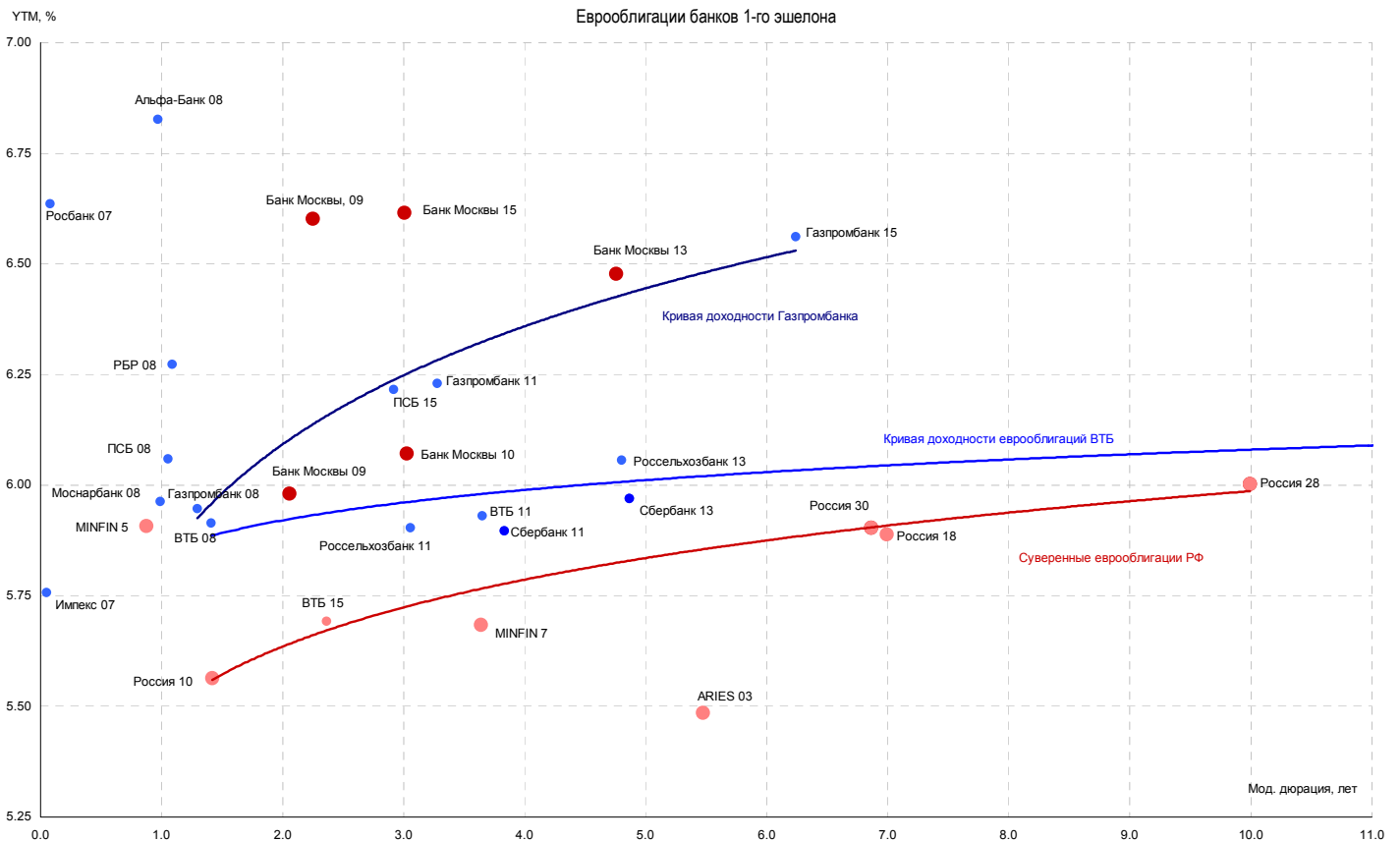


Источники: REUTERS

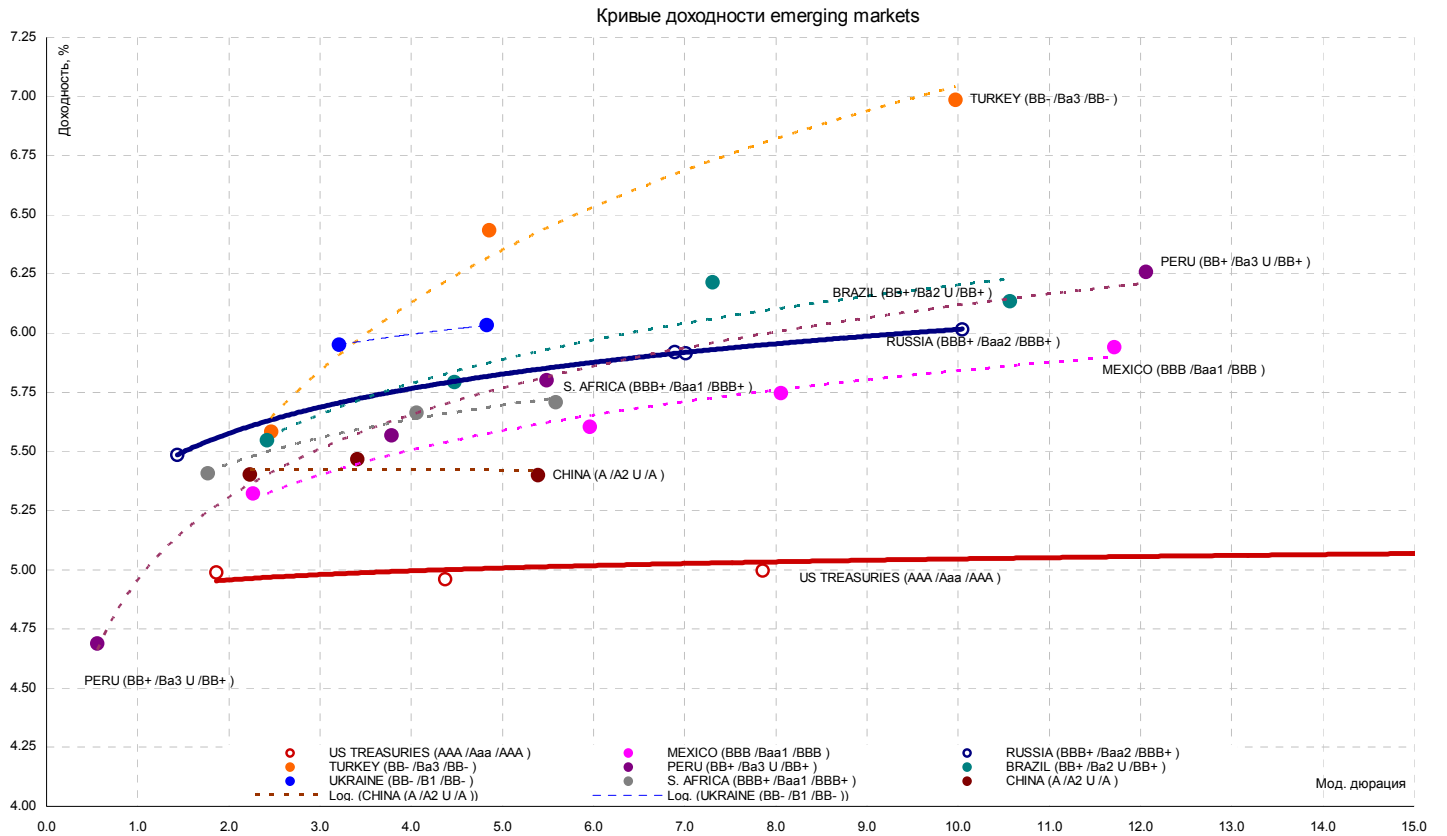
Кривая доходности банковских еврооблигаций



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](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  
[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@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)

**Потребительский сектор**  
Мухамеджанова Сабина  
[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)

#### Отдел анализа рынка облигаций

**Стратегия/ кредитный анализ**  
Федоров Егор  
[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)

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

**Кредитный анализ**  
Залеская Анастасия  
[Zaleskaya\\_AV@mmbank.ru](mailto:Zaleskaya_AV@mmbank.ru)

**Стратегия**  
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.