

Российские долговые рынки

Тестируя новые уровни

US-Treasuries

Доходности базовых активов продолжают расти, реагируя на ускорение инфляционных показателей, за прошедший месяц они прибавили до 20-25 б.п. В то же время, будущая политика ФРС в настоящее время еще более неопределенна - непонятно возьмет ли ФРС паузу на ближайшем заседании в конце июня или будут реагировать на ускорение инфляции. В этой стратегии мы сохраняем наш прогнозный уровень по учетной ставке на конец года 5,25% годовых. Наши ожидания в отношении структуры процентных ставок также не претерпели изменений. Базовый прогноз по 10-летним us-treasuries оставлен на уровне 5,46% годовых.

Emerging markets

Еврооблигации emerging markets не реагируют как прежде на рост доходностей базовых активов. За прошедший месяц индекс EMBI+ прибавил 0,9%, а его спрэд опустился на 19 б.п. до уровня 175 б.п. Последние распродажи на рынке us-treasuries не привели к существенному росту спрэдов emerging markets, что говорит о запасе определенной прочности у emerging markets.

На наш взгляд, снижение интереса к рынку us-treasuries вовсе не означает ухудшение кредитоспособности развивающихся стран. Спрэды еврооблигаций emerging markets к us-treasuries способны сохранять стабильность по мере постепенного роста доходностей базовых активов, а в впоследствии продолжить тенденцию к сокращению на фоне сохранения высоких цен на сырьевые ресурсы и установления нового равновесия на рынке us-treasuries.

Внешние долговые рынки

Рынок российских еврооблигаций в апреле – начале мая полностью подчинился динамике рынка базовых активов (us-treasuries). Доходности суверенных еврооблигаций в среднем выросли на 5-15 б.п., а размер страновой премии вырос до уровня 115-120 б.п.

Активности российских эмитентов можно только позавидовать. В апреле-начале мая российские эмитенты привлекли более \$9,0 млрд. средств, основная часть из которых – синдицированные кредиты и еврооблигации российских банков (\$4,9 млрд.) Таким образом, менее чем за 1,5 месяца был побит показатель 1-го квартала (\$7,7 млрд.) В оставшееся до конца года время российские заемщики намерены привлечь еще порядка \$20 млрд.

Внутренние долговые рынки

Внутренний долговой рынок слегка отыграл апрельское снижение на волне роста спроса в начале мая. Внутренние факторы в этом месяце по-всей видимости будут оказывать позитивное влияние на котировки рублевых облигаций, однако рост доходностей на внешних долговых рынках может спровоцировать очередную волну распродаж рублевых облигаций. В связи с этим, мы не рекомендуем инвесторам увеличивать позиции в длинных облигациях. Среди наших рекомендаций остаются облигации ЮТК-03 и ЮТК-04, мы также рекомендуем к покупке облигации Главмосстрой-Финанс-02, ЭйрЮнион и ИжАвто-01.

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

US-Treasuries

Рост доходностей продолжается

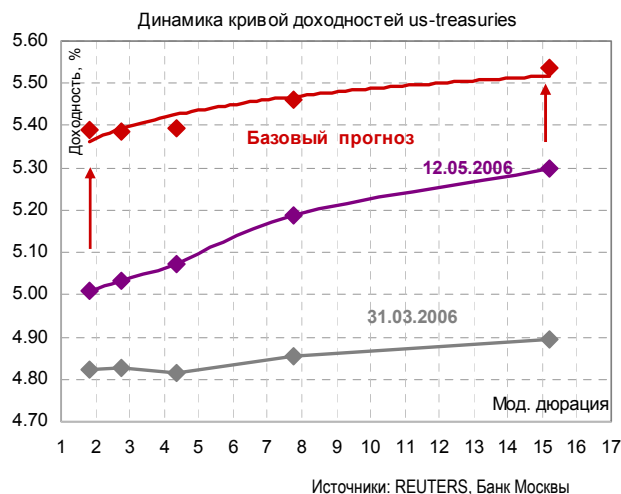
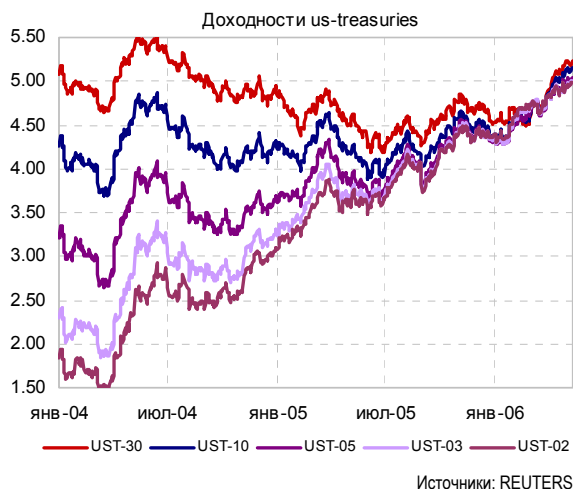
Доходности базовых активов продолжают расти, реагируя на ускорение инфляционных показателей, за прошедший месяц они прибавили до 20-25 б.п.. В то же время, будущая политика ФРС в настоящее время еще более неопределенна - непонятно возьмет ли ФРС паузу на ближайшем заседании в конце июня или будут реагировать на ускорение инфляции. В этой стратегии мы сохраняем наш прогнозный уровень по учетной ставке на конец года 5,25% годовых. Наши ожидания в отношении структуры процентных ставок также не претерпели изменений. Базовый прогноз по 10-летним us-treasuries оставлен на уровне 5,46% годовых.

Процентные ставки на долговом рынке США, % годовых

	10.05.2006	Изм-е, б.п.				Прогноз на 2006	Прогноз изм-я	
		За месяц	С начала года	За 6 мес.	За 12 мес.			За 24 мес.
Fed Funds Rate	5.00	25	75	100	200	400	5.25	25
UST-02	4.99	8	59	56	132	240	5.39	40
UST-05	5.02	11	67	54	112	109	5.39	37
UST-10	5.13	15	73	56	91	34	5.46	33
UST-30	5.19	14	65	45	62	-30	5.54	35

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Доходности us-treasuries продолжают расти вместе с изменением ожиданий по учетной ставке. За прошедший месяц доходности долгосрочных us-treasuries выросли на 15-20 пунктов на фоне очередного повышения ставки ФРС США на 25 б.п. 10-летние облигации к середине мая преодолели планку 5,20% годовых, 30-летние – 5,30% годовых. Вид кривой доходности us-treasuries в апреле - начале мая не претерпел серьезных изменений, а кривая практически параллельно сместилась вверх. Основные причины роста доходностей – прежние. Рост цен на сырьевые ресурсы приводит к ускорению инфляции в США. ФРС, в свою очередь, стараясь сбить ускорение базовых инфляционных индексов при сохранении прежних темпов роста экономики, манипулирует ожиданиями рынка. В конце апреля председатель ФРС Б.Бернанке заявил, что ФРС, возможно, на какое-то время приостановит повышение ставок, а через неделю в интервью одному из телеканалов заявил, что рынок не правильно трактовал его слова.



ФРС – будущая политика менее предсказуема

Заседание Комитета по открытым рынкам, казалось, должно было добавить большей ясности в отношении будущей политики ФРС, и рынок ждал четких сигналов о прекращении повышения учетной ставки. Как и ожидалось, Комитет по открытым рынкам ФРС США (FOMC) в 16-й раз подряд повысил учетную ставку на 25 б.п. с 4,75% до 5,00% годовых. Между тем, текст пресс-релиза стал содержать еще более расплывчатые формулировки относительно будущей монетарной политики.

В то время как оценка ФРС состояния экономики США не претерпела изменений (рост устойчивый, инфляция под контролем, но может ускориться из-за роста цен на сырье, энергоносители и высокого коэффициента использования ресурсов) будущая политика ФРС стала более непредсказуемой. В качестве адекватной меры в целях усиления контроля над инфляцией ФРС видит необходимость дальнейшего ужесточения монетарной политики (др. словами повышения учетной ставки). Однако «величина и продолжительность такого ужесточения», согласно пресс-релизу, будут зависеть от изменений в макроэкономических ожиданиях в зависимости от поступающей информации.

Таким образом, ФРС расширила поле и увеличила для себя время для маневра с учетной ставкой. На

наш взгляд, на следующем заседании Комитета, которое должно пройти 28-29 июня повышение ставки может и не состояться. Во всяком случае, рынок оценивает такую вероятность как 50 на 50. С другой стороны, ускорение базовых показателей инфляции в промышленности и потребительском секторе будет заставлять ФРС и дальше повышать учетную ставку. В случае, если в конце июня ФРС в очередной раз повысит учетную ставку на 25 б.п. до 5,25% годовых, мы намерены пересмотреть наши прогнозы по кривой доходности us-treasuries на конец года. В этом месяце мы оставляем неизменным наш прогноз по ставке на конец года на уровне 5,25% годовых.

Экономика США

Укрепление рынка труда после 5-ти месяцев безудержного роста и начавшихся разговоров о негативном влиянии укрепления рынка труда на экономику замедлилось в апреле, что позволило слегка охладить пыл продавцов на рынке us-treasuries. Однако конец апреля – начало мая дало инвесторам новый повод к игре на понижение котировок облигаций Казначейства США. Целый ряд макроэкономических данных просигнализировал о возможном ускорении базовых инфляционных индексов...

Рынок труда

Рынок труда США впервые за 5 месяцев в апреле продемонстрировал замедление. Фактические данные по числу новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе составили 138 тыс. рабочих мест, и оказались намного ниже ожиданий (около 200 тыс.) и такого же, пересмотренного в сторону понижения, числа новых рабочих мест в марте. Уровень безработицы совпал с ожиданиями и остался без изменения 4,7%. Однако более серьезным и настораживающим на наш взгляд стал 0,5% рост среднечасовой оплаты труда, превысивший ожидания (0,2%). Прогноз ФРС, по всей видимости, начинает оправдываться. Увеличение предложения труда при сдержанном росте производительности труда начинает выливаться в рост номинальной заработной платы, являющийся предвестником ускорения инфляции...

Экономика США растет согласно ожиданиям вместе с ускорением инфляции

В конце апреля Бюро экономического анализа Министерства торговли США опубликовало предварительную оценку ВВП за 1- квартал. Согласно представленным данным темп роста экономики в годовом исчислении составил по итогам квартала 4,8% годовых, что оказалось чуть хуже ожиданий (4,9%) и лучше по сравнению с динамикой 2005 года, когда ВВП вырос на 3,5%. Чуть хуже ожиданий оказалась статистика ценовых показателей. Так, ценовой дефлятор ВВП США за первый квартал вырос в годовом исчислении на 3,3% по сравнению с ожиданиями в 2,7% и прошлым годом - на уровне 2,8%.

Вместе с ускорением ценового показателя ВВП и ростом зарплат в начале мая тревожные сигналы пришли с публикациями динамики потребительских расходов, индексов деловой активности в промышленности и сфере услуг, а также индексов импортных/экспортных цен.

Так базовый ценовой индекс потребительских расходов (core PCE) вырос по итогам марта на 0,3% по сравнению с ростом на 0,1% по итогам февраля. За последние 12 мес. рост индекса составил 2,0% по сравнению с уровнем 1,8% по итогам февраля. Рост индекса деловой активности в промышленности произошел благодаря существенному росту ценовой компоненты, которая повысилась на 5,0 пунктов до уровня 71,5. Ценовая компонента индекса деловой в сфере услуг прибавила 10 пунктов и достигла 70,5 пунктов – самого высокого значения с ноября 2005 года. Последний индикатор ускорения инфляции пришел с данными по внешней торговле, которые отразили резкий рост стоимости импорта по итогам апреля на 2,9% по сравнению с ожиданиями (+1,1%).

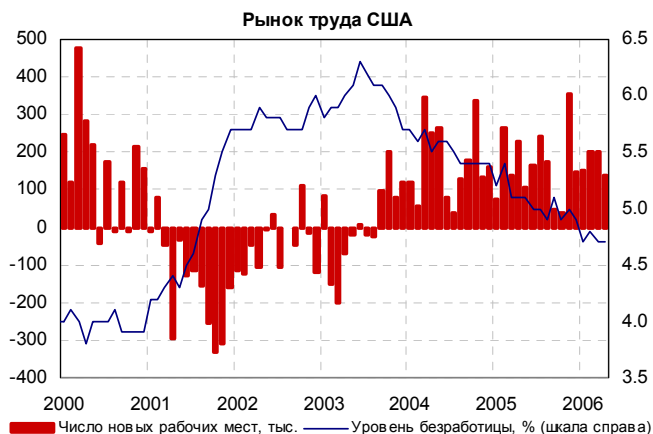
Таким образом, вышедшая в последнее время статистика, пока отразила высокие темпы роста американской экономики, которые в целом совпадают или превышают ожидания. Вместе с тем, мы видим негативную тенденцию роста ряда инфляционных показателей, который уже сейчас негативно влияет на динамику внешних долговых рынков.



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data



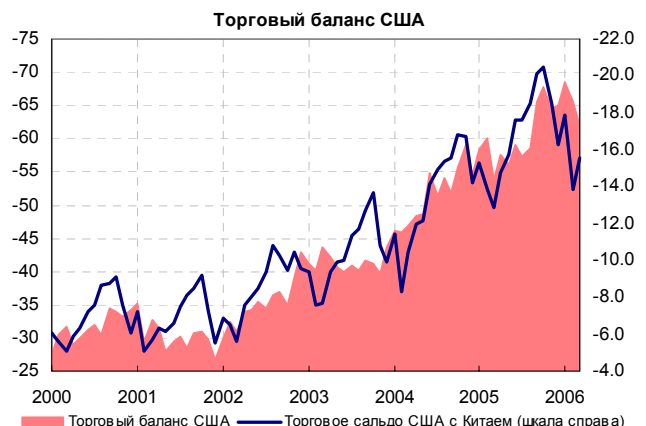
Источники: FRED II data



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data



Источники: FRED II data

Прогнозы ключевых экономических показателей США на 2005-2010 гг.

	2005	2006П	2007П	2008П	2009П	2010П
Реальный ВВП, темпы роста%						
Прогноз СВО	3.50	3.40	3.30	3.30	3.10	3.10
Параметры бюджета 2007	3.50	3.60	3.40	3.40	3.30	3.00
Blue Chip Consensus	3.50	3.40	3.10	3.20	3.10	3.30
Прогноз FED	3.50	3.50	3.25			
Индекс потребительских цен (CPI), год к году, %						
Прогноз СВО	3.4	2.8	2.1	2.2	2.2	2.2
Параметры бюджета 2007	3.4	3.0	2.4	2.4	2.4	2.4
Blue Chip Consensus	3.4	2.9	2.4	2.5	2.5	2.4
Уровень безработицы, %						
Прогноз СВО	4.9	5.0	5.0	5.1	5.2	5.2
Параметры бюджета 2007	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Blue Chip Consensus	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	5.0
Прогноз FED	4.9	4.9	4.9			
3-мес. казначейские векселя						
Прогноз СВО	3.2	4.5	4.5	4.4	4.4	4.4
Параметры бюджета 2007	3.2	4.2	4.2	4.3	4.3	4.3
Blue Chip Consensus	3.2	4.5	4.5	4.4	4.3	4.4
10-летние казначейские облигации						
Прогноз СВО	4.3	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2
Параметры бюджета 2007	4.3	5.0	5.3	5.5	5.6	5.6
Blue Chip Consensus	4.3	4.9	5.0	5.3	5.3	5.4

Источники: Office of Management and Budget (OMB)

Прогнозы

В этой стратегии мы сохраняем прежнюю позицию в отношении развития ситуации на рынке us-treasuries. Рост ставок на долговом рынке США может продолжиться. Мы выделяем два основных фактора, которые могут привести к росту доходности us-treasuries.

- 1) **Экономический.** В начале мая вышел целый ряд индикаторов, свидетельствующих об ускорении инфляции. На наш взгляд, потребуется совсем небольшое ускорение базовых инфляционных показателей, чтобы ФРС продолжила ужесточение монетарной политики. Сегодня вероятность повышения учетной ставки на ближайшем заседании (которое пройдет 28-29 июня) рынки оценивают примерно 50 на 50.
- 2) **Внешний.** Изменение ожиданий по ставкам в Японии и Европе, вместе с участвовавшими высказываниями представителей ключевых мировых банков (в частности китайского) о сокращении доли долларовых активов в золотовалютных резервах страны постепенно будет приводить к охлаждению спроса на us-treasuries со стороны нерезидентов. Сокращение части позиций маловероятно, однако постепенное снижение активности иностранных ЦБ может сильно ослабить позиции us-treasuries. По данным Казначейства США уже в марте официальные институты – нерезиденты США, среди которых Центральные банки, продали us-treasuries более чем на \$6,3 млрд.

Мы оставляем неизменным прогноз по ставке ФРС США - 5,25% годовых к концу 2006 года. Изменение отношения иностранных инвесторов вряд ли будет способствовать агрессивной покупке американских бумаг, что предопределяет возрастающий вид кривой доходности us-treasuries.

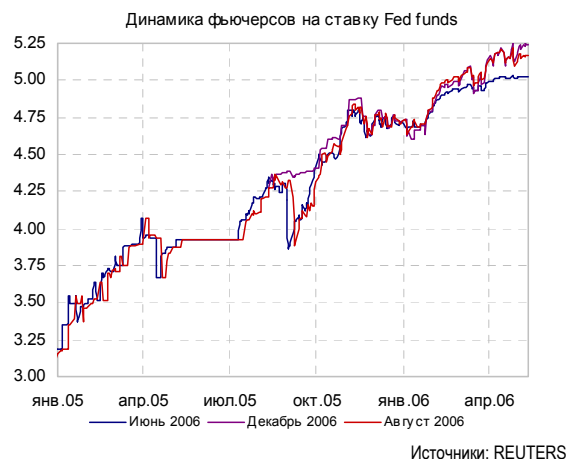
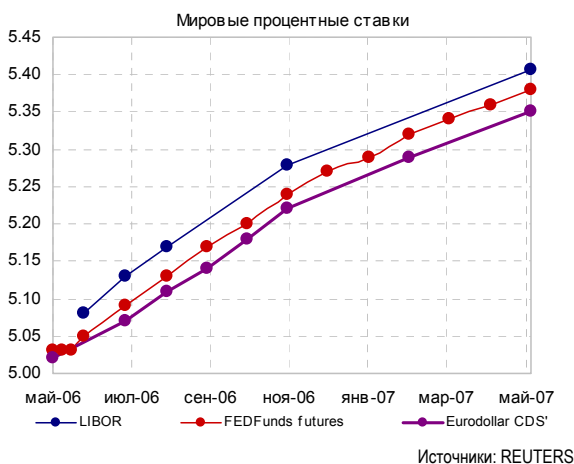
В этой стратегии мы не меняем наш прогноз по ставке ФРС США - 5,25% годовых на конец года. Мы также оставляем неизменным наш прогноз относительно кривой доходности us-treasuries.

В своем прогнозе мы исходили из возрастающего вида кривой доходности us-treasuries с сохранением спрэдов между бумагами, которые наблюдались в начале апреля. Таким образом, наш новый прогноз 10-летним us-treasuries предполагает рост доходности 10-летних бумаг с текущих 5,25% до 5,46% годовых.

Базовый прогноз ставок на долговом рынке США, % годовых

	новый прогноз	прогноз март.2006	прогноз дек.2005	Изменение
Fed Funds Rate	5.25	5.00	4.75	0.50
UST-02	5.39	4.93	4.75	0.64
UST-05	5.39	4.80	4.57	0.82
UST-10	5.46	4.71	4.45	1.01
UST-30	5.54	4.60	4.35	1.19

Источники: Банк Москвы



Emerging markets

Еврооблигации emerging markets не реагируют как прежде на рост доходностей базовых активов. За прошедший месяц индекс EMBI+ прибавил 0,9%, а его спрэд опустился на 19 б.п. до уровня 175 б.п. Последние распродажи на рынке us-treasuries не привели к существенному росту спрэдов emerging markets, что говорит о запасе определенной прочности у emerging markets.

На наш взгляд, снижение интереса к рынку us-treasuries вовсе не означает ухудшение кредитоспособности развивающихся стран. Спрэды еврооблигаций emerging markets к us-treasuries способны сохранять стабильность по мере постепенного роста доходностей базовых активов, а в впоследствии продолжить тенденцию к сокращению на фоне сохранения высоких цен на сырьевые ресурсы и установления нового равновесия на рынке us-treasuries.

Конъюнктура emerging markets

	10.05.2006	Изм-е*				
		За месяц	С начала года	За 6 мес.	За 12 мес.	За 24 мес.
EMBI+	374.5	0.9	1.6	5.0	12.4	39.5
EMBI+ Spread	175.0	-19.0	-64.0	-75.0	-208.0	-391.0
EMBI+ Russia	417.5	0.3	-2.0	0.4	5.4	34.6
EMBI+ Russia Spread	100.0	-9.0	-12.0	-19.0	-81.0	-256.0
EMBI+ Mexico	321.5	0.5	-2.8	-0.6	4.4	21.0
EMBI+ Mexico Spread	120.0	-13.0	-1.0	-4.0	-63.0	-134.0
EMBI+ Brasil	522.9	1.4	3.7	9.2	18.1	58.9
EMBI+ Brasil Spread	216.0	-24.0	-89.0	-131.0	-223.0	-588.0
EMBI+ Turkey	243.8	0.3	0.5	3.8	11.3	39.7
EMBI+ Turkey Spread	176.0	-10.0	-41.0	-59.0	-150.0	-373.0

Источники: J.P.Morgan, REUTERS

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

За прошедший месяц стоимость еврооблигаций развивающихся стран прибавила 0,9% несмотря на рост доходностей базовых активов, а спрэд индекса EMBI+ опустился еще на 19 б.п. и к середине мая составил 175 б.п.

Конъюнктура рынка еврооблигаций emerging markets по-прежнему остается благоприятной, а рост ставок компенсируется потенциалом повышения суверенных рейтингов. По нашим оценкам, с начала года рейтинговые агентства повысили суверенный рейтинг как минимум 7 стран, относящимся к emerging markets, в т.ч. Бразилии (S&P/«BB»), Аргентине (S&P/«B») и Болгарии (Moody's/«Baa3»).

Рейтинги еще как минимум 12 стран были поставлены на пересмотр с «позитивным» прогнозом изменения. Среди них нельзя оставить Турцию, чей рейтинг «BB-» как по версии S&P, так и по версии Fitch остается в списке на возможное повышение. Среди других стран нельзя не назвать Казахстан, чей рейтинг «Baa3» (по версии Moody's) был поставлен в список на повышение.

Рейтинги emerging markets

Дата	Агентство	Страна, эмитент	Рейтинговое действие	Новый рейтинг	Новый прогноз	Прежний рейтинг	Прежний прогноз	Комментарий
30 мар 06	Moody's	Чехия	Пересмотр прогноза	A1	Позитив.	A1	Стаб.	Улучшение экономических показателей и проведение структурных реформ
4 апр 06	Fitch Rratings	Молдавия	Подтверждение рейтинга	B-	Стаб.	B-	Стаб.	
5 апр 06	S&P	Саудовская Аравия	Повышение рейтинга	A+	Стаб.	A	Стаб.	Укрепление финансовой позиции Правительства
11 апр 06	Moody's	Босния и Герцеговина	Повышение рейтинга	B3	Позитив.	B3	Стаб.	Пересмотр с целью повышения рейтинга
11 апр 06	Fitch Rratings	Польша	Подтверждение рейтинга	BBB+	Позитив.	BBB+	Позитив.	Сильные экономические показатели
17 апр 06	Fitch Rratings	Перу	Пересмотр прогноза	BB	Позитив.	BB	Стаб.	Улучшение экономической и политической ситуации. Улучшение долговых показателей.
24 апр 06	S&P	Польша	Пересмотр прогноза	BBB-	Стаб.	BBB-	Позитив.	Политическая неопределенность, неясные перспективы структурных реформ и финансовой устойчивости
24 апр 06	Fitch Rratings	Иран	Понижение рейтинга	B+	Стаб.	BB-	Стаб.	Усиление обеспокоенности мирового сообщества относительно ядерных программ Ирана.
24 апр 06	Fitch Rratings	Тайланд	Подтверждение рейтинга	BBB+	Стаб.	BBB+	Стаб.	
25 апр 06	Moody's	Ю. Корея	Пересмотр прогноза	A3	Позитив.	A3	Стаб.	Устойчивая финансовая политика, улучшение макроэкономических перспектив на фоне сохраняющейся
25 апр 06	Fitch Rratings	Сербия	Подтверждение рейтинга	BB-	Стаб.	BB-	Стаб.	
28 апр 06	S&P	Мексика	Подтверждение рейтинга	BBB	Стаб.	BBB	Стаб.	Подтверждение рейтинга накануне выборов
3 май 06	S&P	Камерун	Повышение рейтинга	B-	Стаб.	CCC	Стаб.	
3 май 06	Moody's	Казахстан	Пересмотр прогноза	Baa3	Позитив.	Baa3	Стаб.	
4 май 06	Moody's	Индия	Пересмотр прогноза	Ba2	Стаб.	Ba2	Негатив.	Улучшение долговых показателей
6 май 06	Fitch Rratings	Доминиканская р-ка	Повышение рейтинга	B	Стаб.	B-	Стаб.	
10 май 06	Moody's	Израиль	Пересмотр прогноза	A2	Позитив.	A2	Стаб.	Улучшение макроэкономических показателей, несмотря на ряд внешних и внутр. шоков

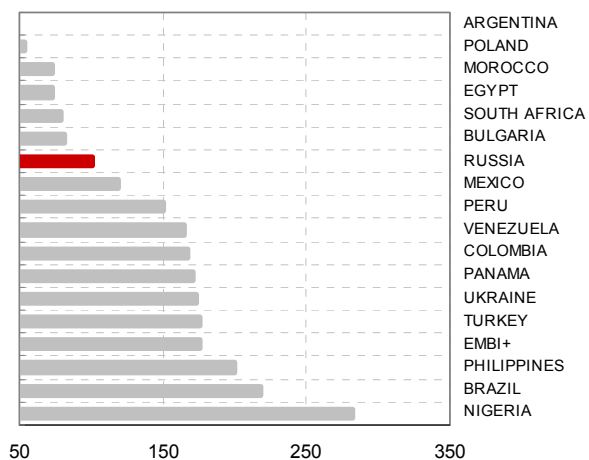
Источники: REUTERS, рейтинговые агентства

В первом квартале фондовые рынки развивающихся стран получили мощный приток средств со стороны международного капитала. Так, по итогам 3-х месяцев 2006 г. приток средств в фонды акций emerging markets составил \$24,0 млрд., тогда как рекордный показатель за весь прошлый год, который по данным Emerging Portfolio Fund Research составил \$20,3 млрд. При этом приток средств в фонды, инвестирующие в акции компаний стран BRIC (Бразилия, Россия, Индия, Китай) составил с начала года порядка \$11 млрд. или 18%. Приток средств в фонды облигаций emerging markets выглядит несколько скромнее - к 5-му апреля, по данным EPFR его значение составило \$4,0 млрд.

Прогнозы

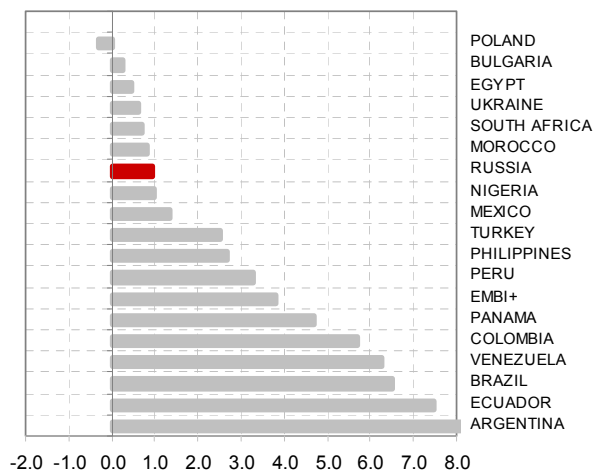
Наш базовый прогноз по рынку us-treasuries предполагает дальнейший рост доходностей. Тем не менее, мы ждем, что этот рост будет происходить постепенно, позволяя зависимым долговым рынкам адаптироваться к изменяющимся условиям. Улучшение в 2006 г. кредитного качества большого ряда стран emerging markets позволяет сгладить негативный эффект от роста доходностей us-treasuries. В этом случае любое расширение странового спреда мы воспринимаем как повод для игры на его сокращение.

Спрэды индекса EMBI+



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Индексы EMBI+ с начала года (на 10.05.2006)



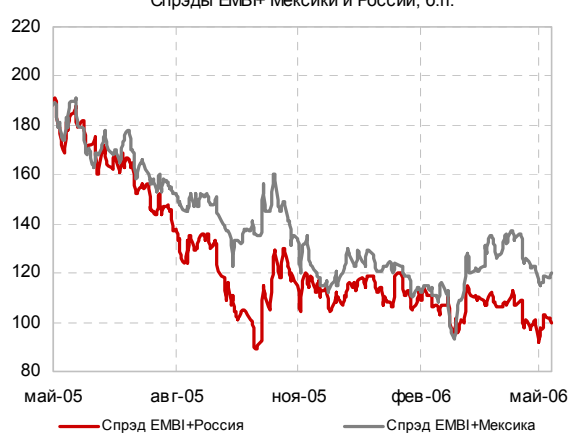
Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Emerging markets – динамика ключевых суверенных спредов

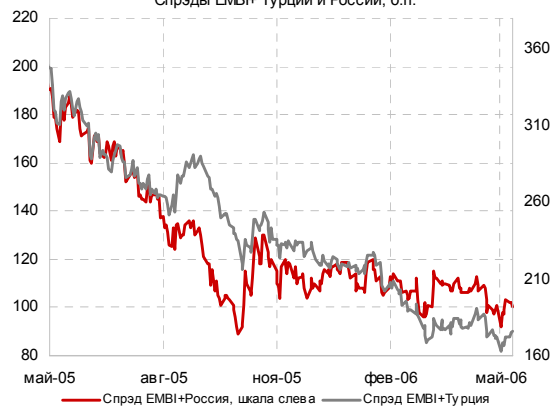
Спрэды EMBI+ Бразилии и России, б.п.



Спрэды EMBI+ Мексики и России, б.п.



Спрэды EMBI+ Турции и России, б.п.



Спрэды EMBI+ Венесуэлы и России, б.п.



Источники: J.P. Morgan, REUTERS

Российские еврооблигации

Рынок российских еврооблигаций в апреле – начале мая полностью подчинился динамике рынка базовых активов (*us-treasuries*). Доходности суверенных еврооблигаций в среднем выросли на 5-15 б.п., а размер страновой премии подрос до уровня 115-120 б.п.

Активности российских эмитентов можно только позавидовать. В апреле-начале мая российские эмитенты привлекли более \$9,0 млрд. средств, основная часть из которых – синдицированные кредиты и еврооблигации российских банков (\$4,9 млрд.) Таким образом, менее чем за 1,5 месяца был побит показатель 1-го квартала (\$7,7 млрд.) В оставшееся до конца года время российские заемщики намерены привлечь еще порядка \$20 млрд.

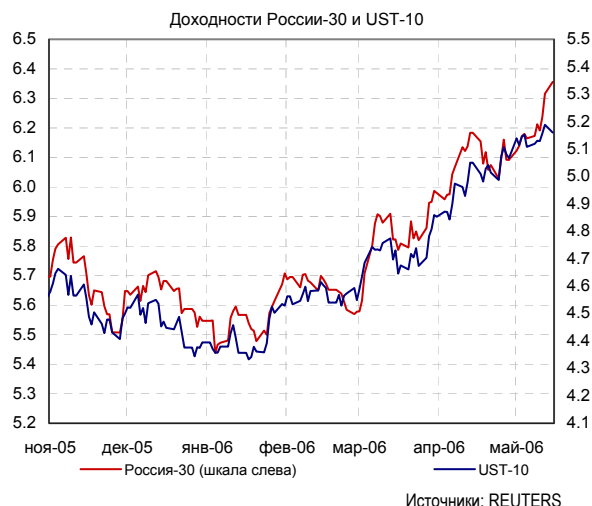
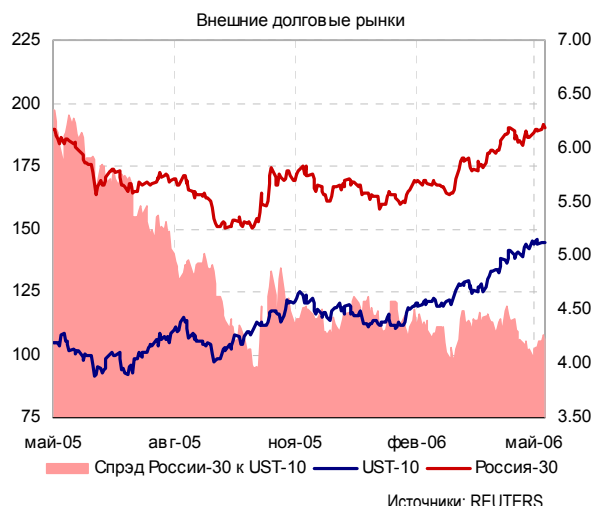
Конъюнктура российских еврооблигаций

	10.05.2006	Изм-е*				
		За месяц	С начала года	За 6 мес.	За 12 мес.	За 24 мес.
Доходн. UST-10	5.13	15	73	56	91	34
Стоимость России-30	107.813	-0.3	-4.4	-2.7	0.7	25.6
Доходн. Россия 30 YTM	6.19	5	64	45	11	-237
Спрэд России 30 и UST-10	106	-10	-9	-12	-81	-271

Источники: REUTERS

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

Рынок российских еврооблигаций, как и в начале года, сохраняет зависимость от динамики доходностей базовых активов – *us-treasuries*. Стоимость российских еврооблигаций меняется в зависимости от динамики доходностей базовых активов. За прошедший месяц котировки еврооблигаций «Россия-30» снизились на 0,3% на фоне относительной устойчивости рискованной премии.



Начало года не принесло ничего нового относительно перспектив сокращения страновой рискованной премии России. Небольшое сокращение спрэдов произошло на фоне спекуляций относительно планов правительства РФ по досрочному выкупу долгов с внешнего долгового рынка. Однако по мере роста доходностей *us-treasuries* значение спреда вернулось в зону 110-115 б.п.

Во втором квартале рынок российских еврооблигаций будет сохранять зависимость от внешних факторов – конъюнктуры *emerging markets* и динамики рынка *us-treasuries*.

Тем не менее, мы ждем, что очередная волна переговоров с Парижским клубом сможет оживить рынок российского долга и повысить интерес инвесторов к нему. В этом случае рискованная премия по российскому долгу может сократиться до 70-80 б.п. В начале мая в прессе появились сообщения о начале очередного раунда переговоров между РФ и Парижским клубом. Ранее представители финансовых властей РФ заявляли, что готовы погасить в первой половине 2006 г. \$11-\$12 млрд. долл. из оставшихся \$25 миллиардов. Ожидается, что страны Парижского клуба могут потребовать от РФ премию за досрочное погашение. Однако даже в этом случае погашение имеет экономический смысл. Мы полагаем, что полный расчет по объявленному досрочному погашению, как и в прошлом году, может произойти к началу осени.

К концу 2006 г. долг России перед Парижским Клубом Кредиторов будет составлять около \$8,0 млрд. плюс около \$6,0 млрд. – секьюритизированный в Aries долг России перед Германией.

Корпоративный сектор

Корпоративные еврооблигации - лидеры сокращения спредов

Эмитент - погашение	Изм-е спреда за апр.06	Значение спреда на 30.04.2006	Базов. актив	Bid	Ask	YTM (Bid), %	Изм-е стоимости за 1 кв.06	Объем выпуска	Дата погашения	Mod. dur
AMTEL - 2007	-57	382	US6MT	100.5	101.1	8.78	0.50	175.0M	30.06.07	1.09
TATFONDBANK - 2008	-45	406	US2YT	100.3	0.0	9.31	0.32	90.0M	28.02.08	1.65
VIMPELCOM - 2009	-36	219	US3YT	107.2	107.8	7.39	0.70	450.0M	16.06.09	2.62
SVYAZNOI - 2007	-31	581	US2YT	99.9	100.4	10.77	0.19	50.0M	28.07.07	1.14
RZD B - 2012	-28	401	RU5YT	101.3	101.4	10.72	0.00	1.0B	30.06.12	4.44
IMPEXBANK - 2007	-26	207	US6MT	101.8	102.3	7.43	0.05	100.0M	29.06.07	1.09
VIMPELCOM - 2010	-24	250	US3YT	101.3	101.6	7.58	0.59	300.0M	11.02.10	3.20
JFC GROUP - 2007	-20	370	US6MT	101.0	101.5	8.71	-0.03	60.0M	10.04.07	0.92
RMK - 2008	-18	412	US3YT	100.1	100.6	9.19	0.25	100.0M	21.12.08	2.26
HOME CREDIT BANK - 2008	-17	334	US2YT	101.5	102.2	8.22	0.14	150.0M	04.02.08	1.61
HOME CREDIT BANK - 2009	-15	340	US2YT	100.7	101.5	8.29	0.19	275.0M	30.06.08	1.93
NORILSK NICKEL - 2009	-14	199	US3YT	100.7	101.0	6.90	0.26	500.0M	30.09.09	3.01
SBERBANK - 2015	-14	124	US3YT	99.7	100.0	6.27	-0.45	1.0B	11.02.15	6.63
EVRAZ HOLDING - 2015	-14	312	US10Y	100.4	100.7	8.19	-0.52	750.0M	10.11.15	6.31
ABSOLUT - 2009	-13	408	US3YT	99.1	99.8	9.09	-0.12	150.0M	07.04.09	2.56
ALFA BANK - 2007	-13	180	US6MT	100.3	101.3	7.38	-0.53	150.0M	09.02.07	0.77
GAZPROM - 2009	-11	107	US3YT	114.1	114.6	6.00	-0.10	700.0M	21.10.09	2.84
SALAVATNEFTEORG - 200	-11	310	US3YT	99.8	100.5	8.04	0.00	100.0M	28.05.09	2.62
GAZPROM - 2013	-11	-27	US5YT	99.6	100.6	4.66	0.01	1.1B	22.07.13	2.94
GAZPROM - 2015	-10	128	EU9YT	104.5	104.8	5.24	-0.47	1.0B	01.06.15	6.67

Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Корпоративные еврооблигации - лидеры роста

Эмитент - погашение	Изм-е стоимости за апр. 06	Bid	Ask	YTM (Bid), %	Значение спреда на 30.04.2006	Базов. актив	Изм-е спреда за 1 кв.06	Объем выпуска	Дата погашения	Mod. dur
NUTRITEK - 2007	0.76	99.3	100.3	10.98	560	US2YT	-58	100.0M	30.11.07	1.40
VIMPELCOM - 2009	0.70	107.2	107.8	7.39	219	US3YT	-36	450.0M	16.06.09	2.62
VIMPELCOM - 2010	0.59	101.3	101.6	7.58	250	US3YT	-24	300.0M	11.02.10	3.20
AMTEL - 2007	0.50	100.5	101.1	8.78	382	US6MT	-57	175.0M	30.06.07	1.09
TATFONDBANK - 2008	0.32	100.3	0.0	9.31	406	US2YT	-45	90.0M	28.02.08	1.65
NORILSK NICKEL - 2009	0.26	100.7	101.0	6.90	199	US3YT	-14	500.0M	30.09.09	3.01
RMK - 2008	0.25	100.1	100.6	9.19	412	US3YT	-18	100.0M	21.12.08	2.26
HOME CREDIT BANK - 2008	0.19	100.7	101.5	8.29	340	US2YT	-15	275.0M	30.06.08	1.93
SVYAZNOI - 2007	0.19	99.9	100.4	10.77	581	US2YT	-31	50.0M	28.07.07	1.14
HOME CREDIT BANK - 2008	0.14	101.5	102.2	8.22	334	US2YT	-17	150.0M	04.02.08	1.61
IMPEXBANK - 2007	0.05	101.8	102.3	7.43	207	US6MT	-26	100.0M	29.06.07	1.09
ROSBANK - 2007	0.02	100.5	100.9	7.19	207	US2YT	-8	150.0M	09.07.07	1.11
GAZPROM - 2013	0.01	97.9	98.4	6.38	121	US5YT	-10	627.0M	22.07.13	2.73
GAZPROM - 2013	0.01	99.6	100.6	4.66	-27	US5YT	-11	1.1B	22.07.13	2.94
AK BARS - 2008	0.00	99.5	100.3	8.22	347	US3YT	7	175.0M	27.10.08	2.16

Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Прогнозы

В связи с сохранением прогнозного уровня доходности us-treasuries мы не изменяем целевые уровни еврооблигаций «Россия-30». В нашем базовом варианте, прогнозный уровень доходности еврооблигаций «Россия-30» сохраняется на уровне 6,46% годовых. Прогнозный уровень спреда еврооблигаций «Россия-30» к UST-10 мы сохраняем на уровне 100 б.п. В этом случае стоимость еврооблигаций «Россия-30» будет составлять 105,7 процентов от номинала, что предполагает снижение цены относительно текущих уровней на 1,7%.

Стоимость России-30 в зависимости от сценария

	Баз. прогноз	Оптимист.	Пессимист.
Доходность UST-10	5.46	5.00	5.80
Доходность России-30	6.46	5.70	7.00
Спрэд России-30, б.п.	100	70	120
Стоимость России-30	105.72	111.82	101.38
Потенциал роста* цены, %	-1.66	4.02	-5.69

Источники: расчеты Банка Москвы

*Текущая(расчетная) цена 107.50

**Расчет стоимости России-30 исходя из предполагаемого спреда

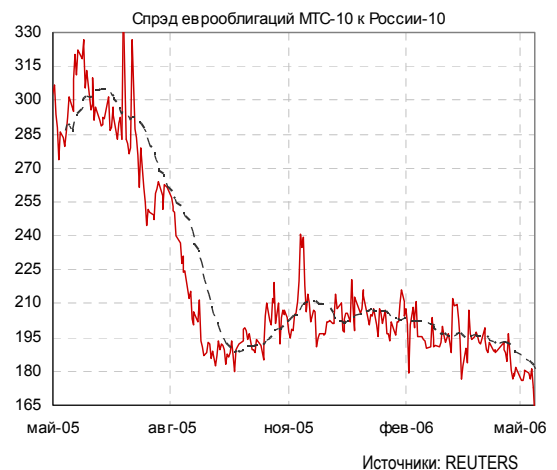
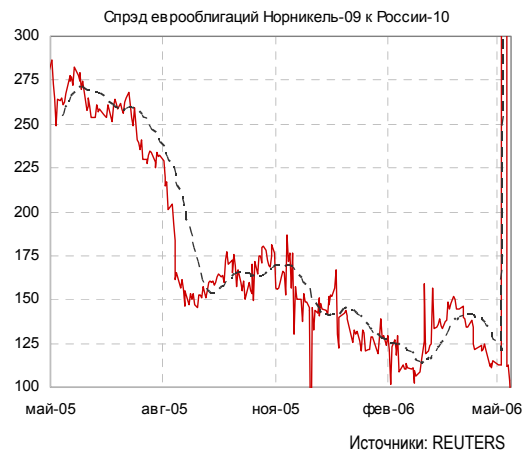
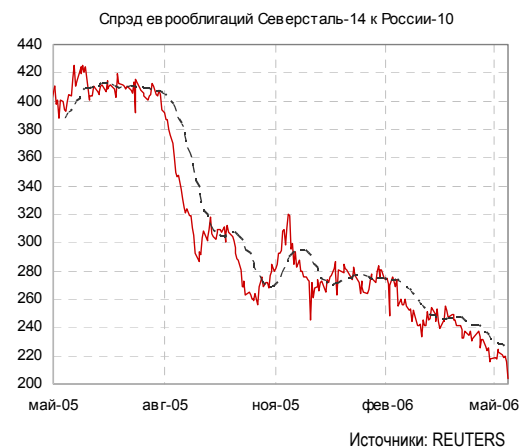
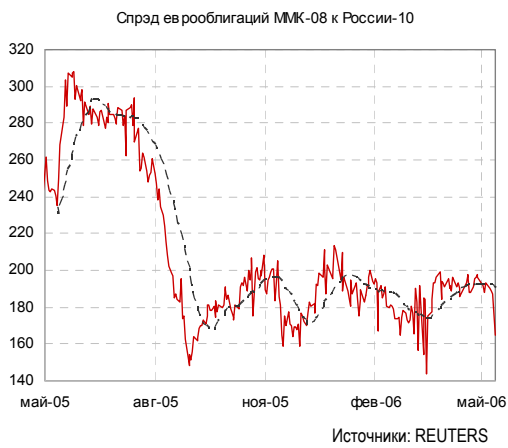
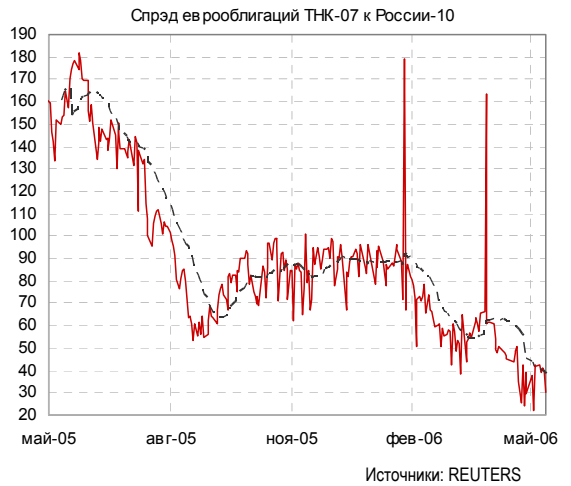
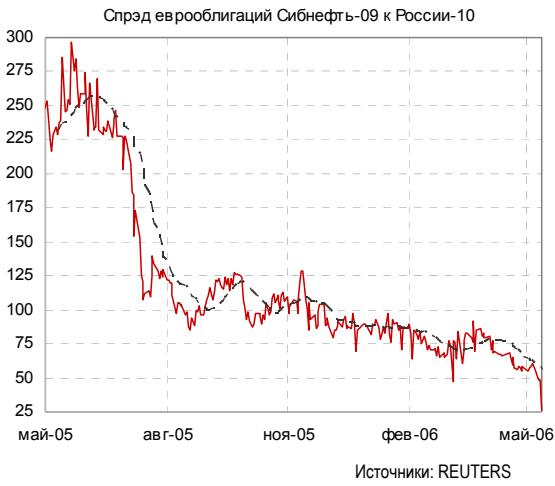
Рекомендации

По мере вероятного роста доходностей us-treasuries нашими стратегиями на внешних долговых рынках остаются уход от рыночных рисков в относительно короткие CLN и еврооблигации корпоративного сектора, поиск рыночных неэффективностей в корпоративном секторе и увеличение кредитного корпоративного риска.

В этой стратегии мы сохраняем прогнозы по «России-30», сохраняем прогнозы по спредам, потенциал снижения которых, согласно нашему базовому прогнозу, в настоящее время составляет порядка 40-40 б.п.

Во втором квартале мы рекомендуем придерживаться консервативной стратегии, ограничивая игру на длинном конце кривой доходности. Среди наших фаворитов короткие CLN Амтела, Кузбассразрезугля и JFC Групп с доходностью к погашению 8,4-8,7% годовых. Мы также видим потенциал в еврооблигациях Норникель-09, спрэд которых к кривой доходности суверенных еврооблигаций составляет в настоящее время около 100 б.п.

Динамика индикативных спредов



Внутренний долговой рынок

Внутренний долговой рынок слегка отыграл апрельское снижение на волне роста спроса в начале мая. Внутренние факторы в этом месяце по-всей видимости будут оказывать позитивное влияние на котировки рублевых облигаций, однако рост доходностей на внешних долговых рынках может спровоцировать очередную волну распродаж рублевых облигаций. В связи с этим, мы не рекомендуем инвесторам увеличивать позиции в длинных облигациях. Среди наших рекомендаций остаются облигации ЮТК-03 и ЮТК-04, мы также рекомендуем к покупке облигации Главмосстрой-Финанс-02, ЭйрЮнион и ИжАвто-01.

В апреле внутренний долговой рынок продемонстрировал негативную динамику на фоне роста доходностей на внешних долговых рынках, котировки облигаций в среднем снизились на 0,5-0,7%. Начало майских праздников, приток новых средств и резкое укрепление курса рубля по отношению к доллару привели к активизации инвесторов на долговом рынке. В результате чего котировки наиболее ликвидных облигаций отыграли в среднем 0,3%-0,5%.

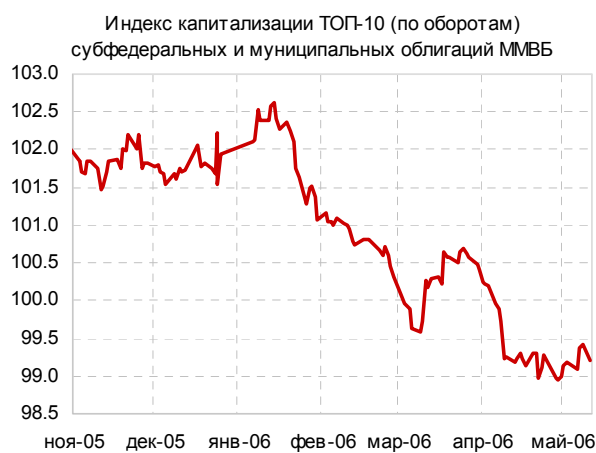
В целом торговая активность инвесторов снизилась в апреле, что, по всей видимости, связано с ростом ставок на внешних рынках и негативными ожиданиями по рублевой ликвидности. Совокупные торговые обороты с негосударственными облигациями за месяц снизились до 132,8 млрд. рублей с 154,2 млрд. рублей в марте, а среднедневной оборот составил 6,6 млрд. рублей по сравнению 7 млрд. рублей - в марте.

Стоит отметить, что давление со стороны внешних долговых рынков оказывалось, главным образом, на ликвидные выпуски облигаций наиболее качественных эмитентов первого и второго эшелона, в то время как многие котировки облигаций эмитентов третьего эшелона сохранили позитивную динамику.

На фоне постепенного роста ставок базовых активов и роста доходностей внутреннего долгового рынка инвесторы принялись отыгрывать идеи в отдельных эмитентах с высокими кредитными рисками. В эту группу попали «ЮТК», «ЭйрЮнион», «АЦБК-Инвест», «МиГ-Финанс» и «ИжАвто», котировки облигаций которых по итогам месяца продемонстрировали самый внушительный прирост. В число лидеров роста стали облигации ЮТК 03 (+1,24%), ЮТК 04 (+1,09%), ЭйрЮнион (+0,83%), МиГ-Финанс (+0,99%).

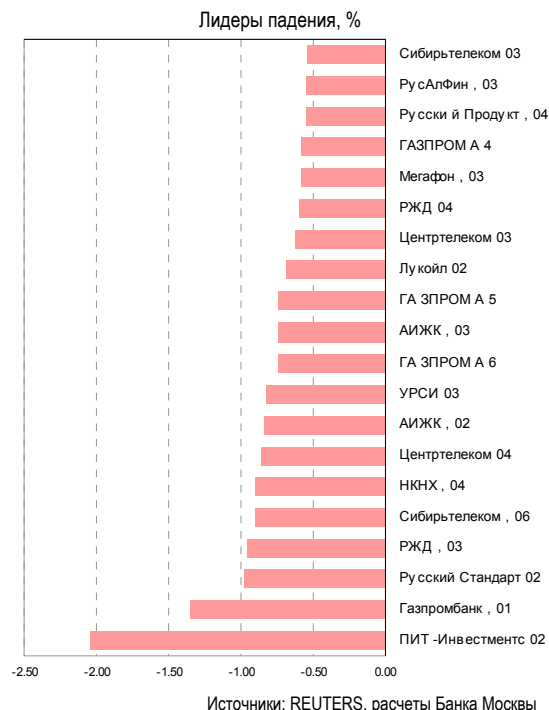
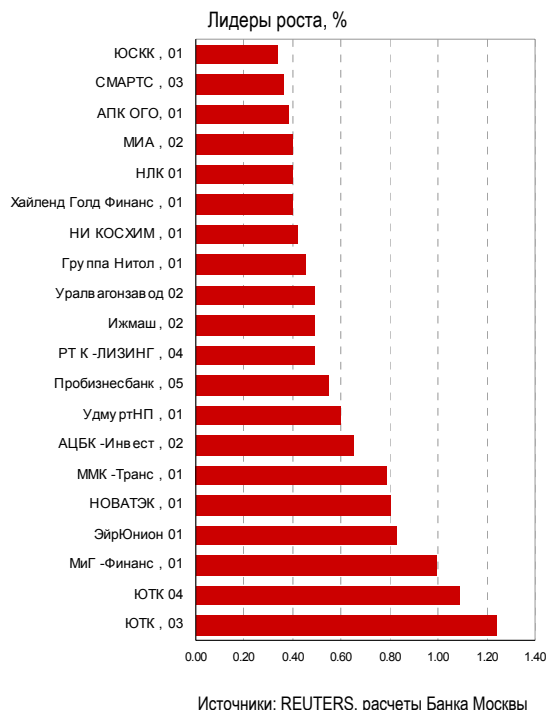


Источники: ММВБ, Банк Москвы



Источники: ММВБ, Банк Москвы

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

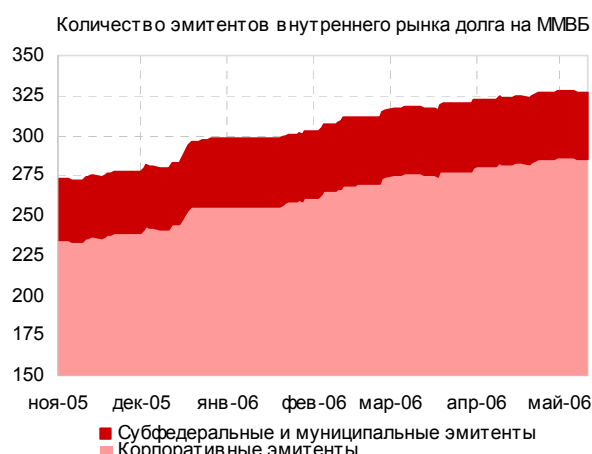
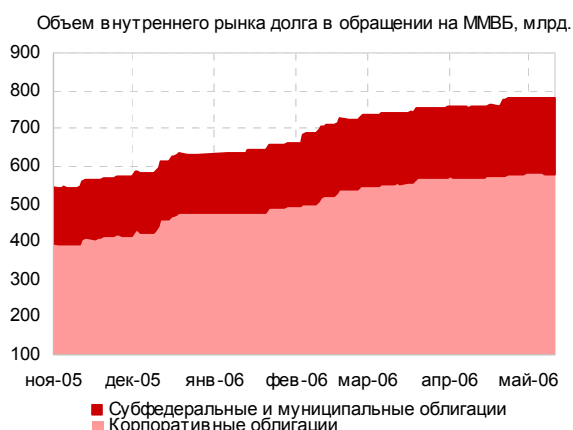


Объем внутреннего долгового рынка продолжает расти высокими темпами

К началу мая совокупный объем внутреннего долгового рынка субфедеральных, муниципальных и корпоративных облигаций увеличился по сравнению с началом года на 149 млрд. руб. (+23,5%) до 782 млрд. руб.

Первичный рынок. По итогам 4 мес. 2006 года объем первичных размещений негосударственных облигаций составил, по нашим оценкам, порядка 138,4 млрд. руб., что в 1,8 раза превышает аналогичный показатель прошлого года.

Потенциал рынка корпоративных и субфедеральных облигаций прекратил расти к началу мая. Так, объем зарегистрированных и готовых к размещению выпусков вырос с 86 млрд. в апреле до 97,1 млрд. в начале мая. Однако общий объем запланированных к размещению выпусков (в т.ч. зарегистрированных) снизился с начала года на 12% до 233,8 млрд. руб. Мы связываем такое замедление с ростом процентных ставок на рынке и высоким объемом уже привлеченных эмитентами средств за первые 4 месяца этого года.



Фундаментальные факторы

Фундаментальные факторы остаются сильными, несмотря на ожидание по ухудшению ситуации с ликвидностью. Инфляция по итогам апреля продемонстрировала замедление, а курс рубля продолжает укрепляться вслед за ослаблением доллара на мировом валютном рынке. На этом фоне ситуация с ликвидностью остается благоприятной, что позитивно влияет на котировки рублевых облигаций.

Инфляция. Данные по инфляции за апрель преподнесли неожиданный сюрприз. В минувшем месяце рост потребительских цен составил всего лишь 0,4%, что является абсолютным рекордом для этого месяца (такая инфляция в апреле последний раз наблюдалась в 1998 году). Годовой показатель инфляции, по нашим оценкам, составил 9,9%, впервые за всё время наблюдений опустившись ниже 10%. За первые четыре месяца года рост цен составил 5,4% по сравнению с 6,5% за аналогичный период прошлого года.

Цифры удивительные и вызывают массу вопросов. Совершенно нехарактерно для этого времени года снижение цен на плодоовощную продукцию. Снижение цен на услуги ЖКХ – также явление достаточно редкое (официальное объяснение – окончание отопительного сезона).

Мы не считаем радикальное замедление инфляции в марте-апреле тенденцией. На наш взгляд, это явление носит разовый характер, и уже в ближайшие месяцы показатели инфляции вернуться на более привычную траекторию. Мы не видим серьёзных фундаментальных оснований для изменения долгосрочных инфляционных трендов. На наш взгляд, в долгосрочном плане уровень инфляции определяется исключительно монетарными факторами, которые в первом квартале не продемонстрировали сколь-либо значимых изменений. Таким образом, мы сохраняем наш годовой прогноз инфляции на уровне 10,5%.

Денежная масса (агрегат M2) по состоянию на 1 апреля равнялась 6169,4 млрд. рублей, увеличившись на 4,2% за месяц и на 37,9% за последние 12 месяцев. Таким образом, наблюдавшееся в начале года сокращение этого показателя, в марте было прервано, что ставит под сомнение ранее установленные ориентиры денежных властей. Напомним, что в марте председатель Центрального Банка Сергей Игнатьев, сообщил, что ЦБ в 2006 г. намерен ограничить рост денежной массы на уровне 25% (для сравнения рост денежной массы в 2004 и 2005гг. составил 35,8 и 38,6% соответственно).

В целом можно говорить о сохранении стабильно-высоких темпов роста денежной массы, которая по итогам года может увеличиться, по нашим оценкам, на 35%.

Исторический опыт показывает, что прямой зависимости между высокими темпами роста денежной массы и стоимостью потребительской корзины (основной индикатор инфляции) нет. Однако если говорить об общем уровне цен в экономике и объёме денежной массы, то здесь зависимость становится достаточно жёсткой. Это позволяет предположить, что при наблюдаемых темпах роста M2 инфляционное давление в экономике будет оставаться достаточно высоким.

Валютный курс. Рубль в апреле оставался сильным, что объясняется растущими валютными поступлениями от внешней торговли, и снижением доллара на внешних валютных рынках. Так, по итогам месяца курс рубля относительно доллара США вырос на 1,76% (с 27,76 до 27,27). Относительно евро, рубль снизился на 2,14% (с 33,47 до 34,19). Для сравнения за тот же период курс EUR/USD вырос на 4,27% до 1,2634.

Курс рубля относительно бивалютной корзины в апреле оставался стабильным, по итогам месяца снизившись всего на 0,02%. Однако, удержание стабильности бивалютного курса рубля потребовало от ЦБ определенных усилий, направленных на скупку иностранной валюты. По нашим оценкам в прошедшем месяце активность Центрального банка на внутреннем валютном рынке возросла. Так, по итогам апреля объем золотовалютных резервов ЦБ вырос на 9,1% (\$20,5 млрд.), что является максимальным приростом с октября 2004 года.

Денежный рынок. Ситуация с рублевой ликвидностью в апреле существенно не изменилась. Рост операций Центрального банка на валютном рынке поддерживал уровень рублевой ликвидности. Объем свободных средств в денежной системе в апреле незначительно вырос по сравнению мартом. Так, сумма среднесрочных остатков банков на корсчетах и депозитах в ЦБ составила порядка 435,29 млрд. руб. по сравнению мартовскими 434,57 млрд. рублей. Среднесрочная ставка «overnight» на межбанковском рынке выросла с 3,03% до 3,48% годовых.

Федеральный бюджет. В апреле Минфин огласил предварительные оценки исполнения Федерального бюджета за первый квартал 2006 года. В соответствии с оценками Минфина доходы федерального бюджета в первом квартале составили 1396 млрд. рублей (26,6% ВВП), что на 17,9% превысило плановые показатели на этот период. Кассовые расходы бюджета за первые три месяца года составили 825,6 млрд. рублей (15,7% ВВП), что составляет всего лишь 75,5% от запланированных на этот период расходов. Профицит федерального бюджета в первом квартале составил 570,4 млрд. рублей (10,9% ВВП). Для сравнения, за аналогичный период прошлого года профицит бюджета равнялся 525,3 млрд. рублей (12,0% ВВП).

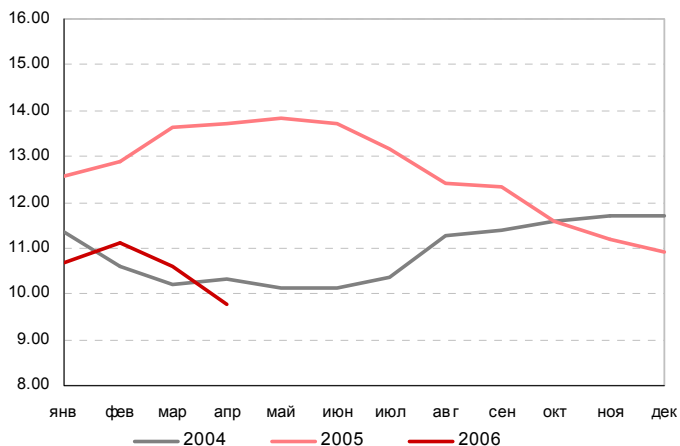
Представленные цифры позволяют утверждать, что тенденции в бюджетной сфере остаются неизменными – доходы существенно превышают прогнозные значения, а финансирование расходов осуществляется не в полном масштабе. В какой-то степени это позволяет ослабить инфляционное давление, однако в конце года нас, по-видимому, вновь ожидает эмиссионный всплеск.

По нашим оценкам доходы бюджета в этом году составят 5750 млрд. рублей (мы закладываем в наши расчёты цены нефти на уровне \$55 за баррель), что при планируемом уровне расходов (4270 млрд. рублей) приведёт к образованию профицита в размере 1480 млрд. рублей или около 5,5% ВВП.

Стабфонд в марте пополнился на 114,7 млрд. рублей и достиг 1677,4 млрд. рублей. Таким образом, в стабфонд было перечислено почти что 27% от бюджетных доходов предыдущего месяца.

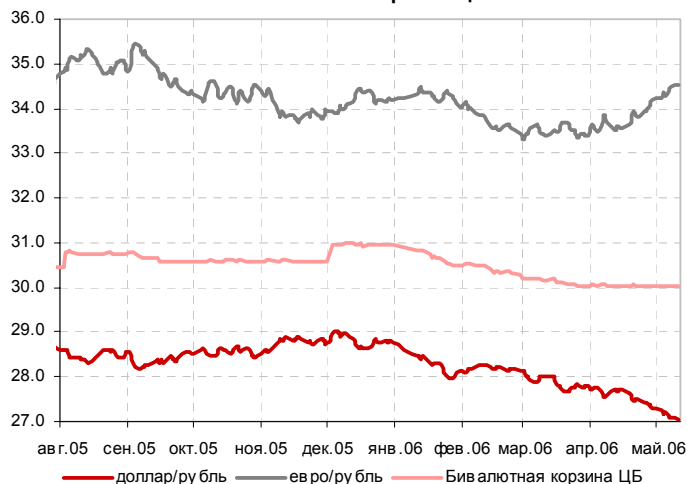
По сообщению Минфина, стабфонд в марте пополнился на 114 млрд. рублей и по состоянию на 1 апреля равнялся 1 трлн. 677 млрд. рублей (около \$60,5 млрд.). С начала года стабфонд увеличился уже на 440 млрд. рублей. При сохранении нынешних темпов роста (а это зависит исключительно от цен на нефть, которые пока не дают поводов для беспокойств) к концу года размер стабфонда превысит \$100 млрд. (без учёта досрочного погашения долга Парижскому клубу). В адрес Парижского клуба планируется выплатить \$12 млрд. Если эти договорённости состоятся, то размер стабфонда к концу года составит порядка \$90 млрд. или более 2,5 трлн. рублей.

Динамика инфляции на потребительском рынке, в % к соответствующему месяцу предыдущего года



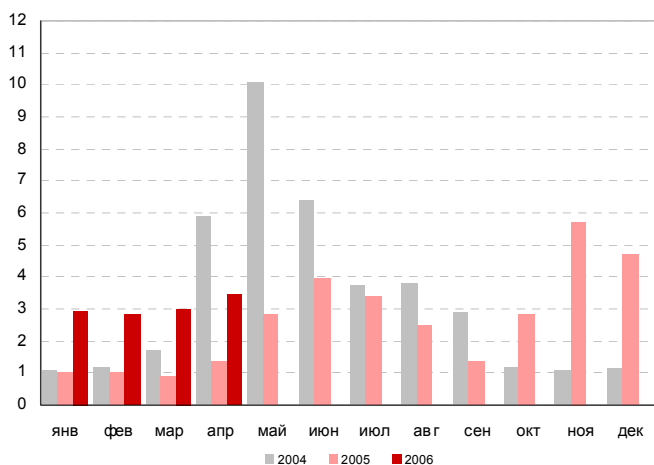
Источники: Росстат

Бивалютная корзина ЦБ



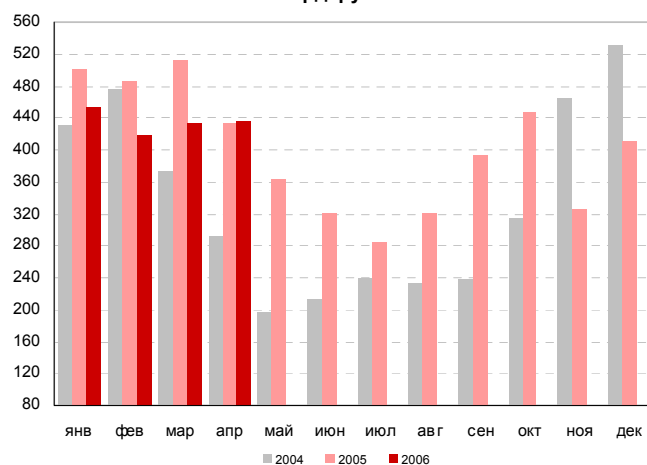
Источники: Центральный Банк

Среднемесячные ставки overnight, % годовых



Источники: Центральный Банк РФ

Среднемесячные остатки средств на счетах в ЦБ, млрд. рублей



Источники: Центральный Банк РФ

Прогнозы и рекомендации

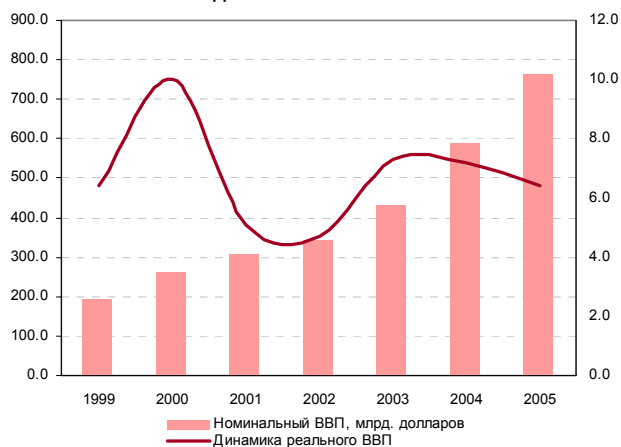
Внутренние факторы в этом месяце видимости будут оказывать позитивное влияние на котировки рублевых облигаций, однако рост доходностей на внешних долговых рынках может спровоцировать очередную волну распродаж рублевых облигаций. В связи с этим, мы не рекомендуем инвесторам увеличивать позиции в длинных облигациях и попытаться работать с менее ликвидными выпусками эмитентов второго-третьего эшелонов и дюрацией 1-2 года, доходности которых несут в себе премию, способную защитить инвесторов от роста доходностей облигаций первого эшелона. В настоящее время мы рекомендуем обратить внимание на следующие торговые идеи:

- 1) Покупка облигаций Главмосстрой-Финанс-02 на текущих уровнях (около 11,2% годовых), пожалуй, наиболее актуальная из всех. Мы рекомендуем агрессивно покупать облигации ГМС-02 с целью по доходности 9,8-10,14% годовых, что соответствует цене 101,25-101,50 процентов от номинала.
- 2) КАМАЗ в начале мая опубликовал, на наш взгляд, весьма неплохую отчетность, отразившую небольшой рост рентабельности и сокращение долгового бремени. Мы рекомендуем покупать облигации КАМАЗ-02 с целью по доходности 8,5% годовых.
- 3) В начале мая мы стали рекомендовать к покупке облигации ИжАвто-01, доходность которых по итогам вчерашних торгов выросла до 11,63% годовых к марту 2007 года. Отношения «группы СОК», контролирующей «Иж-Авто» с АвтоВАЗом начинают входить в новую фазу. В начале апреля руководство «АвтоВАЗа» посетило «ИжАвто», а в мае стало известно, что «АвтоВАЗ» изучает возможность переноса производства «классики» на «ИжАвто». Мы предполагаем, что сотрудничество двух предприятий будет взаимовыгодным, и возможно позитивно скажется на финансовых показателях «ИжАвто».
- 4) Среди рекомендуемых нами бумаг остаются облигации «ЮТК» 3-й и 4-й серий, доходности которых выросли вчера до 9,32% и 9,66% годовых соответственно. На наш взгляд, облигации могут исполнить защитную роль в случае роста доходностей, сокращая спреды с облигациями телекоммуникационного сектора.
- 5) Мы также рекомендуем к покупке облигации НГК ИТЕРА-01 (9,10%) с целевым уровнем 8,5% годовых в связи с ростом рентабельности бизнеса компании. (см. ежедневный обзор от 04.05.2006 г.).
- 6) Поддержка президентом России идеи создания единого перевозчика на базе «KrasAir» должна усилить переговорную силу компании в споре с Росимуществом о выпуске облигаций «ЭйрЮнион». Доходность этих облигаций к 1,5 годовой оферте по цене 99,8 процентов от номинала составляет 13,3% годовых.

Российская статистика

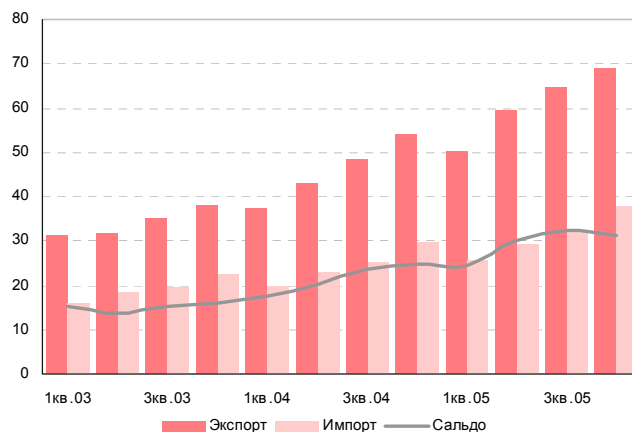
Графики ключевых макроиндикаторов

Динамика ВВП России



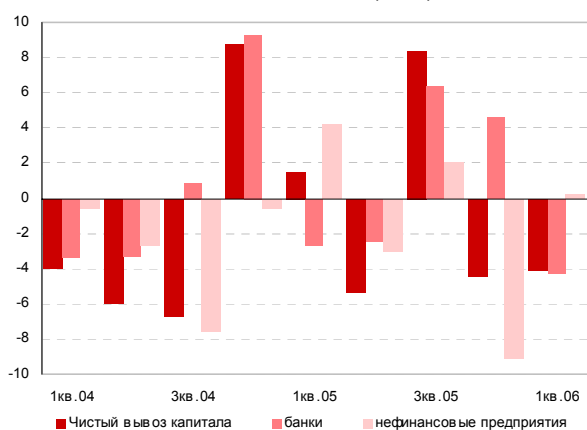
Источники: Центральный Банк РФ

Торговый баланс РФ, млрд. долларов



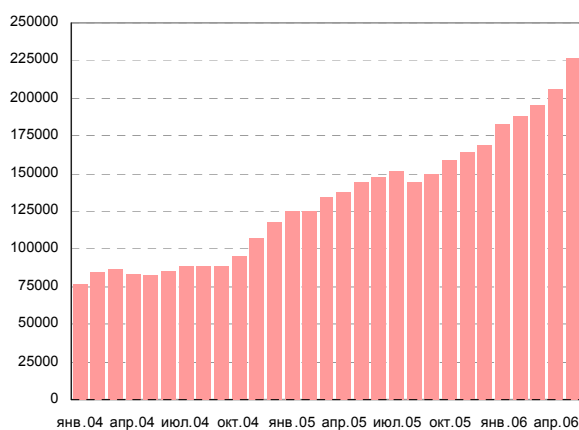
Источники: Центральный Банк РФ

Чистый вывоз капитала частного сектора, млрд. долл. США



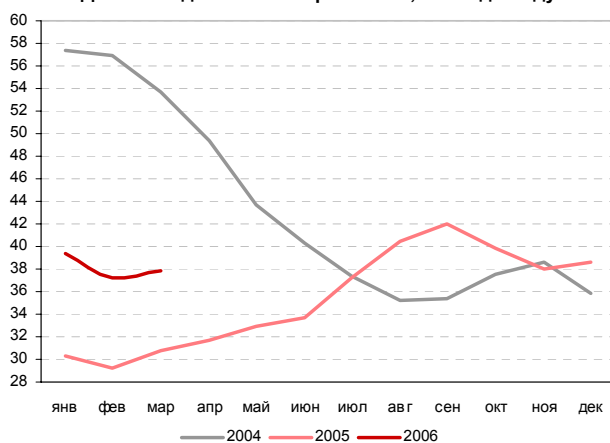
Источники: Центральный Банк РФ

Золотовалютные резервы России, млрд. долл. США



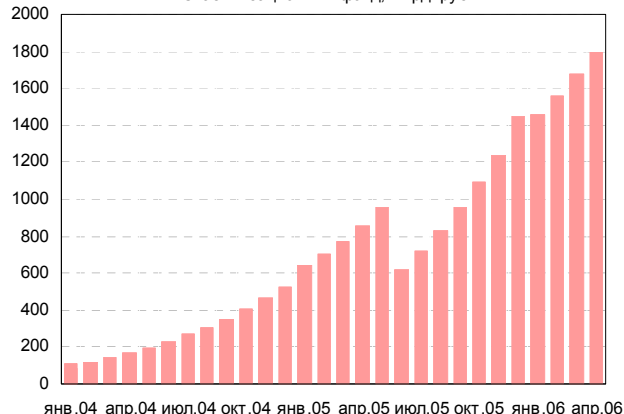
Источники: Центральный Банк РФ

Динамика денежного агрегата M2, в % год к году



Источники: Центральный Банк РФ

Стабилизационный фонд, млрд. руб.

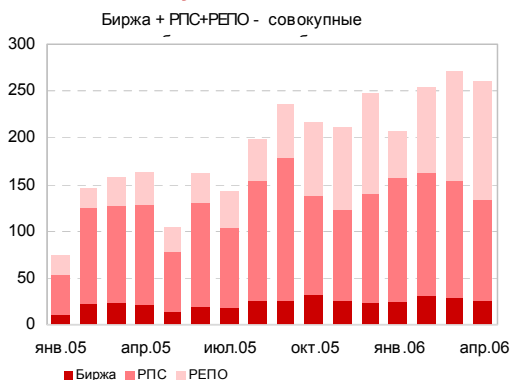


Источники: Минфин РФ

Внутренний долговой рынок – динамика вторичного рынка

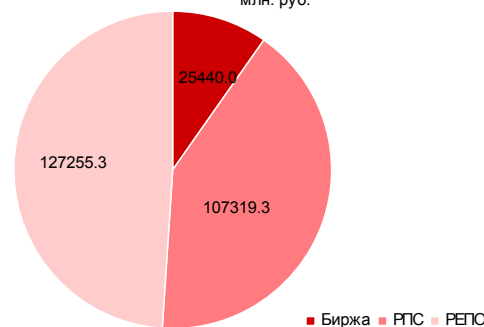


Биржевые обороты с рублевыми облигациями на ММВБ

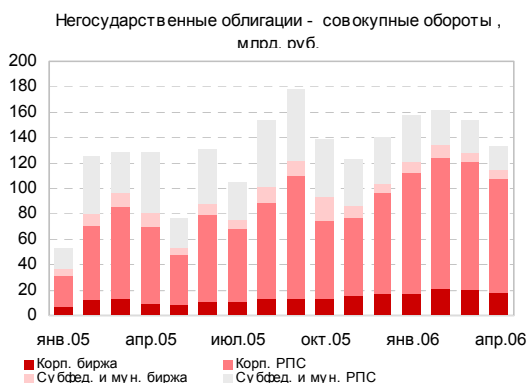


Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Апрель 2006: Биржа + РПС+РЕПО - совокупные обороты, млн. руб.



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы



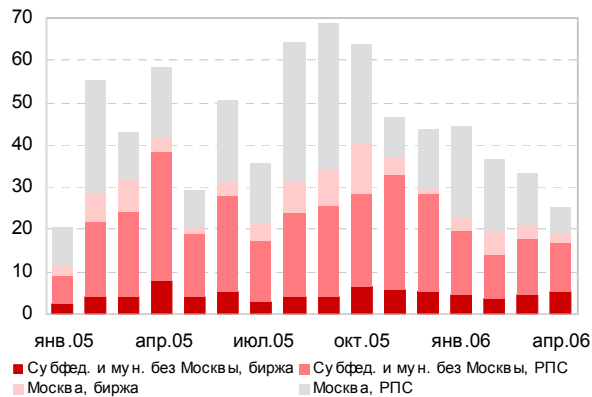
Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Апрель 2006: Негосударственные облигации - совокупные обороты, млн. руб.



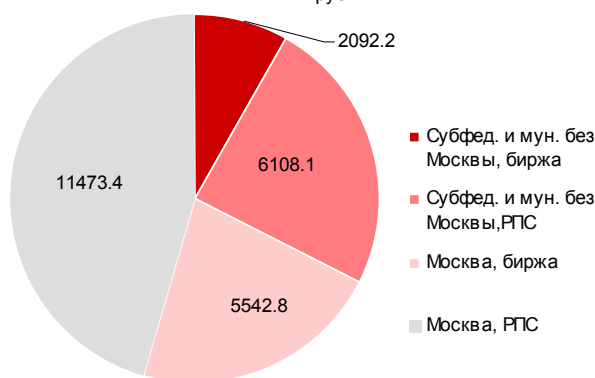
Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

Субфед. и мун. облигации - совокупные обороты, млрд. руб.



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

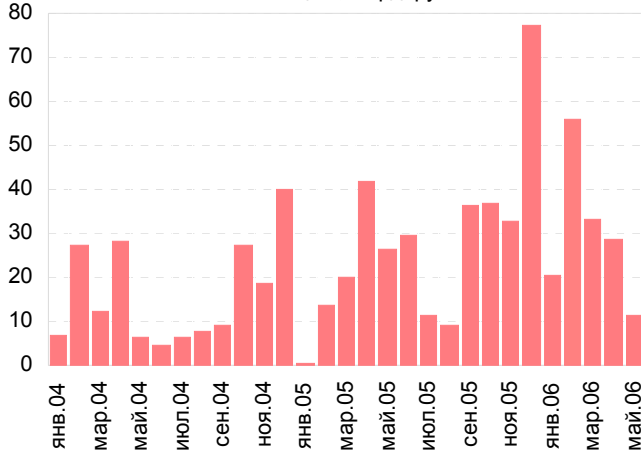
Апрель 2006: Субфед. и мун. облигации - совокупные обороты, млн. руб.



Источники: ММВБ, расчеты Банка Москвы

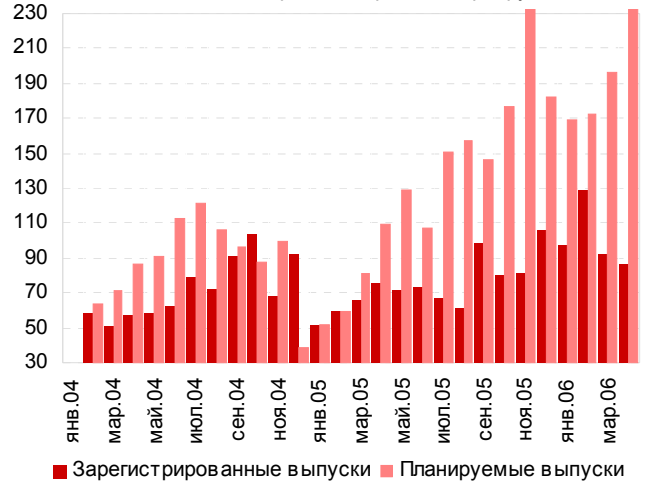
Внутренний долговой рынок – динамика первичного рынка

Размещения негосударственных рублевых облигаций., млрд. руб.



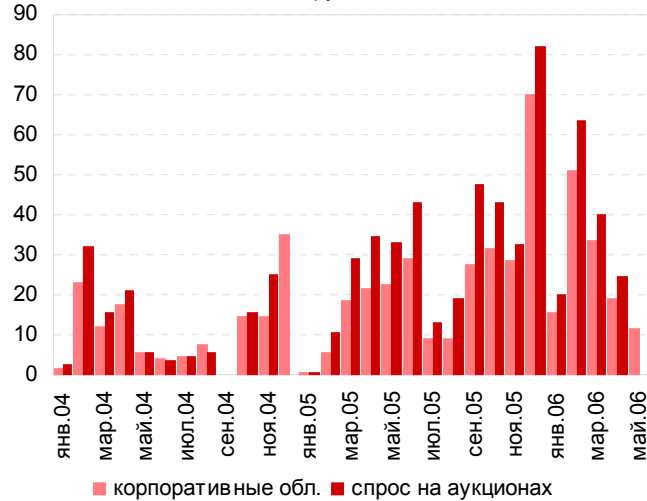
Источники: Инфромагента, ММВБ, Банк Москвы

Потенциал первичного рынка, млрд. руб.



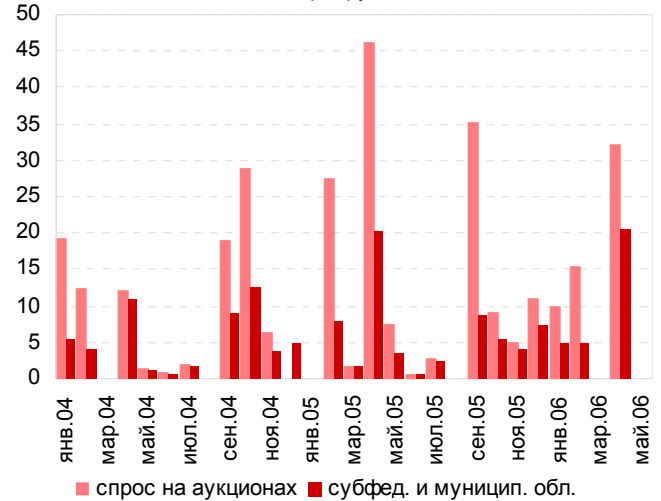
Источники: Инфромагента, оценки Банка Москвы

Первичный рынок корпоративных облигаций, млрд. рублей



Источники: Инфромагента, ММВБ, Банк Москвы

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



Источники: Инфромагента, ММВБ, Банк Москвы

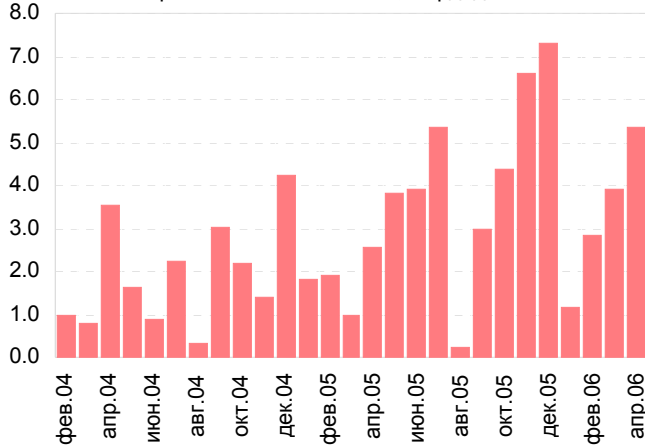
Итоги размещений негосударственных выпусков облигаций в апреле 2006 г.

Эмитент	Количество выпусков	Дата размещения	Объем (млрд. руб.)	Средняя ставка (%)	Средний срок (лет)	Средняя доходность (%)
Сувар-Казань	1	04.04.06	900	1.00	13.42	1.05
Башкирэнерго	3	04.04.06	1500	3.00	8.56	1.27
Ренинс Финанс	1	04.04.06	750	2.00	10.67	1.20
Центральный Телеграф	3	05.04.06	700	3.00	10.11	1.05
Омела Холдинг	1	05.04.06	50	1.50	19.25	1.00
Москва	32044	12.04.06	5000	10.00	6.90	1.94
Лаверна	1	13.04.06	1000	1.00	11.57	1.86
Дикая Орхидея	1	13.04.06	1000	1.00	11.79	1.58
РКС	1	19.04.06	1500	3.00	9.94	2.07
АЦБК	3	20.04.06	1500	1.50	10.33	1.10
Якутия	35001	20.04.06	2500	7.00	7.99	1.15
Русский международный банк	1	25.04.06	1000	1.00	10.77	1.30
Московская обл.	25006	25.04.06	12000	5.00	7.65	1.53
Ярославская область	34006	25.04.06	1000	5.00	7.80	1.20
АрнестФинанс	1	26.04.06	600	1.00	10.57	1.58
Синергия	1	26.04.06	1000	1.50	10.99	1.00
Уралвнешторгбанк	1	27.04.06	1500	1.00	10.65	1.50
Акибанк	1	27.04.06	600	1.00	13.02	1.47
ЕБРР	2	27.04.06	5000	5.00	5.56	1.10
Элемтэ ИК	2	27.04.06	600	1.00	10.04	0.00

Источники: REUTERS, Банк Москвы

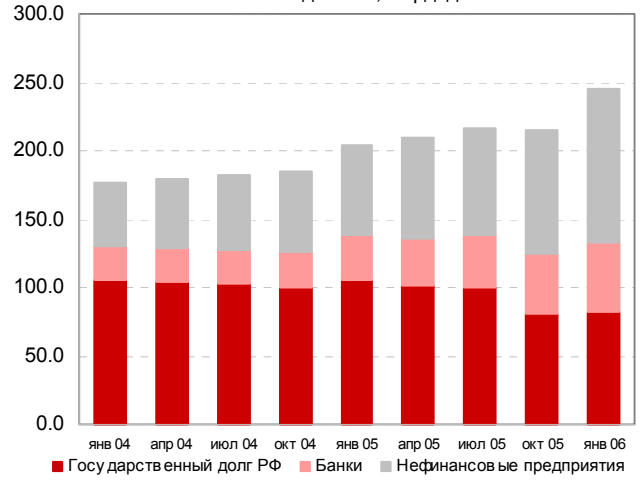
Статистика внешнего долгового рынка

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



Источники: Информагентства, Банк Москвы

Внешний долг РФ, млрд. долл.



Источники: Центральный Банк РФ

Внешний долг РФ, млрд. долл.

	1 янв 04	1 апр 04	1 июл 04	1 окт 04	1 янв 05	1 апр 05	1 июл 05	1 окт 05	1 янв 06
Государственный долг РФ	106.0	104.2	102.7	100.2	105.6	100.8	100.2	81.4	82.4
Краткосрочные обязательства	15.0	12.0	10.9	10.1	11.5	14.8	15.9	16.2	17.8
Долгосрочные обязательства	91.0	92.2	91.7	90.1	94.1	86.1	84.3	65.2	64.6
в т.ч.:									
Долговые ценные бумаги	28.6	30.9	30.2	30.5	31.4	30.4	31.5	28.9	29.0
Ссуды и займы*	57.4	56.7	57.4	56.0	59.1	55.7	52.7	36.3	35.6
Кредиты МВФ	5.1	4.6	4.1	3.6	3.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Банки	24.8	25.0	24.2	25.4	32.4	34.4	37.6	43.3	50.0
Краткосрочные обязательства	16.5	15.5	14.5	13.8	18.2	17.3	16.3	18.2	20.3
в т.ч.:									
Ссуды и займы	6.6	5.6	6.5	5.7	8.2	7.4	6.6	7.0	8.2
Текущие счета и депозиты	8.3	8.0	5.9	6.1	8.1	7.7	7.4	8.8	9.9
Долгосрочные обязательства	8.2	9.5	9.7	11.6	14.2	17.1	21.3	25.1	29.7
в т.ч.:									
Ссуды и займы	6.4	7.6	7.9	9.5	11.7	14.3	18.0	21.5	26.4
Нефинансовые предприятия	45.8	50.6	55.8	58.7	65.5	73.8	78.8	90.0	112.6
Краткосрочные обязательства	4.5	4.4	6.2	6.2	6.4	6.3	6.4	5.8	5.8
в т.ч.:									
Ссуды и займы	4.5	4.4	5.4	5.4	6.3	6.2	5.3	5.3	5.5
Долгосрочные обязательства	41.3	46.2	49.6	52.5	59.1	67.6	72.4	84.3	106.8
в т.ч.:									
Долговые ценные бумаги	4.0	5.8	5.1	5.4	5.8	6.6	6.6	10.1	12.3
Ссуды и займы	37.3	40.4	44.5	47.2	53.3	61.0	65.8	74.2	94.5

Источники: Центральный Банк РФ

Крупнейшие заимствования на внешних долговых рынках в апреле - начале мая 2006 г.

Эмитент	Сумма	Дата	Ставка	Тип
Группа "Энергомаш"	150.0	05.04.06	4.00	9.50 CLN
Бинбанк	40.0	06.04.06	1.00	LIBOR+320 b.p. syndicated loan
ВТБ	360.0	07.04.06	3.00	7.000 eurobonds
УРАЛСИБ	212.0	10.04.06	1.00	LIBOR+90 b.p. syndicated loan
ВБРР	35.0	11.04.06	1.00	LIBOR+295 b.p. syndicated loan
Газпромбанк	500	11.04.06	3.00	LIBOR+50 b.p. syndicated loan
Angara Mining	50.1	12.04.06	2.00	7.00 convertible bond
МТС	630.0	21.04.06	3.00	LIBOR+ 80 b.p. syndicated loan
МТС	700.0	21.04.06	5.00	LIBOR+100 b.p. syndicated loan
ДВМП	80.0	25.04.06	н.д.	н.д. credit
Русский Солод	10€	25.04.06	4.00	н.д. credit
Банк Москвы	400.0	28.04.06	3.00	LIBOR+70 b.p. syndicated loan
Сбербанк	500.0	28.04.06	7.00	LIBOR+98 b.p. EMTN/ FRN
Номос-Банк	150.0	28.04.06	3.00	8.250 eurobonds
Газпром	1526.0	28.04.06	4.00	LIBOR+55 b.p. syndicated loan
Банк Русский Стандарт	350	02.05.06	5.00	8.63 EMTN
ДВМП	170	02.05.06	н.д.	н.д. credit
Бинбанк	200	04.05.06	3.00	9.50 eurobonds
ВТБ	600	04.05.06	3.00	LIBOR+37.5 b.p. syndicated loan
Сибкадембанк	350.882	05.05.06	3.00	9.00 eurobonds
Вымпелком	600	05.05.06	10.00	8.25 LPN
Банк Москвы	500	05.05.06	7.00	7.36 LPN
Дельта Лизинг	15	06.05.06	н.д.	н.д. credit
НСММЗ	30€	06.05.06	3.00	EURIBOR + 450 b.p. credit
Rapsod Trade Ltd (Gallery Gr	150	10.05.06	7.00	10.13 eurobonds
Абсолют-банк	50	10.05.06	3.00	8.75 eurobonds
Россельхозбанк	700	11.05.06	7.00	7.18 EMTN
СИБУР	27.0	15.05.06	8.00	н.д. credit
Итого:	9095.4			
в т.ч. Банки	4974.9			

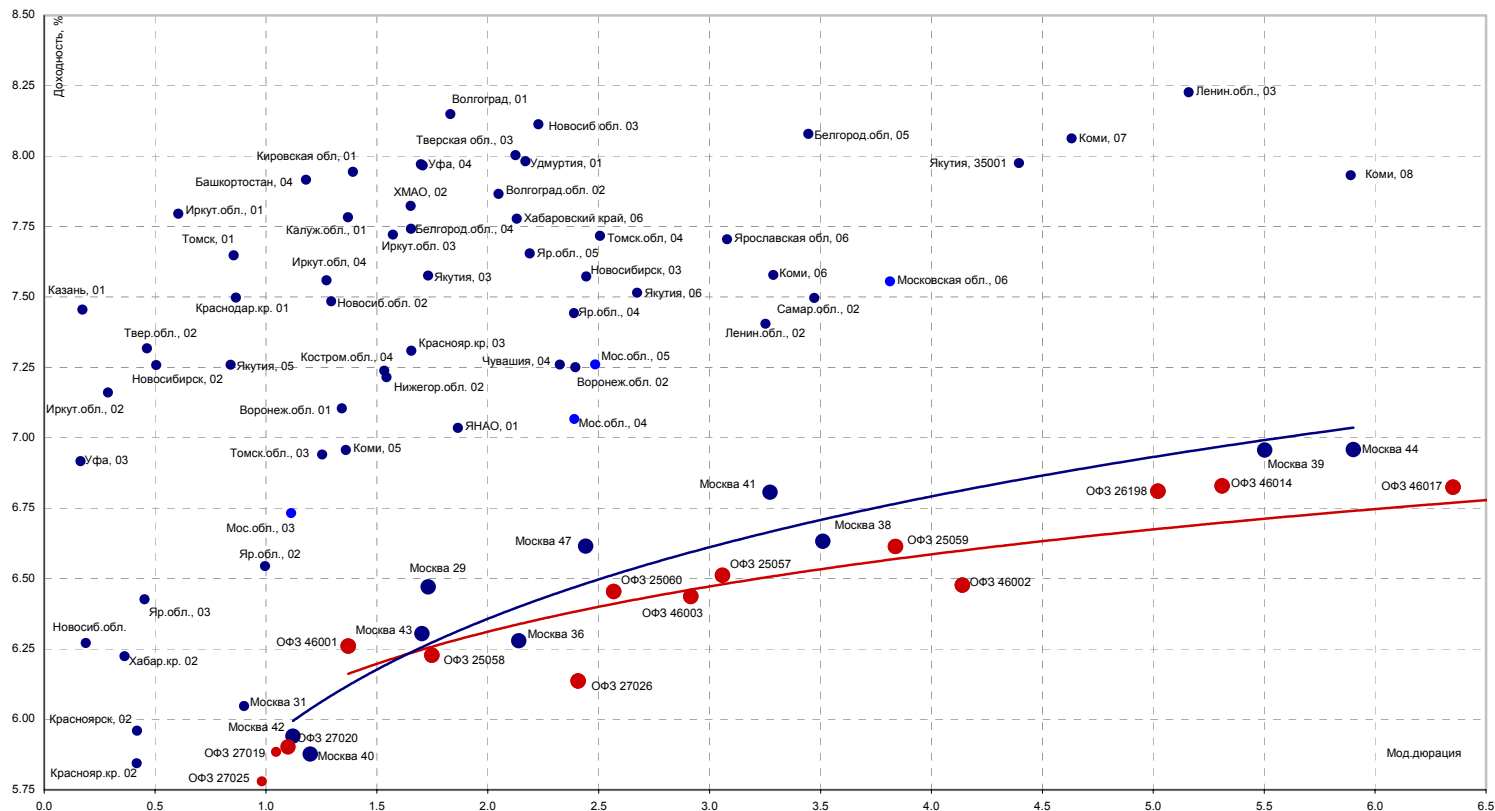
Источники: СММ, Банк Москвы

Кредитные рейтинги российских эмитентов, май 2006

РОССИЯ	BBB	Baa2	BBB					
РЕГИОНЫ И ГОРОДА	S&P	Moody's	Fitch		БАНКИ И ФИНАНСОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ	S&P	Moody's	Fitch
Санкт-Петербург	BBB-	Baa2	BBB-		Российский банк развития	BBB-	Baa2	
Москва	BBB	Baa2	BBB		Внешторгбанк	BBB	Baa2	BBB
Ханты-Мансийский АО	BB+				Внешэкономбанк	BBB	Baa2	BBB
Ямало-Ненецкий АО	BB+				Сбербанк		Baa2	BBB
Самарская обл.	BB-	Ba2			Газпромбанк	BB	Baa2	
Сургут	BB-				Банк Москвы		Baa2	BBB-
Башкирия	BB	Ba1			BCEN-Eurobank		Baa2	BBB-
Татарстан	B	Ba1	BB		Moscow Narodny Bank		Baa2	BBB-
Пермская обл.		Ba1			Промстройбанк (СПб)		Baa2	BBB-
Московская обл.	BB	Ba3			Русский коммерческий банк (Кипр)			BBB-
Липецкая область			BB-		Россельхозбанк		Baa2	BBB
Республика Коми		Ba3	B+		КМБ-банк		Baa2	
Вологодская обл.	B+				Международный московский банк	BB		BBB
Иркутская обл.	B+				Импэксбанк	B-	Baa2	BBB-
Калужская обл.	B+				Райффайзенбанк		Baa2	
Краснодарский край	B+				Альфа-банк	BB-	Ba2	B+
Ленинградская обл.	B+		B		МДМ-банк	B+	Ba2	BB-
Свердловская обл.	B+				Русский Стандарт	B+	Ba2	
Уфа	B+				ВБРР		Ba2	
Карелия			B+		ДельтаКредит		Ba2	
Саха (Якутия)			B+		Финансовая группа МДМ		Ba2	
Балашинский район	B-				Финансбанк		Ba2	
Клинский район	B-				Петрокоммерц	B	Ba3	
Братск	B				Промсвязьбанк	B	Ba3	B
Новосибирск	B				Росбанк	B	Ba3	B
Ставропольский край	B				Уралсиб	B	Ba3	B
					Транскредитбанк	B-	Ba3	
КОМПАНИИ	S&P	Moody's	Fitch		ХКФ Банк	B-	Ba3	
Российские железные дороги	BBB-	Baa2	BBB		Ак Барс		Ba3	B+
Газпром	BB+	Baa2	BB+		Номос-банк		Ba3	B+
Норильский Никель	BB+	Ba2	BBB-		Еврофинанс Моснарбанк		Ba3	B
Транснефть	BB+	Baa2			MDM Holding			BB-
Совкомфлот		Baa2			Ренессанс Капитал	B+		BB-
Роснефть	B+	Baa2	BB+		Тройка Диалог	B+		
Вымпелком	BB	B1			Ханты-Мансийский банк	B+		
Ингосстрах	BB	Ba2			Абсолют		B1	B
ЛУКОЙЛ	BB	Ba2	BBB-		Зенит		B1	B
НЛМК	BB				Московский банк реконструкции и развития		B1	B
Сибнефть	BB	Ba1			Сибкадембанк		B1	B
ТНК-BP	BB				Межпромбанк	B-	B1	B
Golden Telecom	BB-				Московский кредитный банк		B1	B-
Evraz Group SA	BB-		BB-		Балтийский		B1	
Mastercroft (ЕвразХолдинг)	BB-		BB-		Банк Санкт-Петербург		B1	
АФК Система	BB-	B1	B+		Возрождение		B1	
ММК	BB-	Ba3	BB-		Росевробанк		B1	
МГТС	BB-	Ba3			Славинвестбанк		B1	
Мегафон	BB-		BB		Транскапиталбанк		B1	
Мобильные Телесистемы	BB-	Ba3			Сургутнефтегазбанк	B		
НОВАТЭК	BB-	Ba2			Газбанк		B2	
Пятерочка	BB-	Ba3			Металлинвестбанк		B2	
Ростелеком	BB-				Промторгбанк		B2	
СУАЛ	BB-	Ba3			Русь-банк		B2	
ТНК	BB-	Ba2	BB+		Уралвнешторгбанк		B2	
Северсталь	B+	B2	BB-		Русс-Инвест			B
Алроса	B+	Ba3			Росдорбанк		B3	
Вимм-Билль-Данн	B+	B3			Солидарность		B3	
Волгателеком	B+				Судостроительный банк		B3	
Иркутскэнерго	B+				Татфондбанк		B3	
Москва Ре	B+				Национальная факторинговая компания	B-		
РАО ЕЭС	B+				Бинбанк	B-		B-
Ресо-Ре	B+				Локо-банк			B-
Северо-Западный Телеком	B+		B+		Оргрэсбанк			B-
Уралсвязьинформ	B+		B+		Пробизнесбанк			B-
Нижнекамскнефтехим			B+		НБ Траст			B-
Сибирьтелеком			B+		ФК Уралсиб			B-
Федеральная сетевая компания	B+	(P)Baa2			Уралтрансбанк			B-
Ritzio	B	B2			Центрокредит			B-
Нефтеполис	B				Международный банк СПб	CCC+		B-
Дальсвязь			B		Союз	CCC+		
FML Ltd (Ист Лайн)	B-				Уральский банк реконструкции и развития	CCC+		
JFC	B-				Банк жилищного финансирования (БЖФ)			CCC+
Казаньоргсинтез	B-		B		Конверсбанк			CCC+
Копейка	B-				Национальный резервный банк			CCC+
Мосэнерго	B-				Петербургский социальный коммерческий банк			CCC+
Татнефть	B-		B		Альба Альянс	CCC	B3	
Центртелеком	B-		B-		Велес-Капитал	CCC		
Gallery	B-	Saa1			Европейский трастовый банк	CCC		
Гарант-Авто		B3			Интерфин Трейд	CCC		
Прогресс-Гарант			B-		КИТ Финанс	CCC		
Ситроникс			B-					
ВКМ-Лизинг	CCC+							
Каустик	CCC+							
ОМЗ	CCC+							
Пласткард	CCC+							
Южная телекоммуникационная компания	CCC+	Saa1						
Петербургская телефонная сеть	CCC							
ЮКОС	D	Ca						

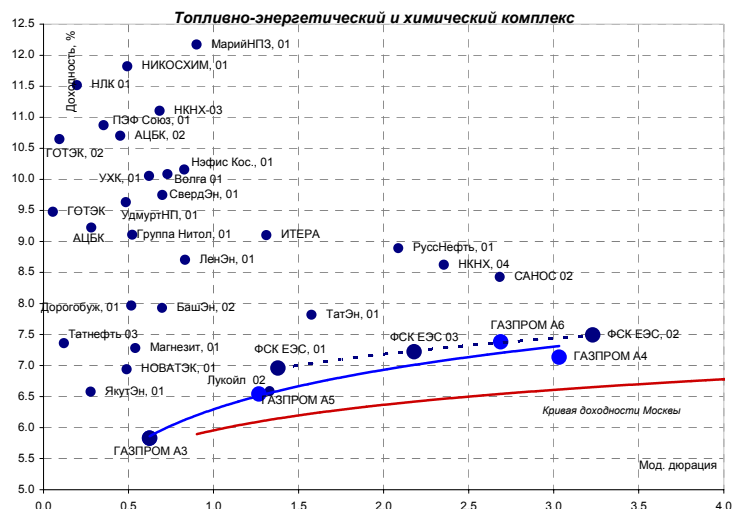
Источники: REUTERS

Кривая доходности субфедеральных и муниципальных облигаций

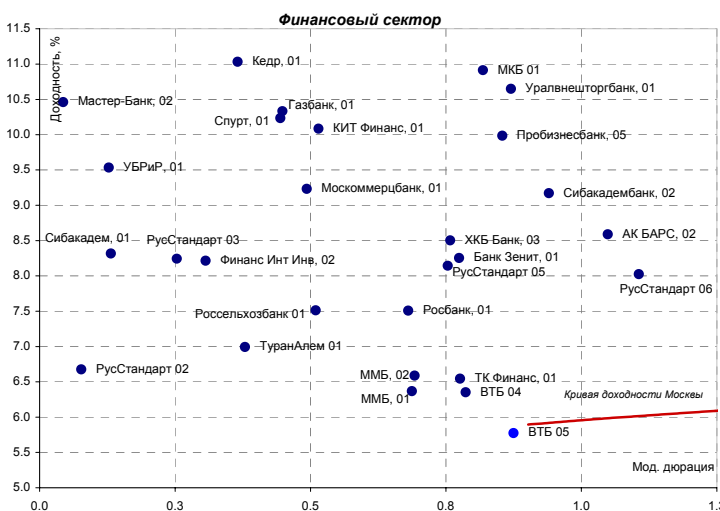
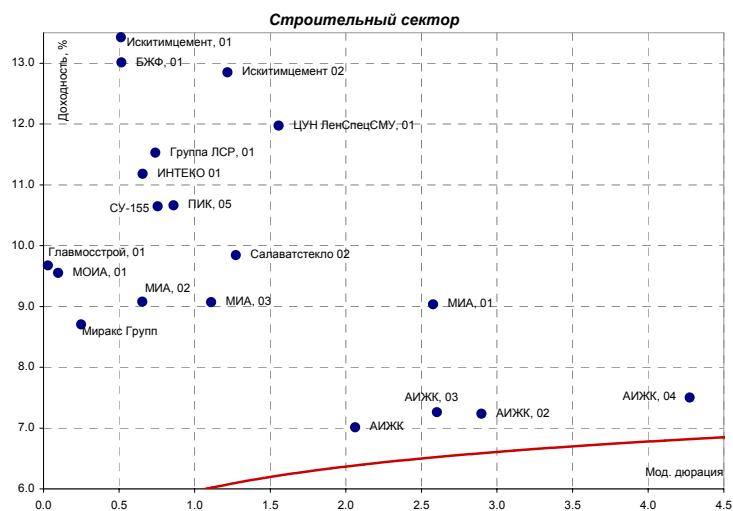
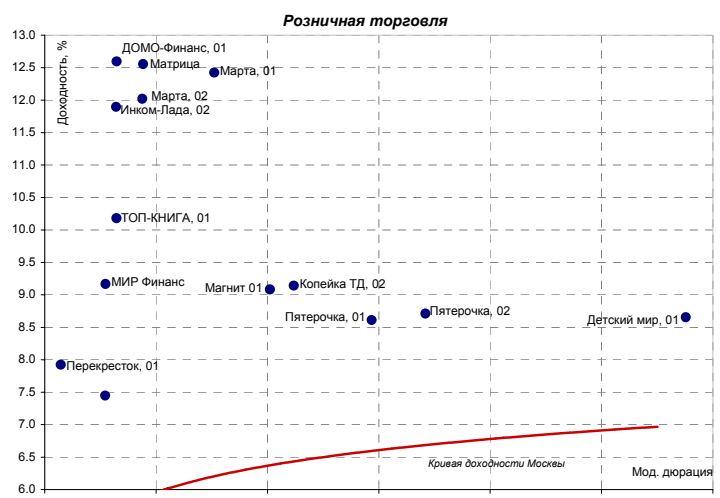
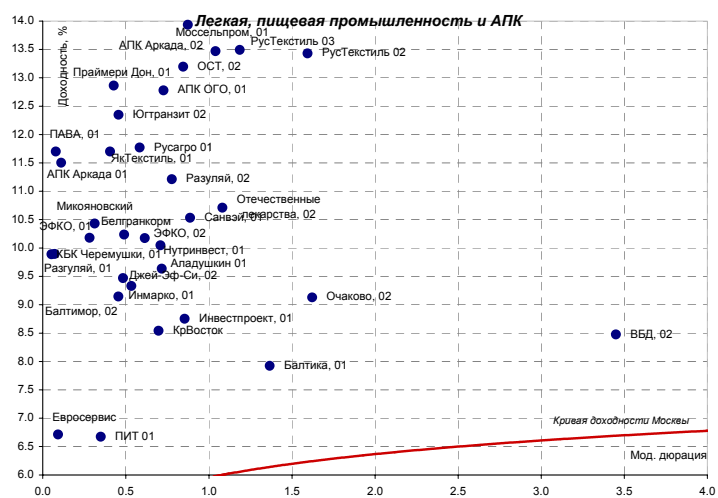
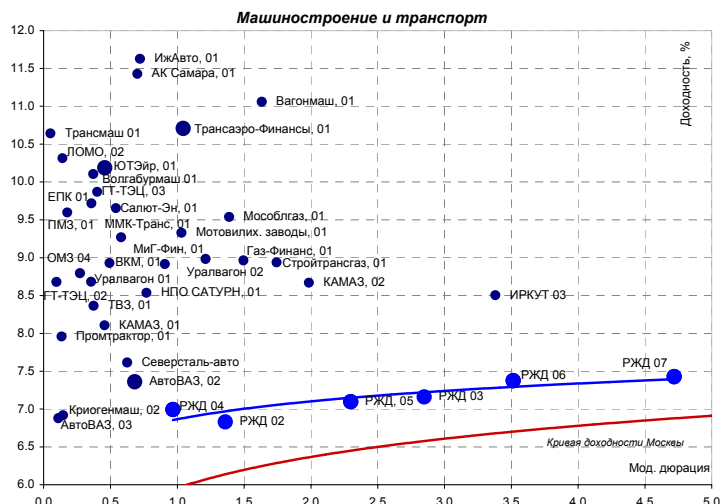
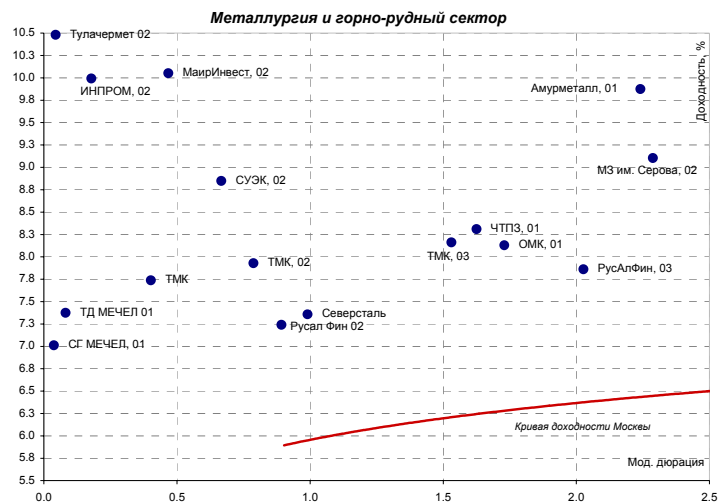


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривые доходностей корпоративных облигаций

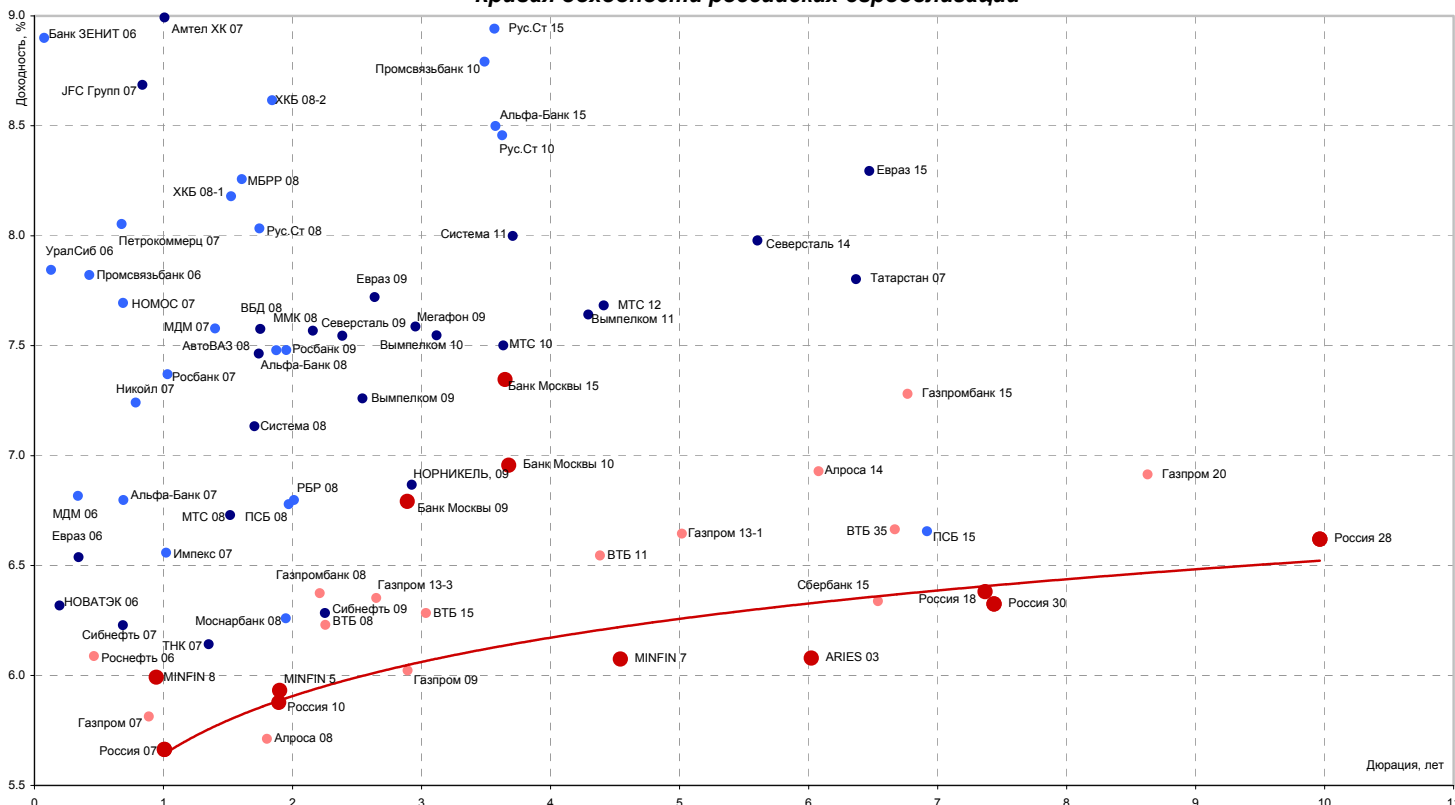


Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы



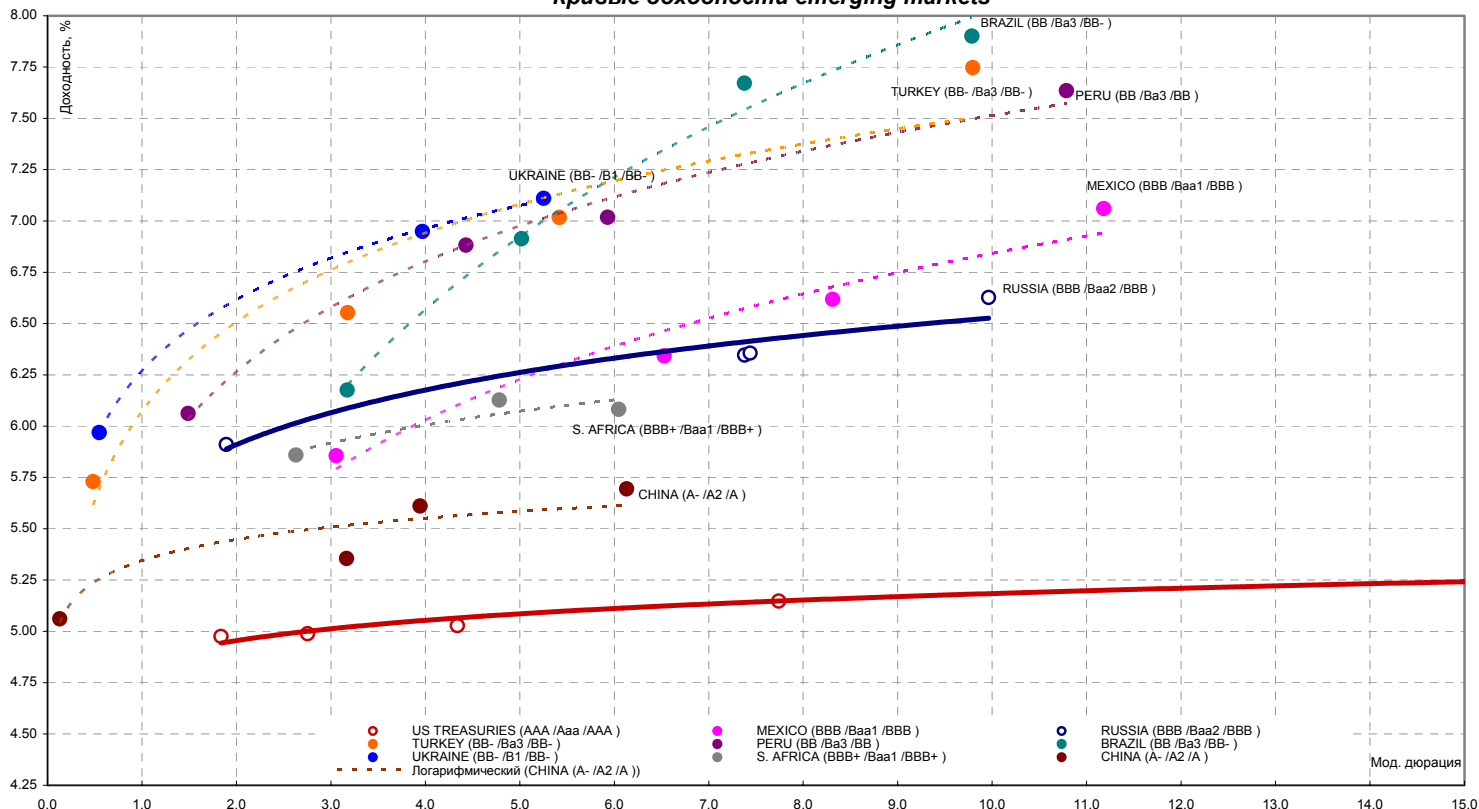
Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Кривая доходности российских еврооблигаций



Источники: REUTERS

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 (495) 105-8000	+7 (495) 924-0080
		e-mail	вн. тел.
<u>ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ</u>	Сытников Алексей		
<u>ДЕПАРТАМЕНТ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ</u>			
Директор департамента	Касьянова Елена	Kasyanova_EA@mmbank.ru	46-79
<u>АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ</u>			
Зам. директора департамента, начальник управления	Тремасов Кирилл	Tremasov_KV@mmbank.ru	45-92
<u>Отдел анализа рынка акций</u>			
Начальник отдела	Веденеев Владимир	Vedeneev_VY@mmbank.ru	28-17
Главный специалист	Скворцов Дмитрий	Skvortsov_DV@mmbank.ru	28-32
Специалист	Веселова Ольга	Veselova_OV@mmbank.ru	28-92
<u>Отдел анализа долговых рынков</u>			
Начальник отдела	Федоров Егор	Fedorov_EY@mmbank.ru	42-33
Главный специалист	Лямин Михаил	Lyamin_MY@mmbank.ru	28-44
<u>УПРАВЛЕНИЕ ТОРГОВЫХ ОПЕРАЦИЙ</u>			
Начальник управления	Беспалов Алексей	Bespalov_AV@mmbank.ru	42-20
Рынок облигаций	Храмцовский Станислав	HSS@mmbank.ru	28-95
Рынок акций	Волков Алексей	Volkov_A@mmbank.ru	28-37
<u>УПРАВЛЕНИЕ ПРОДАЖ</u>			
Менеджер по работе с клиентами	Толокнова Алла	Shuhova_AG@mmbank.ru	42-69
Менеджер по работе с клиентами	Борникова Наталья	Bornikova_NY@mmbank.ru	45-94