

## Российские долговые рынки

### Перспективы роста процентных ставок сохраняются

#### US-Treasuries

Ожидания участников внешних долговых рынков относительно повышения учетной ставки ФРС за последние два месяца претерпели заметные изменения. Как показывают фьючерсы на ставку fed funds, вероятность повышения учетной ставки на заседании ФРС в августе до 5,5% годовых с текущих 5,25% оценивается рынком около 70%. Более того, вероятность того, что ставка будет повышена до 5,75% годовых составляет около 50%.

Сохранение достаточно высоких на наш взгляд темпов инфляции заставляет нас снова повысить прогнозный уровень по ставке до 5,5% годовых. Мы повышаем базовый прогноз по 10-летним us-treasuries с уровня 5,46% до 5,58% годовых.

#### Emerging markets

Волна оттока капитала из emerging markets сошла, что позволяет восстановиться еврооблигациям emerging markets. Тем не менее, рискованные премии еврооблигаций emerging markets не снижаются. Эскалация боевых действий на Ближнем Востоке пока приводит только к росту спроса на us-treasuries, а инвесторам остается дожидаться разрешения военного конфликта.

Прокатившаяся в начале июня волна повышений учетных ставок в мире стала прямым отражением возросших инфляционных рисков в экономиках emerging markets. Следствием этого роста ставок должен стать пересмотр как темпов экономического роста стран emerging markets, так и их рисков.

#### Внешние долговые рынки

Рынок суверенных еврооблигаций в целом повторяет динамику рынка базовых активов, игнорируя положительные для России новости. Спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10, расширившись во второй половине мая до 120-130 б.п., остается относительно стабильным. Достижение договоренности о полном досрочном погашении российского долга перед Парижским Клубом Кредиторов приведет к сокращению российской премии за риск после того, как Россия осуществит платеж. Ожидается, что долг будет выплачен до 21 августа 2006 г.

#### Внутренние долговые рынки

До конца лета пока нельзя уверенно ожидать какого-либо тренда на внутреннем долговом рынке. Наиболее вероятное развитие событий до конца лета - стагнация с незначительным ростом доходностей и потерей ликвидности на вторичном рынке.

С началом осени мы ждем небольшого ухудшения конъюнктуры. На начало сентября, по всей видимости, придется очередной пик размещений негосударственных рублевых облигаций. По нашим оценкам, в настоящий момент объем зарегистрированных и готовых к размещению выпусков составляет порядка 150 млрд. руб. при этом эмитенты готовы уже в ближайшее время разместить ровно треть от этого объема. Мы полагаем, что желание эмитентов привлечь средства в начале осени будет сильнее, чем желание привлечь эти средства по наиболее низкой ставке. Другими словами, предстоящие размещения обещают быть щедрыми на премию в доходности к вторичному рынку.

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

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

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

## US-Treasuries

Ожидания участников внешних долговых рынков относительно повышения учетной ставки ФРС за последние два месяца претерпели заметные изменения. Как показывают фьючерсы на ставку fed funds, вероятность повышения учетной ставки на следующем заседании ФРС до 5,5% годовых с текущих 5,25% оценивается рынком около 70%. Более того, вероятность того, что ставка будет повышена до 5,75% годовых составляет около 50%. С начала года доходность 10-летних us-treasuries выросла на 71 б.п., за последний месяц – на 12 б.п.

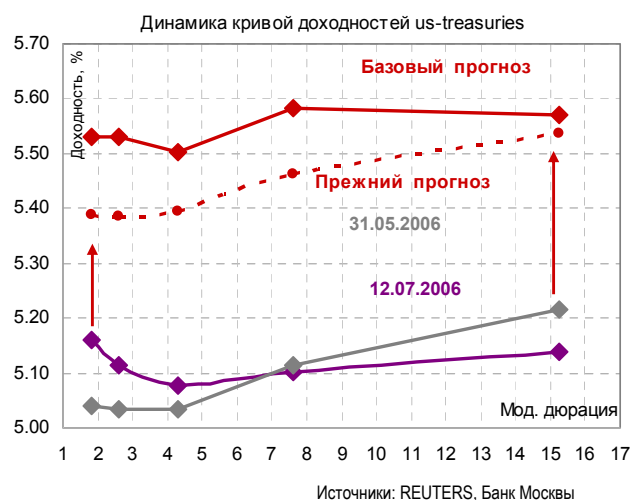
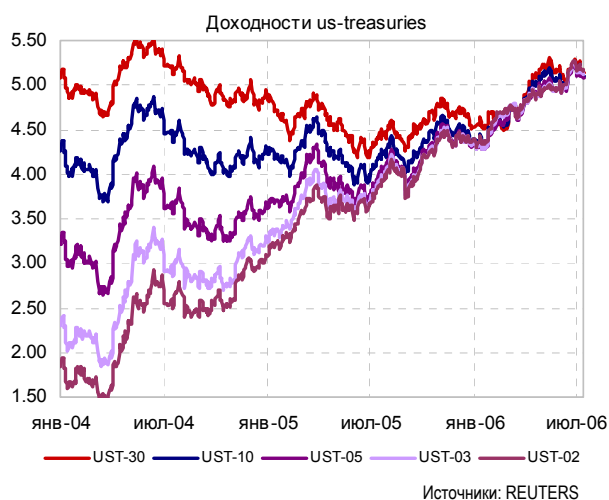
Сохранение достаточно высоких темпов инфляции заставляет нас снова повысить прогнозный уровень по ставке до 5,5% годовых. Мы повышаем базовый прогноз по 10-летним us-treasuries с уровня 5,46% до 5,58% годовых.

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

	12.07.2006	Изм-е, б.п.					Прогноз на 2006	Прогноз изм-я
		За месяц	С начала года	За 6 мес.	За 12 мес.	За 24 мес.		
Fed Funds Rate	5.25	25	100	100	200	400	5.50	25
UST-02	5.17	16	77	79	135	263	5.53	36
UST-05	5.08	14	72	74	114	146	5.50	42
UST-10	5.10	12	71	69	96	66	5.58	48
UST-30	5.14	11	60	55	75	-6	5.57	43

Источники: REUTERS, Банк Москвы

В июне - начале июля на рынке базовых активов сохранялась очень высокая волатильность. Доходности 10-летних us-treasuries перед оглашением результатов заседания ФРС, ключевого события месяца, проходившего 28-29 июня, обновили 4-летние максимумы, достигнув 5,25% годовых. В то же время падение фондовых рынков в конце первой декады июня резко увеличило спрос на us-treasuries как на «защитные» бумаги, что привело к падению доходностей UST-10 до 4,96% годовых. В настоящее время мы наблюдаем ту же тенденцию «бегства от рисков» в связи с военным конфликтом на Ближнем Востоке, оказывающую мощную поддержку американским долговым бумагам.



Необходимо отметить впечатляющее снижение доходностей us-treasuries, которое можно было наблюдать в первой половине июля. С 28 июня, первого дня заседания FOMC, доходности 2-летних облигаций снизились на 19 б.п., 5-летних – на 23 б.п. Снижение доходностей 10-летних us-treasuries составило 20 б.п., 30-летних - 17 б.п. Столь сильный рост котировок, по нашему мнению, объясняется следующими факторами. Начало войны на Ближнем Востоке и конфликт из-за ракетных пусков и ядерной программы КНДР привели к росту рисков на развивающихся рынках и устойчивому росту спроса на us-treasuries как на «защитные» активы. Росту котировок способствует достаточно слабые макроэкономические показатели США на фоне смещения фокуса внимания с инфляционных показателей на данные, отражающие экономический рост.

В конце июля в США будет опубликована первая оценка ВВП США за 2-й квартал. Согласно опросу REUTERS ожидают снижения темпов роста до 3,0% в годовом исчислении с 5,6% в первом квартале 2006 г. Согласно данным агентства Blue chips consensus в июне консенсус-оценка темпа роста ВВП США в 2006 году составила 2,9% , что на 0,5% ниже прогнозов в конце 2005 года.

### ФРС продолжает бороться с инфляцией

В течение всего июня рынок фактически «жил ожиданием» ключевого события месяца, заседания Комитета по открытым рынкам. В фокусе внимания участников рынка оставалась макростатистика США и высказывания официальных лиц ФРС. Масштабная «антиинфляционная» кампания, развернутая Бернанке, в ходе которой ряд представителей ФРС сочли своим долгом высказать озабоченность нежелательными тенденциями в развитии базовой инфляции, постоянно нагнетала обстановку на рынке. Благодаря этому основное внимание инвесторов уделялось именно инфляционным показателям. По итогам июня рост базового индекса потребительских цен составил 2,6%, тогда как много раз озвученный ФРС ориентир «ценовой стабильности» составляет 2% годовых.

Итоги долгожданного заседания ФРС полностью совпали с прогнозами участников рынка – учетная ставка была повышена на 25 б.п. в 17-й раз подряд с 5,0% до 5,25% годовых. Приятным сюрпризом стал официальный пресс-релиз FOMC, вызвавший у участников рынка вздох облегчения, за которым последовал всплеск оптимизма. Текст документа оказался мягче, чем можно было ожидать после долгих разговоров о необходимости жесткого сдерживания инфляции. Комитет не стал подавать сигнал о возможной паузе в цикле ужесточения монетарной политики, однако убрал текст о необходимости дальнейшего повышения учетной ставки. Вместе с тем Комитет оставил место для маневра и сохранил фразу о том, что степень и время дополнительного ужесточения монетарной политики будет зависеть от поступающих данных, как по инфляции, так и по экономическому росту.

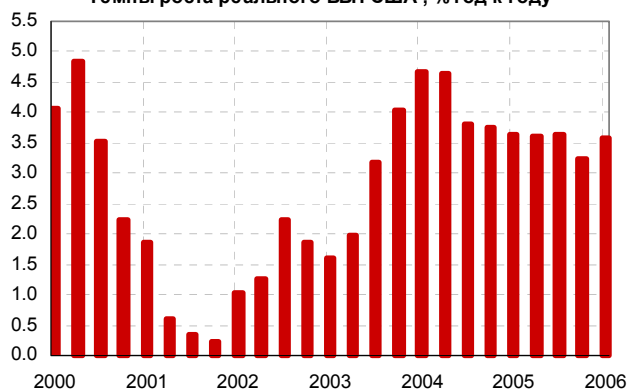
### Экономика США

Рынок труда третий месяц подряд не оправдывает ожиданий экономистов, а его ключевой показатель – число новых рабочих мест оказалось по итогам июня ниже прогнозов и составило 121 тыс. в то время как экономисты ждали 185 тыс.

Инфляционные показатели продолжают держать инвесторов в напряжении. Так, почасовая заработная плата в июне выросла на 0,5% после роста на 0,1% в мае и апреле. Индекс экспортных цен, отражающий инфляционную динамику внутри страны вырос на 0,8%. Степень загрузки производственных мощностей в июне выросла с 81,8% до 82,4% против прогнозных 81,9%, что стало самым высоким значением за последние 6 лет.

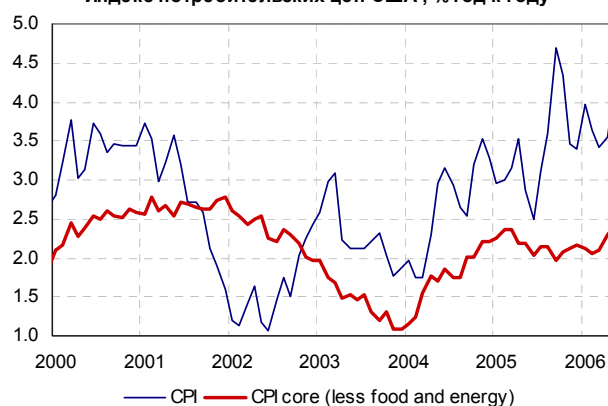
Несмотря на то, что ФРС указала на необходимость внимательно отслеживать не только данные по инфляции, но и по экономическому росту, инфляционные показатели по-прежнему могут иметь немалый вес при принятии решения по ставке. Сложившаяся ситуация ставит ФРС в очень сложное положение, когда необходимо, с одной стороны, удержать на приемлемых уровнях инфляцию и, с другой стороны, «не задушить» экономический рост.

Темпы роста реального ВВП США, % год к году

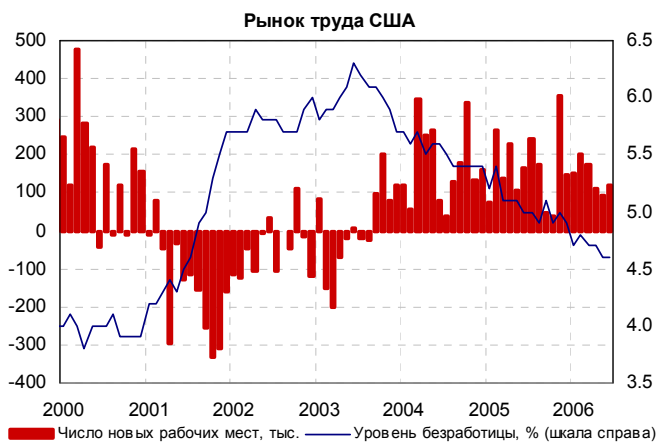


Источники: FRED II data

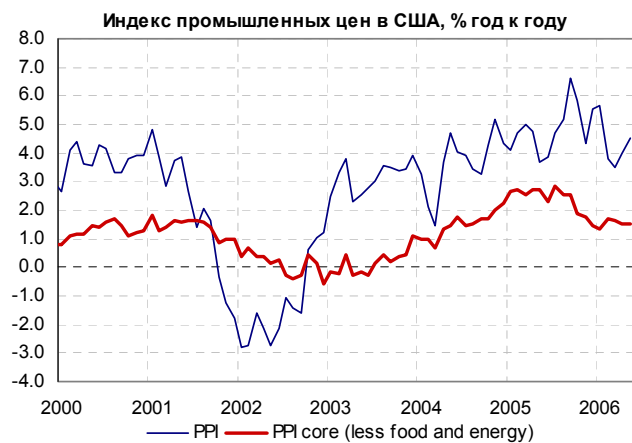
Индекс потребительских цен США, % год к году



Источники: FRED II data



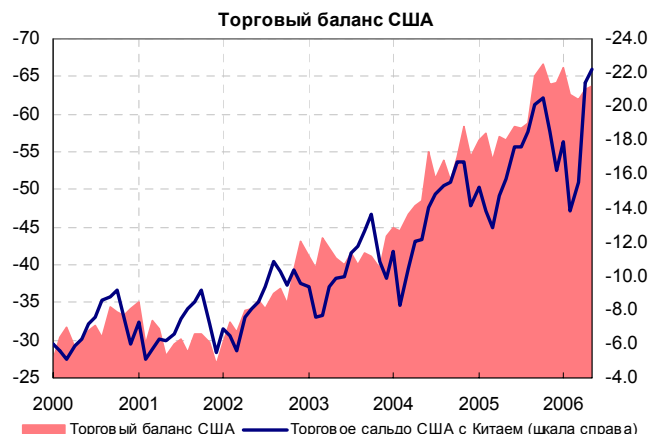
Источники: FRED II data



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data

**Прогнозы ключевых экономических показателей США на 2006-2011 гг.**

	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П	2011П
<b>Реальный ВВП, темпы роста %</b>							
<b>Бюджет 2007 (скорр. оценка. Июль 2007)</b>							
Прогноз СВО	3.50	3.50	3.30	3.20	3.10	3.10	3.00
Параметры бюджета 2007	3.50	3.40	3.30	3.20	3.10	3.10	3.10
Blue Chip Consensus	3.50	3.40	2.90	3.10	3.10	3.10	2.90
Прогноз FED	3.50	3.25-3.50	3.0-3.25				
<b>Индекс потребительских цен (CPI), год к году, %</b>							
<b>Бюджет 2007 (скорр. оценка. Июль 2007)</b>							
Прогноз СВО	3.40	3.50	2.60	2.40	2.40	2.50	2.50
Параметры бюджета 2007	3.40	3.00	2.40	2.40	2.40	2.40	2.50
Blue Chip Consensus	3.40	3.30	2.50	2.30	2.30	2.30	2.30
<b>Уровень безработицы, %</b>							
<b>Бюджет 2007 (скорр. оценка. Июль 2007)</b>							
Прогноз СВО	4.9	4.70	4.80	4.90	4.90	4.90	4.90
Параметры бюджета 2007	4.9	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
Blue Chip Consensus	4.9	4.70	4.80	4.80	4.80	4.90	4.90
Прогноз FED	4.9	4.75-5.00	4.75-5.00				
<b>3-мес. казначейские векселя</b>							
<b>Бюджет 2007 (скорр. оценка. Июль 2007)</b>							
Прогноз СВО	3.2	4.70	4.60	4.40	4.40	4.30	4.30
Параметры бюджета 2007	3.2	4.20	4.20	4.30	4.30	4.30	4.30
Blue Chip Consensus	3.2	4.80	4.90	4.70	4.70	4.70	4.50
<b>10-летние казначейские облигации</b>							
<b>Бюджет 2007 (скорр. оценка. Июль 2007)</b>							
Прогноз СВО	4.28	5.00	5.20	5.40	5.50	5.50	5.50
Параметры бюджета 2007	4.28	5.00	5.40	5.50	5.60	5.60	5.60
Blue Chip Consensus	4.28	5.00	5.20	5.40	5.50	5.50	5.40

Источники: Office of Management and Budget (OMB)

## Счет капитала

Согласно вышедшим данным, совокупный приток капитала в США по итогам мая составил \$69,7 млрд. по сравнению с ожиданиями в районе \$60 млрд. и пересмотренным в сторону повышения значением в апреле, составившим \$51,1 млрд. Рост совокупного показателя – факт, безусловно, положительный, учитывая проблему растущего дефицита бюджета США. Однако, если внимательно взглянуть на цифры, то можно увидеть более чем впечатляющий рост покупок us-treasuries со стороны частных иностранных фондов. Так, с их стороны чистый объем покупок в мае составил \$27,5 млрд. по сравнению с продажами на \$7,9 млрд. в апреле. В тоже время, официальные иностранные институты (основной костяк которых составляют центральные банки) продали us-treasuries на \$14,3 млрд.

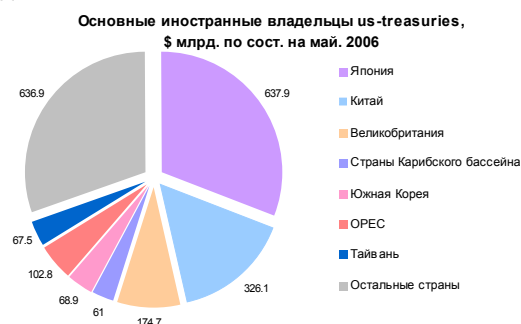
Эта ситуация, на наш взгляд, объясняется долгосрочным снижением доли резервов выраженных в иностранной валюте и долларах в частности. По данным Казначейства США объем us-treasuries в абсолютном выражении продолжают увеличивать только Китай и страны ОПЕК, в то время как Япония – крупнейший владелец us-treasuries сократила их объем на 4,6%. С другой стороны, обвал фондовых рынков emerging markets вызвал естественную волну спроса на высококачественные активы со стороны частных фондов, в т.ч. us-treasuries.

На наш взгляд, в случае снижения рисков emerging markets и стабилизации обстановки на Ближнем Востоке новый переток капитала из развитых стран, может сильно ударить по рынку us-treasuries, учитывая высокую волатильность потоков со стороны частных иностранных фондов.

### Основные иностранные владельцы us-treasuries

	май.06	дек.05	изм-е, %	янв.05	янв.04
Япония	637.9	669	-4.6	679.3	583.2
Китай	326.1	310.8	4.9	223.5	156.2
Великобритания	174.7	146	19.7	101.1	91.8
Страны Карибского бассейна	61	78.5	-22.3	94.2	48.1
Южная Корея	68.9	69	-0.1	53.6	59.6
ОПЕК	102.8	78.2	31.5	67	43.4
Тайвань	67.5	68.1	-0.9	68.3	53.1
Остальные страны	636.9	615.2	3.5	622.1	535.5
<b>Всего</b>	<b>2075.8</b>	<b>2034.8</b>	<b>2.0</b>	<b>1909.1</b>	<b>1570.9</b>

Источники: U.S. Department of the Treasury



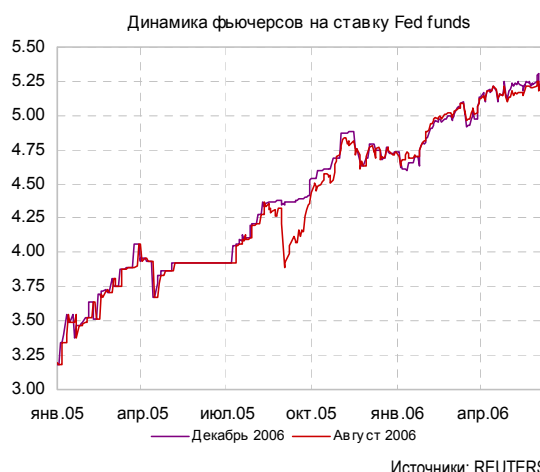
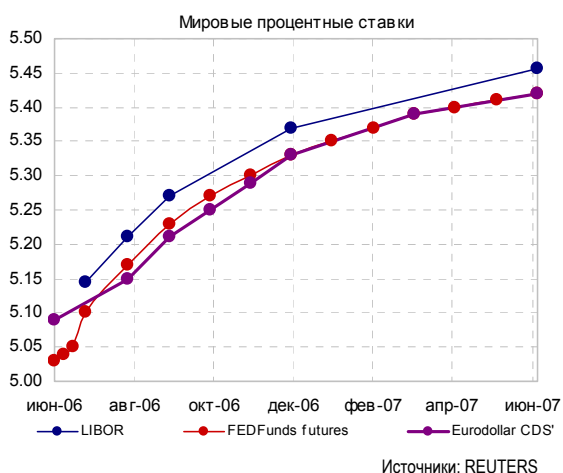
## Прогнозы

Рост доходностей на долговом рынке США, несмотря на некоторое его замедление в мае – начале июля может продолжиться. Мы видим два фактора, которые могут привести к росту доходностей us-treasuries.

- 1) **Экономический.** Устойчивый рост инфляционных показателей даже при замедлении темпов экономического роста скорее всего вынудит ФРС повысить ставку еще один раз. Вероятность наступления этого события сейчас оценивается рынком около 70%. Дальнейшее повышение ставки пока остается под большим вопросом. С одной стороны, экономика США по-прежнему демонстрирует рост, хотя и замедляющимися темпами. С другой стороны, повышение ставок может иметь отложенный эффект, который проявится позже.
- 2) **Внешний.** Курс на повышение учетных ставок в Европе и отказ от утраты мягкой монетарной политики в Японии может снизить эффект carry-trade и привести к постепенному снижению активности иностранных ЦБ на рынке us-treasuries.

Первый фактор заставляет нас повысить прогноз по учетной ставке США до 5,5% годовых. В то же время среднее значение спреда между доходностями 2-летних us-treasuries и ставкой fed funds с 16 б.п. в I квартале снизилось до 4 б.п. во II квартале. Участились периоды, когда доходности 2-летних облигаций допускаются ниже учетной ставки. В связи с этим мы пересматриваем прогнозное значение спредов между кривой us-treasuries и ставкой fed funds с меньшую сторону. Также мы предполагаем небольшую инверсию на коротком конце кривой. При этом мы сохраняем прогноз относительно возрастающего вида кривой на длинном конце, так как изменение отношения иностранных инвесторов к us-treasuries вряд ли будет способствовать агрессивной покупке американских бумаг.

**Наш новый прогноз по 10-летним us-treasuries предполагает рост доходности 10-летних бумаг с текущих 5,10% до 5,58% годовых к концу года.**



## Emerging markets

Волна оттока капитала из emerging markets сошла, что позволяет восстановиться еврооблигациям emerging markets. Тем не менее, рискованные премии еврооблигаций emerging markets не снижаются. Эскалация боевых действий на Ближнем Востоке пока приводит только к росту спроса на us-treasuries, а инвесторам остается дожидаться разрешения военного конфликта.

Прокатившаяся в начале июня волна повышений учетных ставок в мире стала прямым отражением возросших инфляционных рисков в экономиках emerging markets. Следствием этого роста ставок должен стать пересмотр как темпов экономического роста стран emerging markets, так и их рисков.

### Конъюнктура emerging markets

	12.07.06	Изм-е*				
		За месяц	С начала года	За 6 мес.	За 12 мес.	За 24 мес.
EMBI+	371.1	0.7	0.7	0.1	6.8	27.4
EMBI+ Spread	210.0	-8.0	-29.0	-22.0	-79.0	-271.0
EMBI+ Russia	418.1	0.5	-1.8	-1.8	1.4	26.1
EMBI+ Russia Spread	118.0	-7.0	6.0	4.0	-28.0	-198.0
EMBI+ Mexico	326.6	2.3	-1.3	-1.1	2.2	15.5
EMBI+ Mexico Spread	117.0	-31.0	-4.0	-6.0	-39.0	-93.0
EMBI+ Brasil	520.6	1.4	3.3	2.0	12.2	40.5
EMBI+ Brasil Spread	246.0	-14.0	-59.0	-44.0	-152.0	-377.0
EMBI+ Turkey	233.3	-1.6	-3.8	-3.8	1.9	19.3
EMBI+ Turkey Spread	271.0	27.0	54.0	50.0	-1.0	-137.0

Источники: J.P.Morgan, REUTERS

\*Изменение для индексов - %, для спредов - б.п.

Отток капитала с emerging markets, начавшийся в мае продолжался почти весь июнь и приостановился в июле. В начале прошлого месяца ситуацию ухудшила прокатившейся волна повышения процентных ставок. По данным «Emerging Portfolio Fund Research» отток капитала за шесть недель, закончившихся 26 июня 2006, из фондов еврооблигаций emerging markets составил \$1,39 млрд. Однако в преддверии заседания ФРС (пожалуй, самого ожидаемого события прошлого месяца), на рынке облигаций стран с развивающейся экономикой начался неожиданный рост, который продолжился в начале июля после стабилизации рынка базовых активов. В итоге за прошедшие с начала июня 1,5 месяца стоимость еврооблигаций развивающихся стран прибавила 0,7%, а спред индекса EMBI+ сузился на 8 б.п. и к середине июля составил 210 б.п.

За прошедшее время сильнее всего пострадал турецкий сегмент рынка еврооблигаций. Неблагоприятное положение дел внутри страны усилило отток средств из Турции. Падение фондового рынка заставило инвесторов обратить внимание на внутризэкономическую ситуацию в стране: падение лиры, рост дефицита платежного баланса, достигшего 5,2% от ВВП на конец 2005 года - одного из самых больших показателей среди развивающихся стран, большой госдолг (70% от ВВП), растущие инфляция и безработица. Проводимая денежно-кредитная политика центрального банка Турции усилила обеспокоенность инвесторов. Так, в конце апреля новый председатель ЦБ Дурмуш Йылмаз снизил процентные ставки, что не способствовало сдерживанию инфляции, которая ускорилась до 8,8% в годовом исчислении, по сравнению с 8,0% за весь 2005 год. В целях контроля инфляции и стабилизации курса национальной валюты учетная ставка в июне была повышена трижды (в общей сложности на 600 б.п.) до 22,25%. Принятые меры стабилизировали ситуацию и к концу месяца обвальное падение еврооблигаций Турции прекратилось. С начала мая EMBI+ Turkey спред расширился на 157 б.п. и по данным на 27 июня составил 324 б.п., однако после стабилизации ситуации к середине июля спред сузился до 264 б.п.

Вторым наиболее ярким событием, определяющим конъюнктуру emerging markets, стали президентские выборы в Мексике, состоявшиеся 2 июля 2006 года. Борьба разгорелась между кандидатом от левых Андресом Мануэлем Лопезом Обрадором и кандидатом от консерваторов Фелипе Кальдероне. В результате с небольшим преимуществом победил Фелипе Кальдероне, что дало повод для роста еврооблигаций страны. В середине июня EMBI+ Mexico спред составлял 159 б.п., а уже через месяц он сузился до 116 б.п. Индекс EMBI+ Mexico к середине июля вырос на 9% по сравнению с данными прошлый месяц.

**Кредитные рейтинги emerging markets**

По нашим оценкам, за прошедшие с начала июня 1,5 месяца рейтинговые агентства повысили суверенные рейтинги как минимум 6 странам, в т.ч. Fitch повысило на ступень рейтинг Бразилии до уровня «BB».

В то же время прогнозы рейтингов 3-х стран были пересмотрены с «позитивного» до «стабильного». Среди них - рейтинг Турции «BB-» по версии S&P. Эскалация конфликта на территории Ливана заставила агентства пересмотреть прогнозы по рейтингам этой страны.

В связи с бюджетным дисбалансом, увеличивающимся из-за быстрорастущего государственного долга агентство S&P понизило рейтинг Венгрии до уровня «BBB+» с «A-».

В ближайшее время наиболее вероятны повышения рейтингов Казахстана («BBB» по версии S&P и «Baa3» по версии Moody's), Колумбии («BB» по версии S&P и Fitch Ratings), Уругвая («B+» по версии Fitch Ratings). Негативный прогноз изменения рейтинга остается у Венгрии.

**Рейтинги emerging markets**

Дата	Агентство	Страна, эмитент	Рейтинговое действие	Новый рейтинг	Новый прогноз	Прежний рейтинг	Прежний прогноз
5 июн 06	Fitch Rratings	Армения	Присвоение рейтинга	BB-	Стаб.	-	-
6 июн 06	Fitch Rratings	Колумбия	Пересмотр прогноза	BB	Позитив.	BB	Стаб.
12 июн 06	Fitch Rratings	Камерун	Повышение рейтинга	B	Стаб.	B-	Стаб.
13 июн 06	S&P	Казахстан	Пересмотр прогноза	BBB	Позитив.	BBB	Стаб.
13 июн 06	Fitch Rratings	Македония	Повышение рейтинга	BB+	Стаб.	BB	Стаб.
13 июн 06	Fitch Rratings	Кувейт	Подтверждение рейтинга	AA-	Стаб.	AA-	Стаб.
15 июн 06	S&P	Венгрия	Понижение рейтинга	BBB+	Негатив.	A-	Негатив.
16 июн 06	Fitch Rratings	Сингапур	Подтверждение рейтинга	AAA	Стаб.	AAA	Стаб.
19 июн 06	Fitch Rratings	Корея	Подтверждение рейтинга	A+	Стаб.	A+	Стаб.
19 июн 06	S&P	ЮАР	Подтверждение рейтинга	BBB+	Стаб.	BBB+	Стаб.
23 июн 06	Fitch Rratings	Хорватия	Подтверждение рейтинга	BBB-	Стаб.	BBB-	Стаб.
23 июн 06	Fitch Rratings	Болгария	Подтверждение рейтинга	BBB	Стаб.	BBB	Стаб.
27 июн 06	Moody's	Коста Рика	Пересмотр прогноза	Ba1	Стаб.	Ba1	Негатив.
27 июн 06	S&P	Турция	Пересмотр прогноза	BB-	Стаб.	BB-	Позитив.
28 июн 06	S&P	Морокко	Подтверждение рейтинга	BB+	Стаб.	BB+	Стаб.
28 июн 06	Fitch Rratings	Бразилия	Повышение рейтинга	BB	Стаб.	BB-	Стаб.
6 июл 06	Fitch Rratings	Мозамбик	Подтверждение рейтинга	B	Стаб.	B	Стаб.
6 июл 06	S&P	Буркина Фасо	Пересмотр прогноза	B	Позитив.	B	Стаб.
7 июл 06	Moody's	Китай	Пересмотр прогноза	A2	Позитив.	A2	Стаб.
10 июл 06	Fitch Rratings	Бенин р-ка	Подтверждение рейтинга	B	Стаб.	B	Стаб.
12 июл 06	Fitch Rratings	Словения	Повышение рейтинга	AA	Стаб.	AA-	Стаб.
13 июл 06	Moody's	Тринидад и Тобаго	Повышение рейтинга	Baa1	Стаб.	Baa2	Стаб.
14 июл 06	Fitch Rratings	Ливан р-ка	Пересмотр прогноза	B-	Стаб.	B-	Позитив.
17 июл 06	S&P	Эстония	Пересмотр прогноза	A	Стаб.	A	Позитив.
17 июл 06	S&P	Гватемала	Повышение рейтинга	BB	Стаб.	BB-	Стаб.
18 июл 06	S&P	Кувейт	Подтверждение рейтинга	A+	Стаб.	A+	Стаб.

Источники: рейтинговые агентства

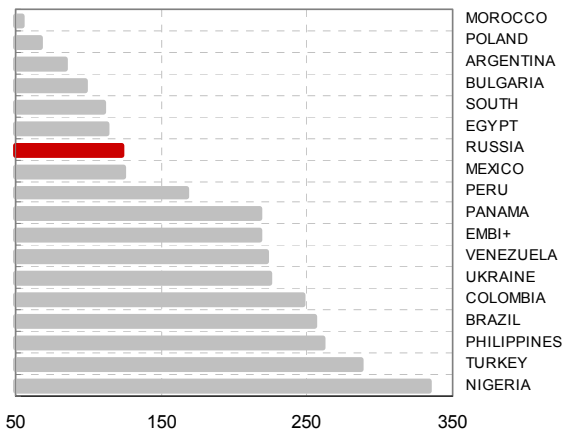
**Прогнозы**

Рынок еврооблигаций развивающихся стран находится в состоянии неустойчивого равновесия. С одной стороны стабильность и рост стоимости базовых активов позволяет еврооблигациям emerging markets восстановиться после волны распродаж. С другой стороны эскалация боевых действий на Ближнем Востоке и рост напряженности в других регионах мира не позволяет инвесторам играть на снижении рискованной премии. Ситуацию изменит только урегулирование военного конфликта.

Наш базовый прогноз по рынку us-treasuries предполагает дальнейший рост доходностей. Тем не менее, мы ждем, что в долгосрочной перспективе этот рост будет иметь более плавный характер, позволяя зависимым долговым рынкам адаптироваться к изменяющимся условиям. Улучшение в 2006 г. кредитного качества большого ряда стран emerging markets должно сгладить негативный эффект от роста доходностей us-treasuries.

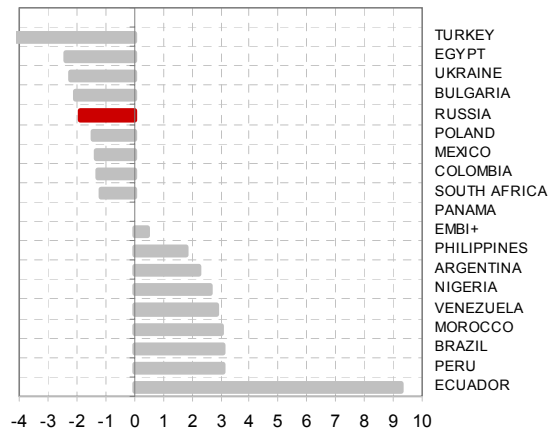


Спрэды индекса EMBI+



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

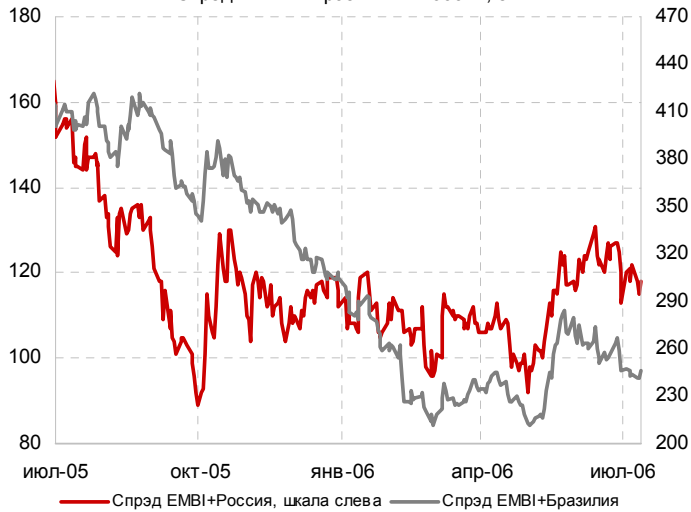
Индексы EMBI+ с начала года (на 14.06.2006), %



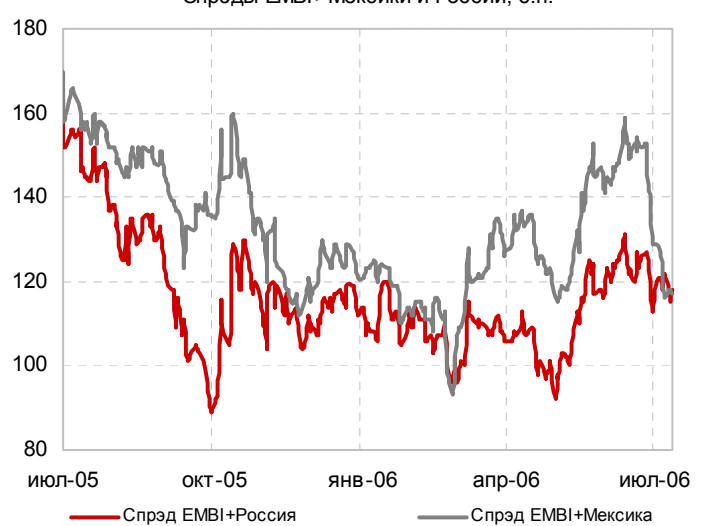
Источники: J.P. Morgan, REUTERS

**Emerging markets – динамика ключевых суверенных спрэдов**

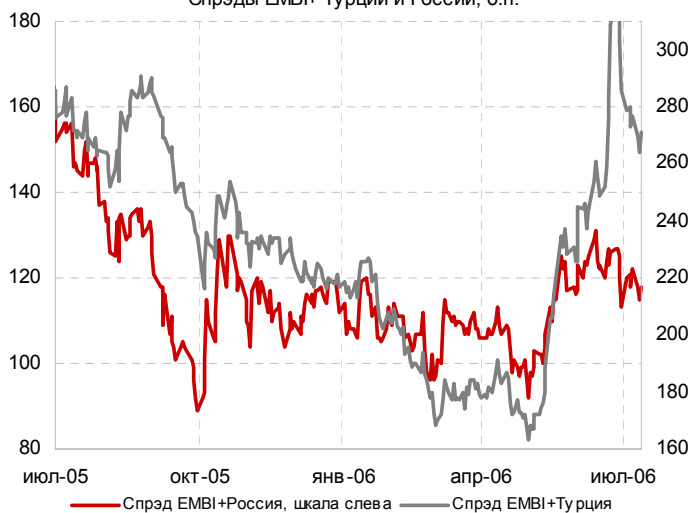
Спрэды EMBI+ Бразилии и России, б.п.



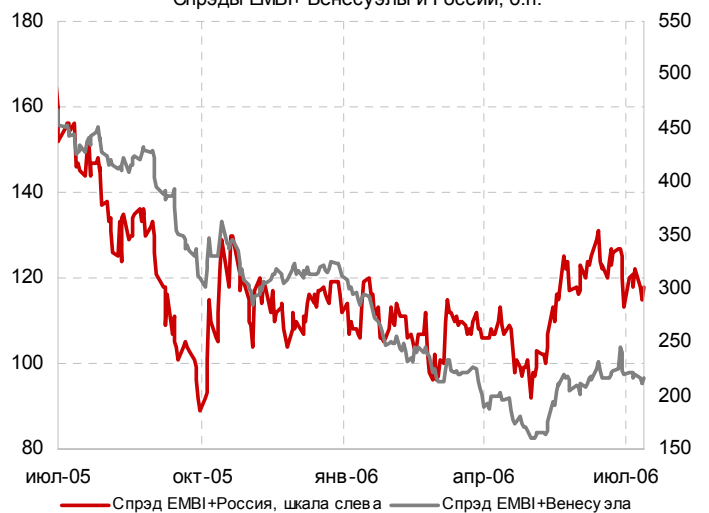
Спрэды EMBI+ Мексики и России, б.п.



Спрэды EMBI+ Турции и России, б.п.



Спрэды EMBI+ Венесуэлы и России, б.п.



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

## Российские еврооблигации

Рынок суверенных еврооблигаций в целом повторяет динамику рынка базовых активов, игнорируя положительные для России новости. Спрэд еврооблигаций «Россия-30» к UST-10, расширившись во второй половине мая до 120-130 б.п., остается относительно стабильным. Достижение договоренности о полном досрочном погашении российского долга перед Парижским Клубом Кредиторов приведет к сокращению российской премии за риск после того, как Россия осуществит платежи. Ожидается, что долг будет выплачен до 21 августа 2006 г.

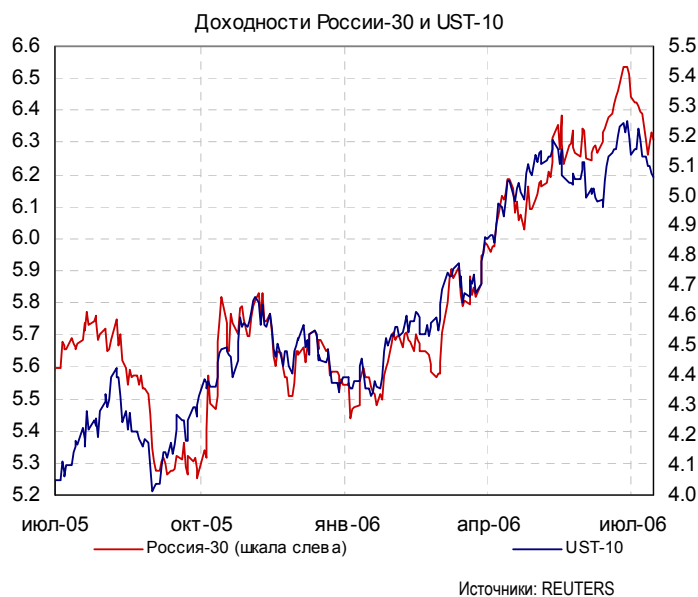
### Конъюнктура российских еврооблигаций

	12.07.06	Изм-е*				
		За месяц	С начала года	За 6 мес.	За 12 мес.	За 24 мес.
Доходн. UST-10	5.10	12	71	69	96	66
Стоимость Росси-30	107.250	-0.1	-4.9	-4.6	-3.3	17.4
Доходн. Россия 30 YTM	6.30	3	75	70	62	-154
Спрэд России 30 и UST-10	120	-9	4	1	-34	-220

Источники: REUTERS

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

В июне прошли переговоры между Россией и Парижским Клубом, в ходе которых был подписан протокол о полном погашении долга РФ. Согласованные с Парижским клубом условия подразумевают погашение 51,4% долга по номиналу, так как это долг с плавающей процентной ставкой, которая сейчас близка к номинальной стоимости. Оставшаяся часть, а именно долг с фиксированной ставкой, будет выплачена с премией в размере 4,8%, или \$1 млрд. Долларовые платежи по досрочному погашению долга должны пройти 21 августа 2006 г., платежи в других валютах - 18 августа 2006 г. По словам министра финансов Алексея Кудрина, общий объем экономии к 2020 году составит \$7,7 млрд., причем наиболее существенная экономия будет наблюдаться в первые 6-7 лет.



Новость о достижении соглашения о полном погашении долга РФ перед Парижским Клубом была фактически проигнорирована рынком на фоне высокого напряжения, державшегося на emerging markets почти до самого заседания ФРС. Вместе с тем это событие очень важно для России с точки зрения возможного повышения суверенного рейтинга. Комментируя грядущее погашение долга РФ, агентство Standard&Poors указало на высокую углеводородную зависимость российской экономики, которая препятствует дальнейшему повышению рейтинга. Однако стоит учитывать, что из трех ведущих рейтинговых агентств S&P придерживается наиболее консервативных взглядов. Тот факт, что S&P будет не первым агентством, которое повысит российский рейтинг, удивления не вызывает. Вполне вероятно, что позиция Moody's и Fitch будет более мягкой. **Мы полагаем, что реакции рейтинговых агентств стоит ждать не ранее второй декады августа, когда Россия полностью завершит платежи.**

Еще одним немаловажным вопросом, остается то, насколько существенным станет изменение суверенного рейтинга. В случае повышения рейтинга РФ на одну ступень по версии любого

агентства (сейчас рейтинг РФ совпадает по версии всех трех агентств), реакция инвестиционного сообщества вряд ли будет впечатляющей. На наш взгляд, к концу года стоит ожидать повышения суверенного рейтинга по версии Fitch и Moody's. При этом суверенный спрэд, в рамках нашего оптимистичного прогноза, может снизиться до уровня 70-80 б.п. с текущих 120-130.

Препятствием к сужению спреда может выступить рост мировых процентных ставок. В июле к двум ведущим мировым державам, Америке и ЕС, повышающим учетные ставки, присоединилась Япония. Несмотря на то, что по сравнению с учетными ставками США и Европы, новый уровень в 0,25% выглядит весьма бледно, само повышение ставки с нулевого уровня является переломным моментом, так как является первым шагом к завершению эры «дешевых денег» во всем мире. В начале июня волна повышения учетных ставок прокатилась по странам EM, в июле на существенное повышение ставки в целях прекращения обвального падения национальной валюты пошла Турция. Общий рост процентных ставок несет в себе угрозу потенциального повышения премий за риск для emerging markets. Россия вместе с другими странами BRIC находится в лучшем положении по сравнению с другими странами EM. Общая тенденция повышения премии за риск в случае с российскими бумагами может быть нейтрализована переоценкой российских рисков.

### Корпоративный сектор

Второй квартал 2006 года оказался неудачным для корпоративных еврооблигаций. Общий негативный настрой внешних рынков не способствовал росту российских еврообондов.

Первые 5 мест среди лидеров сокращения спредов также занимают короткие CLN, и только 6-ое место удалось занять еврооблигациям Импэксбанка сроком погашения в 2007 году. Котировки Импэксбанка-2007 взлетели после завершения сделки по покупке банка немецкой финансовой группой Raiffeisen International Bank-Holding AG. Однако и эта бумага по итогам II квартала не смогла удержаться в плюсе. Снижение цены составило 0,46%, причем «откат» произошел в течение последних полутора месяцев. При этом спрэд к benchmark сузился на 33 б.п.

#### Корпоративные еврооблигации - лидеры сокращения спредов

Эмитент - погашение	Изм-е спреда за 2-й кв. 2006	Значение спреда на 30.06.2006	Базов. актив	Bid	Ask	YTM (Bid), %	Изм-е стоимости за 3 мес.	Объем выпуска	Дата погашения	Mod. dur
ROSS BK RAZVITIA - 2006	-90	155	RU1YT	100.1	100.3	7.43	-0.35	2.5B	29.12.06	0.45
NUTRITEK - 2007	-70	548	US2YT	99.8	100.3	10.59	0.53	100.0M	30.11.07	1.23
RITZIO - 2007	-50	387	US6MT	100.8	101.8	9.72	-0.62	125.0M	10.01.07	0.45
TATFONDBANK - 2008	-45	406	US2YT	100.7	0.0	9.06	0.32	90.0M	28.02.08	1.62
SVYAZNOI - 2007	-39	574	US6MT	99.8	100.8	10.99	0.00	50.0M	28.07.07	0.94
IMPEXBANK - 2007	-33	200	US6MT	101.6	102.3	7.18	-0.46	100.0M	29.06.07	0.89
SALAVATNEFTEORG - 200	-29	292	US3YT	99.5	100.4	8.11	-0.13	100.0M	28.05.09	2.49
GAZPROM - 2013	-29	-45	US5YT	99.6	100.6	4.66	0.04	1.1B	22.07.13	2.70
RZD B - 2012	-24	406	RU5YT	101.4	101.8	10.69	0.12	1.0B	30.06.12	4.37
WIMM BILL DANN - 2008	-22	247	US2YT	102.0	103.0	7.31	-0.41	150.0M	21.05.08	1.66
MMK - 2008	-16	243	US2YT	101.1	101.6	7.46	-0.49	300.0M	21.10.08	2.00
GAZPROM - 2010	-2	112	EU4YT	110.8	111.6	4.89	-1.49	1.0B	27.09.10	3.40
MOSNAR BANK - 2008	-2	119	US2YT	96.3	96.8	6.41	-0.21	150.0M	30.06.08	1.82

Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

### Прогнозы

В связи с повышением прогнозного уровня доходности us-treasuries мы изменяем целевые уровни еврооблигаций «Россия-30». В нашем базовом варианте, прогнозный уровень доходности еврооблигаций «Россия-30» повышен с 6,46% до 6,58% годовых. Прогнозный уровень спреда еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 мы сохраняем на уровне 100 б.п. В этом случае стоимость еврооблигаций «Россия-30» будет составлять 105,05 процентов от номинала, что предполагает снижение цены относительно текущих уровней на 2,02%.

#### Стоимость России-30 в зависимости от сценария

	Баз. прогноз	Оптимист.	Пессимист.
Доходность UST-10	5.58	5.15	5.86
Доходность России-30	6.58	5.85	7.26
Спрэд России-30, б.п.	100	70	140
Стоимость России-30	105.05	110.77	99.78
Потенциал роста* цены, %	-2.02	3.31	-6.94

Источники: расчеты Банка Москвы

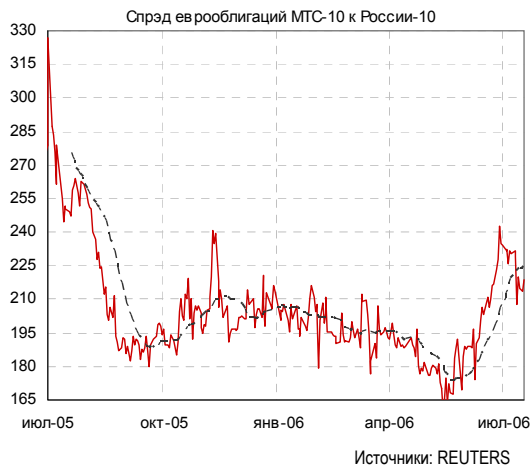
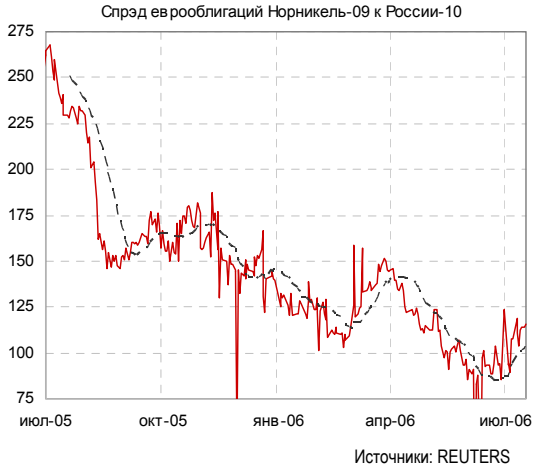
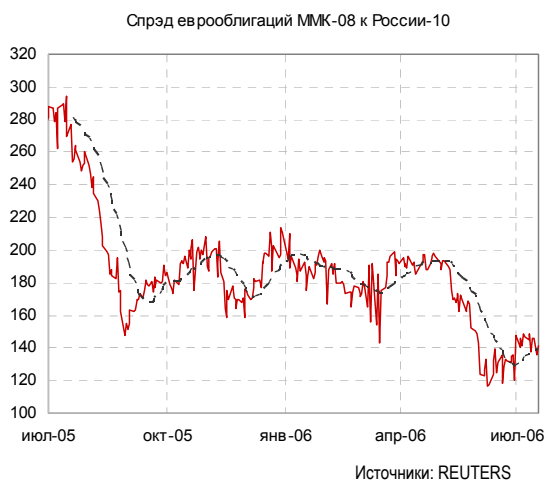
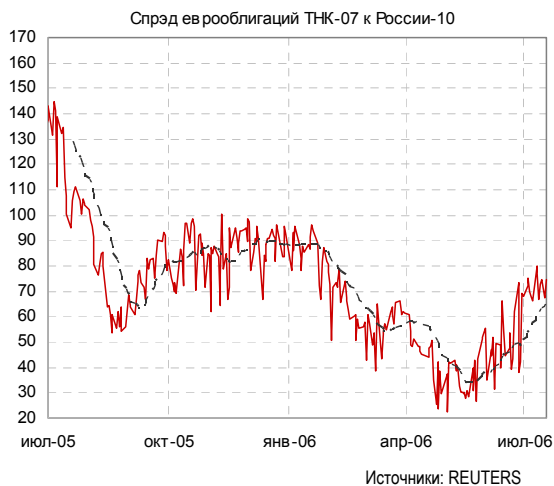
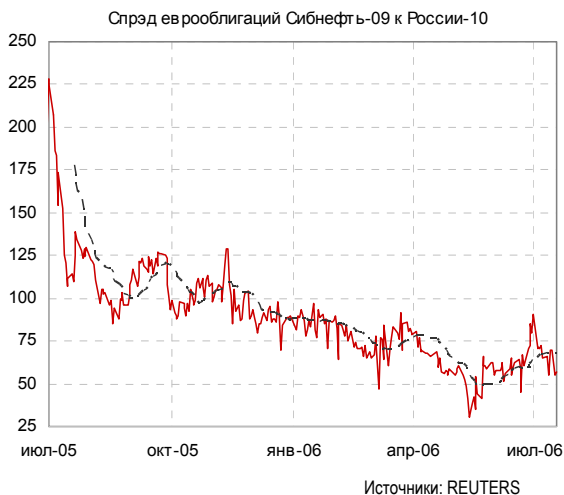
\*Текущая(расчетная) цена

107.22

### Рекомендации

По мере вероятного роста доходностей us-treasuries нашими стратегиями на внешних долговых рынках остаются уход от рыночных рисков в относительно короткие CLN и еврооблигации корпоративного сектора, поиск рыночных неэффективностей в корпоративном секторе и увеличение кредитного корпоративного риска. Мы рекомендуем по-прежнему придерживаться консервативной стратегии, ограничивая игру на длинном конце кривой доходности.

**Динамика индикативных спредов**



## Внутренний долговой рынок

*До конца лета пока нельзя уверенно ожидать какого-либо тренда на внутреннем долговом рынке. Наиболее вероятное развитие событий до конца лета - стагнация с незначительным ростом доходностей и потерей ликвидности на вторичном рынке.*

*С началом осени мы ждем небольшого ухудшения конъюнктуры. На начало сентября, по всей видимости, придется очередной пик размещений негосударственных рублевых облигаций. По нашим оценкам, в настоящий момент объем зарегистрированных и готовых к размещению выпусков составляет порядка 150 млрд. руб. при этом эмитенты готовы уже в ближайшее время разместить ровно треть от этого объема. Мы полагаем, что желание эмитентов привлечь средства к началу осени будет сильнее, чем привлечь эти средства по наиболее низкой ставке. В этом плане предстоящие размещения обещают быть щедрыми на премию в доходности к вторичному рынку.*

В настоящее время на внутреннем рынке долга установился относительно негативный тренд, связанный со сменой ожиданий по ставкам на внешних долговых рынках. Если в начале года общий консенсус-прогноз экономистов сходил на уровне 4,75-5,0% годовых относительно учетной ставки ФРС США, то в настоящее время большинство экономистов пересматривает прогнозы по учетной ставке в сторону повышения. Устойчивые ожидания по дальнейшему ужесточению монетарной политики в США, Европе, Японии и др. странах, в т.ч. ряде стран emerging markets не дают долговым рынкам войти в новую устойчивую фазу роста.

На внутреннем рынке долга, несмотря на стабильно высокий уровень рублевой ликвидности и уверенность участников относительно дальнейшего укрепления рубля, пока преобладают негативные настроения.

По итогам июня, ценовой индекс корпоративных облигаций Банка Москвы снизился на 0,3%. Ценовой индекс субфедеральных облигаций потерял 0,5%, сектор госбумаг – 0,3%. Эмитенты учитывают этот тренд и стараются принимать решения исходя из менее благоприятного развития событий. На наш взгляд, эта ситуация изменится, когда внешние долговые рынки получат сигнал о замедлении инфляционных процессах в развитых экономиках.

Динамика совокупных индексов облигаций более позитивна. По нашим оценкам, совокупный индекс облигаций (купонный доход + изменение цены) корпоративного сектора вырос за последние 1,5 месяца на 0,70% (5,6% годовых), аналогичный индекс субфедеральных и муниципальных облигаций вырос на 0,52% (4,16% годовых), в государственном секторе рост составил те же 0,50% (около 4,0% годовых).

Слабо негативная динамика внутреннего рынка долга связана в первую очередь с двумя факторами – ростом ставок на внешних долговых рынках и возросшими рисками emerging markets после роста нестабильности на Ближнем Востоке.

Сезон отпусков на внутреннем долговом рынке совпал с началом июля. Так, по нашим оценкам среднесуточный объем торгов с негосударственными облигациями в начале июля составил около 6,0 млрд. руб. по сравнению с 8,1 млрд. в первом полугодии и 8,3 млрд. в июне.

Таким образом, в настоящее время на внутреннем рынке облигаций наступила традиционная для середины лета стагнация – общий негативный тренд в совокупности со снижением торговых оборотов на вторичном рынке.

Более-менее эту ситуацию компенсирует активность эмитентов на первичном рынке. В июне в совокупности было размещено порядка 25 выпусков негосударственных облигаций на общую сумму порядка 37,6 млн. руб. С начала июля размещено выпусков на сумму порядка 32,7 млрд. руб. Выпуски облигаций, совокупный объем которых составляет порядка 40 млрд. руб., готовы к размещению уже в ближайшее время.



Источники: ММВБ, Банк Москвы



Источники: ММВБ, Банк Москвы

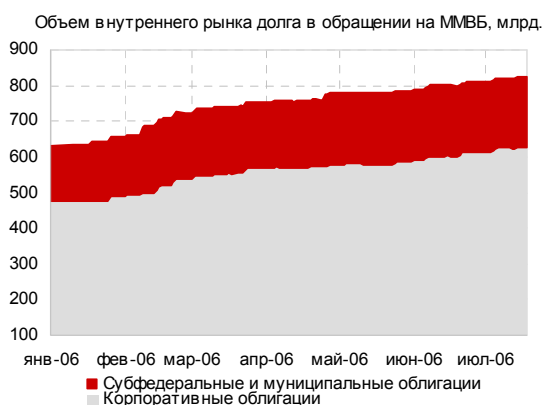
На ценовых графиках, представленных выше мы отразили динамику изменения капитализации 10-ки наиболее торгуемых облигаций в корпоративном и региональном секторах. По результатам ежедневных торгов на ММВБ определяется 10 бумаг-лидеров, капитализация которых используется при расчете среднечасового изменения стоимости. Состав индекса, соответственно, обновляется каждый день. Значение индекса рассчитывается исходя из дневного изменения 10-ки лидеров торгов и предыдущего значения индекса. В качестве отправной базы в 100 пунктов взят сентябрь 2005 года.

### Объем внутреннего долгового рынка

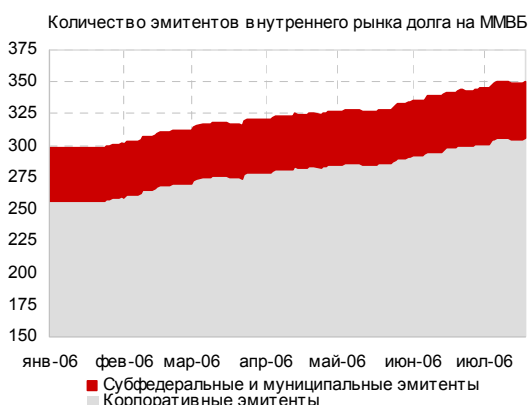
На начало июля совокупный объем внутреннего долгового рынка субфедеральных, муниципальных и корпоративных облигаций увеличился по сравнению с началом года на 179 млрд. руб. (+28,4%) до 812,4 млрд. руб. До конца года, мы полагаем, что рынок долга корпораций и регионов вырастет еще на 20,0% до 973 млрд. руб.

**Первичный рынок.** По итогам 6 мес. 2006 года объем первичных размещений негосударственных облигаций составил, по нашим оценкам, порядка 201,4 млрд. руб., что более чем в 1,5 раза превышает аналогичный показатель прошлого года.

**Потенциал рынка** корпоративных и субфедеральных облигаций в течение июня значительно вырос. Объем зарегистрированных и готовых к размещению выпусков к началу июля вырос до 169,0 млрд. руб. со 108,8 млрд. руб. в начале июня. В тоже время этот рост привел к снижению объема планируемых к размещению выпусков до 238,5 млрд. руб. с 280 млрд. руб. в начале месяца. В итоге совокупный навес планируемых к размещению выпусков составил на начало июля порядка 407,5 млрд. руб.



Источники: ММВБ, Банк Москвы



Источники: ММВБ, Банк Москвы

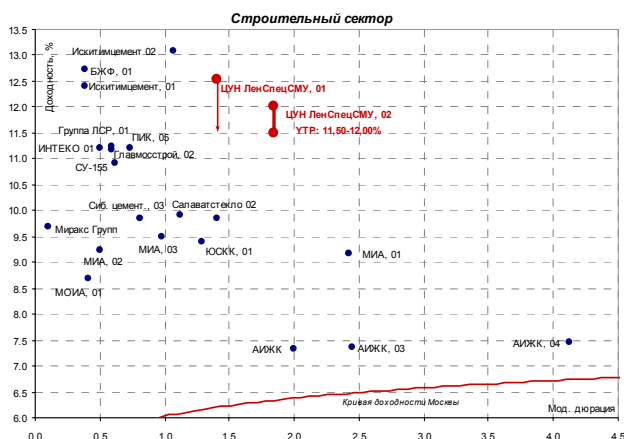
## Облигации ЦУН ЛенСпецСМУ-02

### Позиционирование выпуска облигаций

На 26 июня компания ЗАО «Центральное управление недвижимости ЛенСпецСМУ» (далее ЦУН ЛенСпецСМУ), входящая в строительный холдинг «Эталон-ЛенСпецСМУ», назначила начало размещения второй серии облигаций (ЦУН-02) на сумму 1,5 млрд. руб. Срок обращения облигаций составит 3,5 года. По выпуску также предусмотрена 2-х летняя оферта. Организатором выпуска выступает Банк Москвы. Поручителями по займу выступают основные предприятия строительного холдинга: ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» и ЗАО «СПб МФТЦ».

Дюрация нового выпуска исходя из представленных параметров будет составлять порядка 1,85 лет.

**Мы оцениваем, доходность нового выпуска к оферте через 2 года на уровне 11,5%-12,0% годовых**, что предполагает некоторый дисконт в доходности к обращающемуся выпуску облигаций ЦУН-01. Спрэд к облигациям Москвы – на уровне 500-550 б.п. Спрэд к облигациям Главмосстрой-2 должен составлять порядка 25-50 б.п.



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

Строительная группа Эталон-ЛенСпецСМУ – вертикально-интегрированный холдинг, являющийся крупнейшей строительной организацией северо-западного региона. Компания специализируется на строительстве жилья бизнес-класса, кирпично-монолитных объектов, характеризующихся более устойчивым спросом и большей стабильностью цен в сравнении с массовым жильём. Холдинг «ЛенСпецСМУ» осуществляет свою деятельность более 17 лет. В настоящее время в холдинг входят ряд предприятий, осуществляющих весь цикл строительных работ от производства строительных материалов до продажи конечной продукции.

За последние 1,5 года, с тех пор как ЛенСпецСМУ разместила дебютный выпуск облигаций, группой была проведена серьезная работа по улучшению инвестиционной привлекательности. В частности, в настоящий момент опубликована аудированная финансовая отчетность в соответствии со стандартами МСФО за 2002-2004 гг. В ближайшее время ожидается публикация отчетности за 2005-2004 гг.

Кроме того, за прошедший год ЛенСпецСМУ существенно укрепила свои позиции на рынке строительства Санкт-Петербурга. В 2005 году объем построенных и сданных объектов холдинга составил 359 тыс. м. кв. по сравнению с 222,5 тыс. в 2004 г., а доля холдинга на первичном рынке Санкт-Петербурга выросла до 15,8% с 11,0%.

Мы полагаем, что усилия компании, приводящие к положительным результатам, должны непременно отразиться на уровне рискованной премии долгов компании.

Сравнительный анализ финансовых показателей компаний, млн. \$

	ЛенСпецСМУ			Главмосстрой			СУ-155			Миракс	
	2004	2004	2005П	2004	2004	2005	2004	2004	2005	2003	2004
Отчетность	IFRS	IFRS	IFRS (E)	RAS	RAS	RAS	RAS	RAS	RAS	US GAAP (n.a.)	US GAAP
Выручка	64.1	213.3	194.2	340.6	369.8	372.4	128.2	127.1	867.8	122.5	127.1
ЕБИТДА	1.1	6.5	17.9	8.7	5.3	18.6	7.0	10.9	32.2	45.0	43.0
Чистые процентные расходы	-0.1	0.2	1.2	5.6	14.6	10.7	3.2	11.7	7.4	5.8	10.4
Чистая прибыль	0.6	3.6	10.6	1.4	1.7	2.1	1.4	2.3	8.7	32.5	24.5
Текущая ликвидность	0.93	0.88	0.97	0.98	1.10	1.12	0.99	1.04	1.09	0.97	0.80
Операционная рентабельность	0.0%	2.3%	8.3%	2.5%	1.4%	4.9%	3.4%	6.5%	3.4%	36.4%	33.3%
Рентабельность по ЕБИТДА	1.7%	3.1%	9.2%	2.5%	1.4%	5.0%	5.4%	8.5%	3.7%	36.7%	33.8%
Чистая рентабельность	1.0%	1.7%	5.5%	0.4%	0.5%	0.6%	1.1%	1.8%	1.0%	26.5%	19.3%
Итого активы	177.5	240.9	336.7	297.0	517.1	971.6	911.7	1431.4	1785.0	215.4	271.1
Совокупный долг	7.3	9.6	53.5	74.0	195.1	621.6	99.2	265.1	519.5	104.5	75.6
Чистый долг	4.6	8.4	53.3	62.3	126.3	223.4	-216.0	-171.8	-24.8	96.0	70.0
Совокупный долг/ Активы	0.04	0.04	0.16	0.25	0.38	0.64	0.11	0.19	0.29	0.49	0.28
Совокупный долг/ ЕБИТДА	6.82	1.48	3.00	8.54	36.97	33.38	14.22	24.41	16.15	2.32	1.76
Долгоср. долг/ Совокупный долг	1.00	0.01	0.99	0.00	0.37	0.21	0.00	0.20	0.26	0.57	0.22
ЕБИТДА/ Процентные платежи	-15.81	41.55	14.75	1.54	0.36	1.74	2.16	0.93	4.34	7.72	4.14

Источники: отчеты компаний, расчеты Банка Москвы

## Прогнозы и рекомендации

На наш взгляд, остаток лета рынок переживет без особых потрясений. На внешних рынках рост ставок может составить до 30 б.п., на внутреннем рынке возможна временная стагнация с незначительным ростом доходностей и потерей ликвидности на вторичном рынке. До конца лета пока нельзя уверенно ожидать какого-либо тренда на внутреннем долговом рынке. Настроение портит ужесточение монетарной политики в развитых экономиках. Ожидаемое нами возобновление роста доходностей на внешних долговых рынках будет негативно отражаться на конъюнктуре.

С другой стороны, уверенность в продолжении укрепления рубля будет провоцировать спекулянтов на открытие длинных позиций в ликвидных выпусках с высокой дюрацией. Мы полагаем, что такая стратегия может принести дивиденды только в случае повышения суверенного рейтинга со стороны Moody's или Fitch, которое, возможно, будет объявлено после 21 августа – даты, когда будут осуществлены платежи по досрочному списанию оставшейся суммы долга России перед Парижским Клубом.

С началом осени мы ждем небольшого ухудшения конъюнктуры. На начало сентября, по всей видимости, придется очередной пик размещений негосударственных рублевых облигаций. По нашим оценкам, в настоящий момент объем зарегистрированных и готовых к размещению выпусков составляет порядка 150 млрд. руб. при этом эмитенты готовы уже в ближайшее время разместить ровно треть от этого объема. Мы полагаем, что желание эмитентов привлечь средства в начале осени будет сильнее, чем желание привлечь эти средства по наиболее низкой ставке. В конце сентября 2006 г. также возможна небольшая сезонная стагнация рынка, связанная со снижением рублевой ликвидности. В этом плане предстоящие размещения обещают быть щедрыми на премию в доходности к вторичному рынку.

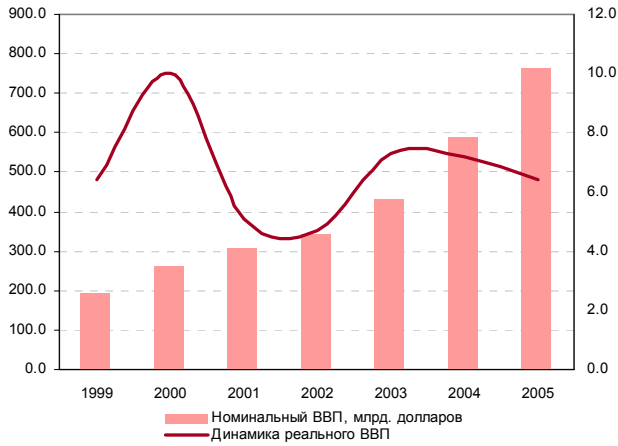
В настоящее время мы рекомендуем инвесторам ограничивать позиции в длинных выпусках рублевых облигаций свыше с дюрацией свыше 1,5 -2,0 лет.



# Российская статистика

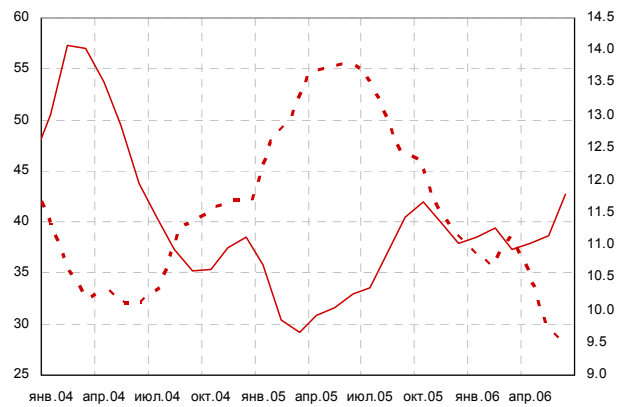
## Графики ключевых макроиндикаторов

Динамика ВВП России



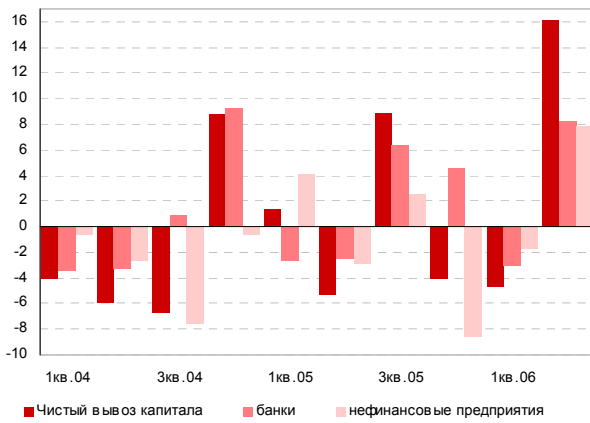
Источники: Центральный Банк РФ

Денежный агрегат М2, в % год к году  
Индекс потребительских цен, % год к году



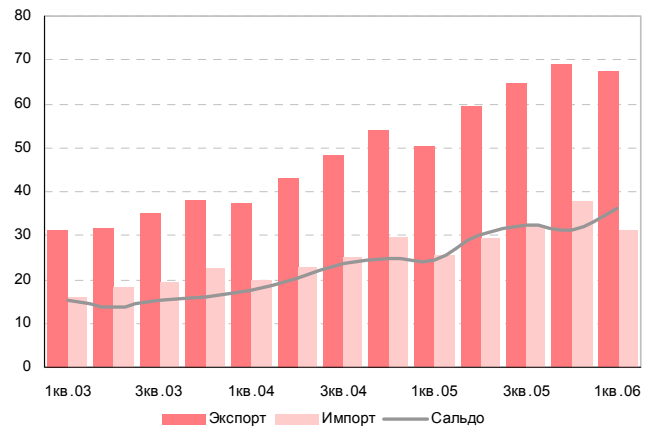
Источники: Центральный Банк РФ

Чистый вывоз капитала частного сектора, млрд. долл. США



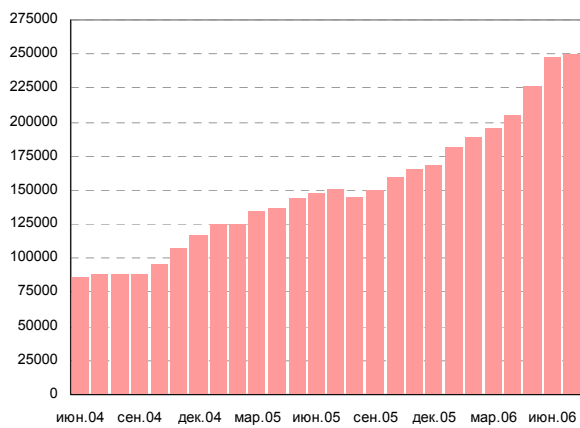
Источники: Центральный Банк РФ

Торговый баланс РФ, млрд. долларов



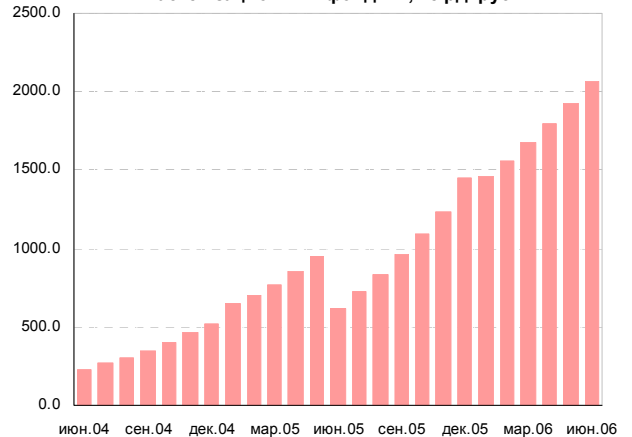
Источники: Центральный Банк РФ

Золотовалютные резервы России, млрд. долл. США



Источники: Центральный Банк РФ

Стабилизационный фонд РФ, млрд. руб.

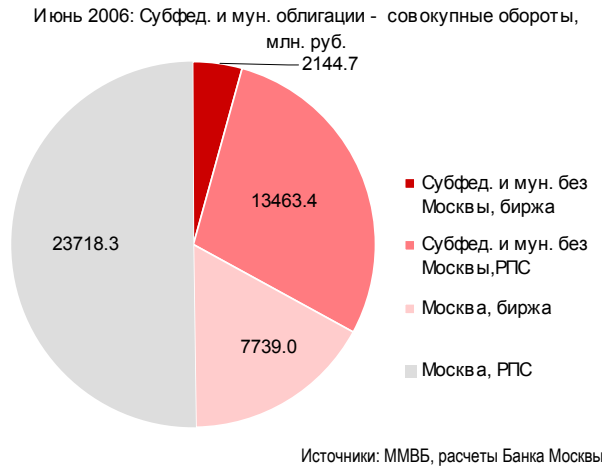
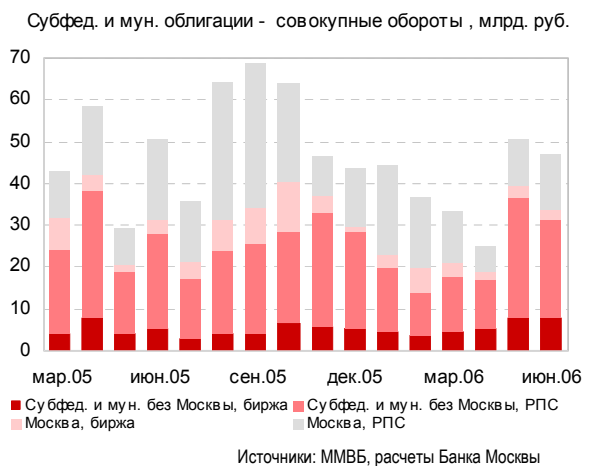
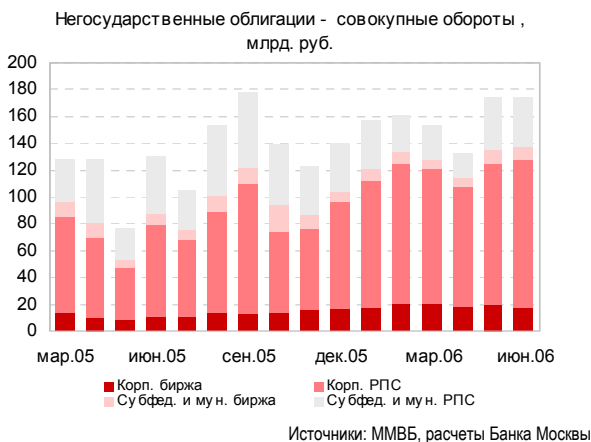
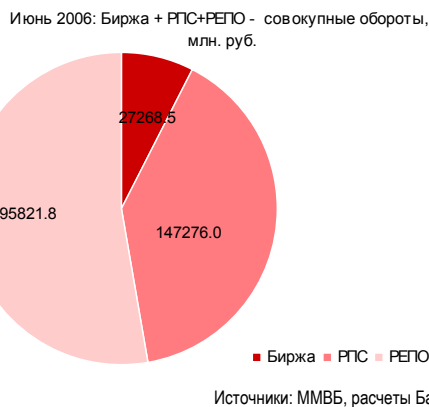
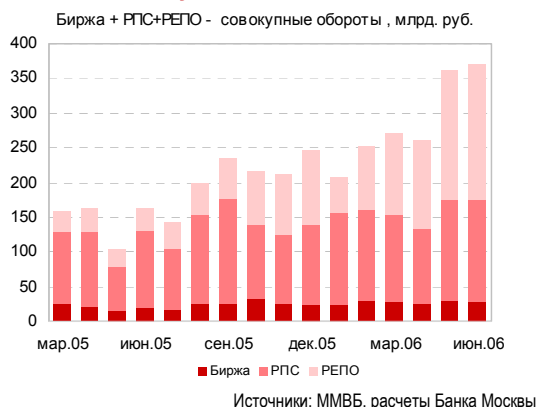


Источники: Минфин РФ

### Внутренний долговой рынок – динамика вторичного рынка

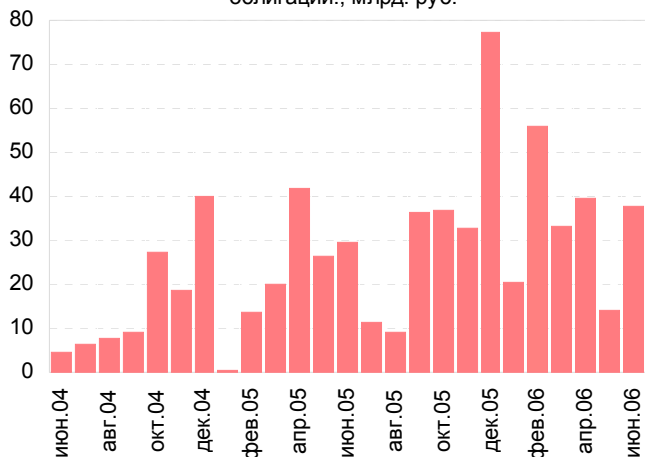


### Биржевые обороты с рублевыми облигациями на ММВБ



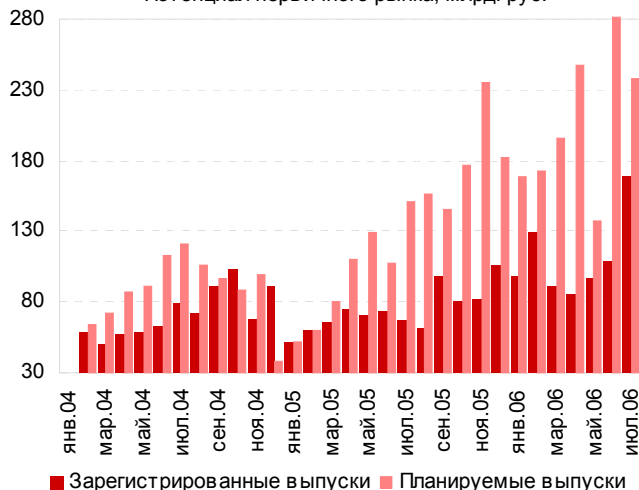
**Внутренний долговой рынок – динамика первичного рынка**

Размещения негосударственных рублевых облигаций., млрд. руб.



Источники: Инфромагента, ММВБ, Банк Москвы

Потенциал первичного рынка, млрд. руб.



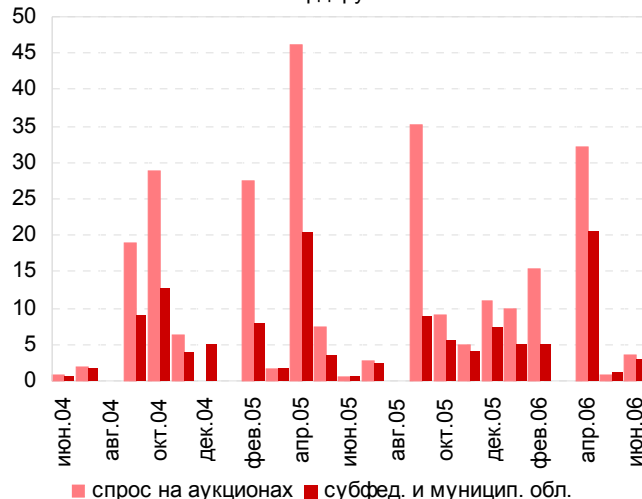
Источники: Инфромагента, оценки Банка Москвы

Первичный рынок корпоративных облигаций, млрд. рублей



Источники: Инфромагента, ММВБ, Банк Москвы

Первичный рынок субфед. и муницип. облигаций, млрд. рублей



Источники: Инфромагента, ММВБ, Банк Москвы

**Итоги размещений негосударственных выпусков облигаций\* в июне - начале июля 2006 г.**

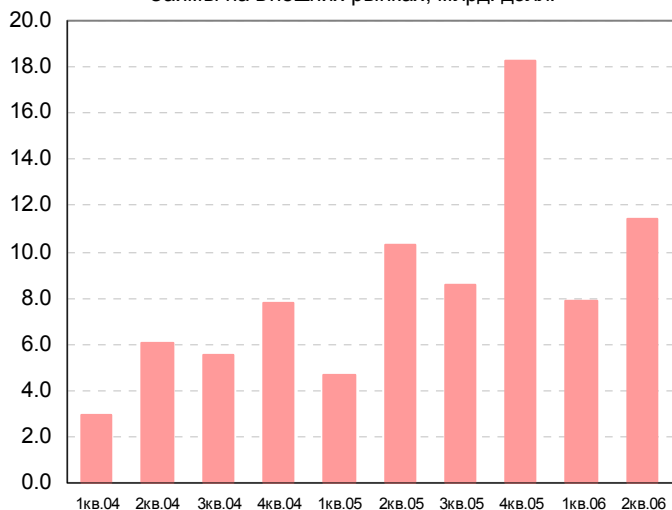
Инструмент	Серия выпуска	Дата начала размещения	Объем выпуска (предложения), млн. руб.	ближ оферта/погашение, лет	Доходность к оферте/погашению, %	Bid-to-cover ratio
Техносила-Инвест	1	01.06.2006	2000	2.00	10.00	1.12
Черкизово Группа	1	06.06.2006	2000	3.00	8.85	1.58
Евросеть	2	06.06.2006	3000	1.50	10.25	1.00
Чувашия	31005	06.06.2006	1000	5.00	7.85	1.00
Карелия	34009	07.06.2006	500	4.00	8.40	2.28
Белон-Финанс	1	07.06.2006	1500	3.00	9.10	2.17
Дальсвязь	2	07.06.2006	2000	4.00	8.85	1.00
Дальсвязь	3	07.06.2006	1500	3.00	8.60	1.00
Сибкадембанк	3	08.06.2006	3000	3.00	9.60	1.67
Московский кредитный банк	2	08.06.2006	1000	1.50	10.40	1.29
Банк Санкт-Петербург	1	14.06.2006	1000	1.00	9.60	1.29
УЗПС	1	15.06.2006	1500	2.00	12.00	1.00
МЕТАР Финанс	1	15.06.2006	500	2.00	12.95	1.18
Натур Продукт-Инвест	2	20.06.2006	1000	1.50	10.75	1.30
НОМОС-Банк	7	20.06.2006	3000	3.00	8.25	1.17
Камская долина-Финанс	3	20.06.2006	500	1.00	13.50	0.13
Аиф ИД	1	21.06.2006	1500	1.50	11.75	1.00
Мечел	2	21.06.2006	5000	4.00	8.40	1.09
Глобус-Лизинг-Финанс	4	22.06.2006	500	3.00	12.70	1.04
Арбат энд Ко	1	23.06.2006	1500	1.00	10.50	1.10
ТВЗ	3	23.06.2006	1000	2.00	9.25	1.86
Агроком	1	27.06.2006	1500	1.00	10.75	0.73
Тульская область	31001	29.06.2006	1500	3.00	8.50	1.00
Абсолют банк	2	03.07.2006	1000	1.00	9.70	1.23
Воронежская область	34001	03.07.2006	500	5.00	10.25	0.00
Аптечная сеть 36,6	1	04.07.2006	3000	2.00	9.89	1.43
ГидроОГК	1	05.07.2006	5000	5.00	8.10	1.24
УБРИР-финанс	2	06.07.2006	1000	1.00	11.00	1.07
Судостроительный банк	1	06.07.2006	1500	1.00	10.50	1.00
ЭМАльянс-Финанс	1	14.07.2006	2000	1.00	10.50	1.00
РТК-Лизинг	5	14.07.2006	2250	1.00	8.80	1.39

Источники: REUTERS, Банк Москвы

\*За исключением займов, объем которых составляет менее 500 млн. руб.

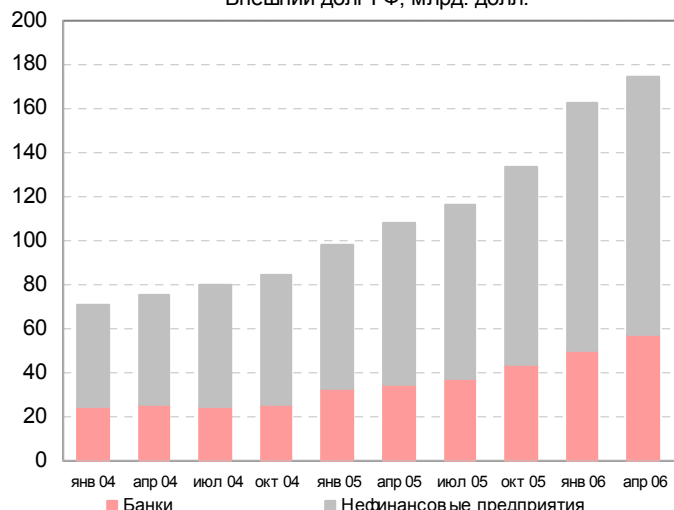
Статистика внешнего долгового рынка

Займы на внешних рынках, млрд. долл.



Источники: Инфомагента, Банк Москвы

Внешний долг РФ, млрд. долл.



Источники: Центральный Банк РФ

Внешний долг РФ, млрд. долл.

	1 янв 04	1 апр 04	1 июл 04	1 окт 04	1 янв 05	1 апр 05	1 июл 05	1 окт 05	1 янв 06	1 апр 06
<b>Государственный долг РФ</b>	106.0	104.2	102.7	100.2	105.6	100.8	100.2	81.3	82.3	86.2
Краткосрочные обязательства	15.0	12.0	10.9	10.1	11.5	14.8	15.9	16.1	17.7	23.3
Долгосрочные обязательства	91.0	92.2	91.7	90.1	94.1	86.1	84.3	65.2	64.6	62.9
в т.ч.:										
Долговые ценные бумаги	28.6	30.9	30.2	31.2	32.2	33.2	34.2	35.2	36.2	37.2
Ссуды и займы*	57.4	56.7	57.4	56.0	59.1	55.7	52.7	36.3	35.6	34.8
Кредиты МВФ	5.1	4.6	4.1	3.6	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Банки</b>	24.8	25.0	24.2	25.4	32.4	34.4	37.6	43.3	50.0	57.2
Краткосрочные обязательства	16.5	15.5	14.5	13.8	18.2	17.3	16.3	18.2	20.3	23.9
в т.ч.:										
Ссуды и займы	6.6	5.6	6.5	5.7	8.2	7.4	6.6	7.0	8.2	10.5
Текущие счета и депозиты	8.3	8.0	5.9	6.1	8.1	7.7	7.4	8.8	9.9	10.6
Долгосрочные обязательства	8.2	9.5	9.7	11.6	14.2	17.1	21.3	25.1	29.7	33.3
в т.ч.:										
Ссуды и займы	6.4	7.6	7.9	9.5	11.7	14.3	18.0	21.5	26.4	29.4
<b>Нефинансовые предприятия</b>	45.8	50.6	55.8	58.7	65.5	73.8	78.8	90.0	112.6	117.0
Краткосрочные обязательства	4.5	4.4	6.2	6.2	6.4	6.3	6.4	5.8	5.8	6.5
в т.ч.:										
Ссуды и займы	4.5	4.4	5.4	5.4	6.3	6.2	5.3	5.3	5.5	6.4
Долгосрочные обязательства	41.3	46.2	49.6	52.5	59.1	67.6	72.4	84.3	106.8	110.6
в т.ч.:										
Долговые ценные бумаги	4.0	5.8	5.1	5.4	5.8	6.6	6.6	10.1	12.3	14.4
Ссуды и займы	37.3	40.4	44.5	47.2	53.3	61.0	65.8	74.2	94.5	96.1

Источники: Центральный Банк РФ

Крупнейшие заимствования\* на внешних долговых рынках во 2 кв. 2006 г.

Эмитент	\$млн	Дата	срок, лет	Ставка купона, %	Вид кредита /программа займа
Группа "Энергомаш"	150.0	05.04.06	4.00	апр.2010	CLN
ВТБ	360.0	07.04.06	3.00	10.04.09	eurobonds
УРАЛСИБ	212.0	10.04.06	1.00	апр.2007	sindicated loan
Газпромбанк	500	11.04.06	3.00	апр.2009	sindicated loan
МТС	630.0	21.04.06	3.00	апр.2008	sindicated loan
МТС	700.0	21.04.06	5.00	апр.2011	sindicated loan
Банк Москвы	400.0	28.04.06	3.00	апр.2009	sindicated loan
Сбербанк	500.0	28.04.06	7.00	15.05.13	EMTN/ FRN
Номос-Банк	150.0	28.04.06	3.00	12.05.09	eurobonds
Газпром	1526	28.04.06	4.00	апр.2010	sindicated loan
Банк Русский Стандарт	350.0	02.05.06	5.00	05.05.11	EMTN
ДВМП	170.0	02.05.06	н.д.	н.д.	credit
Бинбанк	200.0	04.05.06	3.00	18.05.09	eurobonds
ВТБ	600.0	04.05.06	3.00	май.2009	sindicated loan
Сибкадембанк	350.9	05.05.06	3.00	12.05.09	eurobonds
Вымпелком	600.0	05.05.06	10.00	23.05.16	LPN
Банк Москвы	500.0	05.05.06	7.00	13.05.13	LPN
Rapsod Trade Ltd (Gallery Grc	150.0	10.05.06	7.00	май.2013	eurobonds
Россельхозбанк	700	11.05.06	7.00	май.2013	EMTN
МТС	250.0	18.05.06	8.00	май.2014	credit
Альфа-Банк	438.0	01.06.06	1.00	июн.2007	sindicated loan
Газпромбанк	500.0	08.06.06	5.00	июн.2011	eurobonds
Газпром Нефть	630	13.06.06	3.00	июн.2009	sindicated loan
Банк ЗЕНИТ	135.0	16.06.06	1.00	н.д.	sindicated loan
<b>Итого:</b>	<b>11381.0</b>				

Источники: СМИ, Банк Москвы

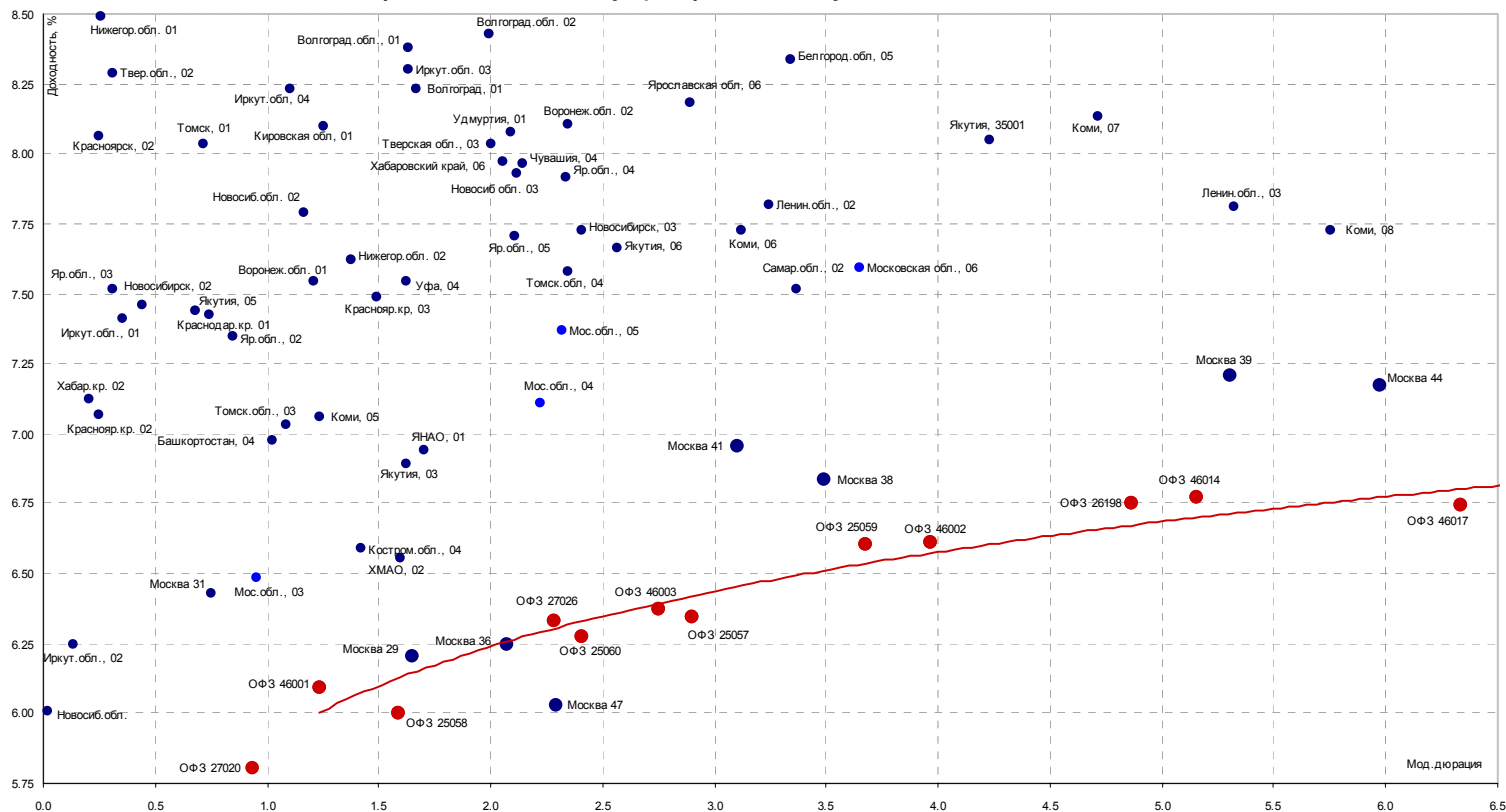
\* Объявленный объем заимствования превышает \$100 млн.

Кредитные рейтинги российских эмитентов, июль 2006

РОССИЯ				BBB	Baa2	BBB									
РЕГИОНЫ И ГОРОДА				S&P	Moody's	Fitch	БАНКИ								
Балашихинский район				B-								Alfa Debt Market Ltd			
Башкортостан, республика				BB	Ba1							Alfa-Russia Finance B.V.	BB-	Ba2	B
Братск				B								Еврофинанс-Моснарбанк			B
Вологодская обл.				V+								BCEN-Eurobank			BBB-
Иркутская обл.				V+								<b>Банк Москвы, ОАО</b>			<b>BBB-</b>
Карелия, республика						V+						MDM HOLDING GMBH			BB-
Клинский район				B-								Moscow Narodny Bank			BBB-
Коми, республика					Ba3	BB-						Абсолют Банк			B
Краснодарский край				V+								Авангард Банк		(20/01/	
Красноярский край												Ак Барс			V+
Ленинградская обл.				V+		B						Альба-Альянс	CCC		
Липецкая область						BB-						Альфа-банк	BB-		V+
Москва				BBB	Baa2	BBB						Банк Ингосстрах-Союз	B-		
Московская обл.				BB	Ba3							Банк Кредиттраст		s (nFit5	
Нижегородская обл.					Caa1							Банк Трост (Trust Investment Bank)		B1	
Новосибирск				B								Банк Ханты-Мансийск	V+		
Пермская обл.					Ba1							БИН-банк	B-		B-
Самарская обл.				BB-	Ba2							Внешторгбанк	BBB	A2	BBB
Санкт-Петербург				BBB-	Baa2	BBB-						Внешэкономбанк	BBB		BBB
Саха (Якутия), республика						V+						Вэб-инвест Банк	CCC		
Свердловская обл.				BB-								ВБРР		B1	
Ставропольский край				B								Газпромбанк, ОАО	BB	A3	
Сургут, город				BB-								ДельтаКредит	WR		
Татарстан, республика				BB-	Ba1	BB						Европейский трастовый банк	CCC		
Уфа, город				V+								Зенит		B1	B
Ханты-Мансийский АО				BB+								НИКойл, ИБГ			B
Ямало-Ненецкий АО				BB+								Импэксбанк	BB+	A2	BBB-
												Интерфин Трэйд	CCC		
												Инвестиционная банковская корпорация	WR		
<b>НЕФТЬ И ГАЗ</b>				<b>S&amp;P</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>						Ингосстрах-Союз, Банк (СОЮЗ Банк)	B-		
Газпром				BB+	Baa1	BBB-						КМБ-банк		Ba3	
Gazinvest Finance BV				BB	A3							Инкомбанк			CCC-
Gas Capital S.A.				BB+	Baa1	BB						Инфобанк	D		
ЛУКОЙЛ				BB+	Baa2	BBB-						Кредиттраст		s (nFit5	
LukInter Finance BV				BB U		BBB-						МДМ-банк	V+	Ba2	BB-
Роснефть				V+	Baa2	BB+						Международный Банк Санкт Петербурга	CCC+		B-
Сибнефть				BB	Ba2							Московский кредитный банк			B-
Татнефть				B- D		B						Международный московский банк	BB U		BBB
Tatneft Finance plc				B-	B3	V+						Международный промышленный банк	B	WR	B
Тюменская нефтяная компания					Baa2							МЕНАТЕП - Санкт-Петербург			B-
TNK International Ltd				BB+		BB+						Мосбизнесбанк			C
TNK-BP				BB+								Московский банк реконструкции и развития			B
ЮКОС				D	Ca							Моснарбанк			
Транснефть, ОАО АК				BB+	A2							МФК	CCC-		
<b>ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА</b>				<b>S&amp;P</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>						Национальный резервный банк			B-
РАО ЕЭС				V+								НОМОС-банк (Банк Новая Москва)		Ba3	V+
Федеральная сетевая компания				V+								Оргресбанк			B-
Иркутскэнерго				V+								Петрокоммерцбанк	B	Ba3	
Мосэнерго				B-								Пробизнесбанк			B-
												Промсвязьбанк	B	Ba3	B
												Промстройбанк (СПб)		A2	BBB-
												Промторгбанк		B2	
<b>МОБИЛЬНАЯ СВЯЗЬ И ИНТЕРНЕТ</b>				<b>S&amp;P</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>						РОСБАНК	B U		V+
Golden Telecom				BB-								Росевробанк		B1	
Мобильные ТелеСистемы				BB-								Российский Банк Развития	BBB-	Baa2	
Mobile Telesystem Finance S.A.				BB-	Ba3							Русский коммерческий банк (Кипр)			BBB-
Вымпелком				BB	Ba3							Русский Стандарт Банк	BBB+		
VimpelCom BV				A		A+						Сбербанк		A2	BBB
Мегафон, ОАО				BB-		BB						СБС-Агро	A+	A1	
<b>ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ</b>				<b>S&amp;P</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>						Сургутнефтегазбанк	B		
Сибирьтелеком						V+						Транскредитбанк	B-		
Волгателеком				V+								УРАЛСИБ	B		B
Дальсвязь						B						Уралтрансбанк			B-
МГТС				BB-								Уральский банк Реконструкции и Развития	CCC+		
Нижегородсвязьинформ				B-		B						ХКФ Банк	B		
Новосибирскэлектросвязь						B						Ханты-Мансийский банк	B-		
Петербургская телефонная сеть				CCC		B						ЦентроКредит			B-
Ростелеком				BB-								Конверсбанк			CCC+
Северо-западный телеком				V+		V+						Investment Bank CIT	CCC		
Уралсвязьинформ				V+		V+						ЛОКО-Банк			B-
Центртелеком				B-								Moscow Bank for Re'n & Devel			B
ЮТК				CCC+	Caa1							Московский Муниципальный Банк			BBB-
Центртелеком						B-						Национальный Траст Банк			B-
												Russian Agricultural Bank		A3	BBB
<b>МЕТАЛЛУРГИЯ</b>				<b>S&amp;P</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>						Сибкадембанк			B
ММК				BB-		BB-									
ММК Finance S.A.				BB-	Ba3	BB-									
Северсталь (ОАО)				V+ U	B2 U	BB-									
Евразхолдинг					B3										
Norilsk Nickel Finance Luxembourg S.A.				BB+	Ba2										
MMC Norilsk Nickel (OJSC)				BB+	Ba2	BBB-									
Novolipetsk Steel (ОАО)				BB+											
<b>МАШИНОСТРОЕНИЕ</b>				<b>S&amp;P</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>									
ОМЗ				CCC+											

Источники: REUTERS

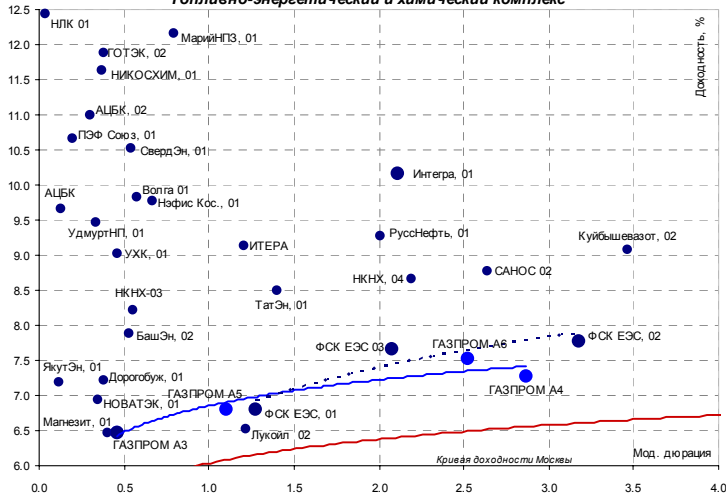
Кривая доходности субфедеральных и муниципальных облигаций



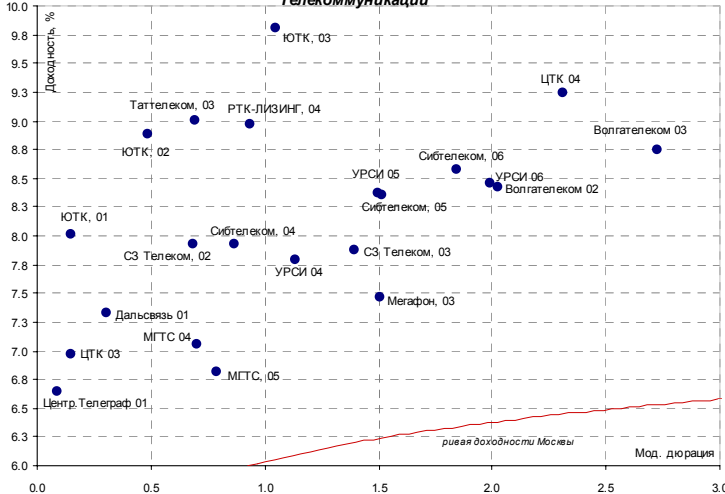
Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривые доходностей корпоративных облигаций

Топливо-энергетический и химический комплекс



Телекоммуникации



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы







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.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ	WWW.MMBANK.RU	+7 (495) 105-8000	+7 (495) 924-0080
		e-mail	вн. тел.
<u>ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ</u>	Сытников Алексей		
<u>ДЕПАРТАМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ</u>			
Директор департамента	Касьянова Елена	Kasyanova_EA@mmbank.ru	46-79
<u>АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ</u>			
Зам. директора департамента, начальник управления	Тремасов Кирилл	Tremasov_KV@mmbank.ru	45-92
<u>Отдел анализа рынка акций</u>			
Начальник отдела	Веденеев Владимир	Vedeneev_VY@mmbank.ru	28-17
Главный специалист	Скворцов Дмитрий	Skvortsov_DV@mmbank.ru	28-32
Главный специалист	Лямин Михаил	Lyamin_MY@mmbank.ru	28-44
Специалист	Веселова Ольга	Veselova_OV@mmbank.ru	28-92
<u>Отдел анализа долговых рынков</u>			
Начальник отдела	Федоров Егор	Fedorov_EY@mmbank.ru	42-33
Ведущий специалист	Ковалева Наталья	Kovaleva_NY@mmbank.ru	17-51
Ассистент	Чупрына Татьяна	Chupryna_TV@mmbank.ru	42-81
<u>УПРАВЛЕНИЕ ТОРГОВЫХ ОПЕРАЦИЙ</u>			
Начальник управления	Беспалов Алексей	Bespalov_AV@mmbank.ru	42-20
Рынок акций	Волков Алексей	Volkov_A@mmbank.ru	28-37
Рынок облигаций	Вдовин Алексей	Vdovin_AV@mmbank.ru	28-95
<u>УПРАВЛЕНИЕ ПРОДАЖ</u>			
Начальник отдела	Мазнин Владимир	Maznin_VA@mmbank.ru	12-59
Менеджер по работе с клиентами	Борникова Наталья	Bornikova_NY@mmbank.ru	45-94