

СТРАТЕГИЯ**Стабильность сохраняется****Итоги первого полугодия 2005:**

Первое полугодие 2005 года оказалось удачным для инвесторов российских долговых рынков. Рост доходностей российских облигаций на фоне постепенного повышения учетной ставки ФРС США не произошел благодаря снижению уровня доходностей долгосрочных us-treasuries, стабильности долговых рынков emerging markets и снижению премии за российский кредитный риск. 31 января Россия получила инвестиционный рейтинг по версии S&P, что позитивно отразилось на инвестиционном имидже страны. Удачно завершившиеся переговоры правительства со странами-кредиторами России в Парижском Клубе по досрочному погашению части российского долга на \$15 млрд. дали основания инвесторам ждать очередного повышения суверенного рейтинга. Начало июля ознаменовалось установлением очередного исторического минимума российского спреда к базовому уровню доходности. Доходность суверенных еврооблигаций Россия-30 середине июля всего на 150 б.п. превышала доходность 10-летних казначейских облигаций США. Стоимость еврооблигаций «Россия-30» выросла за первое полугодие на 8,8% и к концу полугодия составила 111,69% годовых.

Конъюнктура

Индекс российских суверенных еврооблигаций EMBI+Россия продемонстрировал рост за первое полугодие 2005 года на 10,2%, опередив совокупный индекс еврооблигаций emerging markets почти в 2 раза. Индекс EMBI+ вырос за тот же период на 5,5%. Ставка ФРС США при этом была повышена на 100 б.п. до 3,25% годовых, а доходность долгосрочных 10-летних us-treasuries снизились на 30 б.п. и к концу второго квартала составила 3,92% годовых. Российские долговые рынки оказались чуть менее динамичными: совокупный индекс корпоративных облигаций ММВБ вырос на 3,88%.

Первичный рынок

Объем привлеченных средств российскими эмитентами по итогам первого полугодия 2005 года составил, по нашим оценкам, около \$15,0 млрд. по сравнению с \$9,0 млрд. за первые 6 месяцев 2004 года. На внутреннем долговом рынке эмитенты привлекли около 131,7 млрд. руб. по сравнению с 85,6 млрд. руб. по сравнению с аналогичным периодом 2004 года.

US-Treasuries

В начале июля динамика доходностей us-treasuries снова изменилась в сторону роста. Поводом для этого послужили хорошие данные в промышленности, потребительском секторе и рынке труда, на фоне низких инфляционных показателей, которые развязывают руки ФРС для дальнейшего повышения ставки. На наш взгляд, в случае продолжения тенденции «восстановления» экономики рост доходностей долгосрочных us-treasuries получит продолжение.

20 июля, состоится последнее в истории регулярное выступление Алана Гринспена в качестве главы ФРС США в Сенате США. Гринспен будет докладывать о состоянии экономики США и проводимой монетарной политике ФРС, которое он делает раз в полгода. Учитывая стабильность, которая наблюдается сейчас на рынке казначейских облигаций США, инвесторы вряд ли ожидают услышать от него слова, смысл которых отличен от его предыдущих заявлений и пресс-релизов FOMC.

В июне мы испытывали сильное желание скорректировать наши прогнозы по уровню доходностей долгосрочных us-treasuries на конец года в сторону понижения. Однако выход сильной макроэкономической статистики в США в начале июля сместил чашу весов в пользу прежнего прогноза. Мы оставляем наши целевые уровни на конец года без изменений. Наш целевой уровень доходности по UST-10 - 5,0% годовых, целевой уровень учетной ставки ФРС США - 4,0% годовых.

ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Emerging markets

Стоимость еврооблигаций развивающихся рынков существенно выросла в последние полгода, а их спрэды снова достигли минимальных исторических значений. На наш взгляд, в условиях стабильности на рынке us-treasuries еврооблигации развивающихся рынков будут продолжать пользоваться спросом у инвесторов. В случае если на долговых рынках США стабильная ситуация сохранится, спрэды еврооблигаций emerging markets будут продолжать постепенно сужаться. Однако, наш базовый прогноз по ставкам в США предполагает существенный рост доходностей us-treasuries от текущего уровня.

Внешний долговой рынок

Под занавес 2-го квартала на рынке снова активизировались слухи о скором повышении суверенного рейтинга России со стороны Moody's. Поводом для этого послужил перевод средств из стремительно растущего на фоне высоких цен на нефть стабилизационного фонда. Опрошенные агентством REUTERS представители рейтингового агентства заявили, что рейтинг России может быть повышен Moody's. В случае если наметившаяся с начала июля тенденция роста доходностей долгосрочных us-treasuries продолжится, мы полагаем, что ожидание повышения рейтинга может остаться последним аргументом в пользу покупки долгосрочных суверенных еврооблигаций.

Как и в прошлом месяце, мы видим потенциал в корпоративных еврооблигациях, спрэды которых начали постепенно сужаться, отражая снижение, присущих корпоративным заемщикам «политических» рисков. Наши фавориты в этом месяце: Вымпелком-11 и Северсталь-14.

Внутренний долговой рынок

Динамика рублевых облигаций в следующем месяце будет в значительной степени зависеть от состояния денежного рынка в конце месяца, конъюнктуры внешних долговых рынков и, возможно, решения рейтингового агентства Moody's относительно суверенного рейтинга России.

Ожидание снижения уровня ликвидности в конце этого месяца заставляют нас выбирать более осторожную стратегию инвестирования. Мы рекомендуем выбирать облигации второго-третьего эшелона, которые будут защищены от падения стоимости облигаций. В то же время, ухудшение конъюнктуры может повысить уровни доходностей высоколиквидных облигаций первого эшелона. В этом случае мы рекомендуем воспользоваться открывшимися возможностями по спекулятивной покупке подешевевших облигаций.

Из запланированных к размещению в ближайшее время выпусков мы выделяем облигации второй серии ОАО «ИНПРОМ» (аукцион состоится 21-го июля) и дебютный выпуск облигаций Пермского моторного завода.

US-Treasuries

Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

	30.06.2005	Изм-е, б.п.			Прогноз на конец года	Прогноз изм-я
		За месяц	С начала года	За 12 мес.		
Fed Funds Rate	3.25	25	100	200	4.00	75
UST-02	3.65	7	57	95	4.15	50
UST-05	3.70	-4	9	-9	4.60	90
UST-10	3.92	-7	-30	-68	5.00	108
UST-30	4.19	-13	-63	-110	5.40	121

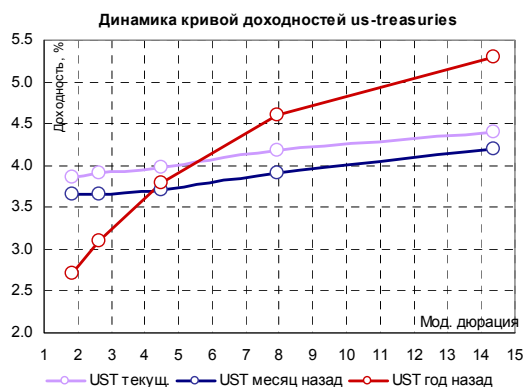
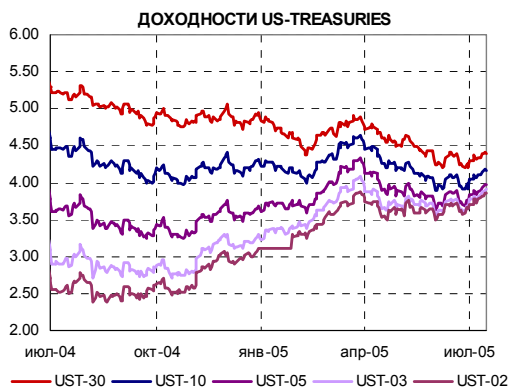
Источники: REUTERS, Банк Москвы

Повышение учетных ставок продолжается. Целевое значение учетной ставки для ФРС, судя по значению фьючерсов, на конец года составляет 3,75%-4,00% годовых. Где будут при этом доходности долгосрочных us-treasuries, боится предположить даже председатель ФРС США А. Гринспен.

Итог первого полугодия 2005 года не оправдал негативные ожидания роста доходностей us-treasuries в начале года. Снижение доходностей долгосрочных us-treasuries продолжалось на фоне роста краткосрочных ставок. Так, доходности 10-летних us-treasuries снизились с начала года к концу июня на 30 б.п. и составили к концу июня 3,92% годовых. Комитет ФРС США по открытым рынкам (FOMC) успел за это время провести 5 заседаний и повысить учетную ставку на 100 б.п. до 3,25% годовых.

Вышедшая с середины прошлого месяца статистика по экономике США немного скорректировала ожидания инвесторов, а доходности 10-летних us-treasuries вернулись на уровень 4,20% годовых.

US-TREASURIES



Источники: REUTERS

В последней декаде июня состоялось двухдневное заседание FOMC, которое не изменило расстановку сил на долговом рынке США – политика ФРС остается прежней. Не получив никаких значимых для себя сигналов, инвесторы стали играть на понижение рынка us-treasuries.

По итогам двухдневного заседания Комитета по открытым рынкам США было принято решение о повышении учетной ставки на 25 б.п. до 3,25% годовых. Пресс-релиз, опубликованный FOMC, существенно не изменился по сравнению со своей "предыдущей версией". Политика ФРС остается прежней – постепенное повышение учетной ставки. Значение учетной ставки в 3,25% годовых в глазах ФРС все еще остается на поддерживающем экономический рост уровне. Единственное отличие последнего пресс-релиза состояло в том, что Комитет отметил продолжающийся рост цен на энергоносители, в связи с чем видит инфляционное давление в настоящий момент высоким, а долгосрочные инфляционные ожидания стабильными.

Пресс-релиз FOMC заставил экономистов ждать очередного повышения учетной ставки ФРС на заседании Комитета 9-го августа. 21 из 22-х опрошенных REUTERS аналитиков ожидают очередного повышения учетной ставки.

20 июля, состоится последнее в истории регулярное выступление Алана Гринспена в качестве главы ФРС США в Сенате США. Гринспен будет докладывать о состоянии экономики США и проводимой монетарной политике ФРС США, которое он делает раз в полгода. Учитывая стабильность, которая наблюдается сейчас на рынке казначейских облигаций США, инвесторы вряд ли ожидают услышать от него слова, смысл которых отличен от его предыдущих заявлений и пресс-релизов FOMC.

Экономика США – летнее восстановление

В начале июля динамика доходностей us-treasuries снова изменилась в сторону роста. Поводом для этого послужили хорошие данные в промышленности, потребительском секторе и рынке труда, на фоне низких инфляционных показателей, которые развязывают руки ФРС для дальнейшего повышения ставки. На наш взгляд, в случае продолжения тенденции «восстановления» экономики рост доходностей долгосрочных us-treasuries получит продолжение.

Индексы деловой активности (US PMI)

Статистика индекса деловой активности превзошла ожидания экономистов и оказалась в июне значительно лучше, чем в предыдущем месяце. Деловая активность выросла, ценовое давление в промышленности ослабло, а ситуация с занятостью в этом секторе слегка выправилась. Компонента employment, отражающая ситуацию с занятостью в промышленном секторе выросла на 1,1 пункта до 49,9. Индекс ISM-Manufacturing вырос на 2,4 пункта до 53,8 в июне по сравнению с майским значением 51,4 и ожиданиями 51,5 пункта. Индекс деловой активности в сфере услуг США также превысил прогнозы экономистов и достиг в июне отметки 62,2 против 58,5 в мае. Напомним, что согласно опросу REUTERS экономисты ждали более скромного повышения – до 59 пунктов.

Индекс деловой активности в промышленности (ISM-manufacturing)

Объем промышленного производства США в июне по отношению к маю вырос на 0,9%, что значительно превысило прогнозы экономистов, ожидавших рост показателя на 0,4%. Годовые темпы роста промышленного производства составили 3,9%.

Статистика рынка труда (03 июня 2005 г.)

Отчет по рынку труда оказался слегка разочаровывающим, поскольку число новых рабочих мест оказалось меньше, чем ожидалось, особенно после, сигналов, которые подавали вышедшие ранее индексы деловой активности. Число новых рабочих мест, созданных экономикой США в несельскохозяйственном секторе, оказалось меньше, чем ожидали экономисты, но оказалось примерно на среднем за последние 2 года уровне и составило 146 тыс. против ожиданий на уровне 188,5 тыс. (согласно опросу REUTERS). Данные за май были пересмотрены в сторону повышения с 78 тыс. до 104,0 тыс. новых рабочих мест

Экономические индикаторы США



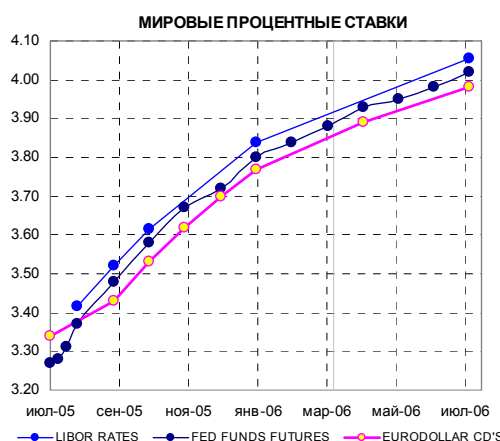
Источники: FRED II data

Прогнозы – в преддверии выступления А. Гринспена

20 июля, состоится последнее в истории регулярное выступление Алана Гринспена в качестве главы ФРС США в Сенате США. Гринспен будет докладывать о состоянии экономики США и проводимой монетарной политике ФРС США, которое он делает раз в полгода. Учитывая стабильность, которая наблюдается сейчас на рынке казначейских облигаций США, рынки вряд ли ожидают услышать от него слова, смысл которых отличен от его предыдущих заявлений и пресс-релизов FOMC.

В июне мы испытывали сильное желание скорректировать наши прогнозы по уровню доходностей долгосрочных us-treasuries на конец года в сторону понижения. Однако выход сильной макроэкономической статистики в США в начале июля сместил чашу весов в пользу прежнего прогноза.

Мы оставляем наши целевые уровни на конец года без изменений. Наш целевой уровень доходности по UST-10 - 5,0% годовых, целевой уровень учетной ставки ФРС США - 4,0% годовых.



Источники: REUTERS

US-TREASURIES

Конъюнктура emerging markets

	30.06.05	Изм-е*		
		За месяц	С начала года	За 12 мес.
EMBI+	347.7	1.8	5.5	21.4
EMBI+ Spread	314	-58	-44	-178
EMBI+ Russia	414.3	2.1	10.2	25.4
EMBI+ Russia Spread	160	-13	-54	-145
EMBI+ Mexico	321.0	0.8	5.3	15.1
EMBI+ Mexico Spread	169	6	2	-45
EMBI+ Brasil	464.4	1.6	4.6	28.3
EMBI+ Brasil Spread	414	-4	31	-232
EMBI+ Turkey	229.5	2.6	3.8	21.9
EMBI+ Turkey Spread	286	-24	20	-181

Источники: J.P.Morgan, REUTERS

*Изменение для индексов - %, для спрэдов - б.п.

Emerging markets: Россия - №1 в списке лидеров роста!

Успех на переговорах с Парижским Клубом и перевод средств из стабфонда в счет погашения долга привел к росту интереса инвесторов к российским еврооблигациям.

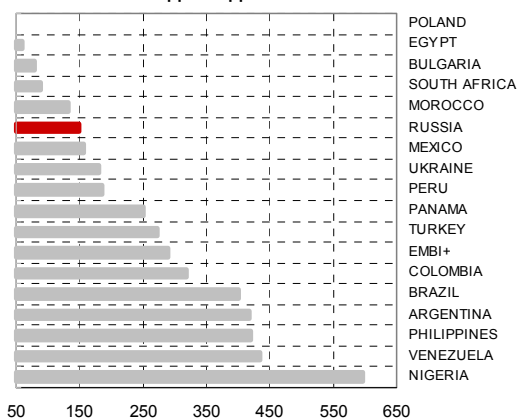
По итогам первого полугодия Индекс российских суверенных еврооблигаций EMBI+Россия продемонстрировал рост за первое полугодие 2005 года на 10,2%, опередив совокупный индекс еврооблигаций emerging markets почти в 2 раза. Индекс EMBI+ вырос за тот же период на 5,5%.

Стабильность рынка us-treasuries в июле привела к дальнейшему сокращению спрэдов еврооблигаций emerging markets. Индекс EMBI+ вырос на 1,8%, а его спрэд сузился на 58 б.п. до 314 б.п. к концу второго квартала. В начале июля спрэд еврооблигаций достиг минимального исторического значения в 290 б.п.

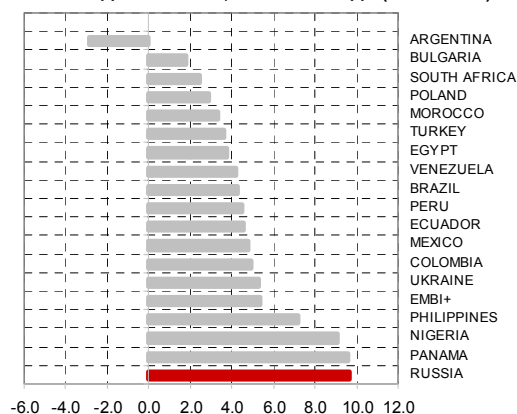
Развивающиеся рынки получили мощный приток средств инвесторов в конце июня-начале июля. Об объеме средств, который получил рынок еврооблигаций emerging markets можно судить по статистике притока средств в фонды, инвестирующие в ценные бумаги emerging markets. По данным исследовательской компании Emerging Portfolio Fund Research первая половина июля оказалась одной из самых удачных для рынка ценных бумаг развивающихся рынков. Приток средств в фонды акций emerging markets, которые отслеживает компания, в первую неделю июля составил около \$665,24 млн. – наибольшее в этом году значение с недели, закончившейся 9 марта, когда чистый приток средств в фонды акций составил \$765,24 млн. Неделя, закончившаяся 13 июля, стала удачной для рынка еврооблигаций развивающихся стран. Чистый приток средств, который получили фонды, инвестирующие в облигации развивающихся рынков составил \$382,9 млн., что уступает лишь той же неделе, закончившейся 9 марта, когда чистый приток средств в фонды облигаций emerging markets составил \$497,0 млн.

EMERGING MARKETS

СПРЭДЫ ИНДЕКСА EMBI+



ИНДЕКСЫ EMBI+, С НАЧАЛА ГОДА (на 15.07.05)

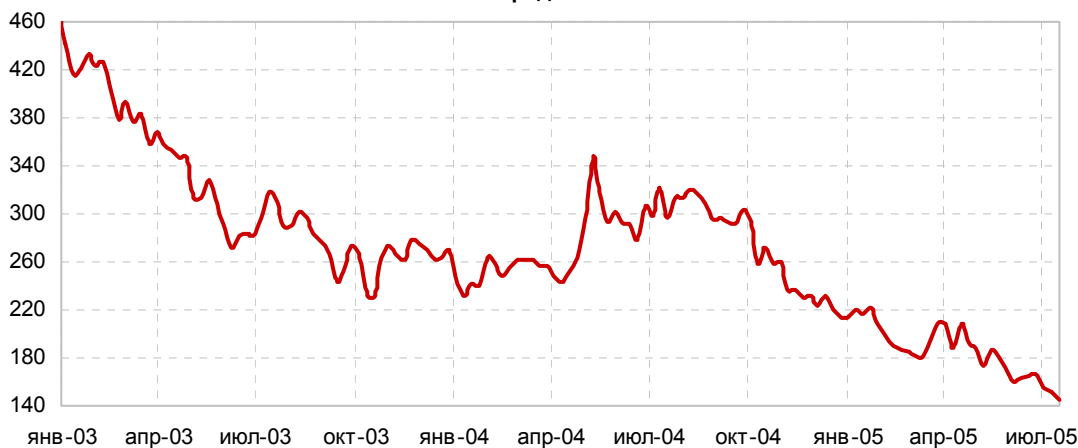


Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Прогнозы

Стоимость еврооблигаций развивающихся рынков существенно выросла в последние полгода, а их спрэды снова достигли минимальных исторических значений. На наш взгляд, в условиях стабильности на рынке us-treasuries еврооблигации развивающихся рынков будут продолжать пользоваться спросом у инвесторов. В случае если на долговых рынках США стабильная ситуация сохранится, спрэды еврооблигаций emerging markets будут продолжать постепенно сужаться. Однако наш базовый прогноз по ставкам в США предполагает существенный рост доходностей us-treasuries от текущего уровня. В случае реализации этого сценария спрэды еврооблигаций emerging markets будут расширяться по мере роста доходностей us-treasuries.

Спрэд EMBI+Россия



Спрэд EMBI+



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Российские еврооблигации

Конъюнктура российских еврооблигаций

	30.06.05	Изм.-е*		
		За месяц	С начала года	За 12 мес.
Доходн. UST-10	3.92	-7	-30	-68
Стоимость Росси-30	111.69	1.7	8.8	22.1
Доходн. Россия 30 YTM	5.59	-19	-94	-224
Спрэд России 30 и UST-10	167	-12	-64	-156

Источники: REUTERS

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

Рост доходностей российских еврооблигаций на фоне постепенного повышения учетной ставки ФРС США не произошел благодаря снижению уровня доходностей долгосрочных us-treasuries - по сути, сохранению благоприятной конъюнктуры на внешних долговых рынках, стабильности долговых рынков emerging markets и снижению премии за российский кредитный риск.

31 января Россия получила инвестиционный рейтинг по версии S&P, что позитивно отразилось на инвестиционном имидже страны. Удачно завершившиеся переговоры правительства со странами-кредиторами России в Парижском Клубе по досрочному погашению части российского долга на \$15 млрд., дали инвесторам основания ждать очередного повышения суверенного рейтинга. Начало июля ознаменовалось установлением очередного исторического минимума российского спрэда к базовому уровню доходности. Доходность суверенных еврооблигаций Россия-30 к середине июля всего на 150 б.п. превышала доходность 10-летних казначейских облигаций США. Стоимость еврооблигаций «Россия-30» выросла за первое полугодие на 8,8% и к концу полугодия составила 111,69% годовых.



Источники: REUTERS

Российские еврооблигации - лидеры роста прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	YTM, %	Дюр. лет.	S&P	Moody's	Fitch
Алроса 14	4.41	6.82	6.65	B	Ba3	
ГАЗПРОМ 13	2.44	5.99	5.61	BB-	Baa3	BB U
Россия 28	2.43	6.18	10.99	BBB-	Baa3	BBB-
Россия 18	2.22	5.69	7.97	BBB-	Baa3	BBB-
ГАЗПРОМ 10	2.19	4.15	4.29	BB-	Baa3	BB U
Алроса 08	1.82	5.43	2.53	B	Ba3	
Банк Москвы, 09	1.78	6.47	3.57		Baa2	BB+
MINFIN 7	1.73	5.58	6.20	BBB-	Baa3	BBB-
Сбербанк 15	1.66	5.98	3.93		Baa2	BBB-
Россия 30	1.65	5.68	8.25	BBB-	Baa3	BBB-

Российские еврооблигации - лидеры падения прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	YTM, %	Дюр. лет.	S&P	Moody's	Fitch
Роснефть 06	-0.68	5.20	1.25	B- D	Baa3	
Россия 05	-0.62	8.39	0.01	BBB-	Baa3	BBB-
Москва 06	-0.59	2.84	0.77	BBB-	Baa3	BBB-
Газпромбанк 05	-0.56	3.54	0.21	B+	Baa2	
Евразхолдинг 06	-0.42	6.16	1.12			B U
МДМ 05	-0.39	6.36	0.41	B		B+
Альфабанк 05	-0.35	5.97	0.33	B	Ba2	B
Россия 07	-0.28	4.59	1.80	BBB-	Baa3	BBB-
Вымпелком 11	-0.25	6.72	12.37	BB-	Baa3	BB U
Северсталь 09	-0.25	7.59	3.07	B+	B2	B+

Источники: REUTERS, расчеты банка Москвы

Корпоративные риски

Мы продолжаем отслеживать динамику спрэдов наиболее привлекательных, с точки зрения покупки кредитного риска, корпоративных еврооблигаций. В июне- начале июля спрэды еврооблигаций рассматриваемых нами эмитентов продемонстрировали общую тенденцию к снижению.

Еврооблигации Сибнефти вновь стали интересны инвесторам после активизации разговоров о возможном поглощении этой компании Газпромом. Спрэд еврооблигаций Сибнефть-09 к суверенным еврооблигациям Россия-10 снизился с начала июля более чем на 100 б.п. до 85 б.п. Несмотря на то, что официальной реакции рейтинговых агентств в связи с вероятной сделкой еще не было Сибнефти и Газпрома еще не было, инвесторы высоко оценивают вероятность совершения этой сделки. В этом случае кредитный риск компании снизится до уровня Газпрома, кредитные рейтинги которого находятся на суверенном уровне. Мы понизили справедливый на наш взгляд уровень кредитного спрэда еврооблигаций Сибнефти с 225 б.п. до 185 б.п.

Мы позитивно оцениваем перспективы сокращения спрэдов некоторых корпоративных еврооблигаций. По нашим оценкам, наибольший потенциал роста стоимости имеют корпоративные еврооблигации Вымпелком-11 и Северсталь-14.

Спрэды* корпоративных еврооблигаций и их изменение с начала года, б.п.

Выпуск	Изменение спрэда с начала года	Значение спрэда по сост. на 15.07.05	Оценка справедливого уровня	Потенциал сужения	Наименьшее значение за год	S&P	Moody's	Fitch	Дюр. лет.
ТНК 07	27	133	80	53	81		Ba2		2.06
ММК 08	-11	283	130	153	142	BB-	Ba3	BB-	2.88
Сибнефть 09	-236	190	220	-30	185	B+	Ba3		3.03
Евразхолдинг 09*	-120	309	290	19	305			B U	3.26
Норникель 09	-62	254	175	79	126	BB	Ba2		3.62
МТС 10	-35	279	190	89	250	BB-	Ba3		4.29
Система 11	-57	336	280	56	298	B	B3	B+	4.33
Вымпелком 11	-73	310	200	110	258	BB-	B1		4.90
Северсталь 14	-52	409	280	129	355	B+	B2	B+	6.10

Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

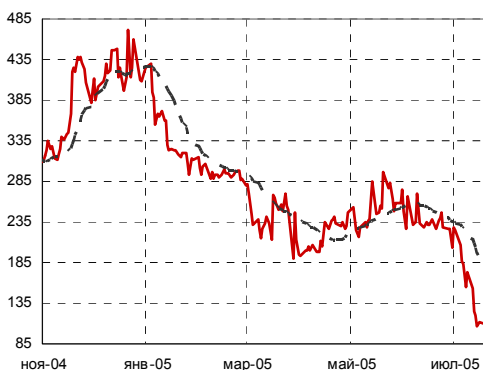
* К еврооблигациям Россия-10. Сглаженные с помощью 20-дневн. скользя. средн. данные

** Справедливый спрэд еврооблигаций "Сибнефть-09" снижен с 220 до 185 б.п.

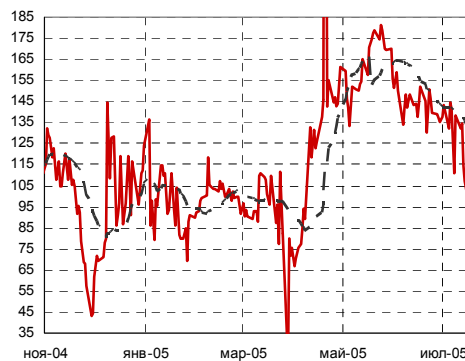
Корпоративные риски – графики индикативных спрэдов

РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

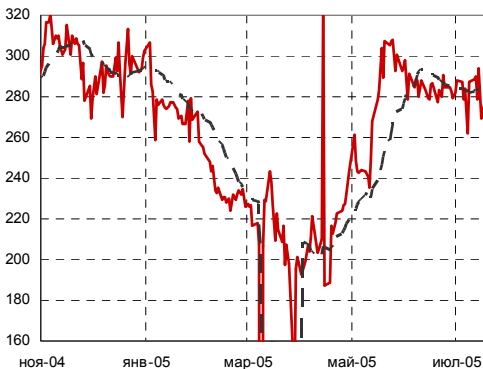
Спрэд еврооблигаций Сибнефти 09 к России 10



Спрэд еврооблигаций ТНК 07 к России 10



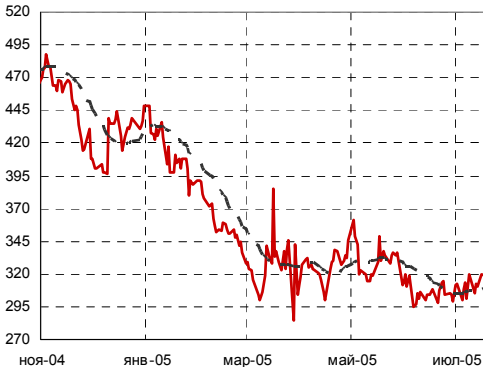
Спрэд еврооблигаций ММК 08 к России 10



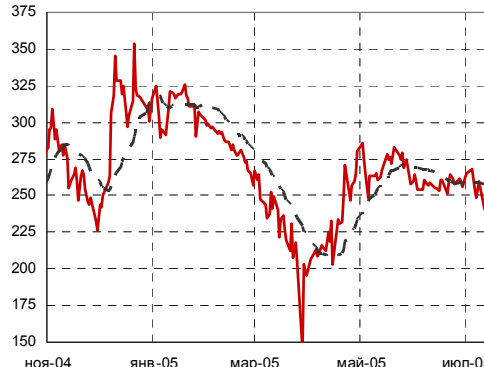
Спрэд еврооблигаций Северсталь 14 к России 10



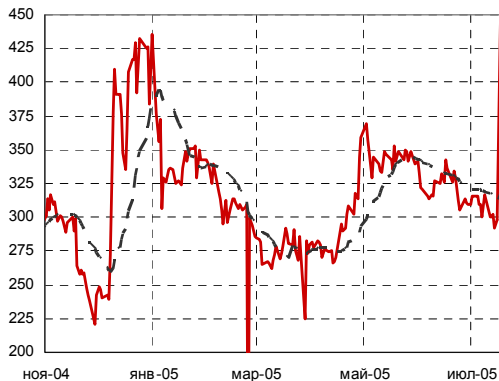
Спрэд еврооблигаций Евразхолдинг 09 к России 10



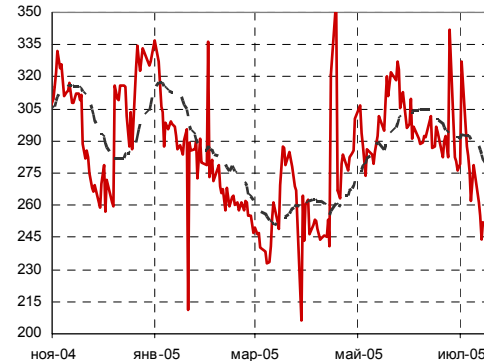
Спрэд еврооблигаций Норникель 09 к России 10



Спрэд еврооблигаций Вымпелком 11 к России 10



Спрэд еврооблигаций МТС 10 к России 10



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Заимствования на внешних долговых рынках

Благоприятная конъюнктура на внешних долговых рынках в первом квартале 2005 года способствовала росту объема заимствований со стороны предприятий и банковского сектора.

Согласно опубликованным данным ЦБ, объем совокупного внешнего долга Российской Федерации вырос в первом квартале 2005 года на \$6,3 млрд. до \$221,4. По сравнению с апрелем прошлого года объем долга вырос на \$31,1 млрд. или на 16,3%.

Рост объема внешнего долга произошел исключительно за счет роста заимствований банков и предприятий нефинансового сектора. Так, на фоне сокращения за год объема задолженности органов госуправления и денежно-кредитного регулирования на \$3,4 млрд. (объем долга которых составил \$100,8 млрд.), объем долга банков и предприятий вырос по отношению к апрелю прошлого года на \$32,8 млрд.

Объем долга банков в первом квартале 2005 года вырос на \$2,0 до \$34,4 млрд., объем долга предприятий вырос на \$8,5 млрд. до \$74,0 млрд. При этом объем долгосрочных ссуд и займов у банков вырос на \$2,6 млрд. до \$14,3 млрд., а предприятий – на \$7,7 млрд. до \$61,0 млрд. Напомним, что мы оценивали объем внешних заимствований в первом квартале в \$4,4 млрд.

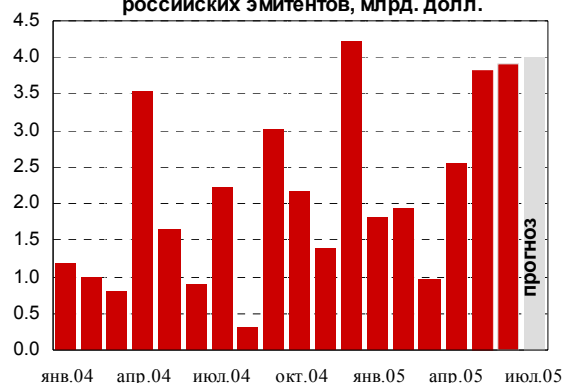
Внешний долг РФ, млрд. долл.

	1 янв 04	1 апр 04	1 июл 04	1 окт 04	1 янв 05	1 апр 05	Изм-е, \$ млрд.		Изменение, %	
							кв.к кв-лу	год к году	кв.к кв-лу	год к году
Государственный долг РФ	106.0	104.2	102.7	100.2	105.6	100.8	-4.8	-3.4	-4.5	-3.3
Краткосрочные обязательства	15.0	12.0	10.9	10.1	11.5	14.8	3.3	2.8	28.7	23.3
Долгосрочные обязательства	91.0	92.2	91.7	90.1	94.1	86.0	-8.1	-6.2	-8.6	-6.7
в т.ч.:										
Долговые ценные бумаги	28.6	30.9	30.2	30.5	31.4	30.4	-1.0	-0.5	-3.2	-1.6
Ссуды и займы*	57.4	56.7	57.4	56.0	59.1	55.6	-3.5	-1.1	-5.9	-1.9
Кредиты МВФ	5.1	4.6	4.1	3.6	3.6	0.0	-3.6	-4.6		
Банки	24.8	25.0	24.2	25.4	32.4	34.4	2.0	9.4	6.2	37.6
Краткосрочные обязательства	16.5	15.5	14.5	13.8	18.2	17.3	-0.9	1.8	-4.9	11.6
в т.ч.:										
Ссуды и займы	6.6	5.6	6.5	5.7	8.2	7.4	-0.8	1.8	-9.8	32.1
Текущие счета и депозиты	8.3	8.0	5.9	6.1	8.1	7.7	-0.4	-0.3	-4.9	-3.8
Долгосрочные обязательства	8.2	9.5	9.7	11.6	14.2	17.1	2.9	7.6	20.4	80.0
в т.ч.:										
Ссуды и займы	6.4	7.6	7.9	9.5	11.7	14.3	2.6	6.7	22.2	88.2
Нефинансовые предприятия	45.8	50.6	55.8	58.7	65.5	74.0	8.5	23.4	13.0	46.2
Краткосрочные обязательства	4.5	4.4	6.2	6.2	6.4	6.3	-0.1	1.9	-1.6	43.2
в т.ч.:										
Ссуды и займы	4.5	4.4	5.4	5.4	6.3	6.2	-0.1	1.8	-1.6	40.9
Долгосрочные обязательства	41.3	46.2	49.6	52.5	59.1	67.7	8.6	21.5	14.6	46.5
в т.ч.:										
Долговые ценные бумаги	4.0	5.8	5.1	5.4	5.8	6.7	0.9	0.9	15.5	15.5
Ссуды и займы	37.3	40.4	44.5	47.2	53.3	61.0	7.7	20.6	14.4	51.0

Источники: Центральный Банк РФ

Объем привлеченных средств российскими эмитентами по итогам первого полугодия 2005 года, по нашим оценкам, составил около \$15,0 млрд. по сравнению с \$9,0 млрд. за первые 6 месяцев 2004 года.

**Внешние заимствования
российских эмитентов, млрд. долл.**



Источники: Банк Москвы

ТАТАРСТАН выходит на внешние долговые рынки

ТАТАРСТАН через подконтрольную ему фирму Связьинвестнефтехим (СИНЕК) привлечет \$250 млн. с помощью выпуска еврооблигаций на срок до 2015 года. В начале июля агентство Fitch заявило, что присвоило ожидаемый рейтинг «BB» облигациям, выпущенным от имени Edel Capital S.A. под гарантии Республики Татарстана (чей рейтинг по версии Fitch находится на уровне «BB») и ОАО Связьинвестнефтехим (СИНЕК).

Средства, вырученные компанией от продажи облигаций, будут использованы для кредитования дочерней компании Связьинвестнефтехима - SINEC Capital S.A., которая в свою очередь переведет их российской холдинговой компании СИНЕК.

В своем обзоре Fitch отмечает два позитивных аспекта, которые характерны для этого выпуска облигаций и, на наш взгляд, способны снизить стоимость заимствования для эмитента. Первый – гарантии правительства Республики Татарстан, которое 18 июня 2005 года приняло решение о включении в бюджет гарантий на сумму 13 млрд. руб. (около \$453 млн.) специально для обеспечения выпуска облигаций. Второй аспект, заключается в пут-опционе облигаций, который предусматривает право владельцев облигаций досрочно предъявить облигации к погашению в случае, если доля пакета акций СИНЕКа в Нижнекамскнефтехима – двух ключевых активах Связьинвестнефтехима - упадет ниже 25,0%.

Мы полагаем, что этот выпуск облигаций будет встречен широким интересом инвесторов, которые фактически получают «квазисубфедеральный» риск Татарстана. Fitch, в свою очередь, не скрывает, что рейтинг еврооблигаций Edel Capital S.A. привязан к рейтингу Татарстана.

Средства, вырученные от размещения, будут подконтрольны правительству республики Татарстан, которое будет использовать их для поддержки инвестиций и развития экономики республики – основного назначения компании ОАО «Связьинвестнефтехим», которое было создано в 2003 году.

Таким образом, Татарстан стал первым регионом, который вышел на внешний долговой рынок, не нарушая требований статей Бюджетного Кодекса РФ, через схему с подконтрольной правительству Татарстана компанией. Напомним, что согласно Бюджетному Кодексу РФ субъекты РФ не могут привлекать средства с внешних долговых рынков, кроме рефинансирования существующих долгов. С момента дефолта 1998 года только Москва рефинансировала свои долги, выпустив в сентябре 2005 года семилетние еврооблигации на сумму 374 млн. евро со ставкой купона 6,45% годовых.

Заемствования на внешних долговых рынках с начала года*

Эмитент	\$млн	Дата	срок, лет	Ставка купона, %	Вид кредита /программа займа
Москредитбанк	10.0	19.01.2004	0.5	LIBOR+375 b.p.	credit
Алроса	200.0	20.01.2005	10.0	8.875	144-A
ХКФ-Банк	150.0	21.01.2005	3.0	9.125	eurobonds
МТС	400.0	21.01.2005	7.0	8.000	144-A
Альфа-Банк	150.0	27.01.2005	2.0	7.750	EMTN
ВТБ	130.0 €	27.01.2005	нд.	EURIBOR+150 b.p.	SSD
ВТБ	750.0	31.01.2005	10.0	6.315	sub. eurobonds
Газпромбанк	275.0	01.02.2005	1.0	нд.	syndicated loan
РОСБАНК	75.0	02.02.2005	4.6	9.750	eurobonds
Сбербанк	850.0	04.02.2005	10.0	6.230	sub. eurobonds
Еврохим (Холдинг)	150.0	04.02.2005	2.0	LIBOR+350 b.p.	syndicated loan
Сбербанк	150.0	07.02.2005	10.0	6.230	sub. eurobonds
Вымпелком	300.0	08.02.2005	5.0	8.000	LPN
МБРР	150.0	25.02.2005	3.0	8.625	eurobonds
Сибнефть	200.0	28.02.2005	3.3	LIBOR+160 b.p.	syndicated loan
Промсвязьбанк	100.0	01.03.2005	2.0	10.250	LPN
Илим Палп	50.0	01.03.2005	3.1	LIBOR+375 b.p.	syndicated loan
Вымпелком	425.0	02.03.2005	3.0	LIBOR+250 b.p.	syndicated loan
ДВМП	85.0	15.03.2005	нд.	нд.	credit
МДМ-банк	78.5	24.03.2005	1.0	LIBOR+200 b.p.	syndicated loan
РБР	89.6	01.04.2005	1.8	7.600	CLN
Системный оператор	80.0 €	06.04.2005	10.0	6M EURIBOR+50C	credit
ВТБ	450.0	08.04.2005	3.0	LIBOR+120 b.p.	syndicated loan
УралСиб	65.5	12.04.2005	1.0	LIBOR+275 b.p.	syndicated loan
Банк Русский Стандарт	300.0	14.04.2005	3.0	8.125	eurobonds
Газпромбанк	600.0	15.04.2005	3.0	LIBOR+150 b.p.	syndicated loan
Петрокоммерц	50.0	15.04.2005	1.0	LIBOR+285 b.p.	syndicated loan
Транснефть	250.0	15.04.2005	3.0	LIBOR+115 b.p.	syndicated loan
Банк Москвы	200.0	21.04.2005	2.0	LIBOR+160 b.p.	syndicated loan
Эко Телеком	350.0	28.04.2005	3.0	6M LIBOR+425 b.p.	FRN
Газпром	700.0	04.05.2005	3.3	LIBOR+125 b.p.	syndicated loan
Газпром	272.0	04.05.2005	5.0	LIBOR+150 b.p.	syndicated loan
Сибкадембанк	100.0	11.05.2005	3.0	9.75	CLN
Банк Москвы	300.0	17.05.2005	5.5	7.375	144-A
РУСАЛ	200.0	17.05.2005	1.0	LIBOR+100 b.p.	credit
Иркут	100.0	19.05.2005	3.5	нд.	syndicated loan
Газпром	1 000.0 €	20.05.2005	10.0	5.875	eurobonds
Северсталь	300.0	08.06.2005	нд.	нд.	syndicated loan
Русский мир (Группа)	100	08.06.2005	нд.	нд.	syndicated loan
Мегафон	220.0	10.06.2005	3.0	нд.	credit line
Мегафон	321.5	10.06.2005	6.0	нд.	credit
Сбербанк	500.0 €	15.06.2005	нд.	нд.	credit
ХКФ-Банк	250	16.06.2005	3.0	8.625	eurobonds
Альфа-Банк	250	17.06.2005	3.0	7.750	EMTN
ТрансКредитБанк	70	20.06.2005	2.0	6M LIBOR+200 b.p.	CLN
РОСБАНК	150	22.06.2005	3.0	7.625	EMTN
Импэксбанк	100.0	27.06.2005	2 года	9.000	LPN
ВТБ	1000.0	24.06.2005	30.0	6.250	EMTN/ 144A
Амтел	175.0	28.06.2005	2.0	9.25	CLN
Мегафон	300.0	28.06.2005	3.0	нд.	syndicated loan
Peter Hambro	100.0	01.07.2005	нд.	7.125	convertible bond
Уралкалий	65.0	04.07.2005	4.0	нд.	syndicated loan
РИТЭК	60.0	05.07.2005	3.0	LIBOR+90 b.p.	credit
Ралмир Финанс	65.0 €	05.07.2005	10.0	нд.	syndicated loan
Вулкан (Сеть клубов)	125.0	06.07.2005	1.5	12.00	CLN
Промсвязьбанк	125.0	06.07.2005	1.0	LIBOR+265 b.p.	syndicated loan
Кузбассразрезуголь	150.0	07.07.2005	2.0	9.00	CLN
Мегафон	290.0	08.07.2005	нд.	нд.	syndicated loan
Мегафон	304.5 €	08.07.2005	нд.	нд.	syndicated loan
УралСиб	135.5	13.07.2005	1.0	LIBOR+200 b.p.	syndicated loan
Газпром	646.5	15.07.2013	8.0	5.625	LPN
Газпром	1222.0	15.07.2013	8.0	4.505	LPN

*Таблица включает те известные кредиты или займы, объем которых составляет не менее \$50.0 млн

Российские еврооблигации - прогноз

Россия завершила выплаты по первому траншу в рамках погашения части долга Парижскому Клубу в объеме около \$13,0 млрд., а Минфин еще в конце июня перевел со счетов Стабфонда около 430,0 млрд. руб., что составляет около \$15,0. Действия Минфина оживили рынок суверенных еврооблигаций, и заставили инвесторов ждать повышения рейтинга по версии Moody's.

Кроме того, 6-го июля главный аналитик по суверенным рейтингам агентства Moody's Джонатан Шиффер (Jonathan Schiffer) в интервью ИА REUTERS заявил, что «кредитный рейтинг России может быть повышен» по мере того, как страна демонстрирует свою способность и желание платить по долгам». Аргументы в сторону повышения остались прежними: высокие цены на нефть, растущие золотовалютные резервы, объем стабилизационного фонда и взвешенная экономическая политика.

На наш взгляд, осуществление выплат в рамках погашения части долга ПКК – безусловный повод для спекулятивной игры на спреде российских еврооблигаций. Факт повышения рейтинга России по версии Moody's - безусловный повод для фиксации прибыли в российских суверенных еврооблигациях.

В этой стратегии мы немного изменяем методику расчета стоимости еврооблигаций «Россия-30». Теперь каждому варианту развития событий мы присваиваем свое значение кредитного спреда, исходя из собственных оценок. Мы исходим из того, что во время роста доходностей базовых активов (облигаций казначейских облигаций США) – спреды emerging markets расширяются, и наоборот, времена стабильности долговых рынков приводят к постепенному сокращению премий, требуемых инвесторами за кредитный риск. Наш базовый вариант предполагает, что значение спреда еврооблигаций Россия-30 к UST-10 будет составлять около 160 б.п., оптимистичный - 140 б.п., пессимистичный – 200 б.п.

Стоимость России-30 в зависимости от сценария

	Баз. прогноз	Оптимист.	Пессимист.	Текущее**
Доходность UST-10	5.00	4.15	5.25	4.19
Доходность России-30	6.60	5.55	7.25	5.69
Спред России-30, б.п.	160	140	200	150
Стоимость России-30	102.84	112.20	97.05	110.93
Потенциал роста* цены, %	-7.40	1.03	-12.62	-0.12

Источники: расчеты Банка Москвы

*Текущая(расчетная) цена 111.06

**Расчет стоимости России-30 исходя из предполагаемого спреда

В нашем базовом варианте стоимость облигаций Россия-30 к концу года составляет около 102,8 процентов от номинала, что предполагает снижение стоимости российских еврооблигаций на 7,4%.

Рекомендации

На наш взгляд, потенциал дальнейшего сокращения спредов российских еврооблигаций в настоящее время остается минимальным. Однако вероятность того, что рейтинговое агентство Moody's в ближайшее время повысит суверенный рейтинг России, растет с каждым днем. Это подогревает интерес инвесторов к суверенным еврооблигациям.

Потенциал дальнейшего сокращения спредов мы видим только в корпоративных еврооблигациях. Наши фавориты в этом месяце: Вымпелком-11 и Северсталь-14.

ЭМИТЕНТЫ	ПОГАШЕНИЕ		ЦЕНА		ДОХОДНОСТЬ,%			ДЮРАЦИЯ	
	Погашение	Оферта	Покупка	Продажа	Текущая	К погаш.	К оферте	Дюр. лет.	Мод. дюр
Российские еврооблигации									
Вымпелком 11	22.10.2011	-	101.96	102.71	8.21	7.97	-	4.90	4.90
Северсталь 14	19.04.2014	-	102.93	103.53	8.99	8.76	-	6.09	6.09

Внутренний долговой рынок

В июне внутренний долговой рынок продолжил динамично развиваться, несмотря на установившийся тренд ослабления курса рубля и дефицит рублевой ликвидности в конце второго квартала.

Весь месяц котировки наиболее ликвидных выпусков рублевых облигаций демонстрировали умеренный рост, снижаясь лишь в периоды резкого роста процентных ставок на денежном рынке. По итогам месяца совокупный индекс корпоративных облигаций, учитывающий купонный доход прибавил 0,42%. Ценовой индекс за счет коррекции в последней декаде июня снизился на 0,29%.

Торговая активность в секторе негосударственных облигаций сохранялась на высоких уровнях. По итогам июня совокупный оборот с негосударственными облигациями (биржа +РПС) установил новый рекорд и превысил 130 млрд. руб. по сравнению с 79,1 млрд. в мае. Среднедневной оборот составил около 6,2 млрд., что уступает лишь значению 6,6 млрд. руб., достигнутому в феврале этого года. Среднедневные торговые обороты сектора негосударственных рублевых облигаций составили 6,19 млрд. рублей по сравнению с 3,96 млрд. рублей в мае. В начале июля состоялось 8 размещений на сумму около 6,6 млрд. руб.

Активность эмитентов продолжает оставаться очень высокой, что весьма нехарактерно для летних месяцев. Так, по итогам июня на рынке облигаций состоялись размещения 17 новых выпусков облигаций негосударственных эмитентов на общую сумму 29,7 млрд. рублей по сравнению с 26,26 млрд. рублей.

Отсутствие традиционного для лета снижения активности на вторичном рынке, на фоне высокой активности эмитентов на первичном рынке демонстрирует высокий интерес инвесторов. Мы полагаем, что в случае повышения нового рейтинга по версии Moody's активность инвесторов лишь увеличится.

В секторе корпоративных облигаций лидером роста стали длинные выпуски облигаций наиболее качественных эмитентов второго-третьего эшелона. Котировки облигаций Газпрома четвертой серии за месяц потяжелели на 2,3%, Центртелеком 04 в июне прибавил 3,39%, МИА 01 – 1,23%.

Среди субфедеральных и муниципальных облигаций лидерами роста также стали более длинные облигации. Так, первую строчку лидеров роста в июне заняли облигации Москва-38 с дюрацией 4,4 года, котировки которых выросли на +1,65%, Ленинградская обл. 03 +1,55%, Коми 06 +1,12%.

Таким образом, июньская динамика рынка рублевых облигаций отражает позитивные настроения участников рынка.

Корпоративные облигации - лидеры роста прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Центртелеком 04	3.39	-	4.49	1.21
ГАЗПРОМ А4	2.30	7.65	-	3.79
Таттелеком, 03	1.62	9.97	-	1.63
РЖД, 03	1.51	8.27	-	3.74
МИА, 01	1.23	9.48	-	2.96

Корпоративные облигации - лидеры падения прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
ИНТЕКО 01	-1.51	11.98	-	1.44
Балтимор-Нева	-1.36	-	9.78	0.13
Башкирэнерго	-1.35	6.52	-	0.16
САНОС 01	-1.25	8.59	-	0.55
ТНК, 05	-1.24	6.95	-	1.28

Субфедеральные и муниципальные облигации - лидеры роста прошлого месяца

ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Москва 38	1.65	7.69	-	4.38
ЯНАО, 01	1.58	7.69	-	2.58
Ленинградская обл. 02	1.55	9.66	-	4.06
Коми, 24006	1.12	9.57	-	3.89
Москва 36	0.98	7.68	-	2.98

Субфедеральные и муниципальные облигации - лидеры падения прошлого месяца

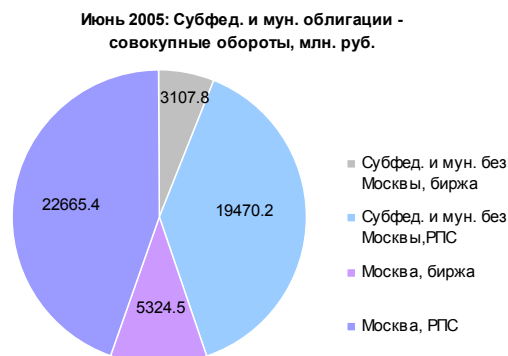
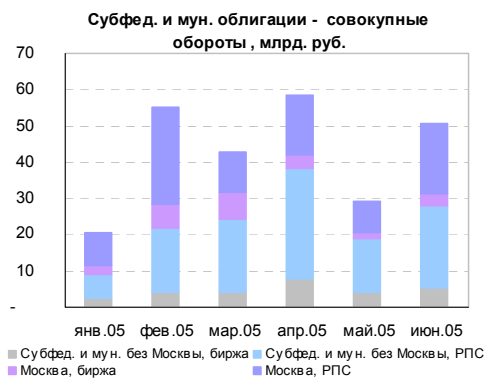
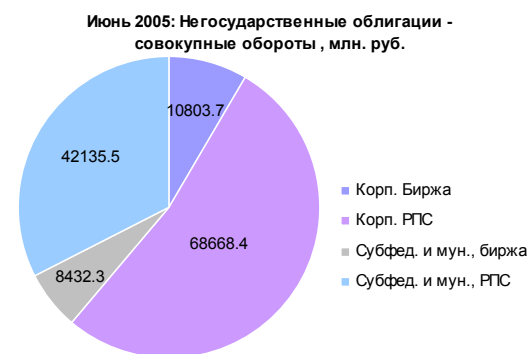
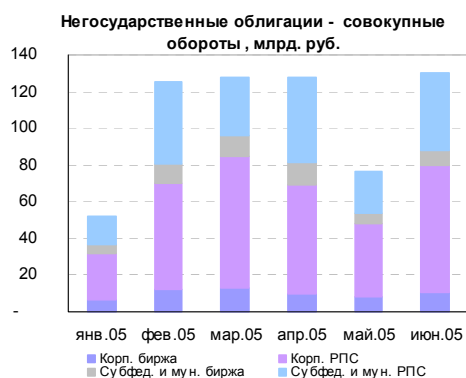
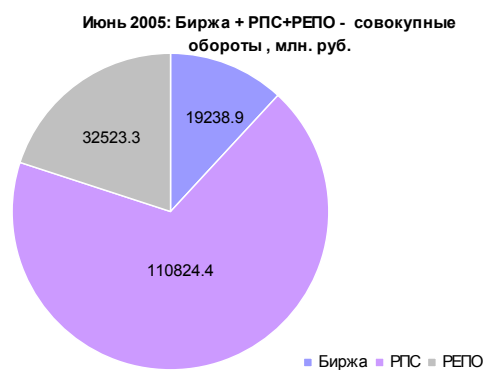
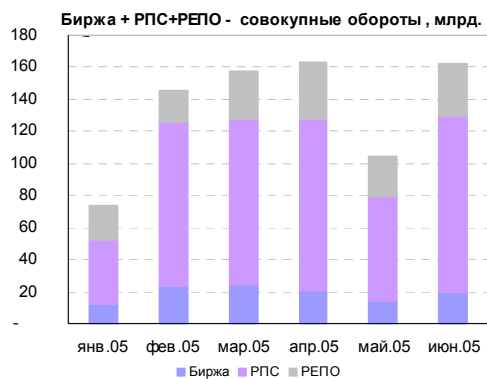
ВЫПУСК	Изм.-е цены за месяц	УТМ, %	К оферте, %	Дюр. лет.
Самарская обл., 01	-0.81	7.79	-	0.93
Красноярский край, 01	-0.68	7.79	-	0.39
Красноярск, 01	-0.54	0.05	-	0.02
Москва 35	-0.46	0.13	-	0.30
Чувашия, 01	-0.42	5.98	-	0.08

Источники: ММББ, REUTERS, расчеты банка Москвы

Динамика индексов корпоративных облигаций ММВБ



Биржевые обороты с рублевыми облигациями на ММВБ



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Внутренний долговой рынок - первичные размещения

Активность эмитентов остается на очень высоком уровне, несмотря на проблемы, возникающие на денежном рынке. По итогам прошлого месяца на рынке состоялось 17 размещений на общую сумму 29,7 млрд. рублей, что превысило объем майских заимствований на 3,44 млрд. рублей. Среди целого ряда интересных эмитентов, которые вышли на рынок облигаций впервые или представили свои очередные выпуски, мы хотим особо отметить три выпуска, аукционы по размещению которых состоялись на фоне неблагоприятной конъюнктуры денежного рынка. Сразу три выпуска, имеющие на наш взгляд, отличные перспективы ликвидности заслуживают внимания инвесторов, в момент их выхода на вторичный рынок облигаций. Основная причина заключается в премии к справедливой доходности, которую, на наш взгляд, эмитентам пришлось заплатить при размещении облигаций.

Облигации ФСК ЕЭС-02 (аукцион по размещению состоялся 28 июня 2005 г)

Ставка первого купона по итогам аукциона была определена на уровне 8,25% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 8,42% годовых. Спрос на аукционе превысил предложение в 1,4 раза и составил 9977 млн. руб. Премия в доходности к первому выпуску облигаций ФСК ЕЭС по цене закрытия предыдущего дня составила около 70 б.п., что на 30 б.п. выше нашего прогноза. Кредитный спред к близким по дюрациям облигациям Москва-41 составил 66 б.п., что на 42 б.п. ниже, чем при размещении дебютного выпуска облигаций ФСК ЕЭС.

Напомним, что мы оценивали премию к обращающемуся выпуску облигаций ФСК ЕЭС, 01 в размере 15-40 б.п. Таким образом, по нашим оценкам, эмитент предоставил премию в доходности в размере 30 б.п. При выходе этой бумаги на вторичный рынок, при прочих равных условиях, стоит ожидать роста цены облигаций до 101,2 процентов от номинала (их дюрация составляет около 4,18 года).

Облигации АВТОВАЗ-03 (аукцион по размещению состоялся 28 июня 2005 г)

Ставка купона на первый год обращения облигаций АвтоВАЗа составила 9,7% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 9,94% годовых. Объем спроса в 1,23 раза превысил объем предложения и составил 6,17 млрд. рублей. Напомним, что мы прогнозировали доходность облигаций АвтоВАЗа по итогам аукциона на уровне 10,2-10,7% годовых, а организаторы выпуска – в районе 9,25-10,0% годовых. Солидный состав синдиката сыграл решающую роль, а эмитенту удалось привлечь средства по ставке ниже наших ожиданий, однако уровень доходности стоит вплотную с верхней планкой организатора, что говорит о том, что инвесторы не хотели играть на повышение на фоне неблагоприятной конъюнктуры денежного рынка.

Облигации СТРОЙТРАНСГАЗа (аукцион по размещению состоялся 29 июня 2005 г)

Стройтрансгазу также как и в предыдущих двух случаях пришлось дать премию к оценкам справедливой доходности выпуска. Мы связываем это с двумя факторами – слабостью денежного рынка и требованием инвесторов предоставить премию за дебютный выход компании на рынок облигаций. По информации организатора выпуска - ИК «Тройка Диалог» - выпуск облигаций был размещен в полном объеме (3,0 млрд. руб.). Спрос на аукционе превысил предложение почти в 1,5 раза и составил около 4,4 млрд. рублей. По итогам конкурса по определению ставки купона его значение составило 9,60% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 9,83% годовых. Напомним, что верхняя планка доходности, которую ждали мы, составляла 9,7% годовых. Спред к близким по дюрациям облигациям Москва-29 составил 271 б.п. Ранее организаторы видели справедливый спред к кривой доходности Москвы на уровне «232-242 б.п. с учетом премии за отсутствие у эмитента публично истории». Таким образом, эмитенту пришлось предоставить порядка 30 б.п. премии в доходности при первичном размещении. При прочих равных условиях в случае выхода этих облигаций на вторичный рынок потенциал роста облигаций составляет более 0,7% по номиналу.

На наш взгляд, все три эмитента заплатили премию в доходности (от 30 до 50 б.п.) при размещении лишь за то, что не перенесли назначенную заранее дату начала размещения. Дефицит рублевой ликвидности, который образовался в конце второго квартала, в определенной степени помешал им разместиться удачнее. Мы рекомендуем обратить внимание на эти три выпуска в момент их выхода на вторичный рынок. В случае дальнейшего развития благоприятной ситуации на внешних долговых рынках мы полагаем, что наибольшие перспективы есть у выпуска ФСК ЕЭС, 02, дюрация которых составляет около 4,1 года.

Итоги размещений негосударственных выпусков облигаций в первом полугодии 2005

Инструмент	Серия выпуска	Дата начала размещения	Объем выпуска (предложения), млн. руб.	ближ оферта/погашение, лет	Доходность к оферте/погашению, %	Bid-to-cover ratio
Елисеев Палас Отель	2	31.01.2005	300	1.50	15.24	1.06
Москва	41	02.02.2005	5000	5.49	7.83	2.40
Москва	42	02.02.2005	3000	2.53	7.20	5.14
Газпром	4	08.02.2005	5000	5.00	8.39	2.06
Банк Русский Стандарт	4	01.03.2005	3000	1.00	9.19	1.48
Северо-Западный Телеком	3	03.03.2005	3000	6.00	9.57	2.47
Русский Текстиль	2	10.03.2005	1000	1.00	14.81	1.50
Костромская область	31004	15.03.2005	800	3.00	12.64	1.00
Татэнерго	1	17.03.2005	1500	3.00	9.88	1.66
Югтранзитсервис	1	22.03.2005	513.2	0.25	8.10	1.10
Сатурн	1	24.03.2005	1500	1.00	11.83	2.09
Строительная Группа ЛСР	1	24.03.2005	1000	1.00	14.49	1.28
ПИТ-Инвестментс	2	28.03.2005	1500	4.00	14.76	1.22
Чувашия	25004	28.03.2005	750	4.00	12.71	1.00
ТМК	2	29.03.2005	3000	2.00	10.90	1.17
Салаватстекло	1	29.03.2005	750	1.50	11.94	1.75
ИНКОМ-Финанс	1	29.03.2005	1500	1.00	15.87	0.83
НКНХ	4	04.04.2005	1500	4.00	10.24	1.17
Московская обл.	34005	05.04.2005	12000	5.00	9.20	1.85
Москва	42	06.04.2005	2000	2.35	7.14	5.05
Москва	36	06.04.2005	3900	3.70	7.62	2.31
Хайленд Голд Финанс	1	06.04.2005	750	1.50	12.55	1.43
Мидленд Кэпитал Менеджмент	1	07.04.2005	530	1.50	12.89	1.43
РТК-Лизинг	4	12.04.2005	2250	1.00	9.93	2.33
Нижегородская область	34002	13.04.2005	2500	3.50	10.56	1.92
Электроника Банк	1	14.04.2005	500	1.50	13.16	1.25
Локо Банк	1	14.04.2005	500	0.75	13.37	1.38
Мегафон	3	19.04.2005	3000	3.00	9.46	2.34
Уралсвязьинформ	5	21.04.2005	2000	3.00	9.40	1.90
ИМПЭКСБАНК	1	21.04.2005	1000	1.00	10.49	1.62
ГТ-ТЭЦ Энерго	3	22.04.2005	1500	1.50	12.40	1.01
Московский Кредитный Банк	1	27.04.2005	500	1.00	12.01	1.23
СОК-Автокомпонент	1	28.04.2005	1100	1.50	12.99	1.00
СОЮЗ Банк	1	28.04.2005	1000	1.00	10.00	1.00
ЛенСпецСМУ	1	28.04.2005	1000	1.00	16.10	1.34
Сибирьтелеком	5	29.04.2005	3000	3.00	9.41	1.58
АИЖК	4	12.05.2005	900	-105.44	8.99	3.35
ОСТ	2	12.05.2005	1000	1.00	14.06	1.74
ХКФ	2	17.05.2005	3000	1.00	8.68	1.42
Пятерочка Финанс	1	18.05.2005	1500	5.00	11.78	1.35
Инвестпроект (ГК Нидан)	1	18.05.2005	1000	2.00	11.09	1.42
ЕБРР	1	18.05.2005	5000	5.00	-	1.00
Балтимор-Нева	3	19.05.2005	800	1.50	11.99	1.48
Якутия	25006	19.05.2005	2000	5.00	9.90	2.61
НСММЗ	1	23.05.2005	1000	1.00	12.47	1.96
Ярославская область	31004	23.05.2005	1000	4.00	10.25	1.00
АЦБК-Инвест	2	24.05.2005	500	1.50	12.33	1.28
ПИК	5	24.05.2005	1120	1.00	13.65	1.00
Ист Лайн Хендлинг	2	26.05.2005	3000	1.50	11.93	1.13
Волгоградская область	35001	26.05.2005	700	5.00	10.77	1.79
Марта Финанс	1	26.05.2005	700	1.00	15.39	1.54
Мастер-Банк	2	27.05.2005	1000	1.00	13.16	1.03
МГТС	5	31.05.2005	1500	2.00	8.47	3.21
ВКМ-Финанс	1	08.06.2005	1000	1.55	10.51	1.00
ОМК	1	09.06.2005	3000	3.00	9.41	1.80
Адамант-Финанс	1	09.06.2005	500	1.00	14.60	1.21
Нутринвестхолдинг	1	14.06.2005	1200	1.00	12.55	1.20
Воронежская область	31002	15.06.2005	500	4.00	10.53	1.00
Дорогобуж	1	15.06.2005	900	1.50	10.14	2.21
Сибирский Цемент (ХК)	1	16.06.2005	800	1.00	12.89	1.71
Копейка	1	21.06.2005	1200	1.50	10.11	1.94
ИЖМАШ	2	21.06.2005	1000	1.50	14.01	1.24
ЧТПЗ	1	22.06.2005	3000	3.00	9.73	1.63
АвтоВАЗ	3	28.06.2005	5000	1.00	9.94	1.23
ФСК ЕЭС	2	28.06.2005	7000	5.00	8.42	1.43
АПК Аркада	1	29.06.2005	600	1.00	15.51	1.12
Стройтрансгаз	1	29.06.2005	3000	3.00	9.83	1.48
ЮСКК	1	05.07.2005	600	1.00	14.49	1.22
УБРИР-финанс	1	06.07.2005	500	0.50	12.50	1.18
Промтрактор-Финанс	1	07.07.2005	1500	1.00	10.99	1.05
Новосибирск	31003	11.07.2005	1000	4.00	9.81	1.00
Перекресток ТД	1	12.07.2005	1500	1.00	9.00	2.46
Криогенмаш	2	12.07.2005	500	1.00	10.67	1.44
ММК-Трансфинанс	1	14.07.2005	650	1.50	11.83	1.37

Источники: REUTERS, Банк Москвы

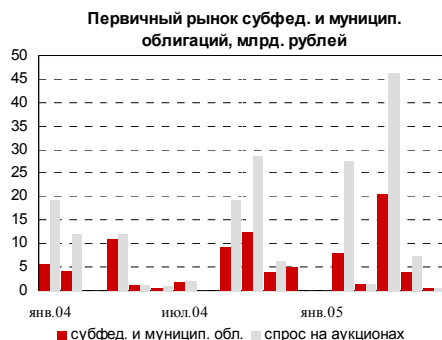
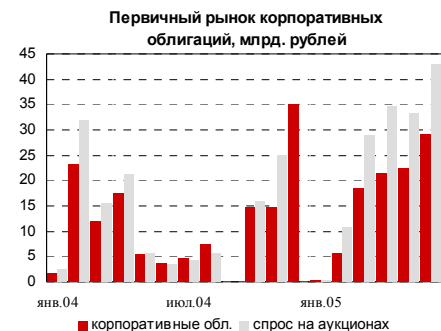
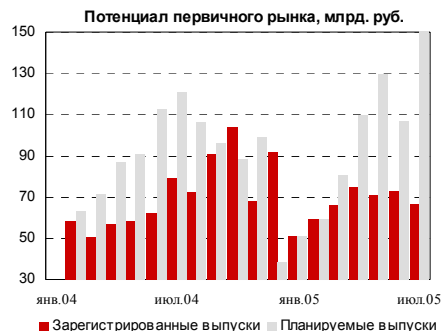
*За исключением займов, объем которых составляет менее 500 млн. руб.

ВНУТРЕННИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Предстоящие размещения

Судя по активности эмитентов в первом полугодии 2005 года, второе полугодие может оказаться не менее жарким. По нашим оценкам объем зарегистрированных и готовых к размещению выпусков составляет в настоящее время около 66,0 млрд. руб. по сравнению с 55,0 млрд. руб. в начале года. Совокупный объем зарегистрированных и запланированных выпусков продолжает расти и составляет в настоящее время около 217 млрд. руб. по сравнению со 102,0 млрд. руб. в январе этого года. В июле объем первичного рынка по нашим оценкам должен составить около 15 млрд. руб, но уже в августе-сентябре эмитенты должны снова активизироваться. Объем объявленных к размещению в этот период выпусков составляет около 54,8 млрд. руб.

Индикаторы первичного рынка



Наиболее вероятные размещения в ближайшее время

Эмитент	Серия выпуска	План выхода на рынок	Объем выпуска, млн. руб.	Срок до погашения/оферты, лет	Состояние выпуска
Субфедеральные и муниципальные облигации					
Красноярск	3	3 кв. 2005	1000	нд.	планируется
Красноярский Край	3	3 кв. 2005	3000	3 года	зарегистрирован
Самарская область	25001 (тр.2)	3 кв. 2005	1185	3 года	зарегистрирован
Томская область	23	осень 2005	900	нд.	зарегистрирован
ЯНАО	2	3 кв. 2005	1200	3-5 лет	зарегистрирован

Корпоративные облигации

АИЖК	5	сен.05	2200	нд.	планируется
ЕЭСК	1	3 кв. 2005	500	3 года/ 1,5	зарегистрирован
ИнвестСберБанк	1	2 пол. 2005	1500	нд.	планируется
КАМАЗ-Финанс	2	3 кв. 2005	1500	5 лет/ 3 года	планируется
МИА	2	авг.05	1000	3 года/ 1,5	зарегистрирован
Микрон	3	3 кв. 2005	400	2 года	зарегистрирован
МИР-Финанс	1	3 кв. 2005	1000	нд.	планируется
РЖД	7 выпусков	3-4 кв. 2005	30000	нд.	планируется
Сибирьтелеком	6	3 кв. 2005	2000	5 лет	зарегистрирован
Солнечные продукты (холдинг)	1	3 кв. 2005	1000	2 года	планируется
Тураналем	1	лето 2005	3000	4 года	зарегистрирован
Тураналем	2	лето 2005	3000	4,5 года	зарегистрирован
Тураналем	3	лето 2005	4000	6 лет	зарегистрирован
Финансконтракт	1	авг.05	700	2 года / год	зарегистрирован
ХКФ	3	2 пол. 2005	3000	5 лет/1,5года	зарегистрирован

Итого:

54800

Источники: Банк Москвы, эмитенты

Предстоящие размещения – кредитный анализ

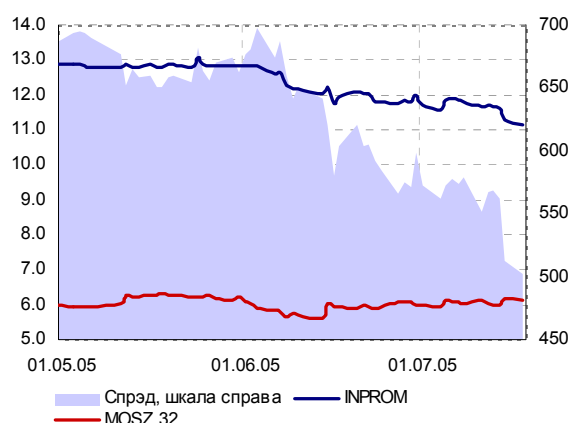
Среди эмитентов, уже объявивших даты начала размещения облигаций, мы выделяем новый выпуск ОАО «ИНПРОМ» и дебютный выпуск облигаций Пермского моторного завода.

ОАО «ИНПРОМ» является одной из крупнейших российских сетевых металлосервисных компаний, которая занимается поставками стального проката и труб, из углеродистых и легированных марок стали производства металлургических комбинатов СНГ. Основными покупателями являются предприятия строительной, топливно-энергетической, горнодобывающей, машиностроительной отраслей экономики, жилищно-коммунальной сферы и малого бизнеса. Металлоцентры компании расположены в городах: Москва, Санкт-Петербург, Нижний Новгород, Ростов-на-Дону, Саратов, Краснодар, Астрахань, Волгоград, Таганрог, Воронеж, Белгород, Липецк, Владимир.

В соответствии с консолидированной аудированной отчетностью Группы компаний «ИНПРОМ» за 2004 год в соответствии с МСФО, выручка выросла в 2,4 раза до \$227 млн. при этом чистая прибыль составила \$3,7 млн. по сравнению с убытком в 2003 году в размере \$0,5 млн. Денежный поток от операционной деятельности компании составил -\$25,4 млн. По итогам 2004 года совокупный объем долга вырос в 2,6 раза с \$24,7 млн. до \$64,3 млн. Отношение совокупного долга к активам, таким образом, практически не изменилось и составило 0,58. Долгосрочная составляющая долга (т.е. отношение долгосрочного долга к краткосрочному) в 2004 году выросла с 0,08 до 0,29 процентов.

На наш взгляд, кредитное качество компании в 2004 году незначительно улучшилось. Основная проблема заключается в том, что отрицательный денежный поток компании от операционной деятельности вынуждает компанию активно использовать заемные средства. В тоже время качество управления долгом улучшилось, что отражает изменившаяся структура долга. Положительным моментом в деятельности компании является рост объема бизнеса, что показывает более чем 2-х кратное изменение выручки.

21 июля 2005 г. компания планирует разместить облигации второй серии с объемом выпуска 1,0 млрд. рублей. По облигациям предусмотрено право на досрочное погашение (оферта) через год после начала размещения. Для оценки справедливого уровня доходности нового выпуска облигаций ИНПРОМ второй серии мы использовали уже обращающийся на рынке выпуск ИНПРОМ 01. Не смотря на то, что первый выпуск ИНПРОМА имеет более короткий период до погашения, объем второго выпуска в два раза превышает первый, что потенциально делает облигации ИНПРОМ-02 более ликвидными. На этом фоне мы полагаем, что премия по доходности облигаций ИНПРОМ 02 к облигациям ИНПРОМ 01 будет минимальна (5-20 пунктов). Исходя из того, что средний спрэд ИНПРОМ 01 к облигациям города Москвы за последний месяц составлял 593 б.п., мы полагаем, что справедливый уровень спреда второго выпуска ИНПРОМА составит 600-610 б.п.

Динамика доходности и спреда облигаций ИНПРОМ-01**Статистика за последние 30 торговых дней**

	Дох-ть, % год.	Спрэд, б.п.
Средняя	11.89	593
Min	11.15	502
Max	12.65	687

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Отчетность ОАО "ИНПРОМ" (по МСФО) и анализ финансовых показателей

млн. долл.	2003	2004
Выручка от реализации	96.2	227.0
Валовая прибыль	8.7	24.6
Операционная прибыль	2.3	11.5
Проценты к уплате	2.9	6.1
ЕВITDA	0.0	13.2
Чистая прибыль	-0.5	3.7
Денежный поток от операц.деят (CFO)		-25.4
БАЛАНС		
Активы	43.5	111.3
Внеоборотные активы	10.2	31.5
Оборотные активы	33.2	79.8
Запасы	21.8	43.6
Дебиторская задолженность (краткосрочная)	5.2	12.0
Денежные средства	0.3	0.7
Пассивы	43.5	111.3
Капитал и резервы	5.6	31.5
Долгосрочные обязательства	3.1	20.8
Долгосрочные займы и кредиты	1.9	18.5
Краткосрочные обязательства	34.7	58.9
Краткосрочные займы и кредиты	22.8	45.8
Кредиторская задолженность	8.7	6.3
Ликвидность		
Текущая ликвидность	0.97	1.24
Коэфф. быстрой ликвидности	0.20	0.32
Деловая активность		
Оборачиваемость активов	0.00	2.93
Gross margin, %	9.01	10.83
Operation margin, %	2.36	5.06
Net margin, %	-0.54	1.63
Общие характеристики долга		
Совокупный долг, млн. долл.	24.7	64.3
Чистый долг, млн. долл.	24.4	63.7
Совокупный долг к активам	0.57	0.58
Долгоср. долг/Совокупный долг	0.08	0.29
Показатели покрытия долга		
Выручка/Совокупный долг	3.90	3.53
ЕВITDA/Совокупный долг	0.00	0.21
Капитал/Совокупный долг	0.23	0.49
Показатели покрытия текущих платежей		
ЕВITDA/Текущие обязательства	0.00	0.22
ЕВITDA/Процентные платежи	0.00	2.18
Долгосрочный долг/Капитал (D/E)	0.33	0.59
D/(D+E)	0.25	0.37

Источники: отчет компании, расчеты Банка Москвы

Предстоящие размещения – кредитный анализ

ОАО «Пермский моторный завод» входящий в состав Пермского моторостроительного комплекса, является одним из лидеров среди российских предприятий авиационного и энергетического моторостроения. Основным видом деятельности завода является производство и ремонт авиадвигателей, а также производство газотурбинных установок. Потребителями продукции ПМЗ являются крупнейшие российские предприятия энергетического комплекса, а также транспортные компании: ОАО «Газпром», ОАО «Башкирэнерго», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «Сибур», ОАО «Тюменьтрансгаз», ОАО «Аэрофлот», АК «Дальавиа», АК «Красэйр», АК «Волга-Днепр», АК «Сибирь».

Финансовое состояние ОАО «Пермский Моторный Завод» на наш взгляд является устойчивым, а кредитные риски эмитента, кажутся нам весьма умеренными. На протяжении 2002-2004 гг. выручка компании росла высокими темпами. Рост этого показателя в 2003 году составил 66,0% а его значение - 5,3 млрд. руб., в 2004 году выручка выросла до 7,4 млрд. руб, увеличившись по сравнению с 2003 годом на 40,0%. Чистая прибыль компании по итогам 2004 года выросла в 5,6 раз до 217 млн. руб. Рентабельность по EBITDA в 2004 году составила 8,6% по сравнению с 6,2% годом ранее. Операционная рентабельность по итогам 2004 года выросла до 7,3% с 4,0%. Совокупный долг ПМЗ составил 2,4 млрд. рублей или 42,0% от валюты баланса. Долгосрочная составляющая долга во всей сумме долга составляет 35,0%. Коэффициенты ликвидности, характеризующие способность заемщика выполнять свои обязательства, находятся на достаточно приличном уровне (текущая ликвидность – 1,26, быстрая ликвидность – 0,36).

26 июля ПМЗ планирует на ММВБ начать размещение своего дебютного выпуска четырехлетних рублевых облигаций на сумму 1,2 млрд. рублей. По облигациям предусмотрено право на досрочное погашение (оферта) через год по цене 100 процентов номинала. На конкурсе инвесторам предстоит определить ставку первых четырех купонов. Для определения справедливого уровня доходности нового выпуска ПМЗ (дюрация выпуска составляет 0,89 года) мы использовали обращающийся в настоящий момент на рынке выпуск облигаций НПО Сатурн, которое по роду деятельности схоже с ПМЗ. Облигации НПО Сатурн первой серии (дюрация выпуска составляет 0,61 года) торгуются с премией к Москве на уровне 320 б.п. Мы полагаем, что новый выпуска ПМЗ должен торговаться с премией к доходности облигаций НПО Сатурн, т.к. финансовые показатели последнего выглядят более привлекательно. На этом фоне мы полагаем, что спрэд облигаций ПМЗ к облигациям Москвы должен составить примерно 380-410 пунктов.

Финансовые показатели 2003-2004 гг. НПО Сатурн и ОАО «Пермский моторный завод»

Отчет о прибылях и убытках, млн. руб.	НПО Сатурн		ПМЗ	
	2003	2004	2003	2004
Выручка от реализации	6 639	6 740	5 300	7 397
Себестоимость	4 826	5 109	4 544	6 146
Операционная прибыль	1 392	1 411	210	543
ЕБИТДА	1 691	1 778	327	637
Чистая прибыль	755	481	39	217
Денежный поток от операц.деят (CFO)	36	426	36	-1 056
Gross margin, %	27.3	24.2	14.3	16.9
Operation margin, %	21.0	20.9	4.0	7.3
ЕБИТДА margin, %	25.5	26.4	6.2	8.6
Net margin, %	11.4	7.1	0.7	2.9

Баланс, млн. руб.

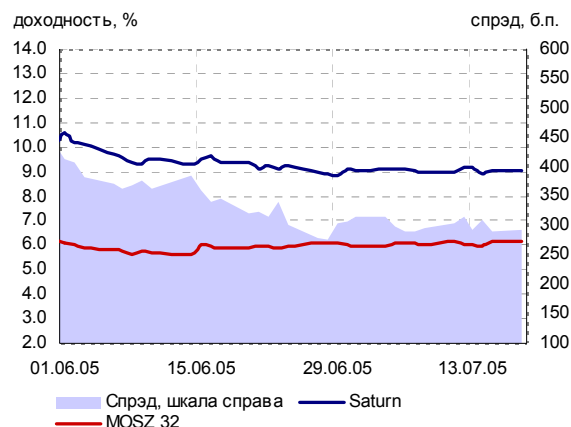
	2003	2004	2003	2004
Активы	13 431.7	15 600.8	5 573.2	5 586.9
Внеоборотные активы	6 608.1	7 542.0	1 331.5	1 245.1
Оборотные активы	6 823.6	8 058.8	4 241.7	4 341.9
Денежные средства	49.4	94.8	1.9	40.4
Пассивы	13 431.7	15 600.8	5 573.2	5 586.9
Капитал и резервы	8 189.5	9 018.3	964.6	1 181.7
Долгосрочные обязательства	1 405.4	1 228.0	116.6	968.9
Краткосрочные обязательства	3 836.8	5 354.5	4 491.9	3 436.3

Общие характеристики долга

	2003	2004	2003	2004
Совокупный долг, млн. руб.	1 666.5	2 441.4	1 326.2	2 368.8
Чистый долг, млн. руб.	1 617.1	2 346.6	1 324.3	2 328.4
Совокупный долг к активам	0.12	0.16	0.24	0.42
Долгоср. долг/Совокупный долг	0.60	0.39	0.04	0.35
Текущая ликвидность	1.67	1.48	0.94	1.26
Кэфф. быстрой ликвидности	0.46	0.39	0.32	0.36
Выручка/Совокупный долг	3.98	2.76	4.00	3.12
ЕБИТДА/Совокупный долг	1.01	0.73	0.25	0.27
ЕБИТДА/Текущие обязательства	0.44	0.33	0.07	0.19
ЕБИТДА/Процентные платежи	13.00	6.84	4.19	4.73

Источники: отчетность компаний, расчеты Банка Москвы

Динамика доходности и спреда облигаций НПО САТУРН-01



Статистика за последние 30 торговых дней

	Доход-ть, % год.	Спред, б.п.
Средняя	9.17	321
Min	8.87	277
Max	9.62	385

Источники: REUTERS, Банк Москвы

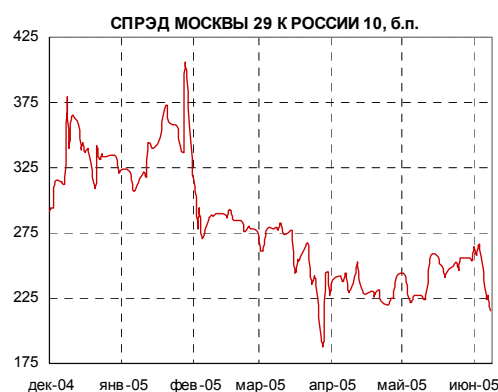
Фундаментальные факторы

В прошедшем месяце сильное негативное влияние на динамику котировок рублевых облигаций, как и следовало ожидать, оказала ситуация на денежном рынке. Острый дефицит ликвидности в конце второго квартала не мог не образоваться после затянувшейся игры банков на росте курса доллара. К тому же, постепенное сокращение уровня ликвидности в системе усилилось за счет налоговых выплат в конце второго квартала. К факторам, оказывавшим поддержку рынку рублевых облигаций, можно отнести позитивную динамику рынка российских еврооблигаций, приток средств иностранных инвесторов на развивающиеся рынки и ожидания рынка по повышению рейтинга Moody's.

Курс рубля в июне практически не влиял на динамику рынка рублевых облигаций. По итогам месяца курс рубля относительно доллара США снизился на 25 копеек и достиг уровня отметки 28,89. В начале июля коррекция на мировом валютном рынке привела к тому, что курс рубля колеблется в районе отметки 28,6 рублей за доллар.

Долговой рынок практически весь месяц игнорировал сохраняющуюся негативную динамику внутреннего валютного рынка. Подобное поведение инвесторов, на наш взгляд, отражает ожидания относительно дальнейшей динамики внутреннего валютного рынка. Планы по достижению целевого уровня инфляции в 8,5% стали уже нереалистичными, однако правительство и Центральный Банк вряд ли оставят идею снизить уровень инфляции. А укрепление курса рубля пока еще остается «запретным» инструментом управления инфляцией, чтобы его рано или поздно не попытаться использовать.

Инфляция в июле немного замедлилась. По данным Росстата, рост потребительских цен в июне составил 0,6%. Напомним, что в июне прошлого года потребительские цены выросли на 0,8%. Таким образом, впервые с начала этого года инфляция оказалась ниже, чем год назад. По нашим оценкам годовой показатель инфляции составил в июне 13,3%; за полгода цены выросли на 8,0%. Во втором полугодии, на наш взгляд, темпы инфляции могут несколько снизиться. В настоящее время мы сохраняем наш годовой прогноз без изменений на уровне 11,5%.

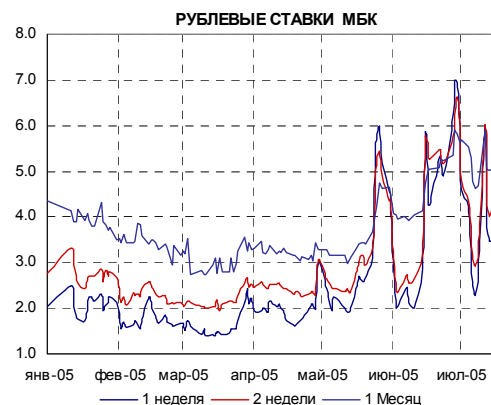
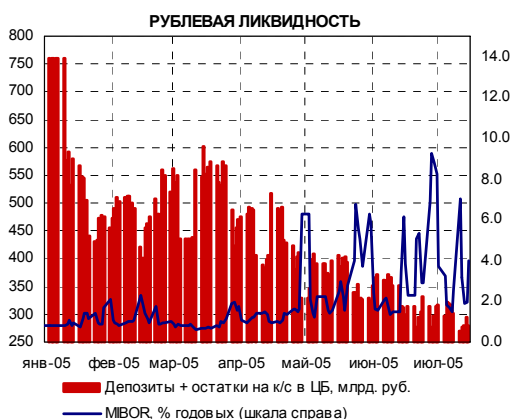


Источники: REUTERS

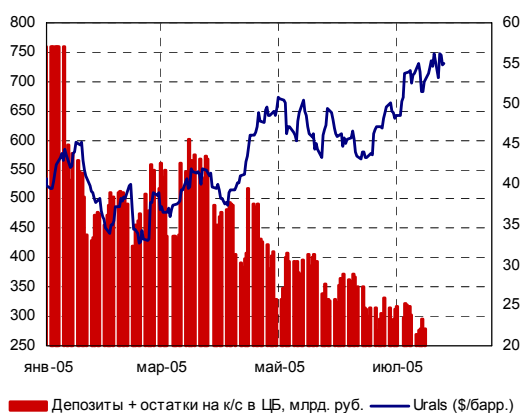
Ликвидность

Как мы уже отмечали выше, ситуация на денежном рынке ухудшилась в конце второго квартала. Снижение объемов рублевой ликвидности явилось основным фактором, оказывающим давление на долговой рынок. Весь месяц мы наблюдали снижение свободной ликвидности в банковском секторе, что находило отражение в росте ставок и снижении остатков на счетах в ЦБ. В июне среднее значение ставки на однодневные кредиты на МБК находилось на уровне 3,78% годовых, что значительно превышает среднегодовое значение данного показателя (2,09%). К концу второго квартала одно- двух- и трехнедельные ставки МБК достигли уровня 7,0% годовых – самого высокого уровня с начала года.

Среднедневные остатки на корсчетах кредитных организаций в ЦБ составляли 250,51 млрд. рублей (268,84 млрд. рублей). Среднедневные остатки на депозитах ЦБ по сравнению с предыдущим месяцем снизились более чем в 1,6 раза и составляли 77,6 млрд. рублей по сравнению с 123,07 млрд. рублей в мае.



Источники: REUTERS, ЦБ РФ



Источники: REUTERS, ЦБ РФ

Если, полагаться на зависимость динамики цен на нефть и рублевой ликвидности (которая происходит с лагом в три месяца), то надо ожидать роста уровня рублевой ликвидности. Однако в мае эта тенденция прекратилась. Мы связываем это с двумя факторами:

- ростом курса доллара,
- ростом инвестиционной активности предприятий реального сектора.

Вполне возможно, что к концу лета эта корреляция снова вырастет.

В настоящее время, негативный тренд остатков на корсчетах и депозитах коммерческих банков в ЦБ сохраняется. Динамика курса доллара на мировом валютном рынке находится в последнее время в диапазоне 1,20-1,22 доллара за евро, что позволит банкам высвободить часть валютных резервов для повышения уровня рублевой ликвидности в системе. Тем не менее, **рынок МБК продолжает оставаться весьма нестабильным, что заставляет нас ждать очередного ухудшения ситуации с рублевой ликвидностью в конце июля.** Мы полагаем, что фактор дефицита денежной ликвидности останется главным негативным фактором в конце этого месяца, что может привести к сильному давлению на котировки рублевых облигаций. В случае развития этого сценария мы предлагаем воспользоваться ухудшившейся конъюнктурой и спекулятивно сыграть на подешевевших и наиболее ликвидных выпусках рублевых облигаций с высокой дюрацией в надежде восстановления конъюнктуры к середине августа.

Прогнозы и рекомендации

Динамика рублевых облигаций в следующем месяце будет в значительной степени зависеть от состояния денежного рынка в конце месяца, конъюнктуры внешних долговых рынков и, возможно, решения рейтингового агентства Moody's относительно суверенного рейтинга России.

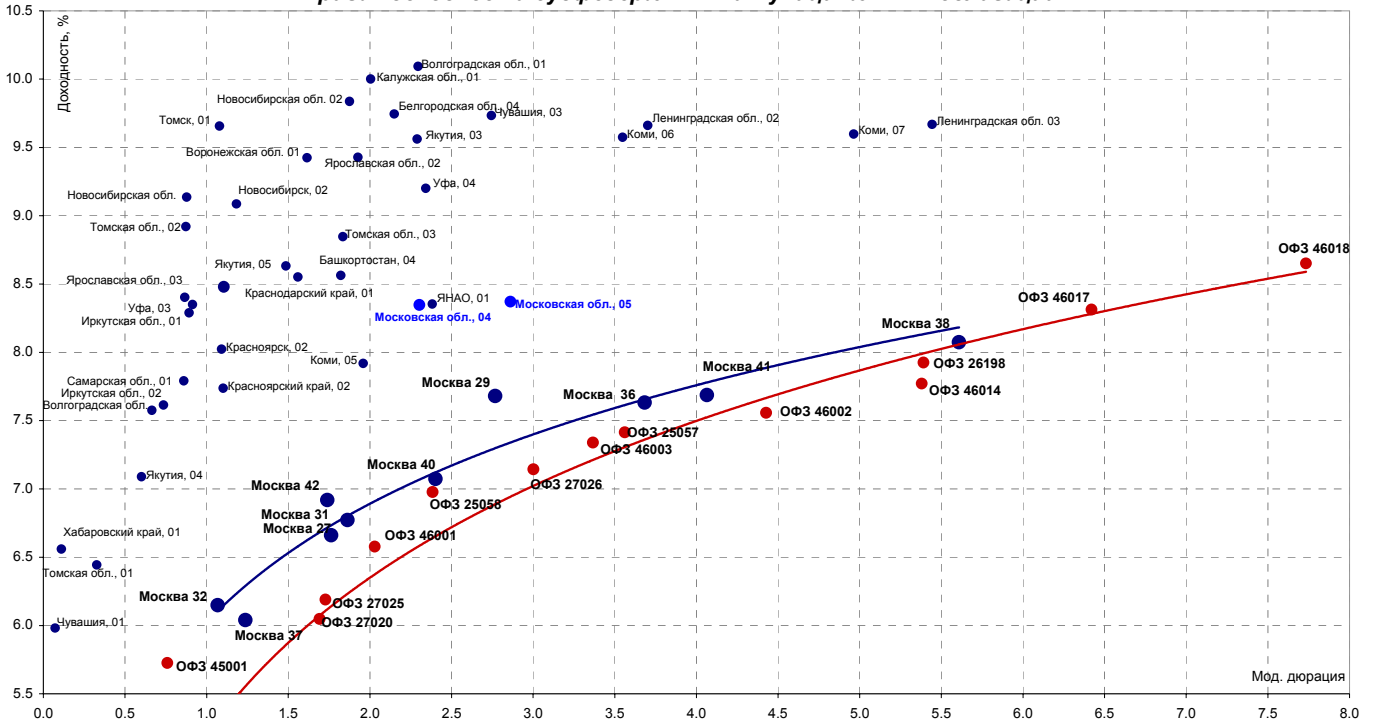
В июне котировки наиболее ликвидных облигаций эмитентов первого эшелона продемонстрировали небольшой рост, либо сохранились на прежних уровнях, что в текущих условиях снижает потенциал снижения доходностей.

На наш взгляд, при сохранении стабильности на внешних долговых рынках, глобальная тенденция этого года – постепенное снижение уровня доходностей рублевых облигаций в целом, и сокращение кредитных спрэдов отдельных эмитентов второго – третьего эшелонов в частности, продолжится. На наш взгляд, в случае сохранения этой динамики имеет смысл обратить внимание на облигации субфедеральных и муниципальных эмитентов. В случае притока дополнительных средств на рынок (например, после повышения суверенного рейтинга) рост стоимости облигаций этого сектора будет опережать другие сектора российского долгового рынка. На наш взгляд, в этом случае может наступить глобальная переоценка рисков субфедеральных и муниципальных эмитентов, интерес к которым у иностранных инвесторов в настоящее время ограничивается списком из облигаций Москвы и Московской области.

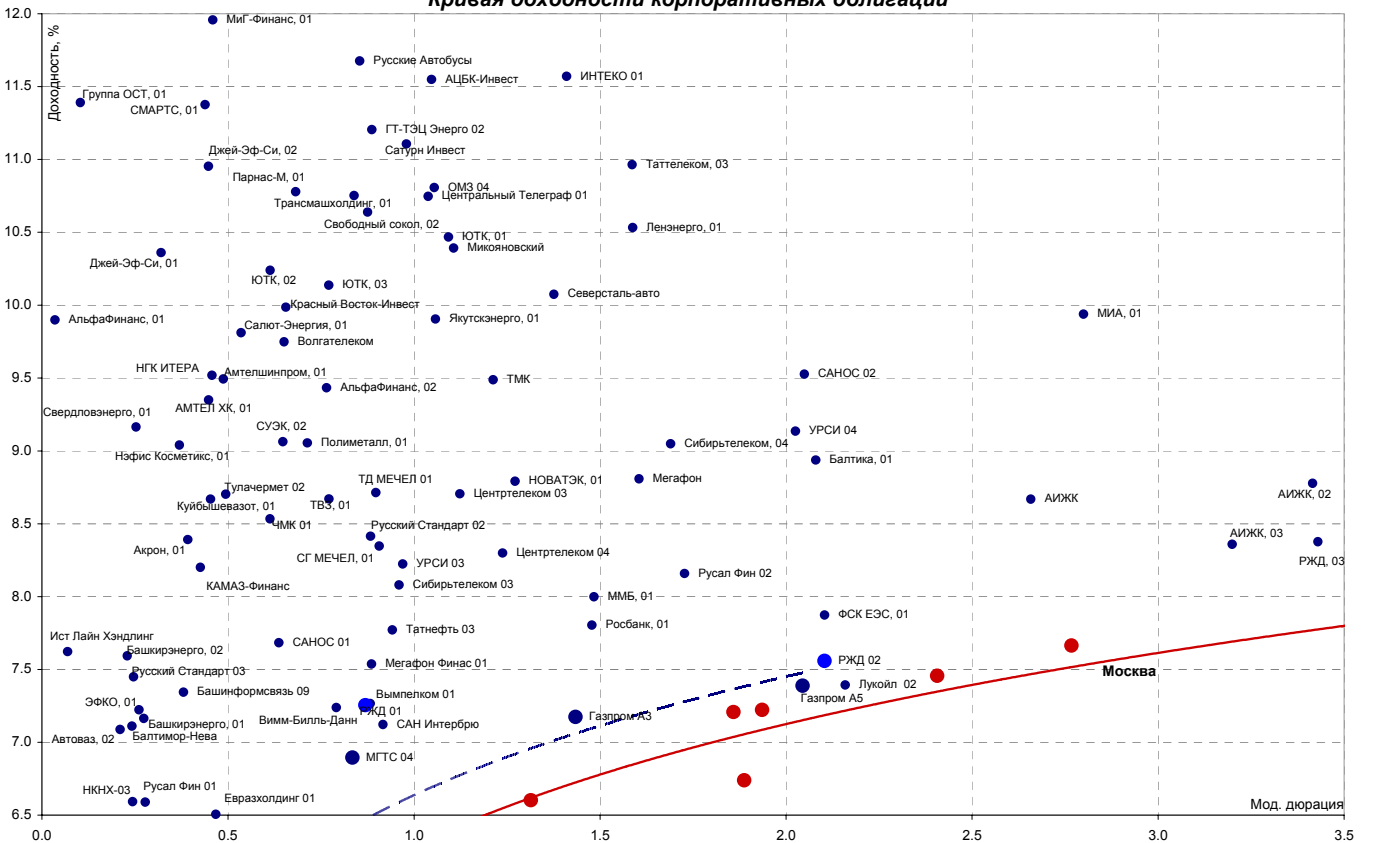
Наиболее привлекательные выпуски рублевых облигаций

ЭМИТЕНТЫ	ПОГАШЕНИЕ		ЦЕНА		ДОХОДНОСТЬ,%			ДЮРАЦИЯ	
	Погашение	Оферта	Покупка	Продажа	Текущая	К погаш.	К оферте	Дюр. лет.	Мод. дюр
Корпоративные облигации									
САНОС 02	10.11.2009	13.11.2007	102.10	102.29	9.49	-	9.05	2.10	1.93
Нортгаз, 01	09.11.2005	-	101.33	101.60	15.75	10.35	-	0.31	0.28
Сатурн Инвест	05.08.2006	-	104.35	105.44	15.24	10.13	-	0.94	0.86
ОМЗ 04	26.02.2009	31.08.2006	104.85	104.96	13.58	-	9.67	1.02	0.93
ГТ-ТЭЦ Энерго 02	22.06.2006	-	101.12	101.24	12.35	11.34	-	0.90	0.81
Уралвагонзавод, 01	30.09.2008	03.10.2006	102.80	102.99	13.00	-	11.11	1.12	1.01
Хайленд Голд Финанс, 0	02.04.2008	09.10.2006	100.50	0.00	11.92	-	11.92	1.15	1.03
ГТ-ТЭЦ Энерго 03	18.04.2008	23.10.2006	100.52	100.60	11.97	-	11.81	1.18	1.05
ИНПРОМ, 01	20.04.2007	21.04.2006	101.16	101.17	12.36	-	11.10	0.73	0.65
ПИТ-Инвестментс 02	23.03.2009	29.09.2006	103.88	104.27	13.67	-	10.49	1.10	1.00
Субфедеральные и муниципальные облигации									
Уфа, 04	03.06.2008	-	0.00	0.00	9.78	9.20	-	2.55	2.33
Якутия, 03	17.06.2008	-	106.51	109.00	11.16	9.35	-	2.50	2.29
Московская обл., 05	30.03.2010	-	104.43	104.52	9.57	8.32	-	2.49	2.29
Новосибирская обл. 02	29.11.2007	-	107.73	107.90	12.35	9.96	-	2.05	1.86
Чувашия, 03	27.03.2009	-	108.42	108.80	11.33	9.66	-	3.00	2.74
Ярославская обл., 02	03.07.2007	-	107.20	107.70	12.41	9.40	-	1.76	1.60

Кривая доходности субфедеральных и муниципальных облигаций

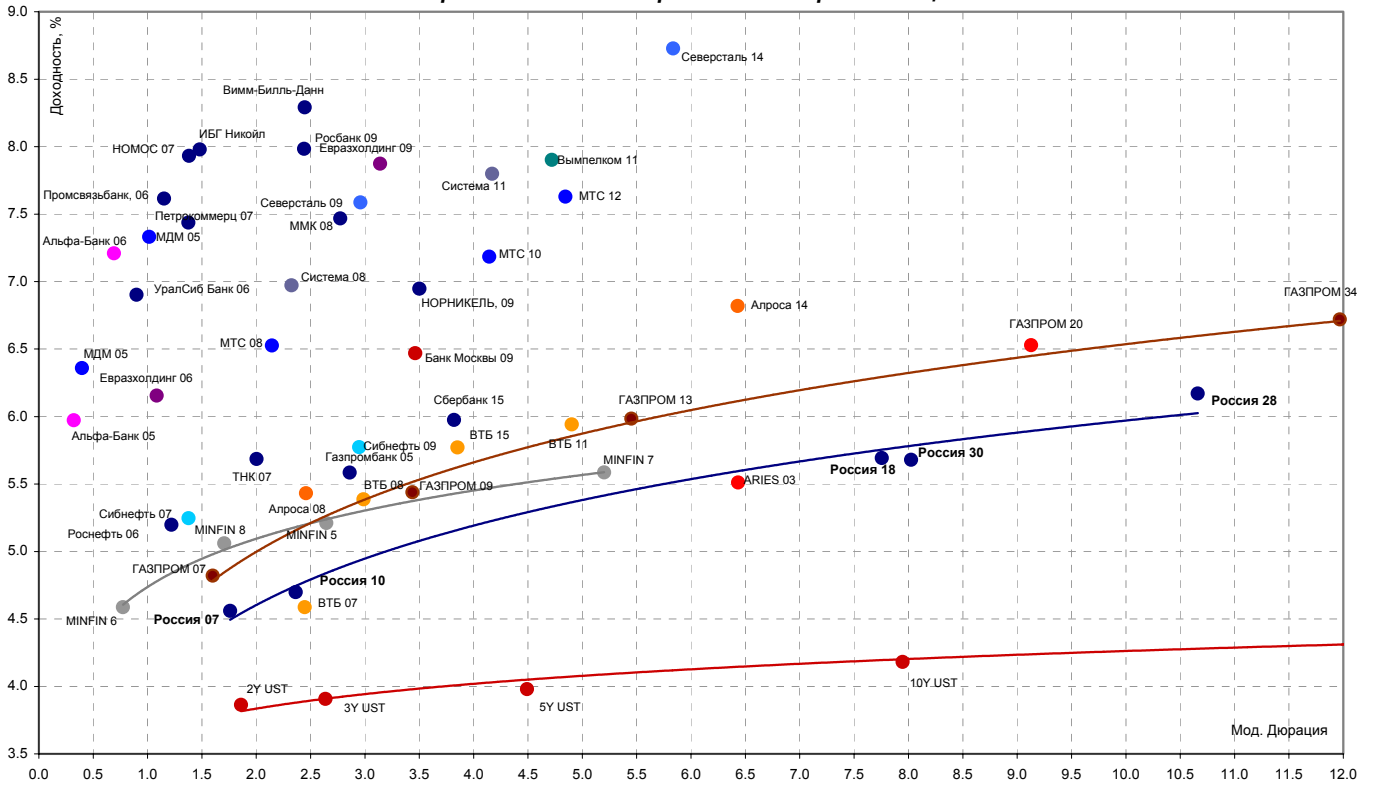


Кривая доходности корпоративных облигаций

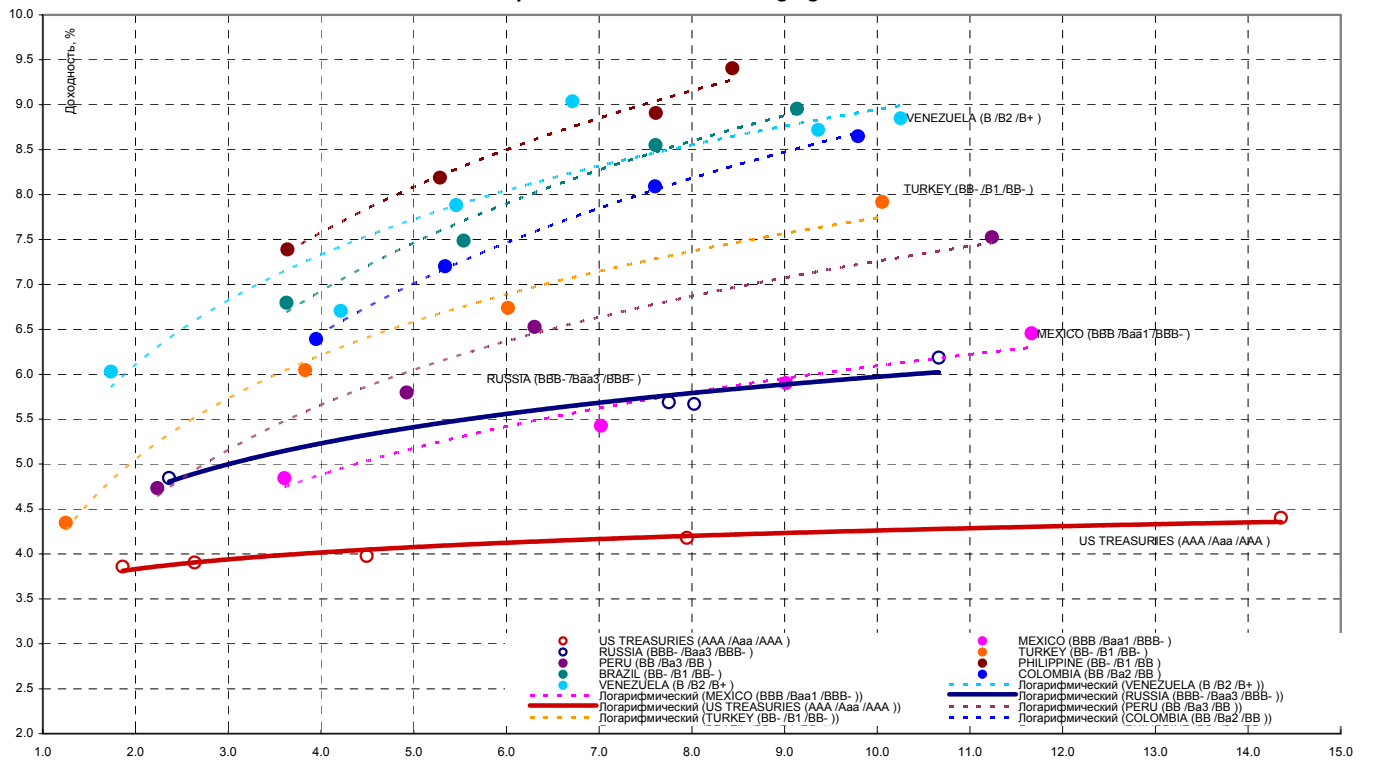


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривая доходности российских еврооблигаций



Кривые доходности emerging markets



Источники: REUTERS

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 (095) 105-8000 +7 (095) 924-0080
		<u>e-mail</u>	<u>вн. тел.</u>
<u>ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ</u>	Сытников Алексей		
<u>НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ ДОВЕРИТЕЛЬНЫХ ОПЕРАЦИЙ</u>	Касьянова Елена	Kasyanova_EA@mmbank.ru	4679
<u>СОПРОВОЖДЕНИЕ КЛИЕНТОВ</u> Менеджер по работе с клиентами	Шухова Алла	Shuhova_AG@mmbank.ru	4263
<u>АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОТДЕЛ</u> Начальник отдела	Тремасов Кирилл	Tremasov_KV@mmbank.ru	4592
Анализ акций	Веденеев Владимир	Vedeneev_VY@mmbank.ru	2817
Анализ акций	Скворцов Дмитрий	Skvortsov_DV@mmbank.ru	2832
Анализ долговых рынков	Федоров Егор	Fedorov_EY@mmbank.ru	4233
Анализ долговых рынков	Лямин Михаил	Lyamin_MY@mmbank.ru	2844
<u>ОТДЕЛ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ</u> Начальник отдела	Беспалов Алексей	Bespalov_AV@mmbank.ru	4220
Долговые инструменты	Храмцовский Станислав	HSS@mmbank.ru	2895
Акции	Волков Алексей	Volkov_A@mmbank.ru	2837