

По оценкам МЭРТ, ВВП РФ в январе-мае увеличился к тому же периоду 2004 г на 5.4%, в целом на 2005 г прогноз роста ВВП 5.8%. По оценкам МЭРТ, рост ВВП с исключением сезонного и календарного факторов замедлился с 0.5% в среднем за месяц в 2004 году и 0.6% в 4-ом квартале до 0.3% среднемесячно в 1-ом квартале, 0.5% - в апреле и 0.3% - в мае 2005 года.

По оценкам МЭРТ, внешнеторговый оборот России за 5 месяцев 2005 г вырос на 36% до \$136.2 млрд, положительное сальдо составило \$49.2 млрд.

По оценкам МЭРТ, реальное укрепление рубля к доллару за 5 месяцев 2005 г достигло 5%, к евро – 11.6%, реального эффективного курса – 7.8%. По расчетам МЭРТ, за май курс рубля к доллару в реальном выражении укрепился на 0.5%, к евро - на 1.8%, укрепление реального эффективного курса за месяц составило 1%.

ВЭБ перевел в Citibank свыше \$279 млн в счет погашения купонов двух выпусков российских евробондов с погашением в 2028 и 2007 году.

Газпром может полностью отказаться от заимствований на внутреннем и внешнем рынках в 2005 году в связи с ожидаемым получением \$7.15 млрд от продажи 10.7% акций компании государству (до конца 2005 г. 3-мя траншами), и точно не будет выпускать в июле рублевые облигации, сказал начальник финансово-экономического департамента Газпрома Андрей Круглов. Программа заимствований компании на 2005 год рассчитана на 110 млрд руб, 40 млрд из которых уже были привлечены.

Газпромбанк планирует в третьем-четвертом квартале 2005 г разместить дебютный выпуск рублевых 5-летних облигаций на сумму 5 млрд руб.

Газпромбанк планирует выпустить во второй половине 2005 года еврооблигации со сроком обращения семь-десять лет, объемом \$0.5-1 млрд.

Чистая прибыль объединенного Уралсвязьинформа, рассчитанная по IAS, выросла в 2004 году до 2.25 млрд руб с 1.38 млрд руб годом ранее. Выручка увеличилась до 26.9 млрд рублей с 22 млрд руб. Показатель OIBDA увеличился в 2004 году до 8.02 млрд руб с 6.19 млрд руб годом ранее, OIBDA margin - до 29.8% с 28.1%. Компания прогнозирует прибыль по МСФО за 2005 год в \$65-70 млн, выручку - \$1.15 млрд, показатель OIBDA - \$350 млн.

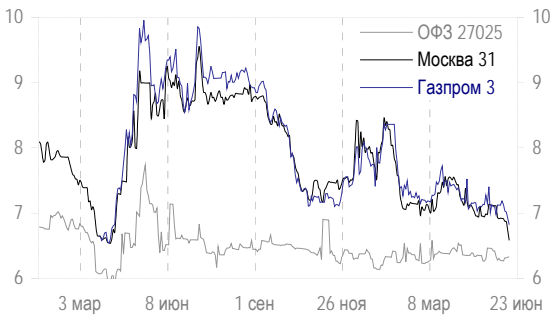
Рублёвые Облигации

Продолжение на стр 2.

Валютные Облигации

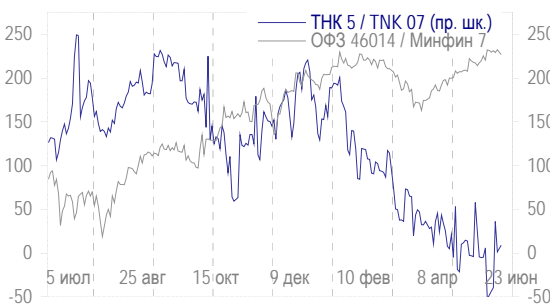
Продолжение на стр 3.

Доходности индикативных облигаций, %



Котировки большинства выпусков ОФЗ выросли в пределах 0.1%, кривая доходности длинных выпусков снизилась на 1-2 б.п. до уровней 7.63%-8.75% годовых. Среди облигаций Москвы наиболее активно торговался среднесрочный 29-ый выпуск, котировки которого выросли на 0.2%, цены остальных выпусков прибавили в среднем 0.3-0.5%, наибольший рост продемонстрировали котировки длинного 39 выпуска, которые выросли на 0.7%. В секторе субфедеральных выпусков преобладали покупки, лидерство по объему торгов продолжает удерживать 5-ый выпуск Мособласти, доходность которого снизилась до 8.41%, что на 2 б.п. ниже доходности по 4-му выпуску.

Валютная премия рублевых облигаций, б.п.

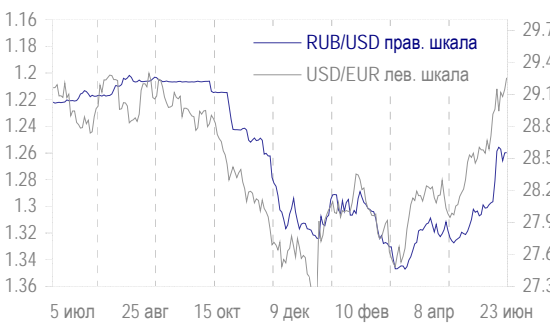


Среди корпоративных «фишек» наибольшим спросом пользовались длинные выпуски Газпрома, РЖД и ФСК, котировки которых выросли на 0.1-0.4%. Основной движущей силой в облигациях Газпрома стало даже не повышение рейтинга, а отказ монополии от размещения рублевых выпусков в этом году (см. новости).

Во втором эшелоне рост цен не носил фронтальный характер, покупки носили точечный характер. Среди лидеров роста можно отметить облигации ЦТК-4, котировки которых, несмотря на вчерашний стремительный рост до 111.39%, сохраняют потенциал роста еще порядка 1-1.5 п.п. (см. Торговые идеи).

Котировки ТМК-1 вчера прибавили 0.2%, цены ТМК-2 практически не изменились. После столь агрессивных аукционов по ОМК и ЧТПЗ, справедливый уровень доходности по облигациям ТМК представляется на ниже минимум на 30-50 б.п. от текущих уровней в 9.3-9.6% годовых, поэтому оба выпуска ТМК мы рекомендуем к покупке (см. Торговые идеи).

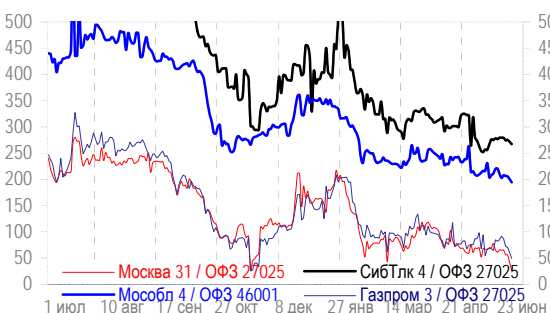
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



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



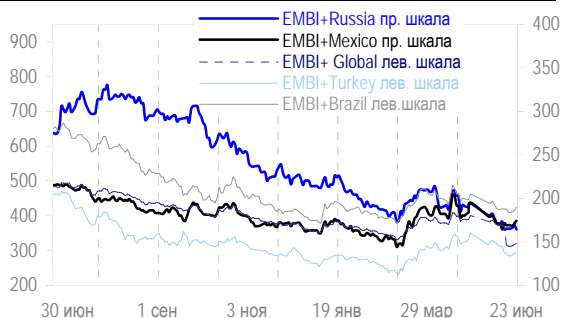
ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

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 75-100 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 2.5% от текущего рынка (109.80-110.10). *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.*

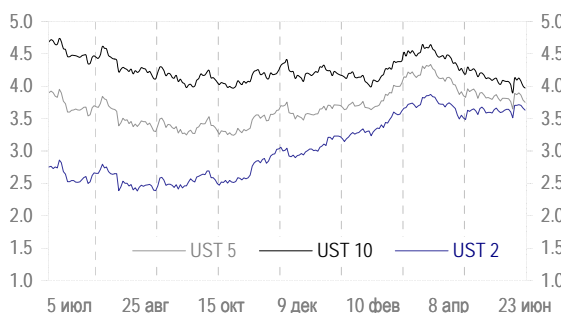
Спрэды EMBI+, б.п.



Росту рынка еврооблигаций РФ вчера способствовал как уверенный рост цен базовых активов – US Treasuries, так и дальнейшее сужение странового спреда на фоне повышения рейтингов российских госкомпаний до уровня выше суверенного.

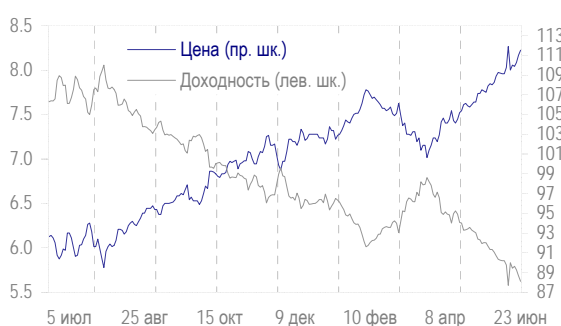
Доходность US Treasuries продолжила снижаться на фоне нового роста цен на нефть до исторических максимумов и все шире распространяющегося мнения о том, что цикл роста процентных ставок со стороны ФРС США в среднесрочной перспективе будет закончен. В итоге, рынок проигнорировал снижение данных по Initial Jobless Claims (до 314.000 против 330.000 ожидавшихся) и доходность 10Y UST упала до 3.92% годовых против 3.97% годовых днем.

Доходности US Treasuries, %



Страновой спред же сузился на 5 б.п. на фоне крепнущих ожиданий повышения суверенного рейтинга России в ближайшее время от агентства Moody's. Мы ожидаем, что повышение странового рейтинга дело ближайшего будущего, а само повышение рейтинга будет на несколько ступеней (вероятнее всего на 2). Отметим, что Moody's последний раз повышало рейтинг России в далеком 2003 г., а с тех пор положение России как заемщика изменилось кардинально. Страна уже давно по формальным признакам отвечает критериям заемщика категории «А», а факт того, что Россия досрочно гасит свои долги (что является единичным случаем в мировой практике), еще больше давит на рейтинговые агентства, которые уже не могут закрывать глаза на блестящие показатели России, как заемщика. Вчерашнее повышение рейтингов госкомпаний РФ хотя и произошло по формальным признакам изменения методики формирования рейтингов агентством Moody's, но явно обозначило вектор отношения агентства к России и ее кредитоспособности. Мы не исключаем, что повышение рейтинга может произойти в любой момент, т.к. последний раз Moody's повышало рейтинг в октябре 2003 г. Вероятно, начало платежей по досрочному погашению долга Парижскому клубу (июнь-август 2005 г.) на \$15 млрд. и к тому же погашение очередного выпуска суверенных еврооблигаций 24/07/2005 г. на \$3 млрд. без рефинансирования на рынке могут стать тем окончательным техническим моментом, который приведет к пересмотру рейтинга России. В любом случае мы ждем сужение странового спреда на 10-15 б.п. в ближайший месяц (до 150-155 б.п. по Россия-30).

Динамика цены и доходности Россия-30



Сегодня Россия-30 выросла до 111.750, а спред остается на историческом минимуме 165 б.п. Еврооблигации Газпром-13 и 34 и Алроса-14 стали лидерами роста вчера-сегодня подорожав на 1.5-2.5 п.п. после повышения рейтингов этих компаний.

Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



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.

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 РЕПО			
Алексей Базаров	(+7 095) 795 25 21	bazarov@mdmbank.com	
Наталья Храброва	(+7 095) 795 25 21	hlabrova@mdmbank.com	

Отдел кредитных исследований Николай Богатый (+7 095) 795 25 21 Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций 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.