

Standard & Poor's подтвердило долгосрочные рейтинги России в иностранной и местной валютах на уровнях "BBB-" и "BBB" соответственно, отметив замедление реформ и ослабление макроэкономической стабильности в стране. Прогноз изменения рейтингов – "стабильный". По словам агентства, "благодаря постоянно высоким ценам на нефть и успешному управлению долгом показатели баланса бюджета и торгового баланса продолжают ощущать рост в 2005 году. Тем не менее налогово-бюджетная политика стала менее взвешенной, а макроэкономическая стабильность в России ослабла в связи с замедлением экономического роста и ускорением инфляции... Политическая неопределенность и замедление процесса реформ, наблюдавшиеся в 2004 году, продолжатся и до сих пор и, вероятно, продолжатся в последующие несколько лет, особенно в связи с тем, что политические силы готовятся к выборам 2007-2008 годов. Экономический рост около 5%, несмотря на вполне приемлемый уровень в сравнении с международными стандартами, по-прежнему ограничивается многими структурными и политическими слабостями". Тем не менее, агентство отметило усиление позиций правительства как внешнего нетто-кредитора. По словам агентства, "ожидается, что эти активы (стабфонд) будут расти на протяжении следующих трех лет, уровень внешней ликвидности будет высоким, несмотря на быстрорастущий внешний долг частного сектора. Официально резервы 2.5 раза покрывают краткосрочный внешний долг, в то время как общие потребности финансирования внешнего долга относительно низки по отношению к резервам и ожидается, что они останутся такими же".

Standard & Poor's прогнозирует в 2005-2006 гг. положительную динамику движения рейтингов российских банков. По словам агентства, средний рейтинг российских банков в обозримой перспективе повысится (с "CCC" и "B" до "BB"), будет более резкая диверсификация банков по уровню кредитных рейтингов, а разрыв между рейтингами наиболее и наименее кредитоспособных российских банков увеличится.

По оценкам главы МЭРТ Германа Грефа, ВВП России вырос в первом полугодии на 5.6%, промышленное производство - на 4%, по сравнению с 7.6% и 7.4% соответственно в первом полугодии 2004 года.

Промышленно-строительный банк (ПСБ) разместил дебютные трехлетние ноты участия в кредите (LPN) на \$300 млн по номиналу с купоном 6.875%. Fitch присвоило нотам ожидаемый долгосрочный рейтинг "B+", Moody's - рейтинг "Ba3".

Чистая прибыль АК "АЛРОСА" в 2004 г по МСФО возросла до 12.118 млрд руб против 6.356 млрд руб в 2003 г. Валовая прибыль АК "АЛРОСА" увеличилась до 33.121 млрд руб против 21.090 млрд в 2003 г. Выручка от реализации продукции составила в 2004 г 77.949 млрд руб против 60.004 млрд руб в 2003 г. Долгосрочные обязательства АК "АЛРОСА" на 31 декабря 2004 г составили 44.325 млрд руб против 35.722 млрд руб годом ранее. Из этой суммы на долгосрочные кредиты и займы приходится 31.410 млрд руб, отложенные налоговые обязательства – 3.866 млрд руб. Объем текущих обязательств на 31 декабря 2004 г составил 21.638 млрд руб против 25.810 млрд руб годом ранее, из которых налоги к уплате – 2.982 млрд руб.

Балансовая прибыль Газпромбанка по РСБУ выросла в первом полугодии 2005 года до 8.3 млрд руб с 6.8 млрд руб в первом полугодии 2004 года.

Балансовая прибыль Банка Москвы за 1-е полугодие 2005 г выросла на 64% по сравнению с аналогичным периодом 2004 года до 2.6 млрд руб.

Рублёвые облигации

Продолжение на стр 2.

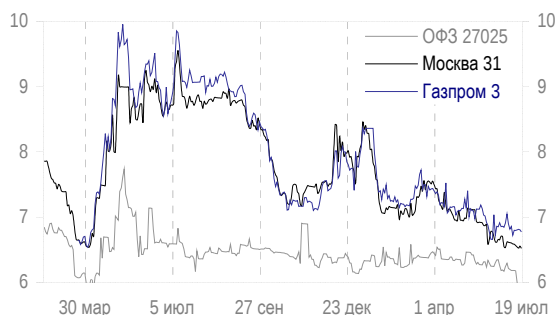
Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

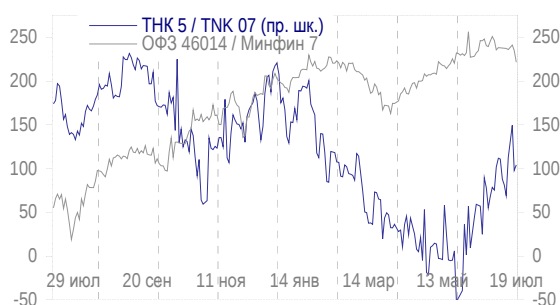
Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Настоящий документ основан на общедоступных источниках информации, заслуживающих доверия, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. МДМ-Банк оставляет за собой право делать любые выводы из полученной информации. Любая информация в настоящем документе может быть изменена нами в любое время без уведомления.

© 2004, МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, опубликовывать, переводить на другие языки, распространять и совершать любые другие действия.

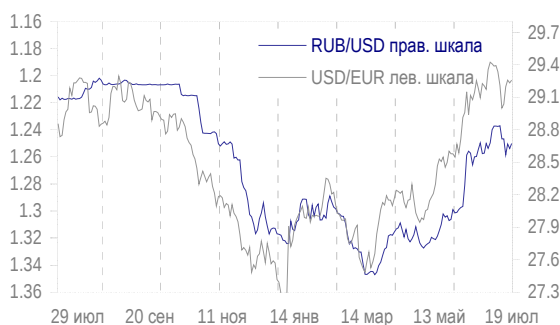
Доходности индикативных облигаций, %



Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



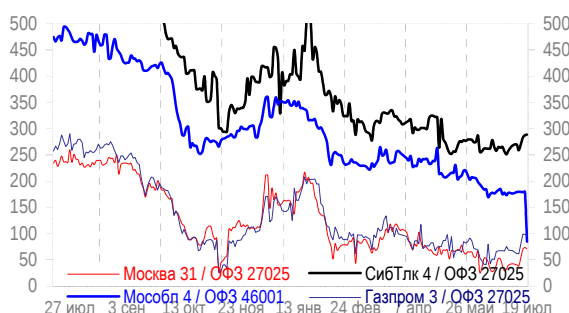
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



Спрэды дох-сти мун. и корп. облигаций, б.п.



Вчера активность на рынке несколько возросла, однако, основной оборот, как в первом, так и во втором эшелоне был сосредоточен всего в нескольких выпусках, котировки большинства которых показали незначительное снижение. В секторе ОФЗ основной оборот был сосредоточен в средне- и долгосрочных выпусках, общий уровень доходности которых практически не изменился. В секторе облигаций Москвы бумаги показали разнонаправленную динамику в пределах 0.2%, наибольший оборот пришелся на 38 и 40 выпуски. Среди корпоративных «фишек» наиболее активно торговались облигации ФСК, 3-и выпуски РЖД и ВТБ, по остальным бумагам торгов практически не было. Во втором эшелоне бумаги торговались без четко выраженного тренда, уже традиционным лидером роста остаются облигации ЦТК-4, котировки которых достигли уровней 112.5 при обороте порядка 500 млн руб.

Ситуация на рынках базовых активов сейчас скорее негативная для рынка рублевого долга. Сегодня с утра уровень ставок на денежном рынке несколько вырос (overnight 6-7% годовых), котировки же евробондов продолжили свое снижение. Негативные факторы несколько компенсируются укреплением рубля к доллару, что, однако, пока укладывается в дневные уровни волатильности. Тем не менее, мы не ожидаем каких-либо существенных движений на рынке рублевого долга – инвесторы уже привыкли к локальным и кратковременным (а именно это сейчас происходит) ухудшениям на рынках базовых активов.

Если не случится серьезных потрясений на рынке базовых активов, текущий достаточно высокий (хоть и снизившийся) уровень рублевой ликвидности и безыдейность могут позволить рынку удержаться на текущих уровнях до конца сезона отпусков без резких движений.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы рекомендуем ТМК-1 и 2 к покупке, т.к. кредитное качество ТМК заметно лучше, чем у ЧТПЗ (уровень долга ЧТПЗ значительно выше, чем у ТМК; рентабельность бизнеса ТМК так же заметно выше. Кроме того, прозрачность ТМК как эмитента более высокая). *Относительно доходности ЧТПЗ на аукционе мы видим справедливую доходность ТМК-2 на 30-50 б.п. ниже, т.е. около 9-9.2% годовых (цена должна быть в районе 102.4-102.70 при текущем рынке 101.85-102.05).*

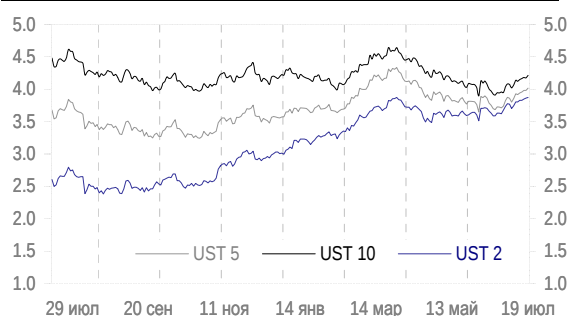
Среди облигаций второго эшелона мы рекомендуем обратить внимание на облигации **ЦентрТелеком – 4**, которые недооценены относительно кривой телекомов минимум на 30-50 б.п. С учетом текущей кривой доходности первого эшелона и кривой доходности телекомов, мы оцениваем справедливую доходность облигаций ЦТК-4 на уровне 10.15-10.30% годовых. Диапазон справедливой цены при этом будет 112.50-113.00, что оставляет потенциал роста цен на 0.5% от текущего рынка (112.4) *Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Облигации ЦентрТелеком - 4» от 21 июня 2005 г.*

Среди качественных эмитентов мы по прежнему выделяем облигации **АИЖК**, которые по нашему мнению имеют лучшие перспективы среди большинства облигаций в 2005 г. *Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Облигации АИЖК: Самые недооцененные облигации на рынке...и огромный потенциал для роста.» от 13 сентября 2004 г.*

Спрэды EMBI+, б.п.



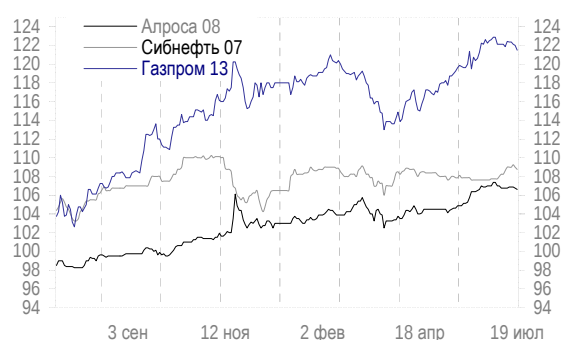
Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



Спрэды дох-сти корп. еврооблигаций, б.п.



Доходность US Trys вчера стабилизировалась. После краткосрочного роста доходности 10Y UST до 4.22-4.23% годовых в середине дня, к концу дня доходность снизилась до 4.19% годовых.

Инвесторы ждут сегодняшней речи Гринспена перед Конгрессом, где, как предполагается, он скажет о сохранении уверенных темпов роста экономики США, контролируемой инфляции и о сохранении политики по умеренному повышению ключевой процентной ставки. Тем не менее, любые сюрпризы в выступлении Гринспена возможны, поэтому сегодня с утра активность на мировом рынке облигаций минимальны. Основные действия начнутся после выступления Гринспена.

В итоге еврооблигации РФ вчера подевели на 1/2-1 п.п. вслед за US Trys. Россия-30 упала до 100.500, а спред подрос до 152 б.п. Сегодня Россия-30 подросла до 110.625 (спред 151 б.п.)

Заявление S&P о подтверждении рейтинга России на текущем уровне оказало нейтральное воздействие на рынок. В принципе, инвесторы не ждали повышение рейтинга России от этого агентства, отличающегося своей крайне консервативностью. S&P традиционно вкладывает больше политической составляющей в рейтинги и меньше экономической и фундаментальной составляющей в рейтинговые критерии, что обуславливает серьезную разницу в рейтингах одного и того же эмитента по шкале S&P и, например, Moody's.

Доходность 10Y UST в диапазоне 4.20-4.40% годовых имеет мощный уровень сопротивления, поэтому, вероятно, после торговли в этом диапазоне в течение ближайшего времени, доходности 10Y UST вновь устремятся к отметке 4.00% в среднесрочной перспективе. Поэтому, в случае достижения доходности 10Y UST отметки 4.30% и выше, мы будем рекомендовать начинать формировать секулятивные длинные позиции в еврооблигациях РФ из расчета дальнейшего снижения доходности US Trys и, соответственно, роста цен еврооблигаций РФ.

Российский спред уверенно держится около исторического минимума и практически неволатилен, хотя еще 1-2 мес. назад спред двигался в широком диапазоне +/- 20-40 б.п. Сейчас же спред уже около 2 недель плотно стоит в диапазоне 150-160 б.п. Мы полагаем, что устойчивые покупки, которые присутствуют на рынке, достаточно быстро опустят спред еще на 10-15 б.п. в ближайшие 2-3 мес.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы рекомендуем покупать еврооблигации Алроса-14, которые остаются существенно недооцененными относительно Газпром-13. С учетом усиления госконтроля в компании Алроса спред Алроса-14 к Газпром-13 может сузиться минимум на 50 б.п. в ближайшие месяцы, поэтому мы рекомендуем Алроса-14 к покупке. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Евробонды ALROSA 2014» от 28 июня 2005 г.

Мы советуем инвесторам больше внимания в 2005 г. уделить рынку CLN. Данные инструменты имеют дюрацию около 1 года, а спрэды к 1Y Libor находятся в диапазоне 500-900 б.п. Данный актив выглядит крайне привлекательным в условиях потенциально агрессивного роста краткосрочных ставок в США, а крайне высокие спрэды (в 2-3- раза выше, чем у корпоративных еврооблигаций РФ) компенсируют риск низкой ликвидности данных активов.

Адрес	115172, г. Москва, Котельническая наб., д.33, стр.1. Инвестиционный департамент МДМ-Банка	http://invest.mdmbank.ru/
Телефон / Факс	(+7 095) 795-2521 / (+7 095) 960-2250	
Reuters	MDMB	
Bloomberg	MDMG	

**Заместитель Председателя Правления
Инвестиционный блок**

Алексей Панферов

Клиентские продажи и торговля долговыми инструментами	Начальник управления		
	Игорь Суханов	(+7 095) 795 25 21	sukhanov@mdmbank.com
	Отдел продаж долговых инструментов		bond_sales@mdmbank.com
	Линаида Еремина	(+7 095) 363 55 83	leremina@mdmbank.com
	Дмитрий Омельченко	(+7 095) 363 55 84	omelchenko2@mdmbank.com
	Наталья Ермолицкая	(+7 095) 960 22 56	ermolitskaya@mdmbank.com
	Отдел торговли долговыми инструментами		Reuters Code: MDMB
	Александр Никонов	(+7 095) 795 25 21	nikonov@mdmbank.com
	Александр Зубков	(+7 095) 795 25 21	alexZ@mdmbank.com
	Евгений Лысенко	(+7 095) 795 25 21	lysenko@mdmbank.com
Отдел кредитных исследований	Отдел РЕПО		
	Алексей Базаров	(+7 095) 795 25 21	bazarov@mdmbank.com
	Наталья Храброва	(+7 095) 795 25 21	hlabrova@mdmbank.com
Анализ рынка облигаций	Николай Богатый	(+7 095) 795 25 21	Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com
	Артур Аракелян	(+7 095) 795 25 21	arakelyan@mdmbank.com
	Денис Гусев	(+7 095) 795 25 21	gusevD@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Настоящий документ основан на общедоступных источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. МДМ-Банк оставляет за собой право делать любые выводы из полученной информации. Любая информация в настоящем документе может быть изменена нами в любое время без уведомления.

© 2004, МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, опубликовывать, переводить на другие языки, распространять и совершать любые другие действия.