

Не видим дна, идем по приборам

US-Treasuries

Основной темой на мировых финансовых рынках остаются проблемы ипотечного сектора США, спровоцировавшие «кризис доверия» и существенное ухудшение ситуации с ликвидностью в банковском секторе. Активные меры по «накачиванию» банковской системы деньгами начали предпринимать Центральные Банки ведущих мировых держав.

Отчет по рынку труда США за август стал первым весомым аргументом в пользу того, что жилищный сектор начинает оказывать негативное влияние на экономику в целом. Это привело к росту ожиданий более существенного снижения базовой ставки. В настоящее время вероятность снижения ставки на 75 б.п. к концу года оценивается рынком в 100%.

Единственными бумагами, растущими в столь сложной ситуации, были us-treasuries. Нестабильность на мировых рынках может сохраниться в ближайшей перспективе. На наш взгляд, ожидания смягчения монетарной политики продолжают оказывать поддержку treasuries. Доходности 10-летних бумаг будут колебаться вблизи текущих уровней (4,4% годовых по десятилетним бумагам).

Emerging markets

Воздействие инъекций Центральными Банками, в том числе и на рынок еврооблигаций emerging markets, пока не иссякло. Значительный рост спрэдов, наблюдавшийся в июле 2007 г., прекратился – emerging markets пока сохраняет относительное равновесие. Насколько продолжительным будет данное воздействие и потребуются ли дополнительные инъекции, будет зависеть от дальнейшего развития болезни.

Российские еврооблигации

Отток средств с emerging markets привел к существенному расширению суверенного спрэда. Спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 плотно закрепился выше 130 б.п. Высокая волатильность на мировых рынках может сохраняться еще долго. Ограничением для дальнейшего расширения спрэда в периоды обострения нестабильности может стать высокая оценка устойчивости РФ международными рейтинговыми агентствами. В то же время сужение спрэда меньше 125 б.п. в течение как минимум ближайшего месяца крайне маловероятно.

Внутренний долговой рынок

Август этого года стал для внутреннего долгового рынка самым серьезным испытанием с весны 2003 г. Кризис, воцарившийся на мировых финансовых рынках, наконец дошел и до внутреннего рынка, котировки которого не выдержали и отправились «в свободное падение» вслед за уже упавшими российскими евробондами. После периода короткого затишья, которое многие участники расценили как окончание коррекции, последовала новая волна коррекции, которая продолжается и по сей день.

Торговые идеи

Мы рекомендуем инвесторам придерживаться защитной стратегии, по возможности избегая вложений в активы с высокой дюрацией, которые, по нашим оценкам, еще не «нащупали дно». Мы считаем оптимальной стратегией вложение в списочные бумаги ММВБ, а также в облигации, включенные в ломбардный список. Что касается предпочтительных отраслей отдельных торговых идей, то наши top-picks сфокусированы в электроэнергетических бумагах средней дюрации, потребительском сегменте и сегменте розничных операторов.

Залеская Анастасия
Zalesskaya_AV@mmbank.ru

Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Чупрына Татьяна
Chupryna_TV@mmbank.ru

US-Treasuries	2
Emerging markets	7
Российские еврооблигации	10
Корпоративные еврооблигации	11
Внутренний долговой рынок	13
Статистика долгового рынка	16
Торговые идеи	18
Модельный портфель	20
Российская статистика	21
Кривые доходностей	25

US-Treasuries

Основной темой на мировых финансовых рынках остаются проблемы ипотечного сектора США, спровоцировавшие «кризис доверия» и существенное ухудшение ситуации с ликвидностью в банковском секторе. Активные меры по «накачиванию» банковской системы деньгами начали предпринимать Центральные Банки ведущих мировых держав.

Отчет по рынку труда США за август стал первым весомым аргументом в пользу того, что жилищный сектор начинает оказывать негативное влияние на экономику в целом. Это привело к росту ожиданий более существенного снижения базовой ставки. В настоящее время вероятность снижения ставки на 75 б.п. к концу года оценивается рынком в 100%.

Единственными бумагами, растущими в столь сложной ситуации, были us-treasuries. Нестабильность на мировых рынках может сохраниться в ближайшей перспективе. На наш взгляд, ожидания смягчения монетарной политики продолжат оказывать поддержку treasuries. Доходности 10-летних бумаг будут колебаться вблизи текущих уровней (4,4% годовых по десятилетним бумагам).

Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

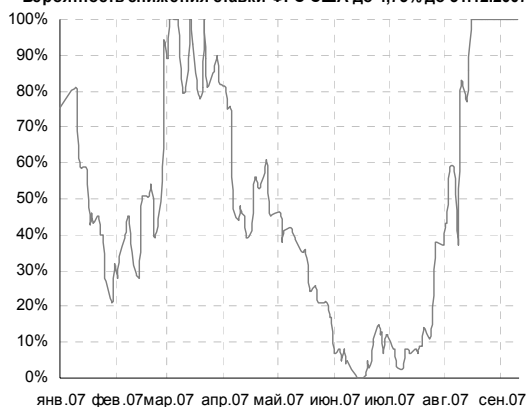
	Изм-е, б.п.					
	07.09.07	С 31.07.07	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Fed Funds Rate	5.25	0	0	0	0	150
UST 02	3.91	-60	-62	-91	-91	-37
UST 05	4.04	-52	-40	-69	-65	-32
UST 10	4.39	-35	-11	-41	-31	-11
UST 30	4.70	-19	7	-24	-11	-1

Источники: REUTERS, Банк Москвы

В августе обстановка на внешнем долговом рынке постепенно накалялась, в середине месяца ситуация была близка к «точке кипения». Основная тема месяца прежняя – проблемы сектора subprime mortgages, распространившиеся на мировые финансовые рынки. Новости об убытках (реальных и потенциальных) крупных банков и фондов, банкротствах ипотечных компаний США, закрытии ипотечных подразделений, занимавшихся ипотекой класса subprime крупных банков, вызвали цепную реакцию на всех финансовых рынках. Первый «острый» период спровоцировали новости о том, что один из крупнейших банков Франции, BNP Paribas, заморозил деятельность 3 своих фондов, сославшись на проблемы рынка жилья в США; второй период – неожиданно слабая макростатистика по рынку труда США. Обвал фондовых рынков, нарастание проблем с ликвидностью в банковском секторе сделали необходимым вмешательство Центральным Банкам ведущих мировых держав, которые с середины августа начали предпринимать активные меры по «накачиванию» банковской системы деньгами.

Как показывают фьючерсы на ставку fed funds, в настоящее время рынок уверен в снижении базовой ставки на 75 б.п. к концу года. Единственными бумагами, растущими в столь сложной ситуации, были американские казначейские обязательства. Спрос на us-treasuries резко возрос, что привело к существенному снижению доходностей. Частично, это стало следствием резкого роста ожиданий снижения базовой ставки, частично – ростом спроса на казначейские обязательства как на «защитные» активы. Доходности 10-летних UST опустились до 4.35 % годовых, что является минимальным значением более чем за 1.5 года (с конца января 2006 г.). Доходности UST-2 с начала августа снизились на 50 б. п. до 4.02 % годовых, что является минимальным значением за 2 года.

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



Вероятности снижения ставки ФРС США, %

Месяц	Вероятности снижения ставки ФРС США, %			Даты объявления реш-я FOMC
	до 5.0%	до 4.75%	до 4.50%	
сен.07	100.0	69.0	46.0	18.09.07
окт.07	100.0	88.0	58.7	31.10.07
ноя.07	100.0	100.0	90.0	
дек.07	100.0	100.0	100.0	11.12.07
январ.08	100.0	100.0	100.0	30.01.08
февр.08	100.0	100.0	100.0	
мар.08	100.0	100.0	100.0	
апр.08	100.0	100.0	100.0	
май.08	100.0	100.0	100.0	
июн.08	100.0	100.0	100.0	
июл.08	100.0	100.0	100.0	

Источники: CBOT, Fed, расчеты Банка Москвы

*Расчитано исходя из цен закрытия 30-day Fed Funds Rate фьючерсов на 09.06.2007

Новый виток старой проблемы?

Кризис ликвидности на мировых финансовых рынках, то разрастающийся в атмосфере взаимного недоверия, то затихающий, благодаря действиям Центральных Банков «вывел на сцену» новый проблемный сегмент финансового рынка – рынок коммерческих бумаг (краткосрочных векселей). Выпуском таких бумаг активно занимались кондуиты – компании (как правило, оффшорные), созданные крупными инвестбанками, однако формально не зависящие от них. Смысл создания кондуита – извлечение прибыли из разницы в ставках через приобретение долгосрочных бумаг, которое финансируется путем эмиссии краткосрочных долговых инструментов (обычно коммерческих бумаг). Обеспечение бумаг – все те же ипотечные кредиты, автокредиты, платежи по кредитным картам т.п. В текущей ситуации найти инвесторов, желающих вложить средства в такие краткосрочные бумаги, будет весьма проблематично. В этом случае вступает в силу следующий механизм поддержки ликвидности кондуитов де-факто «материнскими» банками: компаниям открыты кредитные линии, которыми в стабильной ситуации они пользуются мало, так как относительно спокойно могут привлечь внешнее финансирование. В период финансовой нестабильности данный механизм станет «передаточным звеном», транслирующим проблемы этих формально независимых компаний на крупные банки. Ситуация очень близка к той, когда Bear Sterns был вынужден «спасать» «тонущие» хедж-фонды из собственных средств. Одним из крупнейших игроков на этом рынке является Citigroup. По данным The Wall Street Journal, до конца следующей недели компании вне США должны погасить коммерческих бумаг на сумму \$ 120 млрд. Объем рынка коммерческих бумаг оценивается на уровне около \$ 3 трлн, из них примерно 1 трлн приходится на европейские коммерческие бумаги.

ФРС «спасает» рынки...

Ключевым событием августа стало неожиданное снижение ФРС primary discount rate с 6.25 % до 5.75. Primary discount rate – ставка, по которой ФРС выдает прямые кредиты коммерческим банкам через дисконтное окно. При этом базовую ставку ФРС не меняла. Для поддержания денежной ликвидности были изменены стандартные условия предоставления финансирования: срок кредитования был увеличен до 30 дней. Помимо этого ФРС заявила, что в качестве залогов под кредиты по-прежнему будут приниматься активы, связанные с ипотекой. Основные цели, преследуемые ФРС, – «успокоить» рынки и снизить исключительно высокую волатильность – были достигнуты.

Несмотря на некий «символизм» данного шага (кредитование через дисконтное окно используется банками в меньшей степени, чем кредитование на межбанке), решение ФРС стало переломным моментом для рынков. Наглядная демонстрация того, что в случае необходимости Федеральный Резерв не останется безучастным, привело к относительной стабилизации. Через несколько дней возможностью получить кредиты от ФРС через дисконтное окно воспользовались крупнейшие игроки финансового рынка – Citigroup, J.P. Morgan Chase, Bank of America, Deutsche Bank и Wachovia. При этом было отмечено, что они могут привлечь более дешевое финансирование и идут на этот шаг с целью показать ценность инициатив ФРС и призвать другие банки воспользоваться данной возможностью. Среднедневные обороты по кредитам через дисконтное окно (рассматриваемым как «кредиты последней инстанции») в конце августа – начале сентября составили около \$ 1.2 млрд.

...но по-прежнему не дает четких сигналов о снижении базовой ставки...

В конце августа состоялось выступление главы ФРС Бена Бернанке на экономическом форуме. Выступление было посвящено центральной теме последних месяцев – «Жилищный сектор и монетарная политика». Бернанке отметил, что ФРС будет внимательно следить за дальнейшим развитием ситуации вокруг subprime mortgages и «сделает все возможное», чтобы ограничить вероятный негативный эффект на экономику. Также он отметил, что в случае необходимости FOMC будет предпринимать дополнительные меры для поддержания денежной ликвидности. В то же время глава ФРС подчеркнул, что в обязанности ФРС не входит защита «заемщиков и инвесторов от последствий принятых ими решений». Кроме того, было отмечено, что экономика продолжает развиваться «умеренными темпами», несмотря на кризис жилищного сектора.

Экономика США. Ситуация меняется к худшему.

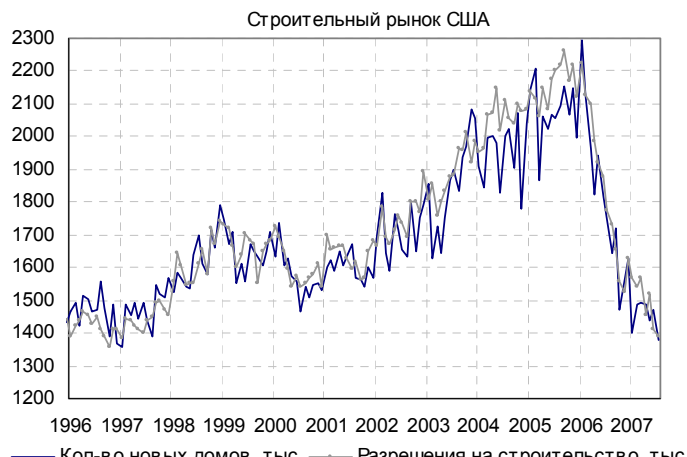
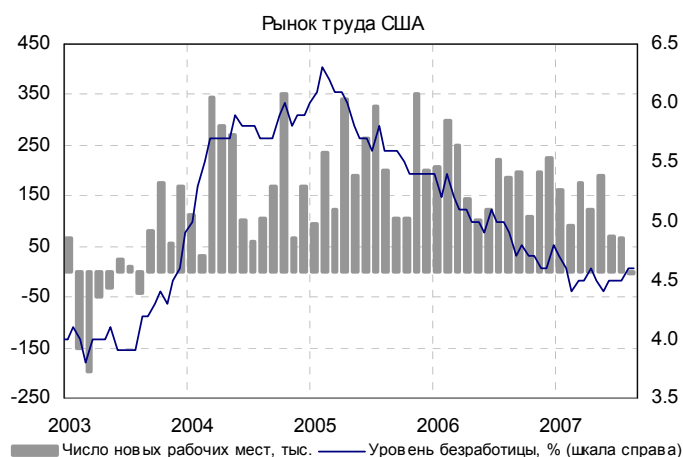
«Болевой точкой» экономики США остается жилищный сектор, и признаков улучшения ситуации пока не видно. В июле число разрешений на строительство новых домов и объемы строительства опустились до самых низких за 10 лет значений. Запас непроданных домов вырос до максимального более чем за 15 лет значения. Индекс предстоящих продаж (продажи, по которым контракт уже подписан, но сделка еще не завершена) снизился до минимального почти за 6 лет значения. Индекс цен на жилье Standart&Poors/Case-Shiller (отражает динамику цен в крупнейших городах США) во 2-м квартале 2007 г. демонстрирует снижение 12 месяцев подряд. Последняя Бежевая Книга – обзор по

экономике США, составленный на основе информации, предоставленной 12 Федеральными Резервными Банками, и охватывающий период с середины июля до конца августа – отразила продолжение ослабления жилищного сектора. Стандарты ипотечного кредитования ужесточаются, причем, ужесточение условий постепенно перекидывается с жилой недвижимости на коммерческую.

В начале сентября рынкам был нанесен очередной тяжелый удар – неожиданно **слабый отчет по рынку труда**. Данные за август отразили первое за 4 года снижение количества рабочих мест в несельскохозяйственном секторе США – на 4 тыс. По прогнозам этот показатель должен был вырасти на 100-110 тыс. после июльских 92 тыс. Крайне неприятным сюрпризом стал также существенный пересмотр в меньшую сторону показателей за 2 предыдущих месяца. Согласно пересмотренным данным, в июле этот показатель составил 68 тыс. (ранее – 92 тыс.), в июне – 69 тыс. (ранее – 126 тыс.). Уровень безработицы так же, как и в предыдущем месяце, составил 4.6 %. Детальный отчет отразил следующие важные моменты:

- Во-первых, продолжилась тенденция к уменьшению количества рабочих мест в жилищном секторе.
- Во-вторых, что более неожиданно, наиболее заметное снижение произошло в промышленном производстве и производстве потребительских товаров.

Наиболее значительному пересмотру (в сторону уменьшения) за июнь-июль подверглись показатели занятости в сфере услуг и государственном секторе. В сфере услуг рост количества новых рабочих мест продолжается, но его темпы замедлились.



Источники: FRED II Data

Прогнозы

Публикация отчета по рынку труда, в нашем понимании, может стать для FOMC главным аргументом в пользу снижения учетной ставки. До выхода этих данных явных признаков того, что проблемы жилищного сектора оказывают давление на экономику в целом, не было. Большинство показателей отражали сохранение умеренных темпов роста. Представители ФРС, включая Бернанке, оценивая возможные последствия кризиса на финансовых рынках, фактически говорили, что спасение «утопающих спекулянтов» – дело рук самих утопающих. Бернанке в частности поддержали главы ФРБ Ричмонда и Далласа Джеффри Лейкер и Ричард Фишер. Также это прозвучало в речи президента США Джорджа Буша, который представил пакет мер помощи заемщикам, оказавшимся не в состоянии погасить взятые ипотечные кредиты.

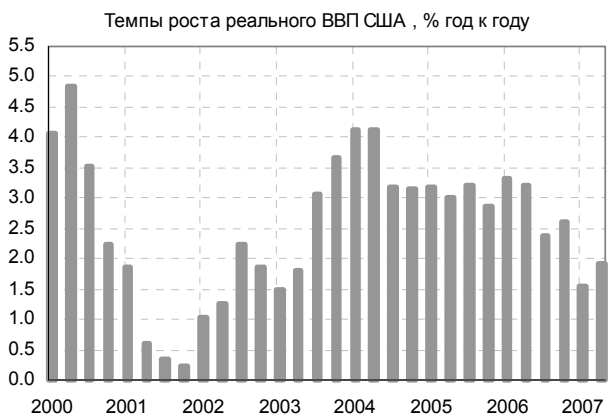
Как показывают фьючерсы на ставку fed funds, вероятность снижения ставки на 25 б.п. на ближайшем заседании FOMC, которое состоится 18 сентября, оценивается в 100 %. Вероятность снижения ставки на 50 б. п. – около 70 %. Что касается ожиданий по ставке к концу текущего года – фьючерсы отражают 100 %-ную уверенность рынка в снижении базовой ставки на 75 б. п.

Мы полагаем, что на этот раз ставка будет снижена только на 25 б. п. В данной стратегии мы сохраняем наш прогноз по ставке к концу года на уровне 5 %. Однако в случае развития негативной тенденции на рынке труда либо появления индикаторов, отражающих фактическое снижение потребительского спроса, мы будем готовы пересмотреть наши прогнозы на конец года.

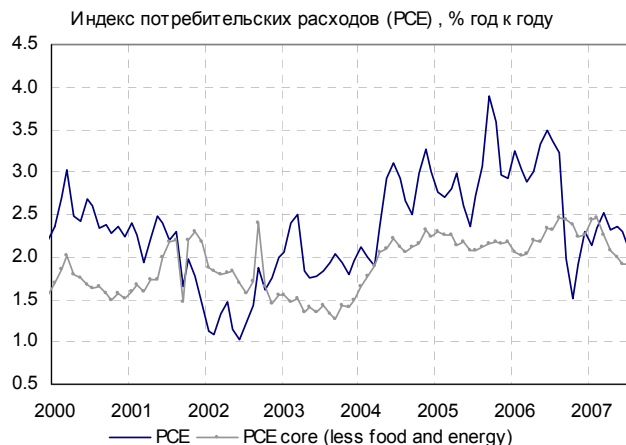
Низкие уровни доходностей us-treasuries отражают ожидания рынком снижения базовой ставки к концу года на 75 б.п. Для того чтобы изменить эти ожидания, необходимо, с одной стороны, существенное улучшение ситуации на финансовых рынках, с другой – убедительное доказательство того, что слабые данные по рынку труда не являются тенденцией. В краткосрочном периоде ожидания смягчения монетарной политики и сохраняющаяся нервозность на рынках продолжают оказывать поддержку treasuries. Доходности 10-летних бумаг будут колебаться вблизи текущих уровней (4,4% годовых по десятилетним бумагам).



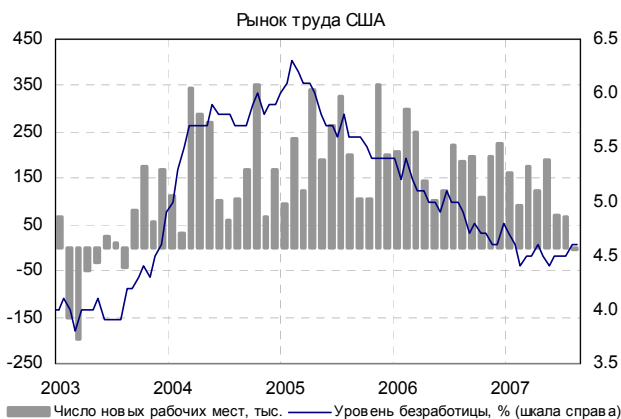
Макроэкономические индикаторы экономики США



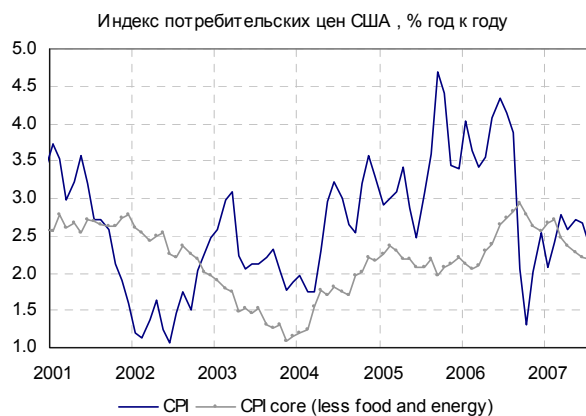
Источники: FRED II data



Источники: FRED II data



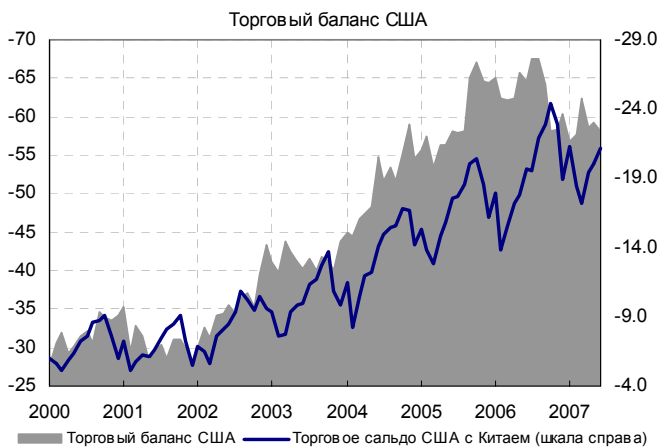
Источники: FRED II data



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data

Emerging markets

Воздействие инъекций Центральными Банками, в том числе и на рынок еврооблигаций emerging markets, пока не иссякло. Значительный рост спрэдов, наблюдавшийся в июле 2007 г., прекратился – emerging markets пока сохраняет относительное равновесие. Насколько продолжительным будет данное воздействие и потребуются ли дополнительные инъекции, будет зависеть от дальнейшего развития болезни.

Конъюнктура emerging markets

	07.09.07	С 31.07.07	Изм-е			
			За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Полный доход, %						
EMBI+	413.3	2.2	0.0	6.2	1.5	16.5
EMBI+ Russia	460.1	2.3	1.2	5.8	2.4	8.2
EMBI+ Mexico	365.3	3.6	3.3	8.0	4.6	12.1
EMBI+ Brasil	608.5	3.5	2.4	10.5	4.9	29.7
EMBI+ Venezuela	524.1	-5.3	-14.3	-10.1	-14.8	2.5
EMBI+ Argentine	99.7	3.0	-22.6	-7.2	-21.5	23.4
EMBI+ Turkey	269.7	2.3	3.4	8.8	4.3	16.3
Спрэды, б.п.						
EMBI+ Spread	240	15	49	49	70	-40
EMBI+ Russia Spread	144	3	28	40	47	26
EMBI+ Mexico Spread	116	-12	-2	7	17	-23
EMBI+ Brasil Spread	209	-4	9	-12	16	-187
EMBI+ Venezuela Spread	482	3	253	267	299	91
EMBI+ Argentine Spread	462	8	226	150	245	51
EMBI+ Turkey Spread	244	13	3	17	36	-32

Источники: REUTERS

После сильного роста спрэдов emerging markets в середине лета 2007 г., во второй половине августа рынок еврооблигаций развивающихся стран старается сохранить относительное равновесие на фоне ухудшающейся ситуации на мировых площадках, связанной с сектором subprime. Главной причиной некоторой стабилизации стали активные меры по «накачиванию» банковской системы деньгами, предпринятые Центральными Банками ведущих мировых держав.

Помимо компаний, уже объявивших о своих убытках из-за ипотечного кризиса США, в августе к черному списку прибавились:

- занимающий 9-е место в США по капитализации банк One Capital Financial, который был вынужден закрыть ипотечное подразделение GreenPoint;
- американская ипотечная компания Thornburg Mortgage, сообщившая о трудностях с финансированием;
- лондонская финансовая компания Solent Capital Partners;
- американский инвестиционный банк Lehman Brothers, объявивший о намерении закрыть BNC Mortgage – подразделение, занимающееся ипотекой класса subprime;
- австралийская компания Australia's Basis Capital Fund Management Ltd., ищущая защиты для своего второго по величине фонда, инвестирующего в сегмент subprime mortgage.

Позитивным моментом, тем не менее не оказавшим влияния на происходящее, стала новость о намерении одного из крупнейших банков Франции BNP Paribas «разморозить» 3 своих фонда, операции по которым были прекращены в начале августа в связи с усилением кризиса subprime mortgages.

Несмотря на столь негативный новостной фон, рост спрэдов, наблюдаемый в июле этого года после первых сигналов глобального распространения кризиса ипотечного рынка США, в августе уже не повторился. После помощи, оказанной Центральными Банками, рынок рискованных активов emerging markets менее болезненно реагирует на поступающие сигналы. В результате, с конца июля 2007 г. спрэд индекса EMBI+ расширился на 15 б. п. Стоит подчеркнуть, что расширение спрэда порядка 8 б. п. произошло чисто технически из-за сильного снижения доходностей базовых активов после пятничной (07.09.07) публикации данных по рынку труда. Спрэд индекса еврооблигаций EMBI+ Россия прибавил за данный период всего 3 б. п. Надо отметить, что очень неплохо на фоне всеобщего роста

спрэдов чувствуют себя рискованные премии к базовым активам таких стран, как Бразилия и Мексика, показавшие сужение на данном периоде на 4 б.п. и 12 б.п. соответственно. Более того, помимо не слишком значительного расширения спрэдов в сложившейся ситуации, рынок еврооблигаций развивающихся стран продемонстрировал очень хороший рост, которого не наблюдалось уже в течение нескольких месяцев. С конца июля текущего года индекс EMBI+ вырос на 2.2 %, а индекс EMBI+ Россия прибавил 2.3 %.

Сейчас рынок старается сохранить некоторый баланс. Рост спрэдов к базовым активам emerging markets в ближайшей перспективе продолжится. Насколько высоки будут темпы этого роста, зависит от масштабов, которые приобретет кризис в мире, и мер, которые будут предприняты по его устранению.

Кредитные рейтинги emerging markets

За прошедший август – начало сентября 2007 г. наиболее значимыми рейтинговыми изменениями стали присвоение рейтингов Белоруссии двумя международными рейтинговыми агентствами, повышение рейтинга Бразилии, а также подтверждение рейтингов России. Почти одновременно два международных рейтинговых агентства – Standard & Poor's и Moody's – присвоили кредитные рейтинги Белоруссии на уровне «B+» и «B1» соответственно. Прогноз по обоим рейтингам – «стабильный». Как отмечается в пресс-релизе S&P, «рейтинги Республики Беларусь отражают чрезвычайно высокий уровень суверенных условных обязательств вследствие сильной роли государства в экономике, слабую внешнюю ликвидность с покрытием резервами счета текущих операций значительно меньше одного месяца в 2006 году, а также низкую предсказуемость политического выбора вследствие чрезвычайной централизации политической системы».

В то же время, рейтинг поддерживается сравнительно высоким доходом на душу населения, низкой общей государственной долговой нагрузкой (9 % от ВВП), относительно сильным внешним балансом страны, а также существенным экономическим потенциалом, который обеспечивается за счет значительной капитализации промышленного сектора и высококвалифицированной рабочей силы.

Рейтинговое агентство Moody's повысило рейтинг Бразилии с «Ba2» до «Ba1». Прогноз по рейтингу – «стабильный». Решение о повышении основано на значительном улучшении кредитного профиля страны, а также ожидаемых дальнейшем сокращении государственного долга и улучшения внешних долговых показателей.

Агентства Standard & Poor's и Fitch Ratings подтвердили рейтинги России на уровне «BBB+», прогноз – «стабильный». Данные решения были вполне ожидаемы и не добавили оптимизма инвесторам. Единственным агентством, которое уже давно не пересматривало рейтинги, остается Moody's. Рейтинг РФ, присвоенный этим агентством (Baa2), на одну ступень ниже рейтингов S&P и Fitch. Однако, на фоне последних событий вокруг рейтинговых агентств вероятность повышения рейтинга России на 1 ступень со стороны Moody's в ближайшем будущем почти нулевая. Напомним, что вследствие кризиса жилищного сектора, три ведущих международных рейтинговых агентства понизили или поставили на пересмотр кредитные рейтинги большого числа облигаций с ипотечным покрытием класса subprime. Например, S&P только в июле понизило кредитные рейтинги облигаций данного класса суммарным объемом \$ 6.39 млрд.

Рейтинги Emerging Markets

Дата	Агентство	Страна, эмитент	Рейтинговое действие	Новый рейтинг	Новый прогноз	Прежний рейтинг	Прежний прогноз
1 авг 07	S&P	Гренада	Повышение рейтинга	BB-	Стаб.	CCC-	Стаб.
2 авг 07	Fitch Ratings	Сербия	Подтверждение рейтинга	BB-	Стаб.	BB-	Стаб.
2 авг 07	S&P	Украина	Подтверждение рейтинга	BB-	Негатив.	BB-	Негатив.
7 авг 07	Moody's	Ботсвана	Пересмотр прогноза	A2	Позитив.	A2	Стаб.
8 авг 07	S&P	Шри Ланка	Пересмотр прогноза	B+	Стаб.	B+	Негатив.
8 авг 07	Fitch Ratings	Тунис	Подтверждение рейтинга	BBB	Стаб.	BBB	Стаб.
14 авг 07	Fitch Ratings	Сингапур	Подтверждение рейтинга	AAA	Стаб.	AAA	Стаб.
16 авг 07	Fitch Ratings	Россия	Подтверждение рейтинга	BBB+	Стаб.	BBB+	Стаб.
17 авг 07	Fitch Ratings	Латвия	Понижение рейтинга	BBB+	Стаб.	A-	Стаб.
20 авг 07	Moody's	Бразилия	Повышение рейтинга	Ba1	Стаб.	Ba2	Стаб.
21 авг 07	S&P	Белоруссия	Присвоение рейтинга	B+	Стаб.		
21 авг 07	S&P	Россия	Подтверждение рейтинга	BBB+	Стаб.	BBB+	Стаб.
22 авг 07	Moody's	Белоруссия	Присвоение рейтинга	B1	Стаб.		
24 авг 07	Fitch Ratings	Бахрейн	Повышение рейтинга	A	Стаб.	A-	Позитив.
28 авг 07	Fitch Ratings	Хорватия	Подтверждение рейтинга	BBB-	Стаб.	BBB-	Стаб.
29 авг 07	Fitch Ratings	Лесото	Подтверждение рейтинга	BB-	Стаб.	BB-	Стаб.
29 авг 07	S&P	Турция	Подтверждение рейтинга	BB-	Стаб.	BB-	Стаб.
30 авг 07	Fitch Ratings	Уганда	Подтверждение рейтинга	B	Стаб.	B	Стаб.
3 сен 07	S&P	Кения	Подтверждение рейтинга	B+	Стаб.	B+	Стаб.

Источники: рейтинговые агентства

Emerging markets – динамика ключевых суверенных спрэдов



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Российские еврооблигации

Отток средств с emerging markets привел к существенному расширению суверенного спреда. Спред еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 плотно закрепился выше 130 б.п. Высокая волатильность на мировых рынках может сохраняться еще долго. Ограничением для дальнейшего расширения спреда в периоды обострения нестабильности может стать высокая оценка устойчивости РФ международными рейтинговыми агентствами. В то же время сужение спреда меньше 125 б.п. в течение как минимум ближайшего месяца крайне маловероятно.

Конъюнктура российских еврооблигаций

	Изм-е*					
	07.09.07	С 31.07.07	За 6 мес.	За 12 мес.	С начала года	За 24 мес.
Россия-30, цена	111.1	1.5	-1.9	0.3	-1.8	0.3
Россия-30, YTM	5.91	-23	23	1	25	17
UST 10	4.39	-35	-11	-41	-31	-11
Спред России 30 и UST-10	139	-1	21	29	43	15

Источники: REUTERS

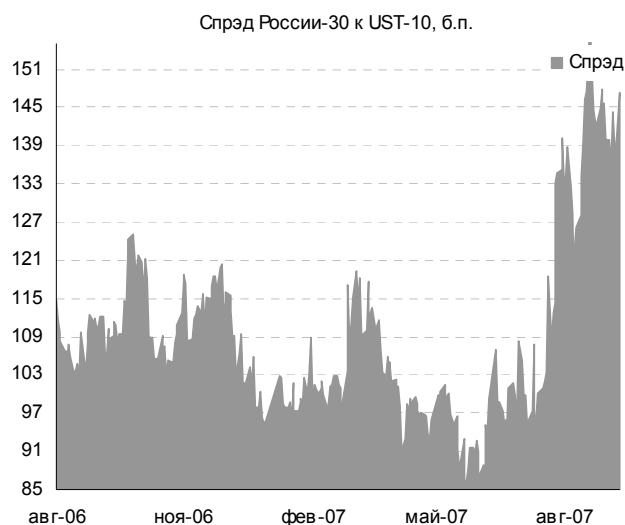
*Изменение для стоимости - %, для спредов и доходности - б.п.

Мировой кризис ликвидности, получающий «богатую пищу» в атмосфере всеобщего недоверия и неопределенности, привел к ужесточению кредитных условий и спровоцировал переток средств из высокодоходных секторов fixed-income в us-treasuries, что привело к расширению спредов. Рост рискованных премий был спровоцирован продажами активов с высоким риском, в число которых входит также сектор еврооблигаций emerging markets и, в частности, Россия. Резкое расширение спреда еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 произошло еще в конце июля. Примерно с середины августа рынки еврооблигаций emerging markets пришли в относительное равновесие. Однако ниже 130 б.п. суверенный спред уже не опускался. В отдельные дни он расширялся выше 150 б.п., что является рекордным значением более чем за 2 года.

Напряжение и высокая волатильность на мировых рынках, на наш взгляд, может сохраняться еще долго (как минимум 1-2 месяца). В такой ситуации мы полагаем, что сужение спреда меньше 125 б.п. крайне маловероятно. С другой стороны, «ограничением сверху» для дальнейшего его расширения в периоды обострения нестабильности может стать высокая оценка устойчивости РФ международными рейтинговыми агентствами. По оценкам Standard & Poor's суверенные кредитные рейтинги РФ надежно защищены в условиях глобального ухудшения ликвидности. Значительный профицит по счету текущих операций и чрезвычайно хорошая позиция по чистым внешним активам выделяют Россию как страну, наименее подверженную глобальной переоценке риска.

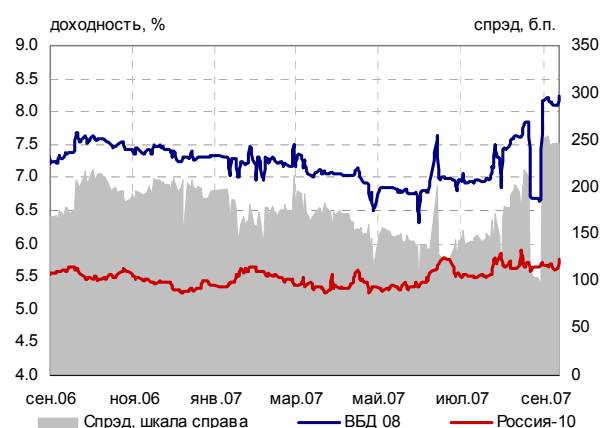
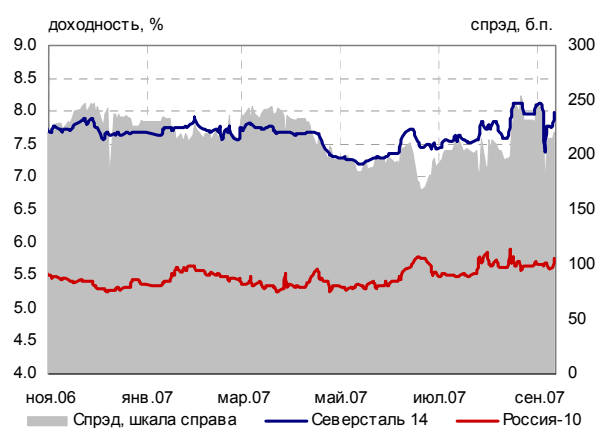
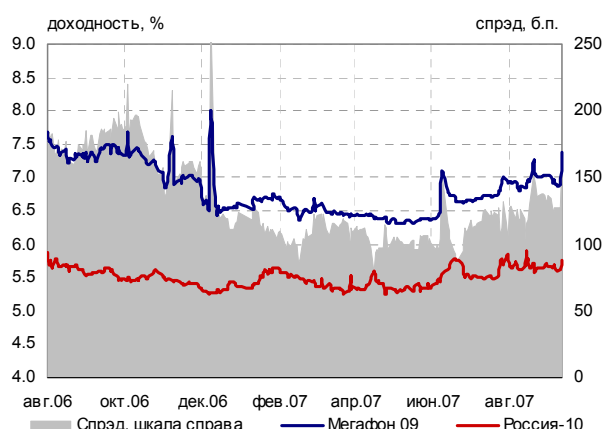
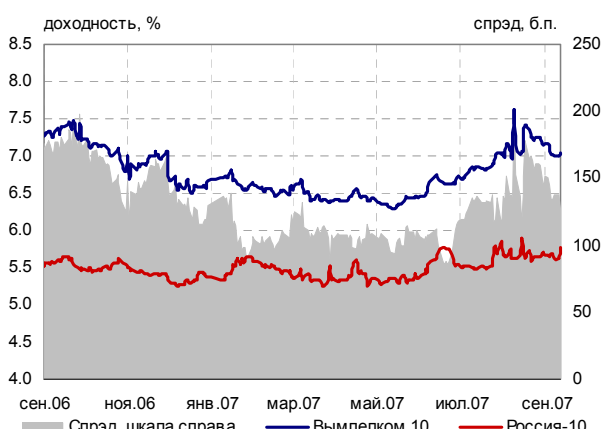
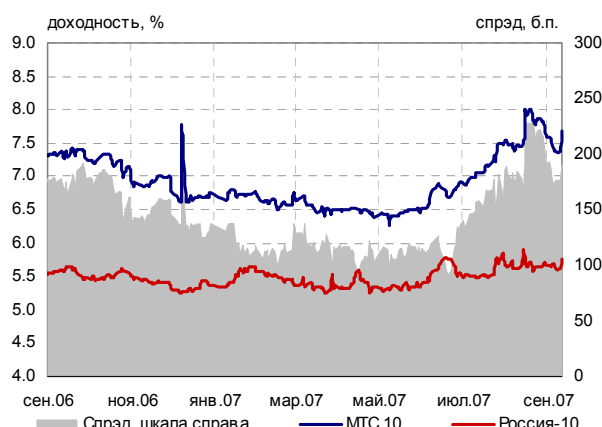
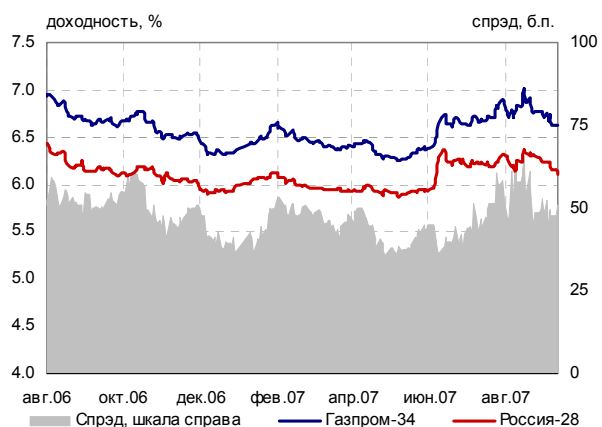
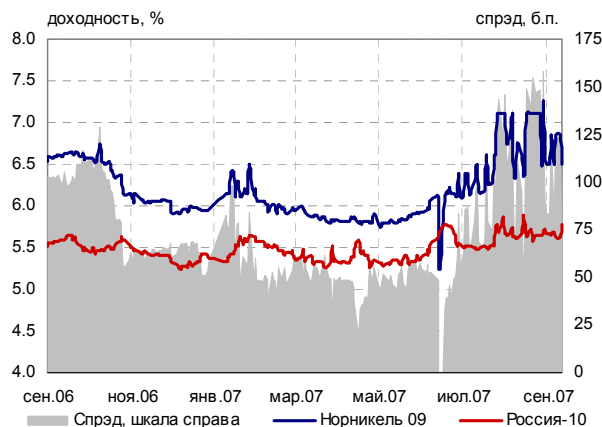
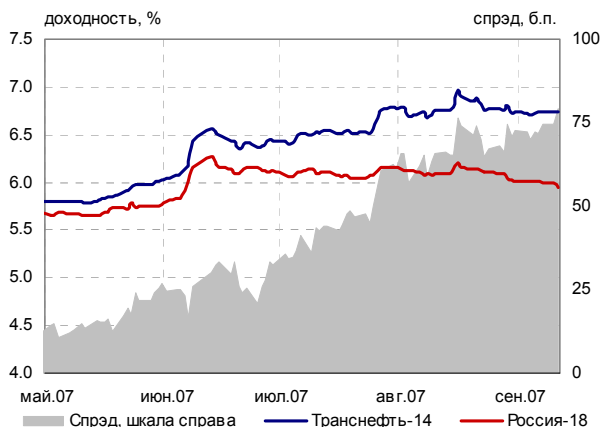


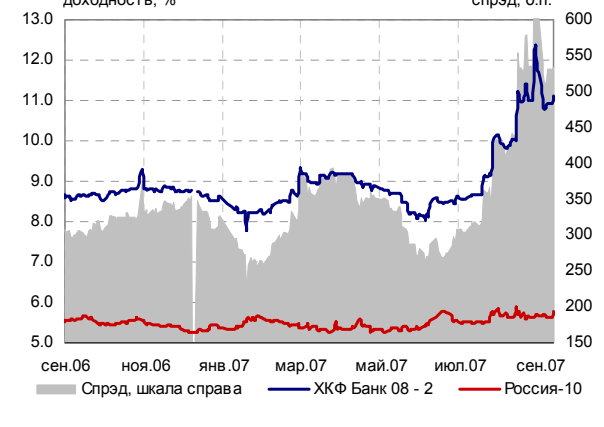
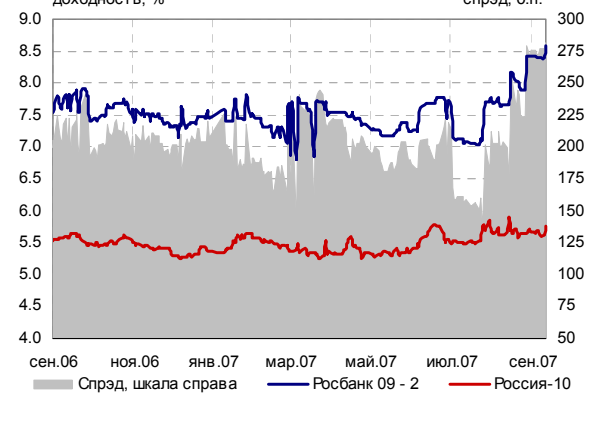
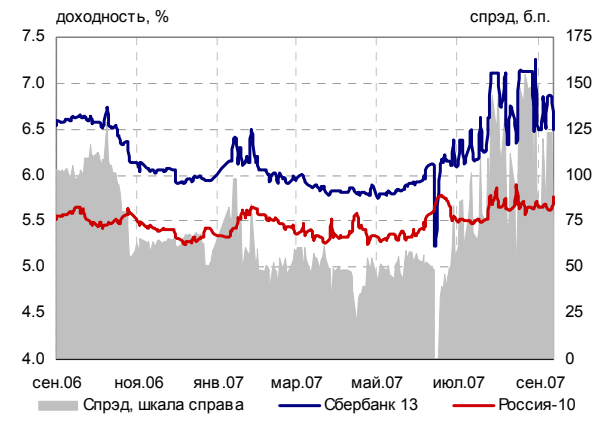
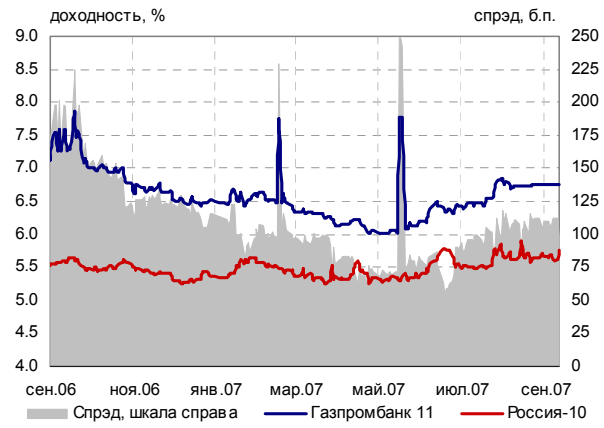
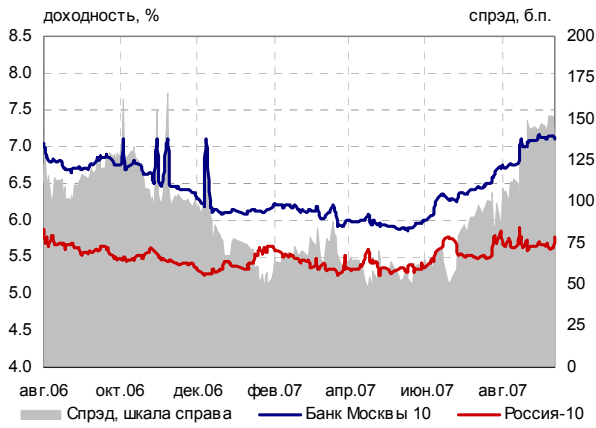
Источники: REUTERS



Источники: REUTERS

Корпоративные еврооблигации





Внутренний долговой рынок

Август этого года стал для внутреннего долгового рынка самым серьезным испытанием с весны 2003 г. Кризис, воцарившийся на мировых финансовых рынках, наконец дошел и до внутреннего рынка, котировки которого не выдержали и отправились «в свободное падение» вслед за уже упавшими российскими евробондами. После периода короткого затишья, которое многие участники расценили как окончание коррекции, последовала новая волна продаж, которая продолжается и по сей день.

Технической причиной начавшейся коррекции стал приказ о ликвидации позиций, полученный западными участниками в отношении активов на emerging markets, в том числе в России. Однако фундаментальную причину проблем рублевого долгового рынка следует искать в глобальном «бегстве к качеству», которое мы наблюдали на западных рынках в течение довольно продолжительного периода времени. Теперь же «круги на воде» дошли и до российского рынка.

Начавшиеся продажи нерезидентов были поддержаны российскими участниками, которые также начали ликвидировать позиции в бумагах – претендентах на скорый рост доходности. Однако коррекция не ограничилась первым эшелонem: в список наиболее продаваемых бумаг попали все выпуски, размещавшиеся весной-летом этого года. Напомним, что размещения большинства эмитентов приемлемого кредитного качества проходили по единому сценарию: когда доходность при размещении была существенно ниже прогнозов организаторов, разница достигала 100 б. п. и выше. Теперь же инвесторы распродавали эти бумаги ниже номинала, периодически покупатели уходили с рынка. В конце концов, снижение котировок увело рынок на уровни начала года, сведя на нет более чем полугодовой рост рынка рублевых облигаций.

Денежный рынок: основные проблемы с ликвидностью еще впереди...

Ситуация осложнилась ухудшившейся обстановкой с ликвидностью – рынок МБК показал давно забытые уровни в 10% для банков первого круга, остальным повезло меньше – им пришлось занимать под 15 % и выше. В течение нескольких дней подряд ЦБ активно кредитовал российский финансовый сектор, ежедневно выдавая РЕПО на сумму 200-280 млрд руб.

Всего за один месяц избыток рублевой ликвидности превратился в дефицит, с середины августа депозиты российских банков в ЦБ снизились более чем в 2 раза. Совокупные остатки на депозитах и корсчетах в настоящее время составляют около 700 млрд руб.

В начале сентября ситуация стабилизировалась – ставки overnight опустились до адекватных значений, дневной оборот на аукционах прямого РЕПО в ЦБ снизился до 2.4 млрд руб.

Несмотря на относительно стабилизовавшуюся обстановку на российском денежном рынке, основные проблемы с ликвидностью, возможно, еще впереди.

...но ЦБ обещает помочь

«Ложку дегтя» добавил первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев, который на проходившем в Сочи банковском форуме поделился с участниками своими опасениями относительно дальнейшего развития событий на фондовом рынке РФ и российском финансовом рынке в целом. По словам Улюкаева, российский финансовый рынок столкнется с очередным кризисом ликвидности в октябрь-ноябре этого года, при этом дневные обороты прямого РЕПО будут превышать 300-400 млрд руб. При этом, как заверил Улюкаев, денег хватит всем и ЦБ сможет «гарантировать способность обеспечить необходимую ликвидность».

В качестве одной из основных мер борьбы с разрывом ликвидности банковского сектора стало снижение ЦБ требований по включению корпоративных облигаций в ломбардный список. Отныне основанием для включения в список является рейтинг не ниже «В+» по шкале S&P и Fitch «B1» по шкале Moody's. Напомним, что ранее ЦБ требовал соответствующих рейтингов на уровне «BB» и «Ba2». Досадным является то обстоятельство, что изменения вступят в силу лишь в октябре текущего года. До тех пор ломбардный список остается прежним. Вторым обязательным условием ЦБ было то, что выпуски облигаций таких эмитентов должны торговаться в госсекции. При этом, даже в случае соблюдения эмитентом первых двух условий, ЦБ оставляет за собой выбор: счесть эмитента достойным или не достойным включения в ломбардный список.

В качестве прочих опций ЦБ также рассматривает возможность включения векселей и корпоративных облигаций нерейтингованных эмитентов, а также использование кредитных требований к заемщикам в качестве залога при получении рефинансирования (это означает, что кредитные учреждения смогут привлекать средства в ЦБ под выданные кредиты рейтинговым заемщикам).

Таким образом, ЦБ собирается предпринять беспрецедентные меры по оказанию помощи финансовому сектору, которому, как мы считаем, вскоре предстоит пережить следующий, возможно, более существенный, разрыв ликвидности. В то время как поведение банка, безусловно, вселяет в нас оптимизм, мы не можем не учитывать тот факт, что Банк России, скорее всего, получает как минимум столь же негативные сигналы с внешних рынков, как и та информация, которой располагаем мы, а значит, кредитный и денежный рынок ожидают большие потрясения.

Первичный рынок

Коррекция на рынке привела к тому, что многие эмитенты отложили размещение рублевых и еврооблигаций до лучших времен, в результате в августе было размещено всего 15 корпоративных выпусков объемом 18 млрд руб. Для сравнения: почти такой же объем первичных размещений был зафиксирован нами в августе 2006 г.

Впрочем, август является традиционно неактивным месяцем с точки зрения первичных размещений, однако похоже, что данная тенденция сохранится и в сентябре. В прошлом году за первую половину сентября на первичный рынок вышло 15 выпусков общим объемом 40.3 млрд руб. Всего в сентябре 2006 г. было размещено 30 выпусков корпоративных облигаций общим объемом 72 млрд руб., и маловероятно, что этот рекорд будет побит в текущем году.

Первичный рынок является своеобразной «лакмусовой бумажкой» рублевого долгового рынка. С начала года поток новых выпусков почти не иссякал – с января по сентябрь на рынке было размещено 168 выпусков на сумму более 350 млрд руб., однако как только на рынке началась коррекция, календарь первичных размещений моментально опустел.

Кризис рефинансирования

Существенное ухудшение ситуации с ликвидностью заставило многих участников вновь заговорить о повышенных рисках рефинансирования, с которыми могут столкнуться корпоративные эмитенты, и начать составлять списки этих компаний. На особый счет у инвесторов попали эмитенты третьего (и некоторые – второго) эшелона, выпускам облигаций которых предстоит пройти оферту/погашение до конца этого года.

Мы по-прежнему считаем практику «черных списков» неприемлемой для хрупкого и чувствительного к слухам финансового рынка. Мы не разделяем идею публикации такого списка, предпочитая давать отдельные рекомендации по облигациям тех или иных эмитентов, которых сопровождает определенного рода новостной фон.

Начало конца эры дешевых денег?

На наш взгляд, обсуждаемое участниками не один год окончание эры дешевых денег наступило, и в скором времени заемщикам придется привыкать к новому раскладу на финансовых рынках. Вместо рынка заемщика мы вскоре увидим рынок кредитора, когда компаниям и кредитным организациям придется бороться за то, чтобы привлекательные условия по кредитным договорам достались именно им.

Несмотря на все вышеперечисленные беды, которые переживает рублевый долговой рынок сейчас и через которые ему еще только предстоит пройти, мы считаем, что пока для разговоров о скорых **массовых** дефолтах в третьем эшелоне нет оснований. Вопреки тому что до конца года эмитентам предстоит пройти оферты общим объемом 134 млрд руб., ежемесячно держатели будут предъявлять не более чем 30-40 млрд руб. к погашению. Если при этом первичный рынок все так же будет «буксовать», внутреннему долговому рынку может хватить собственной ликвидности для поддержания ставок на текущих, уже просевших уровнях.

Ключевые индикаторы вторичного рынка облигаций (31.07.07-07.09.07)

Сегмент	07.09.07						Динамика индексов			
	Объем, млрд. руб.	Капитализация	YTM, %	St. dev.	M.dur	St. dev.	Ценовой	Tot. return	HPR, % годовых	change, b.p.
Корпоративные облигации	909.66	907.85	9.54	3.04	1.16	0.93	-1.28	-0.35	-3.35	119
Blue chips	243.42	244.11	7.19	0.81	2.26	1.44	-1.48	-0.75	-7.19	57
2-й эшелон	418.21	417.56	9.31	2.03	1.29	0.84	-1.25	-0.33	-3.16	120
3-й эшелон	248.02	246.18	12.24	3.01	0.76	0.47	-1.12	0.01	0.08	177
Муниципальные облигации	188.20	197.29	6.97	1.20	1.75	1.31	-1.41	-0.48	-4.57	82
Государственные облигации	765.63	778.28	6.19	0.43	4.34	3.29	-1.39	-0.64	-6.19	32

Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Убыток сектора корпоративных облигаций в среднем составил 3.35 % годовых, доходность сектора выросла на 114 б. п. В меньшей степени росту доходности оказались подвержены голубые фишки – эти бумаги имеют наибольшую дюрацию, поэтому цены сегмента упали сильнее других (ценовой индекс потерял 41 б. п.).

Как ни парадоксально, наиболее устойчивыми к коррекции оказались облигации третьего эшелона, ценовое снижение в которых было компенсировано высоким купоном. Индекс полной доходности по третьему эшелону показал рост на 0.1 % против убытков в остальных секторах.

Что особенно любопытно, второй эшелон продолжает демонстрировать высокую корреляцию с рыночными тенденциями. Если сопоставить цифры по сегменту второго эшелона с показателями сектора корпоративных облигаций, то можно отметить, что потери ценового индекса и индекса полной доходности практически идентичны.

Наши рекомендации

Перспективы рублевых облигаций на период в один месяц мы оцениваем довольно негативно, поэтому рекомендуем инвесторам придерживаться защитной стратегии, по возможности избегая вложений в активы с высокой дюрацией, которые, по нашим оценкам, еще не «нащупали дно». Мы считаем оптимальной стратегией вложение в списочные бумаги ММВБ, а также в облигации, включенные в ломбардный список. Первые пользуются повышенным спросом у российских управляющих компаний, которые пока в меньшей степени подвержены риску рефинансирования – массового оттока инвесторов из ПИФов у УК пока не последовало. Ломбардный же список рассматривается многими участниками как панацея от всех бед – бумагу из списка можно заложить в ЦБ под 6-7 %, в то время как доходность довольно широкого круга этих бумаг сейчас превышает 8 %. Расширение списка путем включения в него выпусков менее качественных рейтингованных заемщиков может временно облегчить ситуацию для российских участников, однако в долгосрочной перспективе такой шаг не является решением проблемы.



Источники: ЦБ РФ



Источники: ЦБ РФ

Ключевые индикаторы вторичного рынка облигаций (31.07.07-07.09.07)

Сегмент	07.09.07						Динамика индексов			
	Объем, млрд. руб.	Капитализация	YTM, %	St. dev.	M.dur	St. dev.	Ценовой	Tot. return	HPR, % годовых	change, b.p.
Корпоративные облигации	909.66	907.85	9.54	3.04	1.16	0.93	-1.28	-0.35	-3.35	119
Blue chips	243.42	244.11	7.19	0.81	2.26	1.44	-1.48	-0.75	-7.19	57
2-й эшелон	418.21	417.56	9.31	2.03	1.29	0.84	-1.25	-0.33	-3.16	120
3-й эшелон	248.02	246.18	12.24	3.01	0.76	0.47	-1.12	0.01	0.08	177
Отраслевые индексы										
Нефть и газ	71.12	70.28	9.81	4.00	1.63	1.36	-2.38	-1.53	-14.65	168
Электроэнергетика	101.50	101.27	8.02	0.81	1.83	1.06	-1.60	-0.81	-7.75	84
Связь	58.57	59.55	8.32	2.89	1.18	0.61	-1.20	-0.26	-2.51	106
Металлургия	61.00	60.76	9.66	2.28	1.07	0.60	-0.82	0.08	0.75	87
Машиностроение	85.75	85.86	9.65	2.11	0.91	0.52	-0.90	0.07	0.64	100
Добывающая промышленность	7.25	7.25	9.70	2.21	1.31	0.56	-1.12	-0.16	-1.49	66
Потребительский сектор	53.60	53.48	11.21	2.68	0.82	0.62	-0.85	0.23	2.24	120
Агропромышленный комплекс	21.08	21.00	12.66	4.28	0.77	0.32	-2.33	-1.18	-11.31	318
Транспорт	46.95	47.04	8.71	2.98	1.38	1.11	-1.26	-0.41	-3.98	112
Лесная промышленность и ЦБК	5.20	5.15	12.77	2.53	0.51	0.27	-2.71	-1.62	-15.56	469
Розничный сектор	84.15	83.44	11.50	3.46	1.00	0.89	-0.92	0.14	1.37	159
Строительство, ипотека и недвижимость	83.95	84.32	9.68	3.21	1.55	1.44	-1.38	-0.34	-3.26	108
Химия и нефтехимия	19.60	19.67	9.84	1.89	1.32	0.77	-1.08	-0.09	-0.84	94
Финансовый сектор	199.05	197.90	8.75	2.41	1.02	0.71	-1.21	-0.38	-3.62	111
Лизинг	10.89	10.87	11.99	2.99	0.88	0.46	-0.25	0.89	8.56	91
Муниципальные облигации	188.20	197.29	6.97	1.20	1.75	1.31	-1.41	-0.48	-4.57	82
Москва	69.00	74.14	5.86	1.35	2.46	1.91	-1.66	-0.70	-6.72	124
Облигации др. регионов	119.20	123.15	7.63	0.91	1.66	1.21	-1.25	-0.34	-3.25	52
Государственные облигации										
ГКО/ОФЗ	765.63	778.28	6.19	0.43	4.34	3.29	-1.39	-0.64	-6.19	32

Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

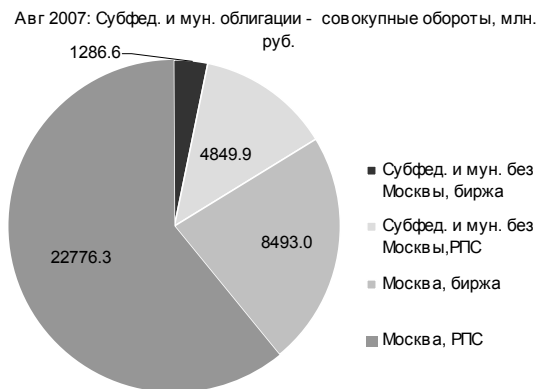
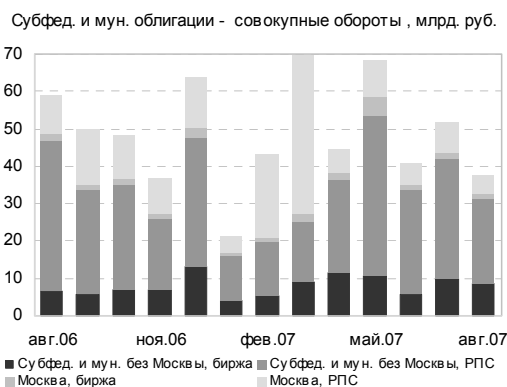
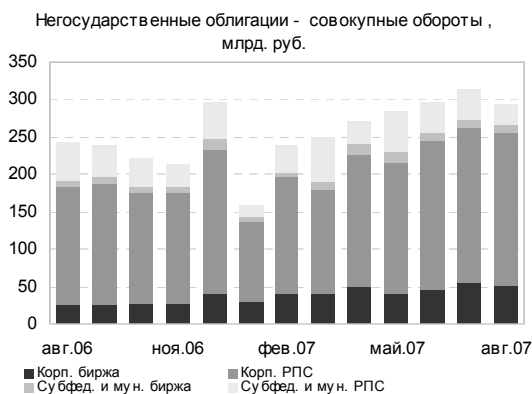
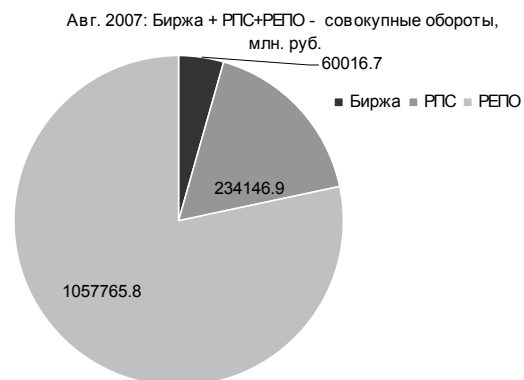
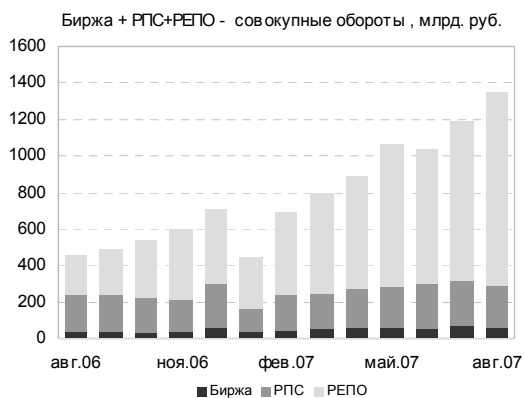
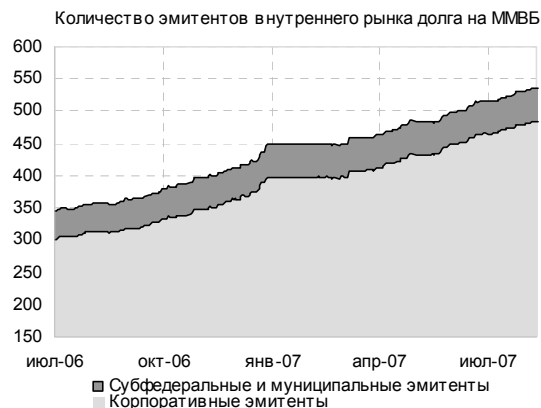
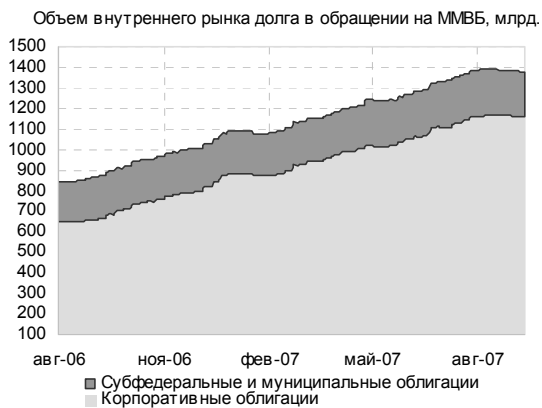
Статистика долгового рынка

Динамика внутреннего долгового рынка. Индексы рублевых облигаций Банка Москвы



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Объемы и обороты внутреннего долгового рынка



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Торговые идеи

Нулевое изменение индекса полной доходности облигаций третьего эшелона выглядит более достойно, чем существенные убытки, понесенные первым-вторым эшелонами и госбумагами. Несмотря на это, корпоративным выпускам сегмента high yield еще предстоит столкнуться с двумя основными проблемами:

- «подешевевшие» облигации эмитентов второго эшелона пользуются повышенным спросом у инвесторов, заставляя их распродавать или предъявлять к оферте бонды менее надежных эмитентов третьего эшелона

- долгосрочная тенденция удорожания стоимости заимствования на кредитных рынках по всему миру представляет особую угрозу для эмитентов третьего эшелона, которым впредь будет гораздо сложнее найти финансирование

Таким образом, мы в очередной раз призываем инвесторов осторожно подходить к выбору облигаций эмитентов третьего эшелона.

Кроме того, если наши оценки верны, то помимо эмитентов с высокой долговой нагрузкой и явных «завсегдаев» сегмента junk-bonds, под особый контроль также попадают эмитенты, рентабельность операций которых невысока. Такие компании уже сейчас с трудом могут оплачивать процентные платежи, которые, по нашему мнению, существенно возрастут по мере удорожания кредитных ресурсов. Таким образом, мы советуем инвесторам отнестись с особой осмотрительностью к эмитентам с низкой маржой.

Мы рекомендуем инвесторам придерживаться защитной стратегии, по возможности избегая вложений в активы с высокой дюрацией, которые, по нашим оценкам, еще не «нащупали дно». Мы считаем оптимальной стратегией вложение в списочные бумаги ММВБ, а также в облигации, включенные в ломбардный список.

Что касается предпочтительных отраслей отдельных торговых идей, то наши top-picks сфокусированы в электроэнергетических бумагах средней дюрации, потребительском сегменте и сегменте розничных операторов.

Рекомендации и торговые идеи

Выпуск	Тек. УТМ / УТР*	Цель УТМ / УТР	Дата рекомендации
ОГК-5	11.80%	защитная	03.09.2007
ХКФ-4	13.00%	12.00%	29.08.2007
Виват	12-13%	защитная	06.06.2007
ТГК-8	8.80%	8.50%	07.08.2007
Дикси	10.30%	10.00%	23.08.2007
Инком-Лада-1	12.50%	защитная	31.08.2007
Единая Европа	11.11%	защитная	30.07.2007
НПО Сатурн-1, НПО Сатурн-2, НПО Сатурн-3	10.5-11.0%	защитная	15.08.2007
УМПО-2	10.50%	защитная	16.08.2007
Синергия-1	~12	защитная	28.08.2007

Источник: Reuters, оценки Банка Москвы

Электроэнергетика: ОГК-5 вновь интересна

В прошлом месяце ФАС разрешила итальянскому концерну Enel приобрести 100 % акций ОГК-5 (ВаЗ), теперь дело за решением на государственном уровне. Однако дело не только в сделке, рейтинг энергокомпании соответствует новым критериям ЦБ для включения в ломбардный список, поэтому существует вероятность того, что бумага может в скором будущем использоваться для кредитования в ЦБ, что повышает ценность этого актива для его держателей.

Ритейлеры с высокой текущей доходностью

- Единая Европа (11 %, дюрация – 1 год),
- Кора (12-14 %, дюрация – 0.42 года),
- Виват (12-13 %, дюрация – 1 год),
- Дикси (~11 %, дюрация – 2.8 года)
- Инком-Лада-1 (>12.5 % на срок в 2 с небольшим месяца)

Дикси: хорошие результаты по итогам 1-го полугодия 2007 г.

Особенно высоко мы оцениваем выпуск облигаций компании Дикси, которая опубликовала достаточно сильные показатели по итогам 1-го полугодия 2007 г.:

- с начала года показатель Долг/ЕБИТДА снизился с 5.4X до 2.2, что обусловлено сразу двумя причинами: сокращением долга и ростом эффективности Дикси;
- с помощью средств, привлеченных в ходе IPO в мае текущего года, компания нарастила собственный капитал, а также погасила солидную часть короткого долга;

- выросла эффективность операций компании – за год валовая рентабельность увеличилась с 19.4 до 23.1 %, рентабельность EBITDA – с 4 до 5 %.

За год количество магазинов компании увеличилось на 106 и сейчас составляет 347, при этом торговая площадь с 1-го полугодия 2006 г. выросла на 45 % и насчитывает 134 тыс. кв. м.

Позитивным сигналом для держателей облигаций также можно считать отказ от размещения второго выпуска облигаций объемом 4 млрд руб. (~\$ 150 млн) в пользу банковских кредитов объемом 1.5 млрд руб. (~\$ 60 млн). Предположив, что годовая EBITDA составит \$ 65 млн, и прибавив размер новых кредитов Дикси, получаем Долг/EBITDA порядка 3X на конец 2007 г. В случае, если часть привлеченных средств пойдет на рефинансирование текущей задолженности, значение показателя может быть меньшим.

Помимо улучшившихся кредитных характеристик и динамичного развития бизнеса компании стоит также отметить большой шаг Дикси в сторону повышения финансовой и информационной прозрачности. Компания регулярно информирует инвесторов о своих планах и раскрывает финансовые данные в достаточно приличном объеме.

Фаворит потребительского сектора – Синергия с доходностью выше 12 %

Мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на облигации Синергии. Компания планирует провести IPO этой осенью и разместить 19 % своих акций. Планы компании, однако, основываются на предположении, что ситуация на финансовых рынках до тех пор стабилизируется, в противном случае компания готова отложить IPO до лучших времен.

Синергия заявляла о готовящемся IPO еще накануне размещения второго выпуска облигаций в июле текущего года. Выпуск облигаций был размещен агрессивно – ставка купона была установлена в размере 10.7 %, доходность к оферте через полтора года составила 10.99 % (для сравнения: по прогнозам организатора доходность должна была составить 11.3-11.6 %). По всей видимости, многие инвесторы покупали бумагу под планируемое IPO, полагая, что позитивный информационный фон поддержит котировки бумаги на вторичном рынке. Второй выпуск на ММВБ пока так и не вышел, а первому выпуску компании пришлось несладко: бумага упала ниже номинала, а доходность Синергия-1 ушла выше 12 %.

Мы рекомендуем покупать облигации первого выпуска с доходностью 12 % и выше и считаем бумагу отличным вложением на период кризиса – у нас почти нет сомнений, что компании удастся пройти оферту; к тому же, инвесторы могут рассчитывать на повышение ставки купона, если обстановка на рублевом долговом рынке будет оставаться напряженной.

В то же время, если IPO все же состоится до конца 2007 г., Синергия может получить до \$ 80-90 млн – этой суммы с излишком хватит для погашения первого займа и дальнейшего развития компании. Мы также советуем пытаться выкупить облигации второй серии на форвардном рынке по цене ниже номинала.

Профиль эмитента

- Производитель № 4 водочной продукции по итогам 2006 г. (\$ 5 млн)
- Доля рынка – 4-5 %
- Основные брэнды: Белуга, Русский лед и Беленькая
- Аудированная (Бейкер Тили Аудит) отчетность по МСФО за 2005-2006 гг.
- Выручка – \$ 265 млн в 2006 г., EBITDA – \$ 33.6 млн

Модельный портфель

В нашей стратегии мы традиционно отслеживаем динамику сформированного нами модельного портфеля. С начала по конец августа наш портфель принес убыток 0,70% (убыток за период владения, учитывающий купонные платежи и изменение цены составил 8,42% годовых) по сравнению со снижением сектора корпоративных облигаций в среднем на 0,11% (-1,26% годовых).

Наш портфель показал динамику хуже рынка, однако мы ожидаем, что со временем выбранные нами активы покажут динамику «лучше рынка» и текущий, более глубокий чем в целом по рынку, убыток нашего портфеля будет компенсирован полученной прибылью в будущем.

Наиболее выигрышными позициями за этот период стали облигации Виктория (HPR – 16,33% годовых), ВТК-1 (HPR – 17,28% годовых) и Евросеть (HPR - 12,49% годовых).

Рекомендованные к покупке выпуски облигаций

Выпуск	Объем выпуска, млн. руб.	Купон,%	Погашение	Оферта	Цена (Last) 31.08.07	Цена (Last) 31.07.07	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	99.49	101.10	-0.82	-9.93	8.97	9.41	89	1.84	7.84%
ВикторияФ2	1500	10.89	16.02.10	-	103.25	102.75	1.32	16.33	10.55	9.60	-27	2.23	3.96%
ВостСервФ1	1500	10.99	10.09.09	13.03.08	98.11	99.45	-0.39	-4.81	11.20	15.32	308	0.51	3.87%
ВТК 1	1000	12.50	18.12.09	21.12.07	100.00	99.60	1.45	17.28	12.50	12.21	-119	0.31	2.58%
Евросеть-2	3000	10.25	02.06.09	04.12.07	97.15	96.00	2.07	24.78	10.55	21.29	-109	0.26	7.75%
ИнкомЛада2	1400	12.00	12.02.10	15.02.08	100.00	101.00	0.02	0.22	12.00	12.54	207	0.45	3.63%
ИнтеграФ-1	2000	10.50	20.03.09	-	101.52	102.50	-0.08	-1.01	10.34	9.64	63	1.41	5.30%
Карус.Ф 01	3000	9.75	12.09.13	18.09.08	100.05	101.95	-1.02	-12.38	9.75	9.92	186	0.98	7.91%
Миракс 02	3000	10.99	17.09.09	-	102.00	104.15	-1.13	-13.75	10.77	10.13	113	1.81	8.10%
МОИТК-01	2100	9.00	26.09.09	-	98.70	100.00	-0.52	-6.31	9.12	10.26	107	1.30	5.45%
ЦУН 02 обл	1500	11.19	20.01.10	23.07.08	99.40	101.50	-1.13	-13.34	11.26	12.09	245	0.87	7.97%
САНОС-02об	3000	10.00	10.11.09	-	103.00	105.35	-1.40	-16.77	9.71	8.64	111	1.98	8.18%
СОКАвто 01	1100	12.00	24.04.08	-	99.50	100.96	-0.42	-5.14	12.06	13.17	234	0.62	2.87%
ТГК-1 01	4000	7.75	11.03.14	16.03.10	98.70	100.75	-1.34	-16.27	7.85	8.50	94	2.28	10.36%
Терна-Ф 02	1500	12.60	04.11.11	09.11.07	99.30	100.35	0.02	0.24	12.69	15.75	476	0.19	3.86%
ТехИнвст-1	2000	10.00	26.05.11	29.05.08	99.00	99.75	0.10	1.17	10.10	11.71	116	0.72	5.15%
УралВагЗФ	2000	9.40	30.09.08	-	100.83	101.40	0.22	2.65	9.32	8.75	49	1.02	5.23%

100.00%

Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Эффективность портфеля облигаций

HPR портфеля, %	-0.37
HPR сектора, %	-0.11
Доходность портфеля за период, % год.	-4.49
Доходность сектора за период, % год.	-1.26
Снижение доходности портфеля	119
УТМ портфеля тек., %	11.40

Источники: расчеты Банка Москвы

В этой стратегии мы корректируем наш модельный портфель в соответствии с торговыми идеями, представленными ранее, добавляем выпуски Дикси и ОГК-5 и удаляем выпуски САНОС-2 и ТГК-1.

Российская статистика

Прогнозы Банка Москвы на 2007-08 гг.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ	2005	2006	Янв-авг 2007	2007 П	2008 П
РЫНОК НЕФТИ					
Urals, \$ / баррель					
среднегодовой	50.2	60.9	62.7	61.5	60.0
на конец года	54.4	55.1	70.7	61.5	60.0
ЦВЕТНЫЕ И ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ (LME)					
Золото, \$ / унция					
среднегодовой	445	605		680	640
на конец года	517	637		710	630
Никель, \$ / тонна					
среднегодовой	14 788	24 160		32 200	25 150
на конец года	13 372	34 025		27 500	24 000
Медь, \$ / тонна					
среднегодовой	3 680	6 736		6 100	4 900
на конец года	4 542	6 308		5 600	4 750
ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК					
Евро / доллар					
среднегодовой	1.24	1.26	1.34	1.34	1.38
на конец года	1.18	1.32	1.36	1.38	1.40
Доллар / рубль					
среднегодовой	28.31	27.14	25.94	25.85	25.15
на конец года	28.78	26.33	25.65	25.35	24.90
Евро / рубль					
среднегодовой	35.16	34.11	34.75	34.75	34.80
на конец года	34.19	34.70	35.01	34.90	34.79
Бивалютная корзина (\$-0,55; €-0,45)					
среднегодовой	31.39	30.28	29.90	29.86	29.49
на конец года	31.21	30.10	29.86	29.65	29.35
ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ					
FED Funds rate	4.25	5.25	5.25	5.00	4.50
UST-10					
среднегодовой, % годовых	4.28	4.79	4.78	4.70	-
на конец года, % годовых	4.40	4.70	4.55	5.00	-
Еврооблигации (Россия-30)					
среднегодовой, % годовых	5.89	5.93	5.85	5.70	-
на конец года, % годовых	5.55	5.66	5.93	5.80	-
спрэд к UST-10, б.п.	115	96	138	80	-
Портфель ГКО / ОФЗ					
среднегодовой, % годовых	7.68	6.80	6.58	6.60	-
на конец года, % годовых	6.78	6.57	6.61	6.50	-
Ставка рефинансирования, % годовых	12.0	11.0	10.0	10.0	-
РЫНОК АКЦИЙ					
Индекс РТС на конец года	1 126	1 922	1 920	2 350	-
Изменение за год, %	83.3	70.7	-0.1	22.3	-

Прогнозы Банка Москвы на 2007-08 гг

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР	2005	2006	Янв-июл 2007	2007 П	2008 П
ВВП					
реальный, %	6.4	6.7	7.9	7.5	6.7
номинальный, млрд. рублей	21 620	26 781	16 543	31 900	36 200
% год к году	26.8	23.9	14.5	19.1	13.5
номинальный, \$ млрд.	764	987	637	1 234	1 439
на душу населения, \$ тыс.	5.3	6.9	4.5	8.7	10.2
Расходы домохозяйств					
реальные, % год к году	12.8	11.2	11.9*	12.5	12.0
номинальные, млрд. рублей	10 629	12 911	3 333	15 500	18 450
в % к ВВП	49.2	48.2	50.8	48.8	51.3
Промышленность, %					
промышленное производство	4.0	3.9	7.7	6.8	4.4
обрабатывающая промышленность	5.7	4.4	12.2	10.0	5.0
добыча полезных ископаемых	1.3	2.3	2.7	2.6	2.2
производство электроэнергии, воды и газа	1.2	4.2	-3.1	-1.0	2.5
Добыча нефти					
% год к году	2.5	2.2	3.0	2.4	2.3
млн. тонн	470	480	285	492	504
млн. баррелей в сутки	9.44	9.65	9.86	9.88	10.08
Добыча газа					
% год к году	1.1	2.4	-0.1	0.6	2.3
млрд. кубометров	641	656	383	660	675
млн. б.н.э. в сутки	10.33	10.58	10.62	10.64	10.88
Инвестиции в основной капитал					
% год к году	10.9	13.7	22.7	20.0	14.0
млрд. рублей	3 611	4 580	2 797	5 860	6 800
в % к ВВП	16.7	17.1	16.9	18.4	18.8
Розничная торговля					
% год к году	12.8	13.9	14.2	14.0	13.5
млрд. рублей	7 038	8 690	5 631	10 520	12 200
в % к ВВП	32.6	32.4	34.0	33.0	33.7
Строительство					
объем строительных работ					
% год к году	10.5	15.7	25.4	22.0	15.0
млрд. рублей	1 712	2 247	1 499	3 250	3 705
в % к ВВП	7.9	8.4	9.1	10.2	10.2
жилищное строительство					
новых квартир, тыс. штук	515	605	265	700	785
млн. м2 жилой площади	43.6	50.6	24.3	63.2	69.2
% год к году	6.1	16.1	35.9	25.0	15.0
Сельское хозяйство					
% год к году	2.4	2.8	2.7	1.0	1.5

* - данные по расходам домохозяйств в 2007 году приведены за 1-ый квартал

Прогнозы Банка Москвы на 2007-08 гг

УРОВЕНЬ ЖИЗНИ НАСЕЛЕНИЯ	2005	2006 П	Янв-июл 2007	2007 П	2008 П
Реальные располагаемые доходы населения					
% год к году	11.1	10.2	11.9	12.8	11.5
Номинальная заработная плата					
среднегодовая, руб. в месяц	8 555	10 634	12 602	13 515	16 550
% год к году	26.9	24.3	26.7	27.1	22.5
среднегодовая, \$ в месяц	302	392	483	523	658
% год к году	29.2	29.7	32.6	33.4	25.9
Реальная заработная плата					
% год к году	12.6	13.3	17.1	16.5	14.5
Рынок труда					
численность постоянного населения, млн. чел.	142.7	142.2	142.0	141.7	141.3
изменение за год, тыс. человек	-736	-561	-190	-500	-450
численность эк. активного населения, млн. чел.	73.8	74.3	75.2	74.0	73.5
число безработных на конец года, млн. чел.	5.7	5.1	4.4	4.9	4.7
норма безработицы на конец года, %	7.7	6.9	5.8	6.6	6.4

ДЕНЕЖНАЯ СФЕРА	2005	2006 П	Янв-июл 2007	2007 П	2008 П
Денежная масса (M2)					
% год к году	38.5	48.8	51.1	49.5	34.9
на конец года, млрд. рублей	6 045	8 996	10 924	13 450	18 150
в % к ВВП	28.0	33.6	-	42.2	50.1
в т.ч. наличные деньги					
% год к году	30.9	38.6	34.8	36.4	26.8
млрд. рублей	2 009	2 785	3 087	3 800	4 820
доля в M2	33.2	31.0	28.3	28.3	26.6
в % к ВВП	9.3	10.4	-	11.9	13.3
Инфляция					
Индекс потребительских цен, % год к году	10.9	9.0	8.7	8.8	7.0
Индекс цен производителей, % год к году	13.4	10.4	11.7	14.0	8.5
Золотовалютные резервы					
Прирост с начала года, \$ млрд.	57.7	121.5	112.4	151.0	60.0
На конец года, \$ млрд.	182.2	303.7	416.2	454.7	514.7
в % к ВВП	23.9	30.8	-	36.8	35.8

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР	2005	2006	1.07.2007	2007 П	2008 П
Активы, млрд. рублей	9 750	14 046	17 202	20 600	27 250
% год к году	36.6	44.1	50.0	46.7	32.3
в % к ВВП	45.1	52.4	-	64.6	75.3
Собственный капитал, млрд. рублей	1 242	1 693	2 334	2 720	3 550
% год к году	31.2	36.3	66.6	60.7	30.5
в % к ВВП	5.7	6.3	-	8.5	9.8
в % к активам	12.7	12.1	13.6	13.2	13.0
Депозиты населения, млрд. рублей	2 755	3 793	4 348	5 200	6 950
% год к году	39.3	37.7	39.1	37.1	33.7
в % к ВВП	12.7	14.2	-	16.3	19.2
в % к пассивам	28.3	27.0	25.3	25.2	25.5
Кредиты населению, млрд. рублей	1 179	2 065	2 559	3 420	5 150
% год к году	90.6	75.1	68.1	65.6	50.6
в % к ВВП	5.5	7.7	-	10.7	14.2
в % к активам	12.1	14.7	14.9	16.6	18.9
Прибыль, млрд. рублей	262	372	221	460	620
% год к году	47.3	41.8	23.5	23.8	34.8
ROAA	3.1	3.1	2.8	2.7	2.6
ROAE	24.0	25.3	21.8	20.8	19.8

Прогнозы Банка Москвы на 2007-08 гг

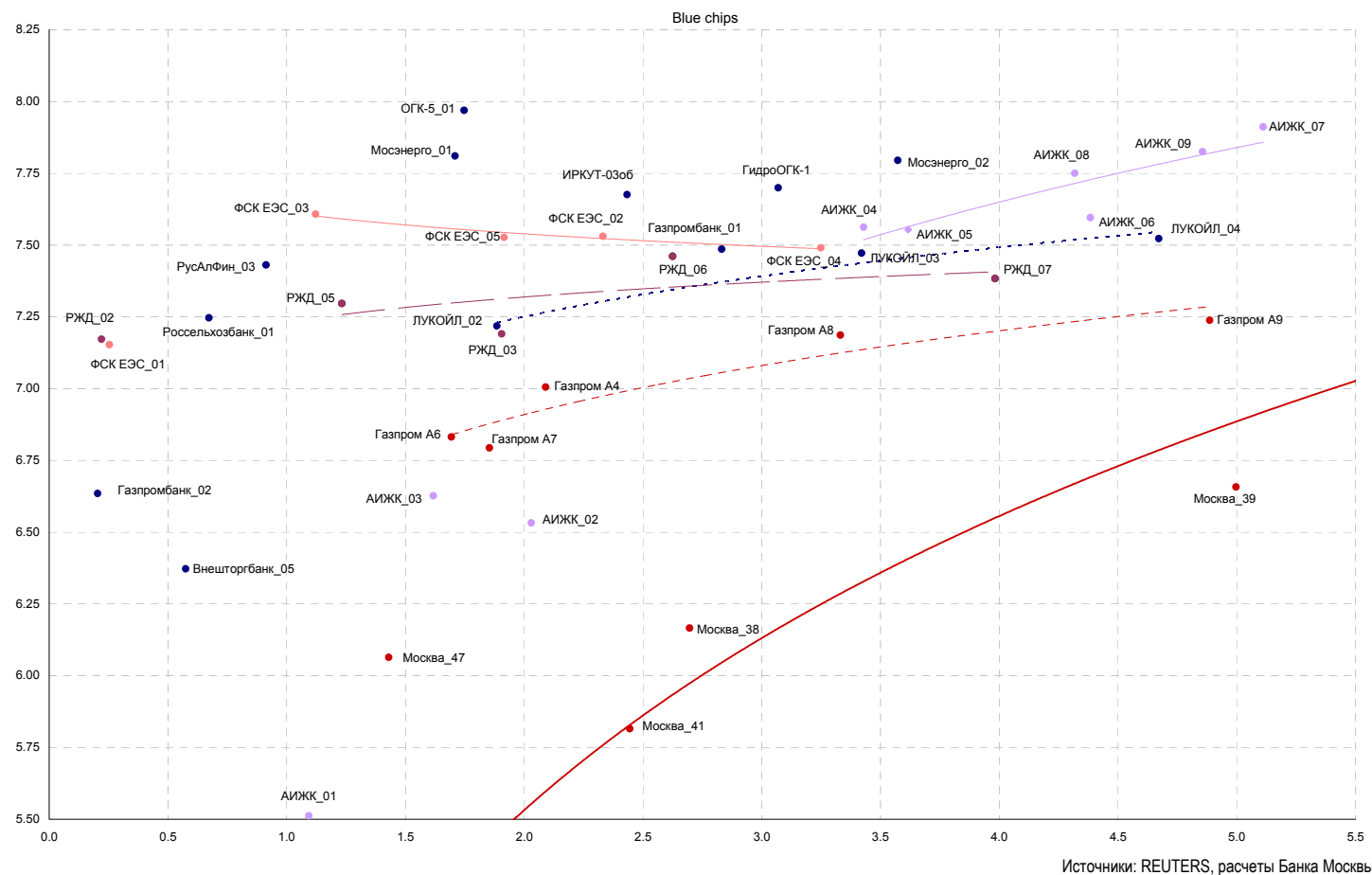
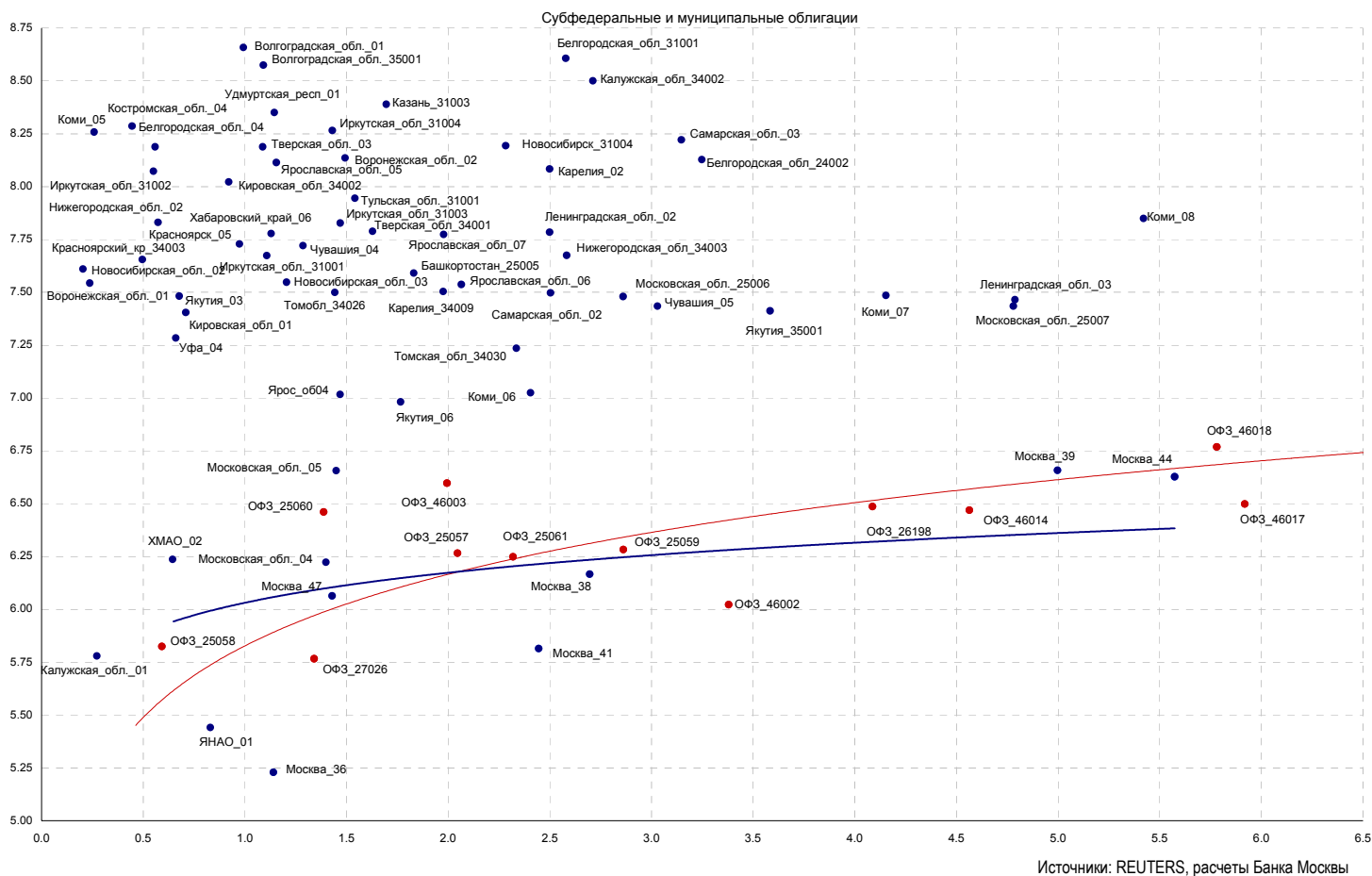
ФЕДЕРАЛЬНЫЙ БЮДЖЕТ	2005	2006 П	Янв-июл 2007	2007 П	2008 П
Доходы, млрд. рублей	5 121	6 276	3 873	7 150	6 880
в % к ВВП	23.7	23.4	23.4	22.4	19.0
Расходы, млрд. рублей	3 504	4 281	2 640	5 611	6 570
в % к ВВП	16.2	16.0	16.0	17.6	18.1
Профицит, млрд. рублей	1 617	1 995	1 233	1 539	310
в % к ВВП	7.5	7.4	7.5	4.8	0.9
Стабилизационный фонд					
млрд. рублей	1 237	2 347	3 264	3 900	-
\$ млрд.	43.0	89.1	127.5	153.8	-
в % к ВВП	5.7	8.8	-	12.2	-

ПЛАТЁЖНЫЙ БАЛАНС	2005	2006 П	Янв-июн 2007	2007 П	2008 П
Счёт текущих операций, \$ млрд.	83.8	94.5	37.7	79.0	15.0
в % к ВВП	11.0	9.6	7.1	6.4	1.0
Экспорт товаров, \$ млрд.	243.8	303.9	157.2	330.0	333.0
в % год к году	33.1	24.7	9.3	8.6	0.9
в % к ВВП	31.9	30.8	45.9	26.7	23.1
в т.ч. экспорт углеводородов	148.9	190.8	93.7	188.0	186.0
в % к ВВП	19.5	19.3	17.6	15.2	12.9
в % к общему объёму экспорта	61.1	62.8	59.6	57.0	55.9
Импорт товаров, \$ млрд.	125.4	164.7	95.5	221.0	286.0
в % год к году	28.8	31.3	36.8	34.2	29.4
в % к ВВП	16.4	16.7	27.9	17.9	19.9
Торговое сальдо, \$ млрд.	118.4	139.2	61.7	109.0	47.0
в % год к году	37.9	17.6	-16.7	-21.7	-56.9
в % к ВВП	15.5	14.1	18.0	8.8	3.3
Прямые иностранные инвестиции, \$ млрд.	12.8	28.7	24.6	35.0	40.0
в % к ВВП	1.7	2.9	4.6	2.8	2.8
Чистый вывоз капитала частным сектором, \$ млрд.	0.7	41.7	67.1	75.0	40.0
в % к ВВП	0.1	4.2	12.6	6.1	2.8

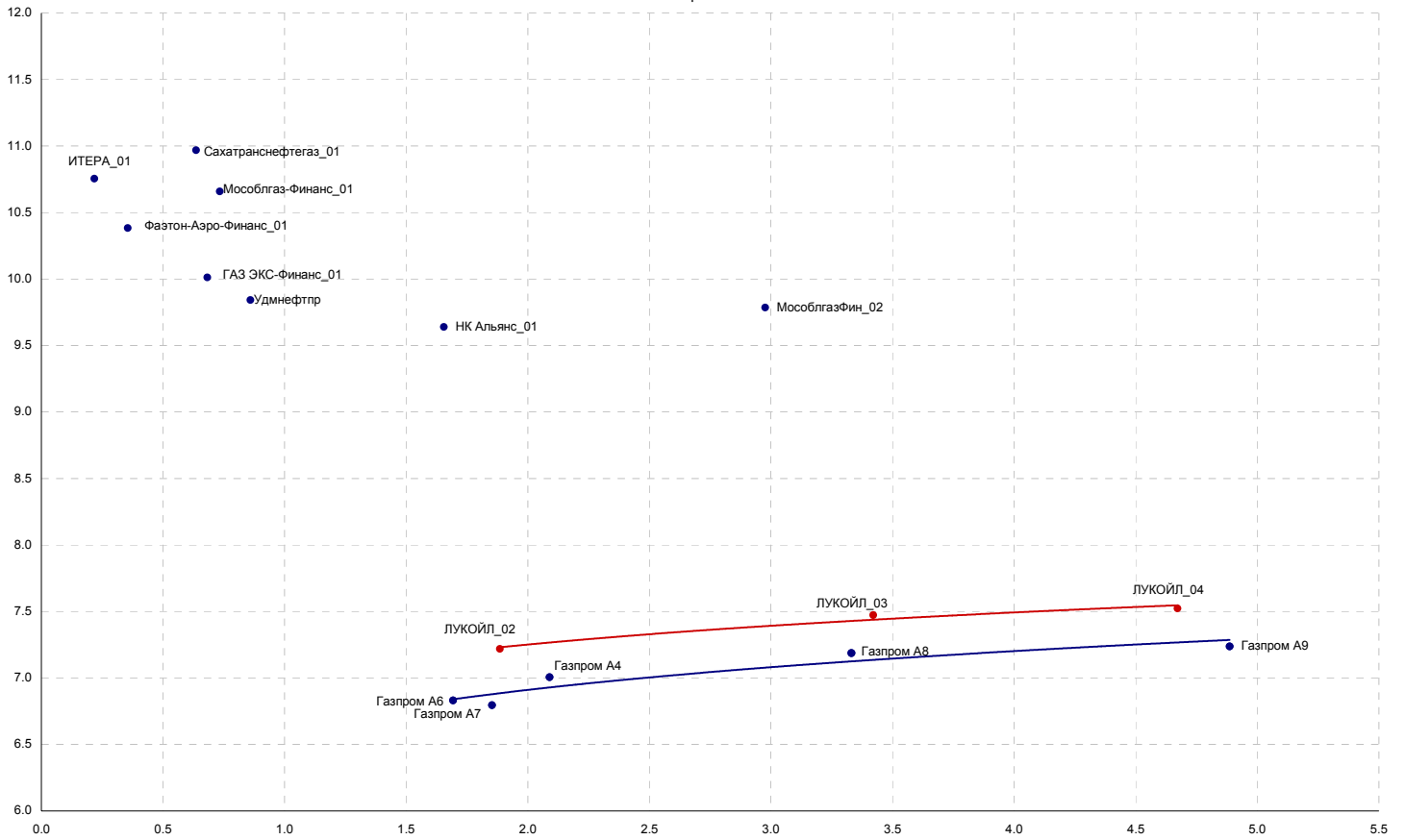
ВНЕШНИЙ ДОЛГ	2005	2006	1.04.2007	2007 П	2008 П
ВСЕГО	257	310	339	400	482
в % к ВВП	33.7	31.4	-	32.4	33.5
Правительство и ЦБ	82	49	44	45	42
в % к ВВП	10.8	4.9	-	3.6	2.9
в % ко всему внешнему долгу	31.9	15.7	13.1	11.3	8.7
Нефинансовые предприятия	125	160	185	200	250
в % к ВВП	16.4	16.2	-	16.2	17.4
в % ко всему внешнему долгу	48.6	51.6	54.4	50.0	51.9
Банки	50	101	110	155	190
в % к ВВП	6.6	10.3	-	12.6	13.2
в % ко всему внешнему долгу	19.5	32.7	32.5	38.8	39.4

Источники: Росстат, ЦБ РФ, Минфин, МЭРТ, REUTERS, оценки Банка Москвы

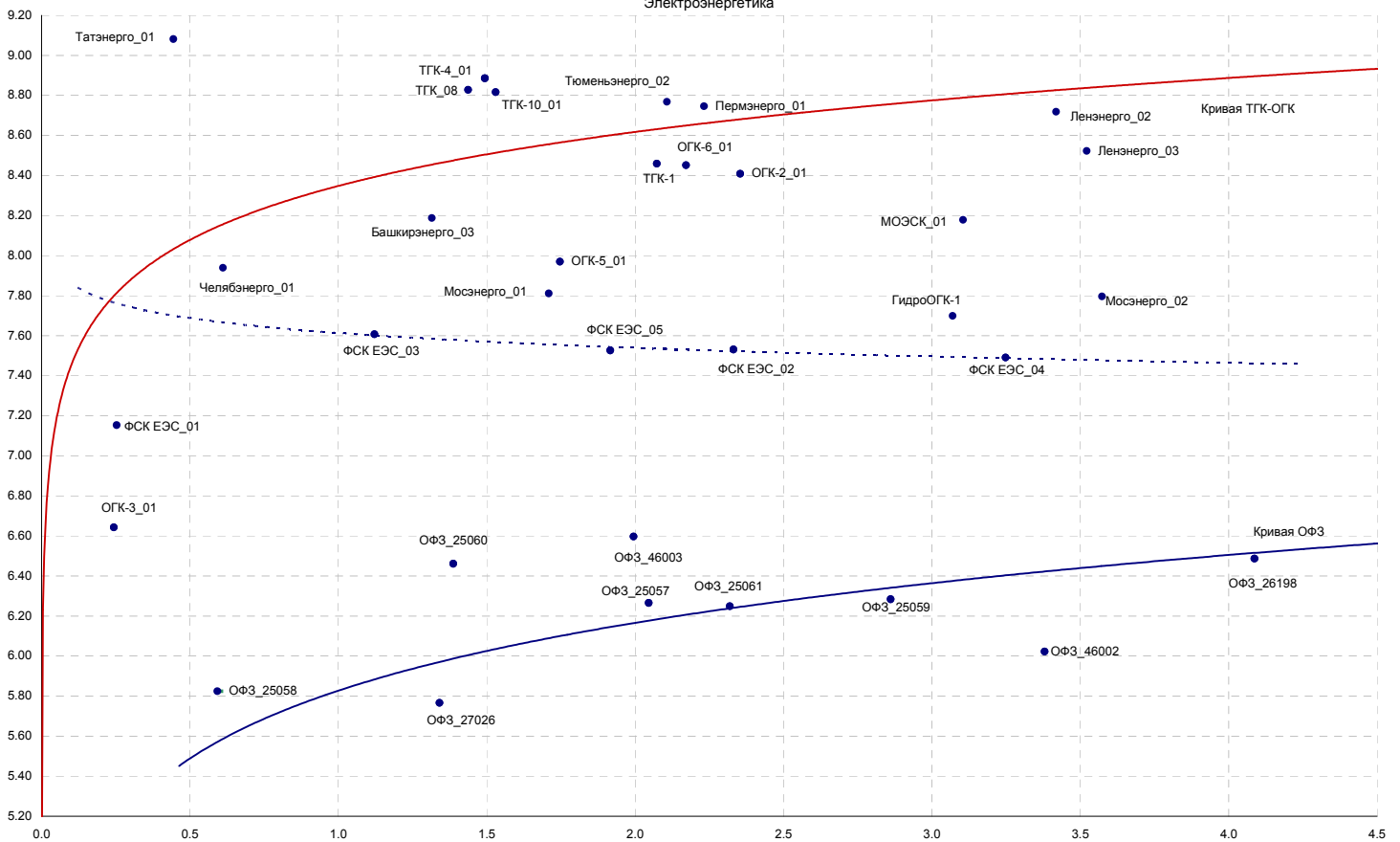
Кривые доходностей



Нефть и газ

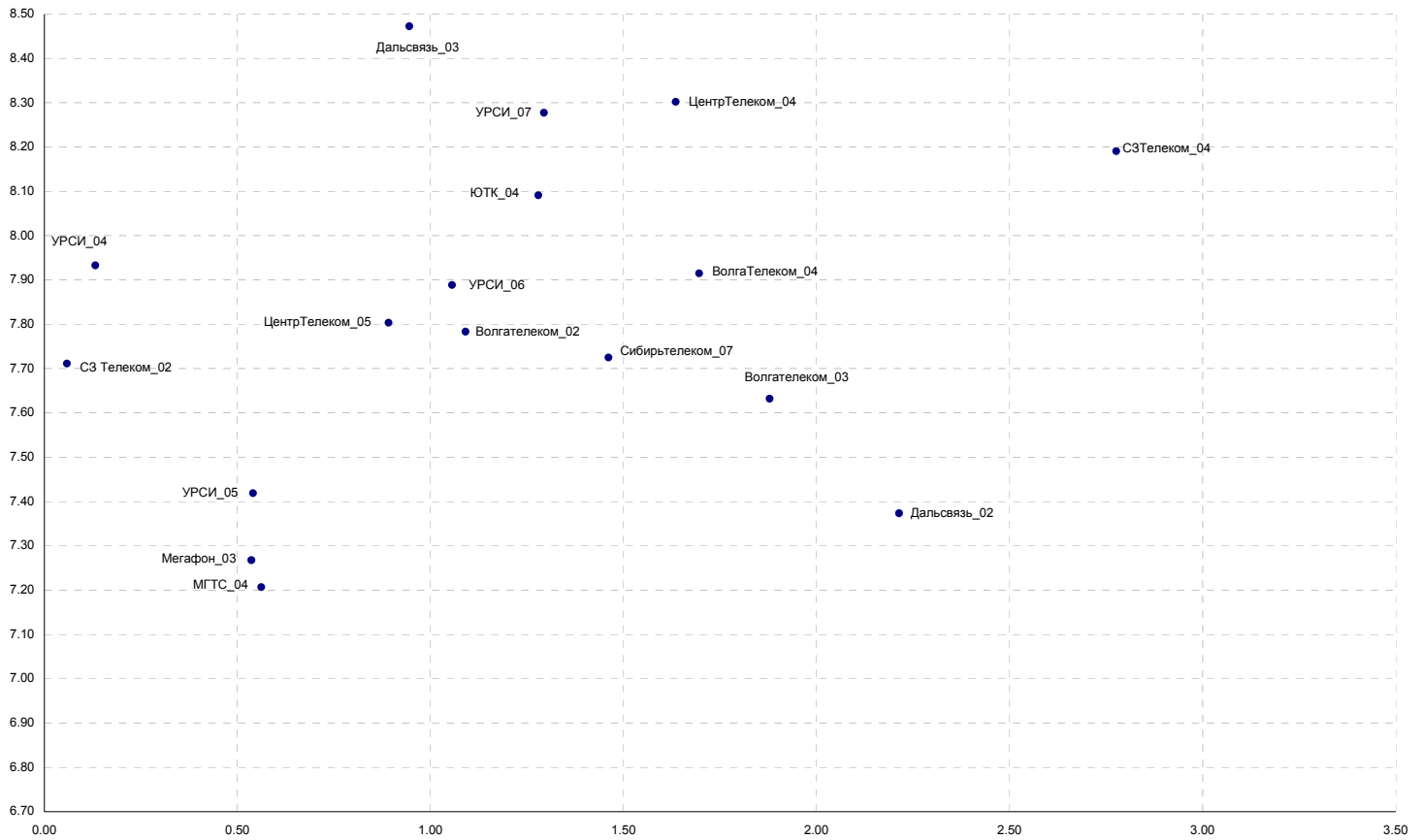


Электроэнергетика



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Телекоммуникации

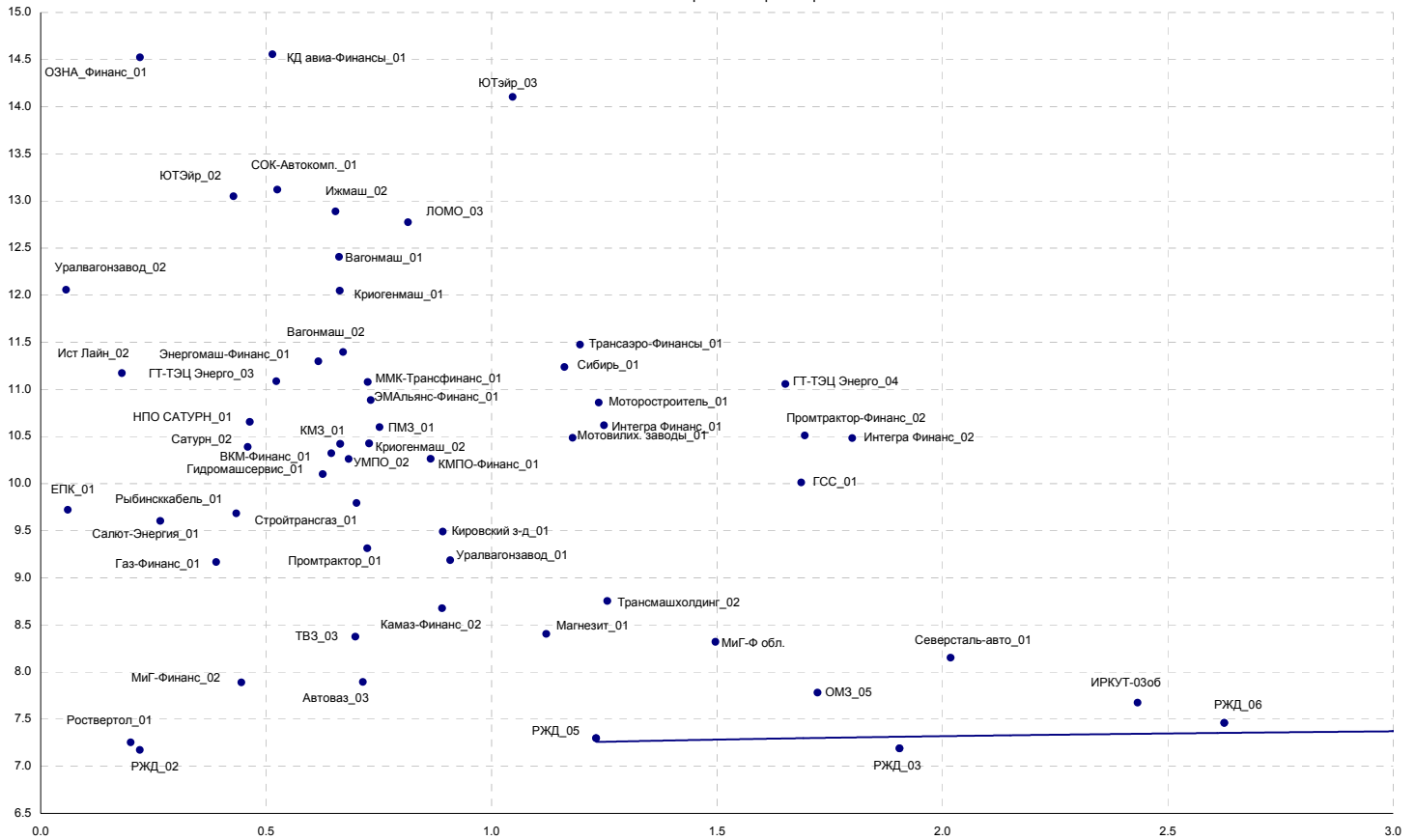


Металлургия и горно-рудный сектор

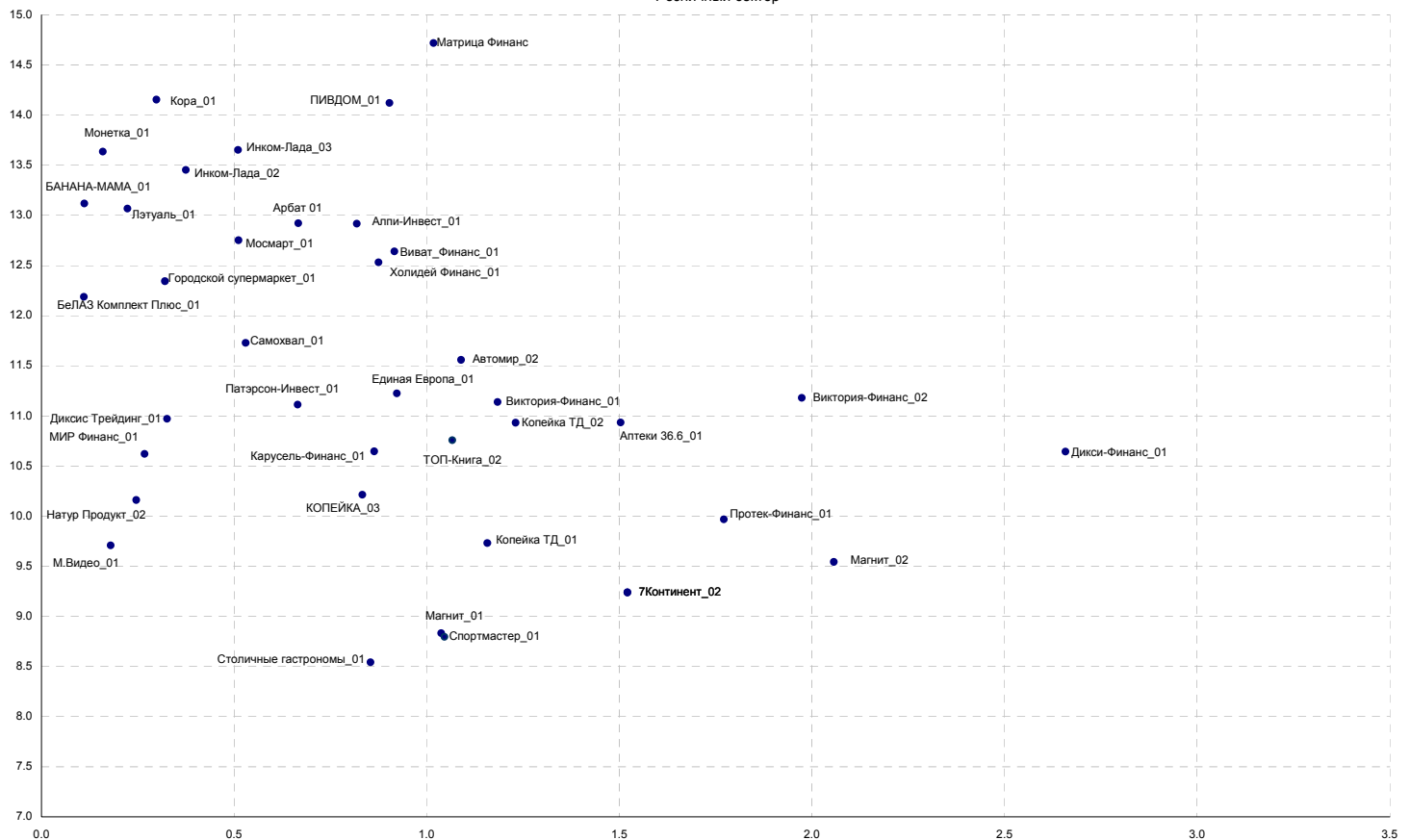


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Машиностроение и транспорт

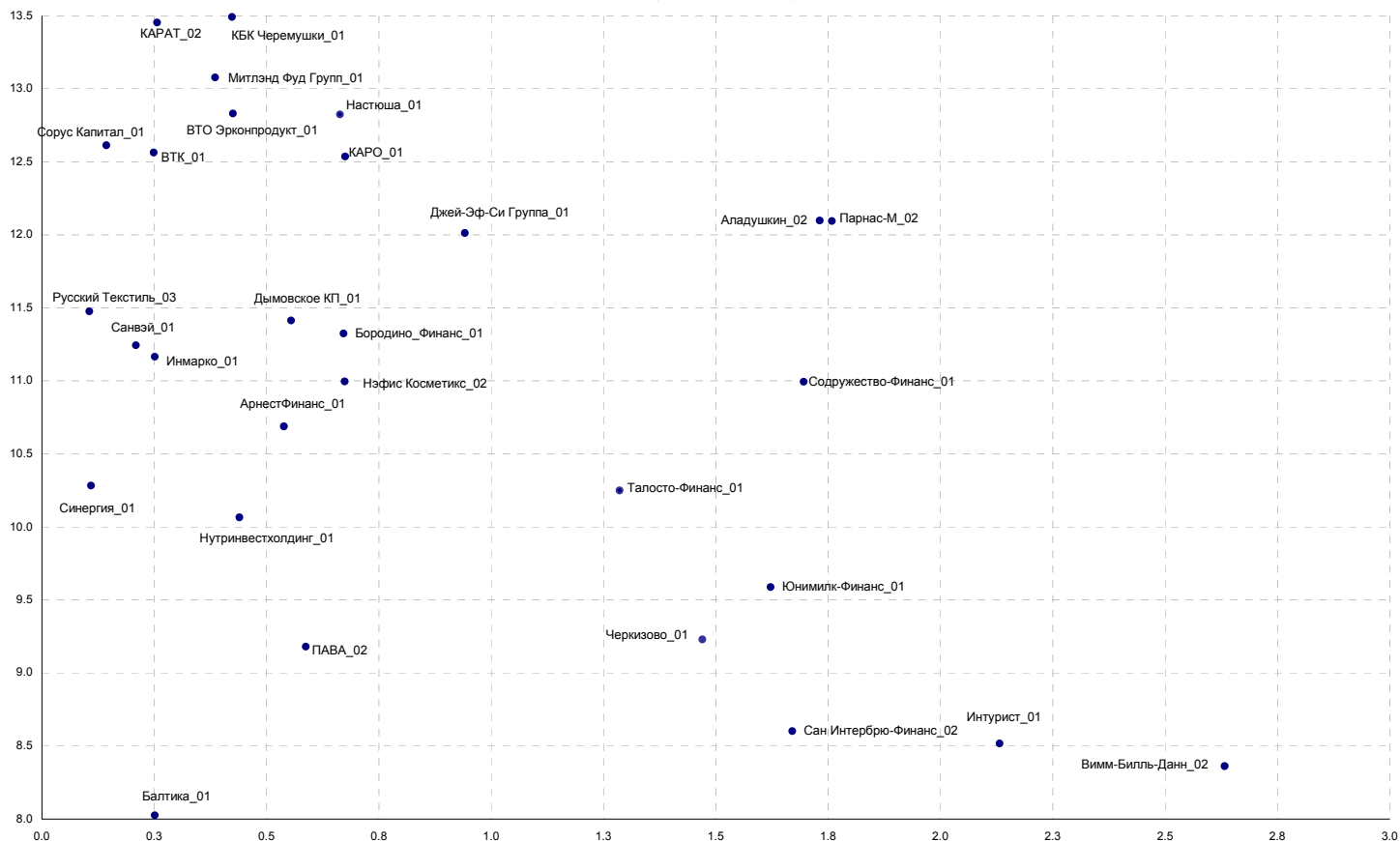


Розничный сектор

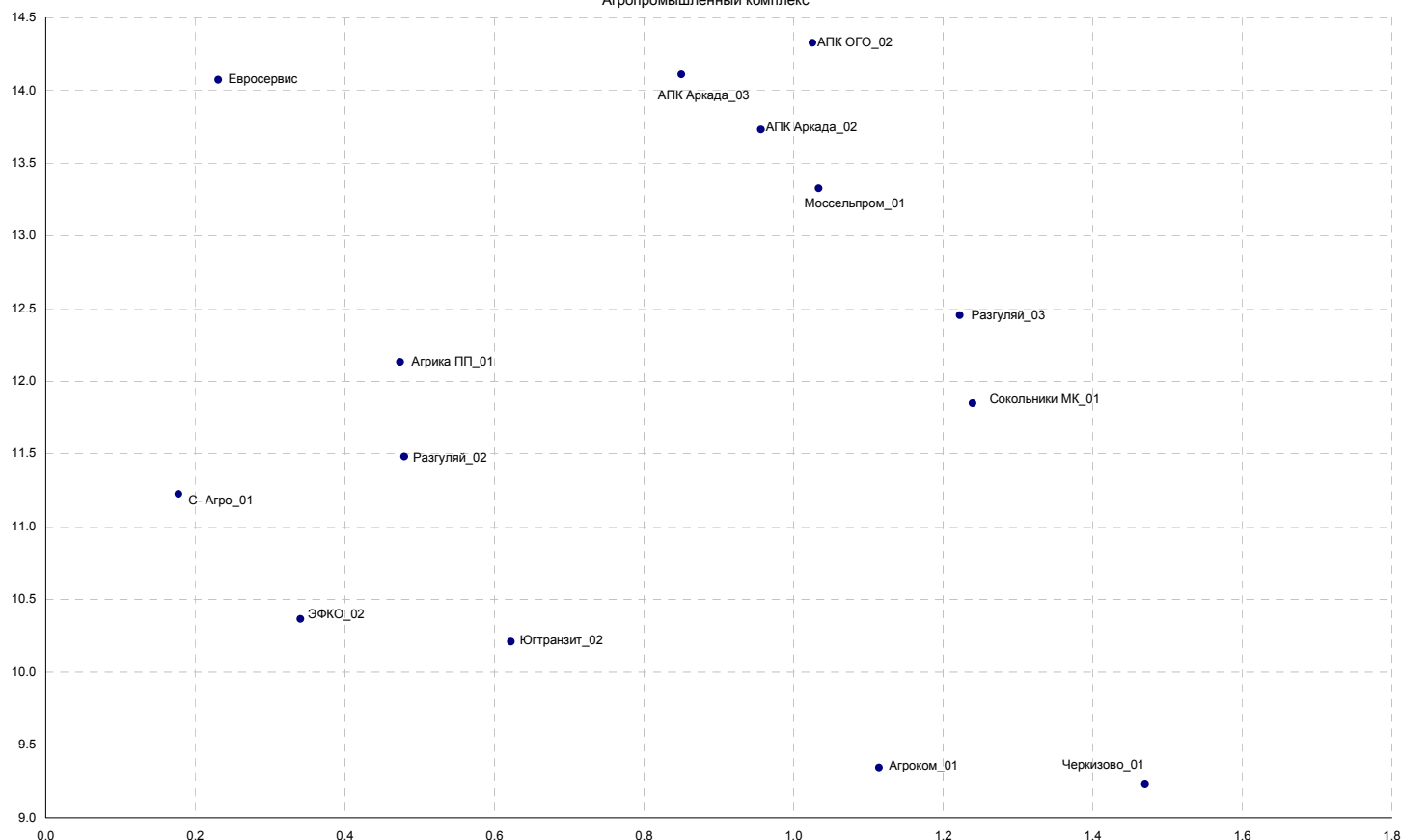


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Потребительский сектор



Агропромышленный комплекс

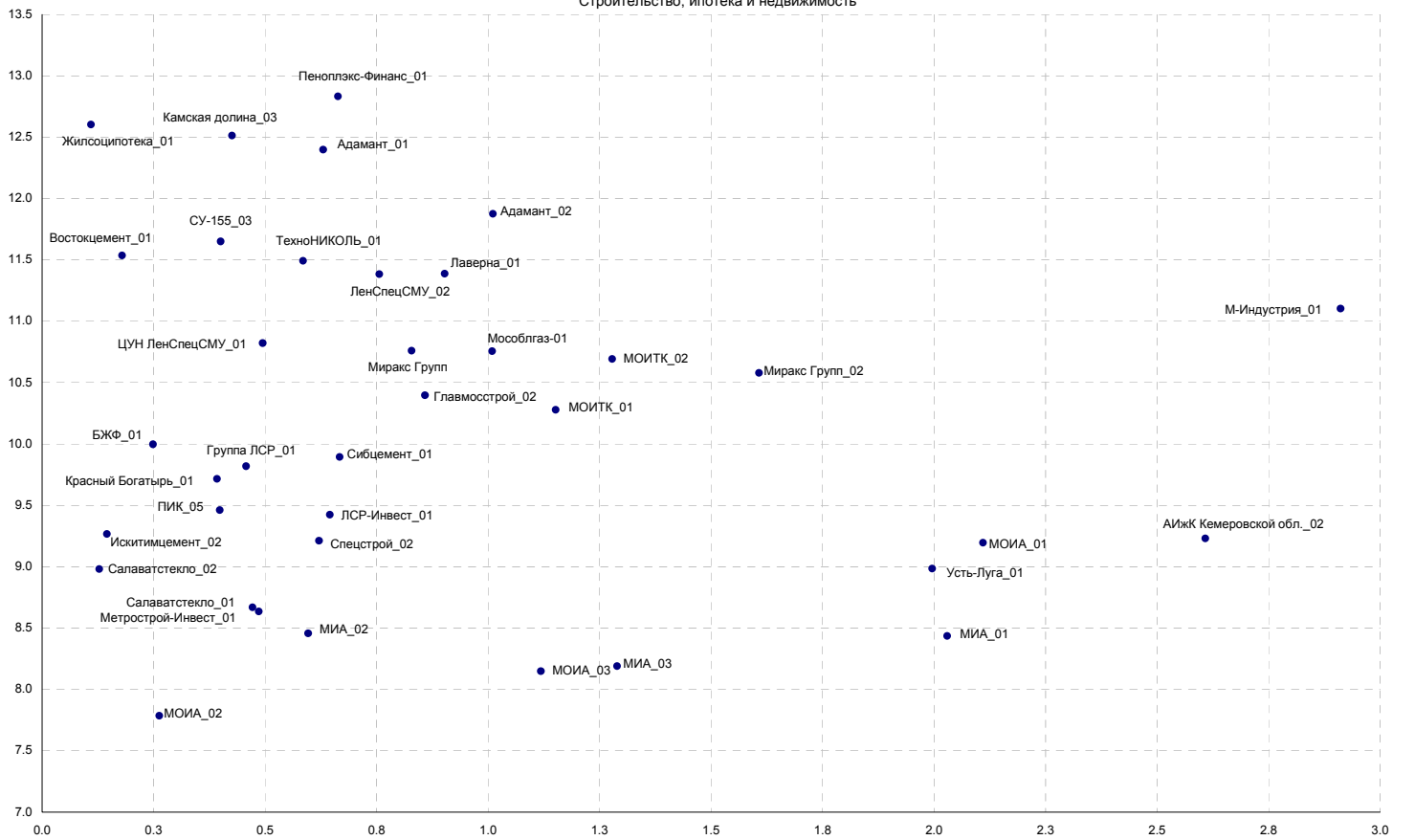


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

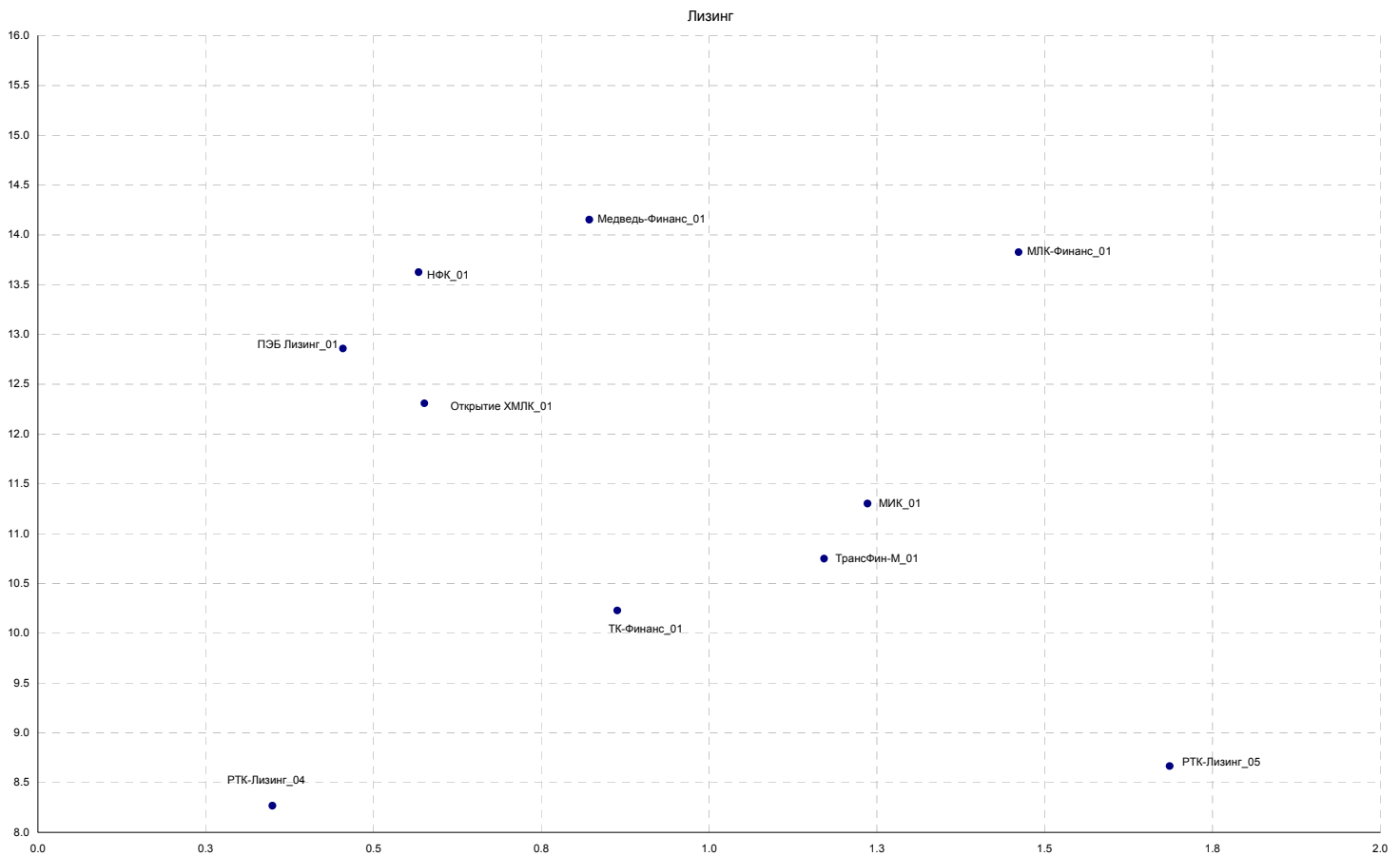
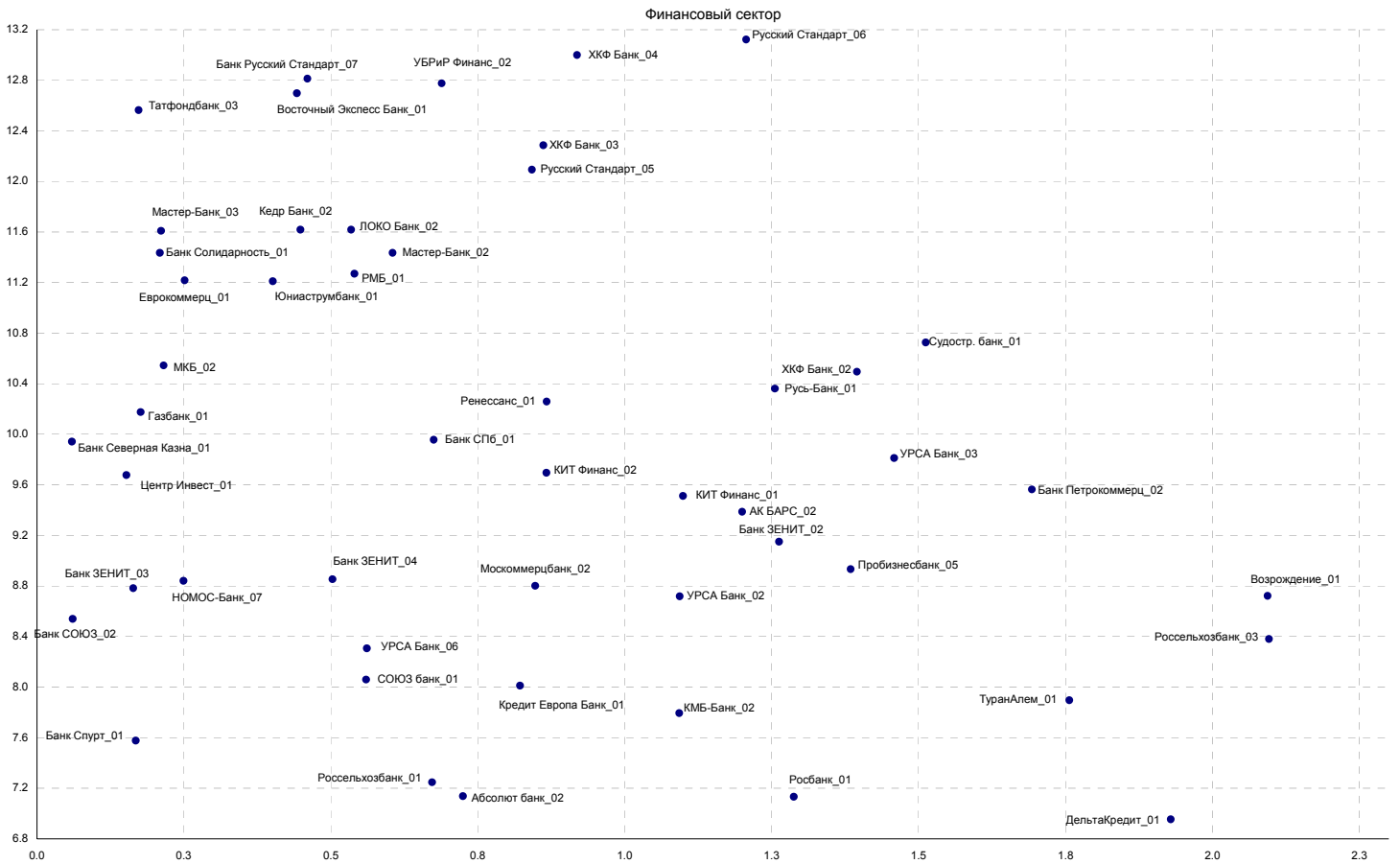
Химическая и лесная промышленность



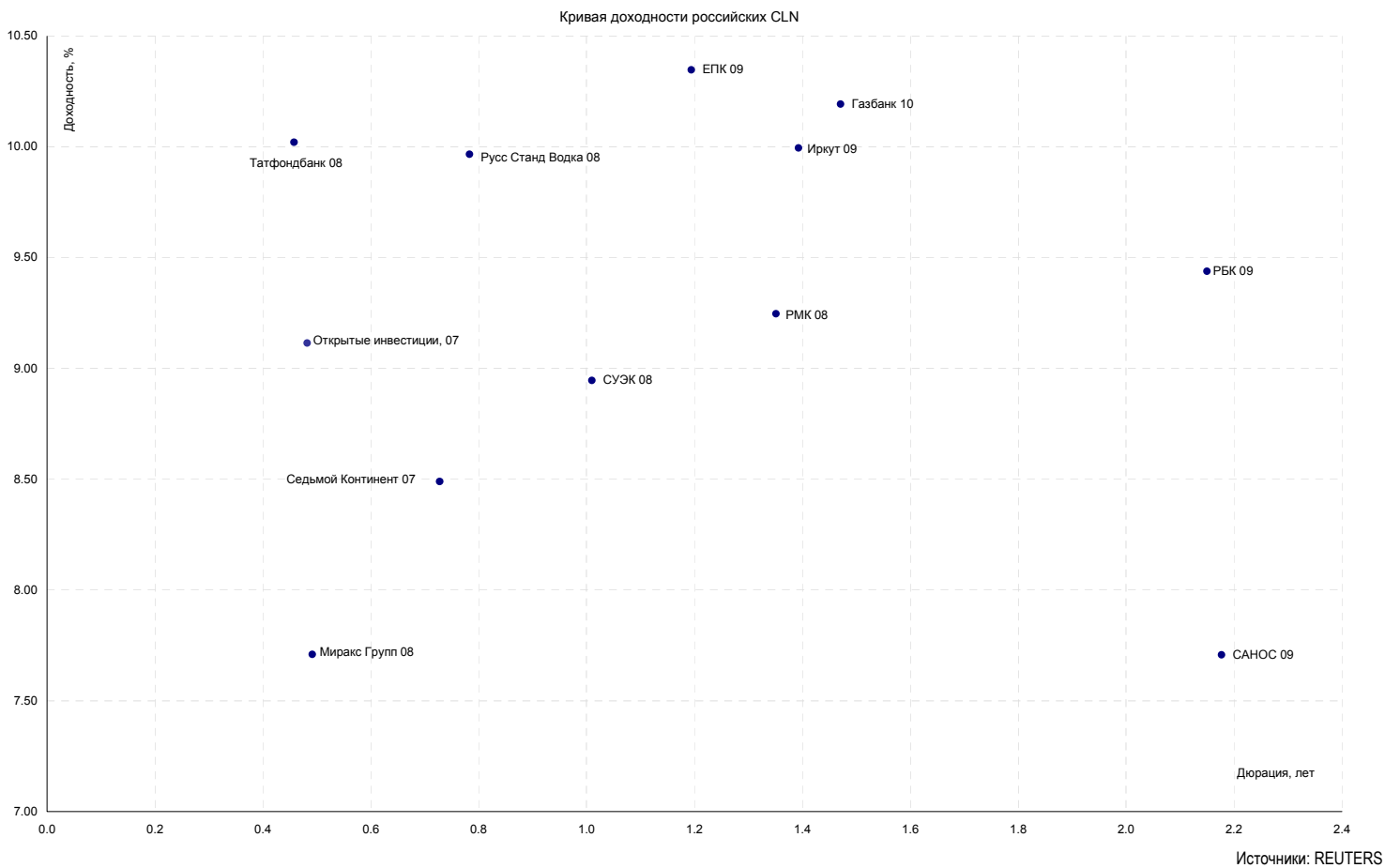
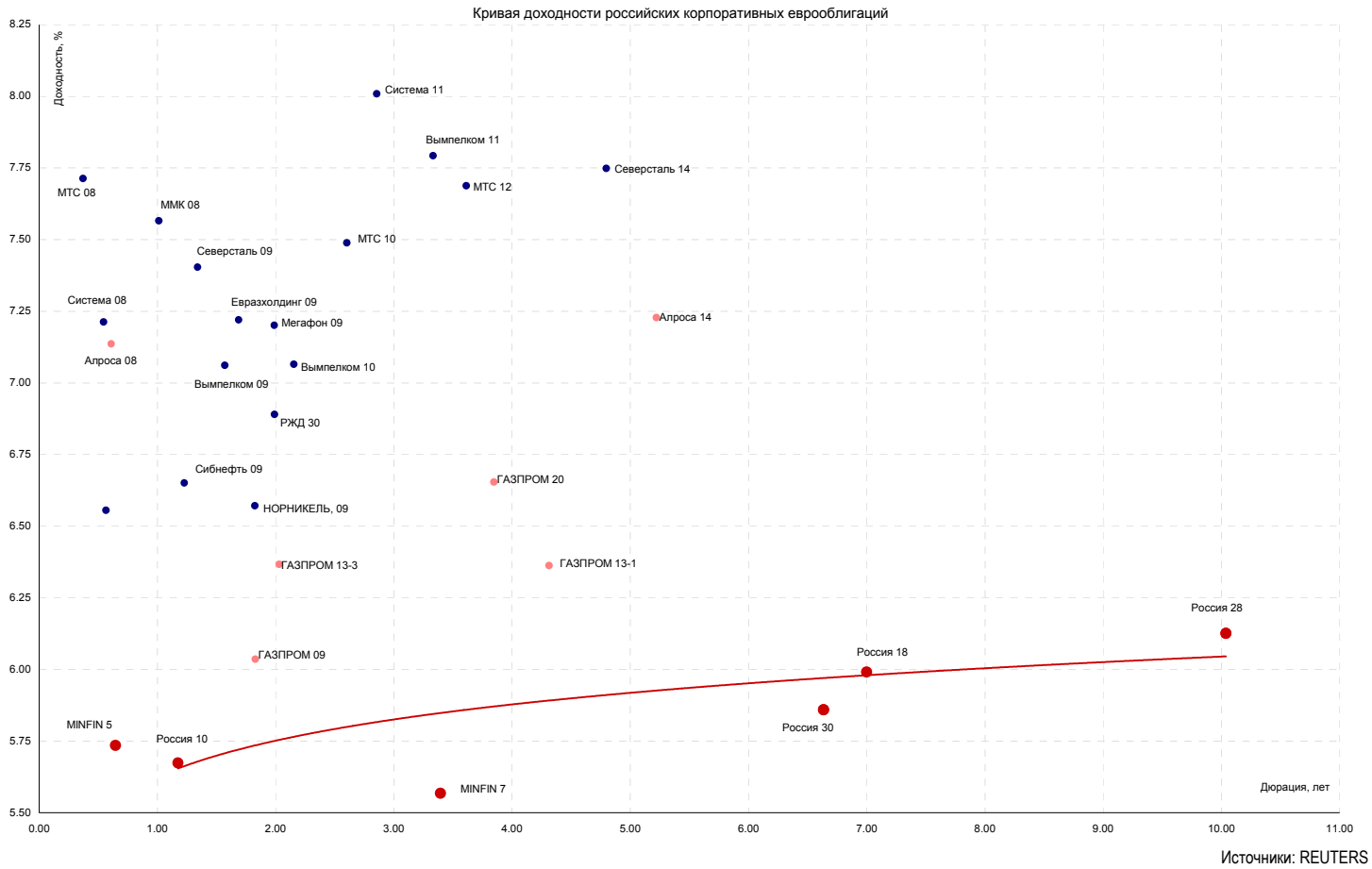
Строительство, ипотека и недвижимость

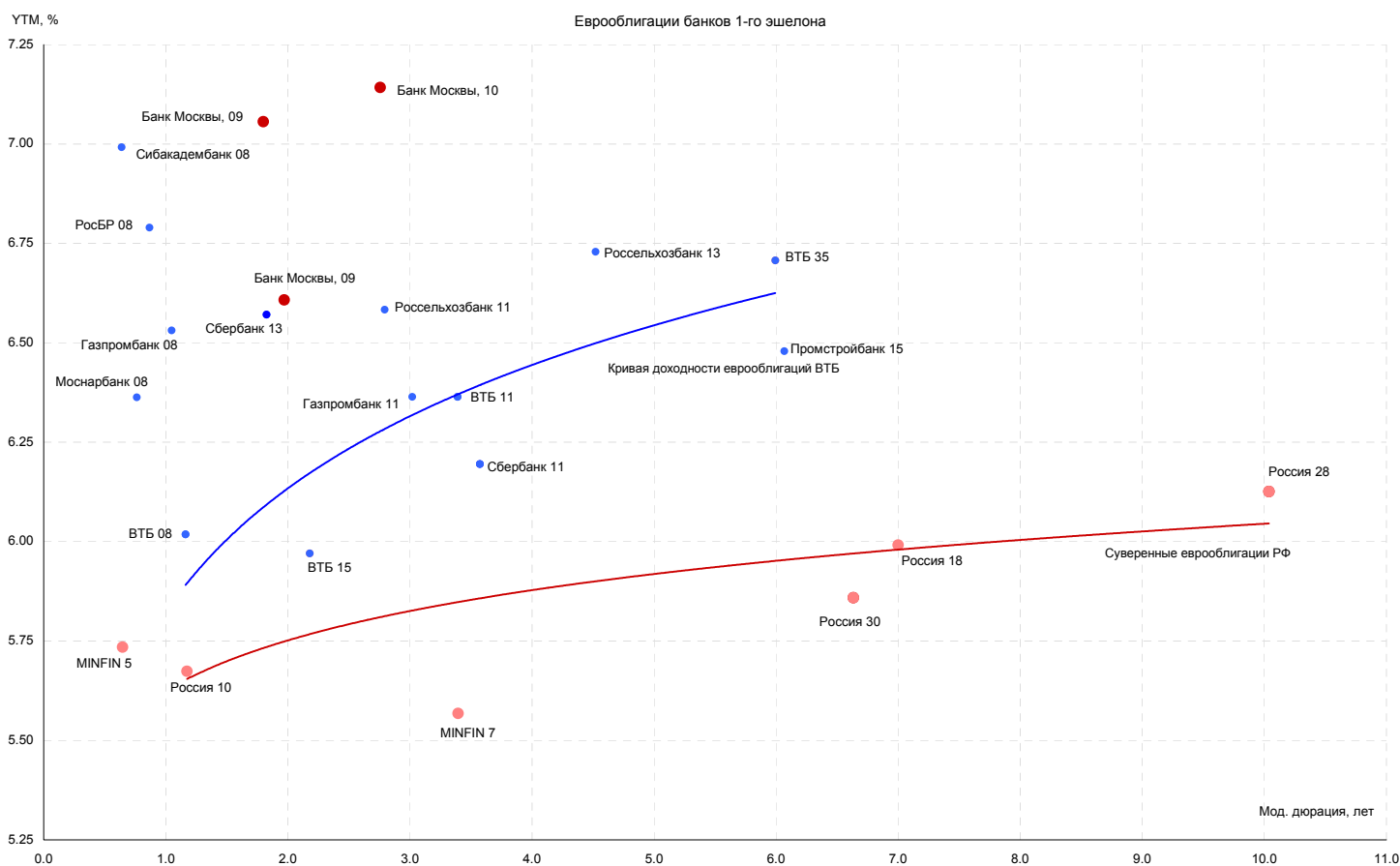
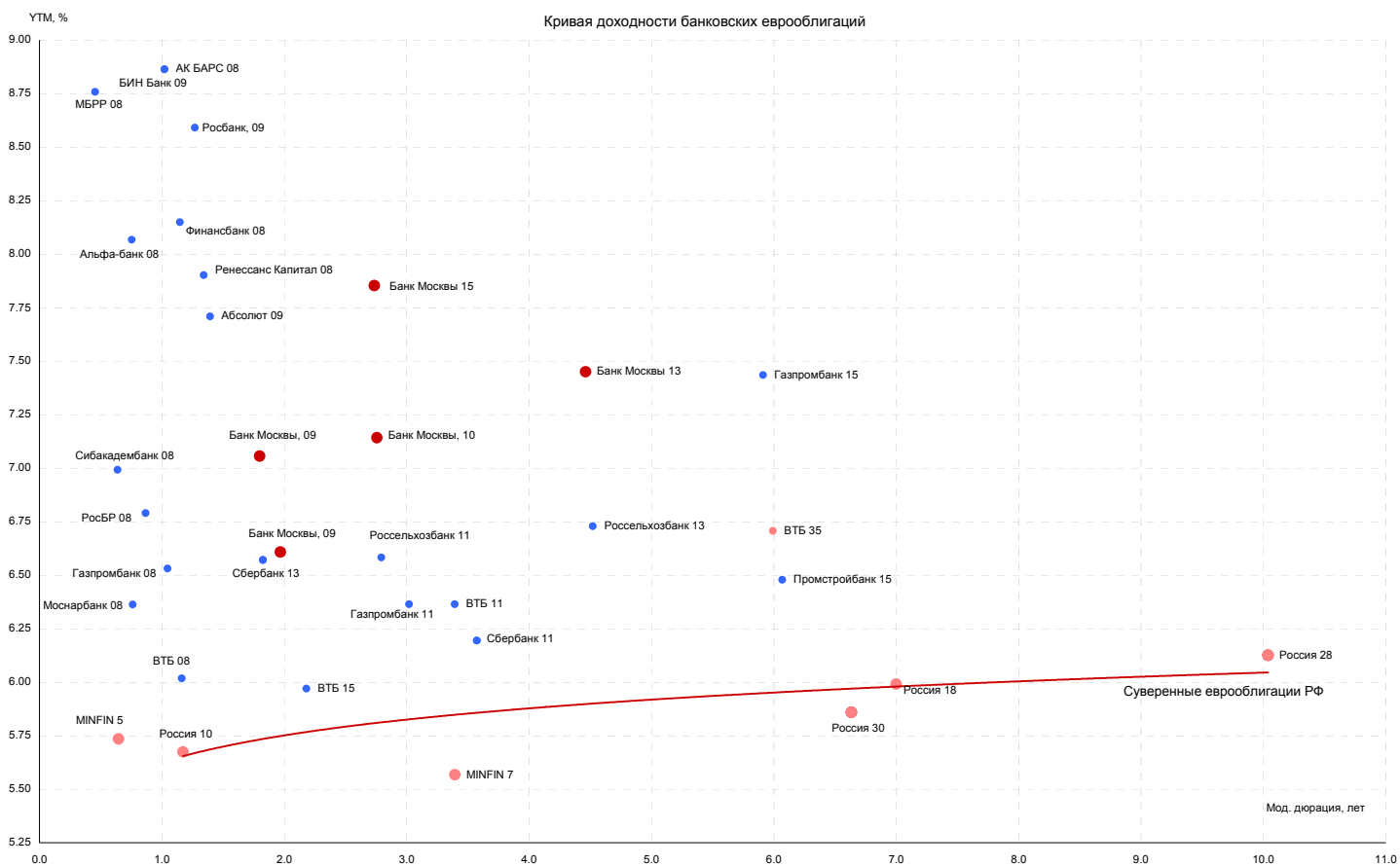


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

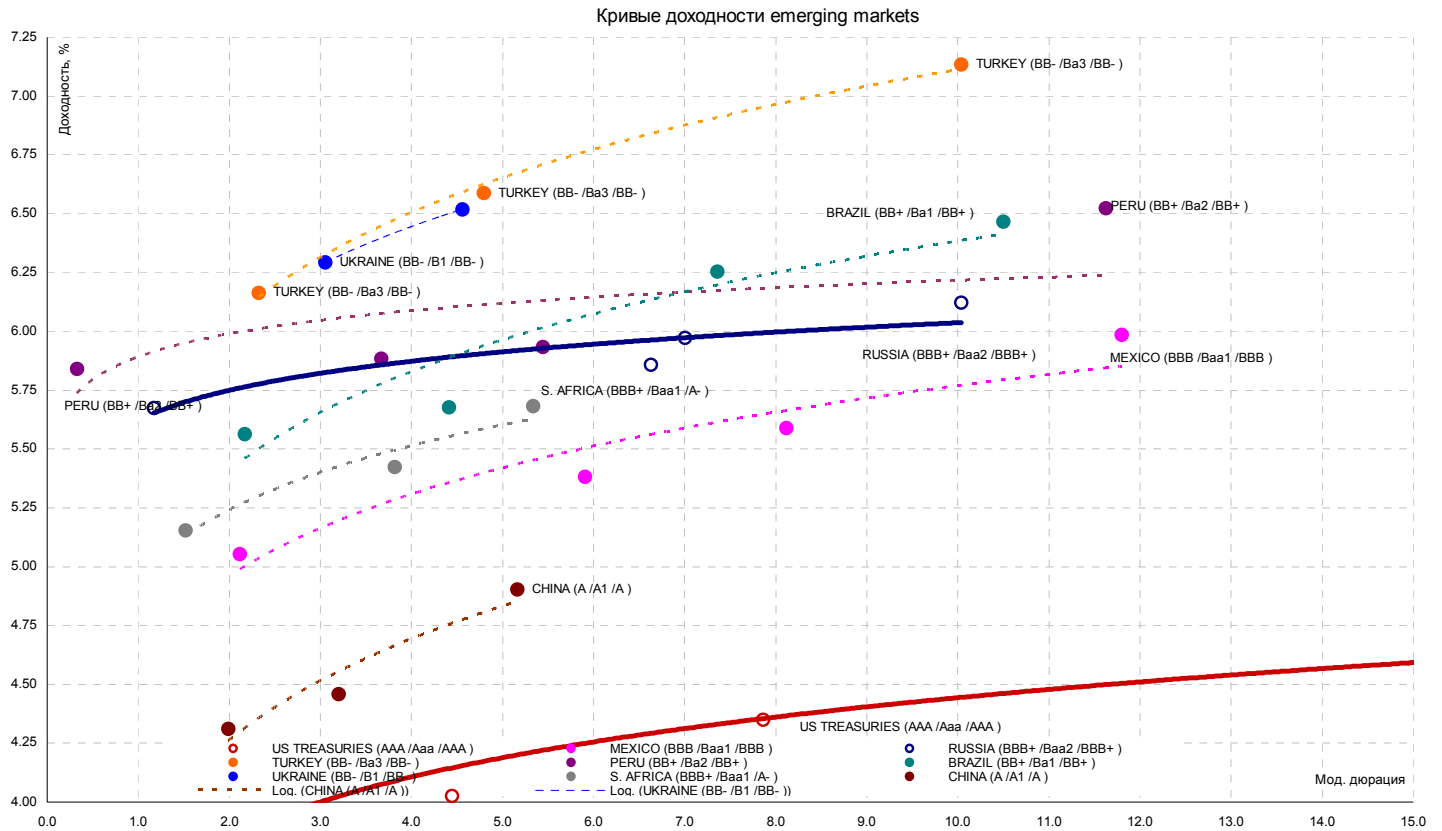


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы





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

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Телекоммуникации
Мусяенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Химия, минеральные удобрения
Волов Юрий
Volov_YM@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
Zalesskaya_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 берут 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.