

Минэкономразвития России понизило прогноз роста ВВП РФ на 2005 год до 5.8 с 6.5% и пересмотрело в сторону понижения прогнозы экономического роста до 2008 года. Новый прогноз должно утвердить правительство 16 июня. Согласно новому прогнозу, МЭРТ прогнозирует рост ВВП в 2006 году на 5.6% (5.9% в прежнем прогнозе), в 2007 году – 6% (6.1%), в 2008 году – 5.8% (6.2%). По оценкам МЭРТ, в январе-апреле 2005 года ВВП РФ вырос на 5.3% по сравнению с 7.3% за аналогичный период 2004 года.

Инвестиционные фонды, работающие на рынках облигаций развивающихся стран – в первую очередь, Бразилии, России и Мексики – привлекли за 5 мес. 2005 г. максимальный за последние 10 лет объем средств. Эти данные были опубликованы в пятницу Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) –исследовательской организацией, изучающей инвестиции на рынках развивающихся стран. С начала года приток средств в инвестиционные фонды, по данным EPFR, достиг \$3.1 млрд., что стало максимальным значением за всю историю исследования. Как заявил Брад Дерхам, управляющий директор EPFR, “налицо сильные фундаментальные экономические факторы на развивающихся рынках с их бюджетными профицитами, положительными сальдо счетов текущих операций и огромными золотовалютными запасами”. Дерхам также добавил, что в целом низкий уровень процентных ставок и низкая доходность облигаций во всем мире по-прежнему стимулируют интерес инвесторов к большей доходности, что ведет к притоку средств в фонды, инвестирующие в облигации развивающихся стран. По его словам, фонды, отслеживаемые EPFR, в среднем размещают в настоящее время около 50% своих активов в Латинской Америке, почти 30% в развивающихся странах Европы, и 9,5% в Азии. Что касается конкретных стран, эти фонды размещают приблизительно по 17% активов в Бразилии и России, 12% в Мексике и 6,5% в Венесуэле.

Standard & Poor's не изменило рейтинги РАО ЕЭС (“В+” со стабильным прогнозом) и Федеральной сетевой компании (“В+” со стабильным рейтингом) после энергетического кризиса в Москве 25 мая.

Ставка купонного дохода на первый год обращения второго выпуска облигаций Мастер-банка на 1 млрд руб была определена в ходе конкурса в размере 12.75% годовых.

Фондовая биржа РТС вводит с 1 июня в обращение фьючерсный контракт на корзину рублевых облигаций Москвы (29 и 36 выпуски) со сроком обращения три года, в дальнейшем срок включенных в эту корзину бумаг может быть увеличен.

54.87% участников общенационального референдума, состоявшегося в воскресенье во Франции, высказались против введения евроконституции.

Рублёвые Облигации

Продолжение на стр 2.

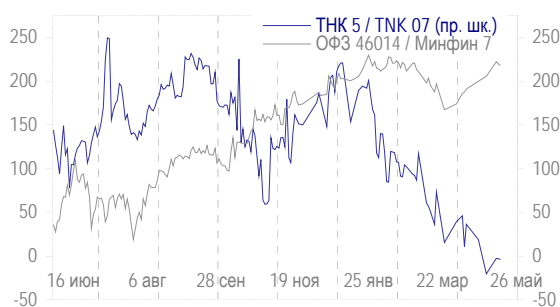
Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

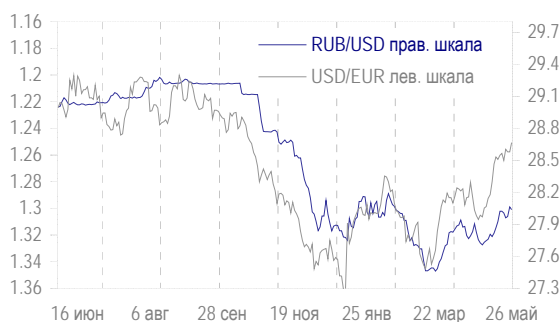
Доходности индикативных облигаций, %



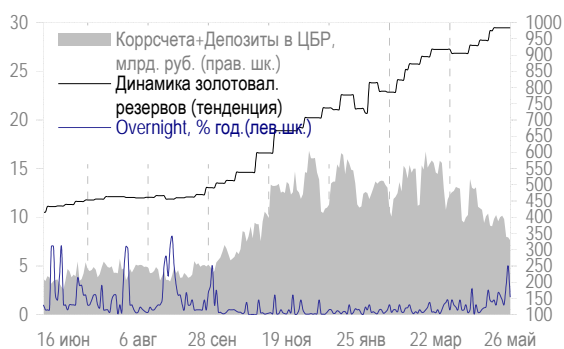
Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



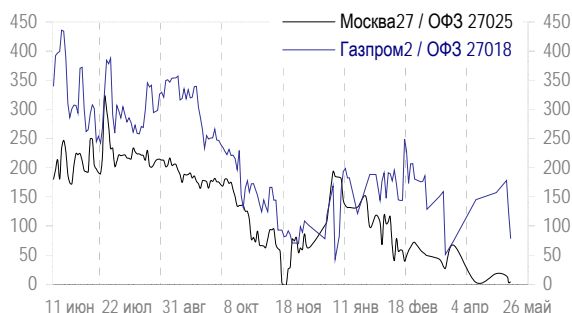
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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



В пятницу на рынке единой торговой тенденции не сложилось, котировки наиболее активно торговавшихся бумаг показали разнонаправленное изменение в пределах 0.2% на фоне средней активности торгов. В секторе госбумаг лидером торгов стали длинные облигации ОФЗ 46018, котировки которых снизились на 0.15%, цены остальных выпусков показали смешанное изменение в пределах 0.05%. Кривая доходности длинных выпусков выросла на 2 б.п. до уровня 7.45%-8.77% годовых. Среди облигаций Москвы наиболее активно торговался 39-ый выпуск, цены которого выросли на 0.5%, активность инвесторов в остальных выпусках была минимальной. В секторе субфедеральных выпусков стоит отметить сохраняющийся восходящий настрой в облигациях Мособласти - котировки всех выпусков эмитента выросли в пределах 0.1% на фоне относительно низких объемов торгов. Сред корпоративных «фишек» наиболее активно торговался 3-ий выпуск РЖД, котировки которого выросли на 0.1%, активность инвесторов в остальных выпусках была низкой, а ценовые уровни стабильными. Во втором эшелоне преобладали неагрессивные покупки на фоне средней активности торгов. Среди лидеров торгов можно отметить облигации ЦТК, на которые сохраняется неплохой спрос инвесторов.

Во втором эшелоне стоит отметить облигации 3 выпуска Смартс, которые, судя по крайне волатильным торгам, позиционируются рынком к первой ofercie. Если позиционировать выпуск не к первой ofercie (октябрь 2005 года), а ко второй – (октябрь 2006 года), то доходность выпуска находится на уровне 12-12.5% при дюрации порядка 1.3 года, что выглядит достаточно привлекательным с точки зрения риск/доходность.

На этой неделе пройдет аукцион по 5-му выпуску МГТС, который будет происходить в достаточно сложных условиях: повышенный уровень ставок МБК в конце месяца и рост курса доллара (хотя сегодня реакция рынков валюты на отказ Франции принять евроконституцию, вероятней всего, будет достаточно сдержанной из-за выходных дней в Великобритании и США).

Повышенный уровень ставок МБК объясняется не столько налоговыми выплатами и большим предложением бумаг на первичном рынке, сколько спекулятивными играми банков против рубля. Впервые за год на валютном рынке отмечается интересная тенденция - игроки не продают доллары на фоне высоких overnight и снизившейся рублевой ликвидности, что говорит об ожиданиях дальнейшего ослабления рубля. Это явно негативный сигнал для рынка рублевых облигаций. Мы сохраняем умеренно негативный прогноз на рынок рублевого долга в ближайшей перспективе, динамику же рынка будет определять достаточно волатильная конъюнктура базовых активов. Внутренних же причин для ликвидации позиций на рынке пока нет.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

В целом, мы считаем, что 2005 г. будет неудачным на рынке рублевых облигаций и ожидаем рост доходности рублевых облигаций по итогам года. Тем не менее, ожидаемый нами рост доходности в условиях сохранения избыточной ликвидности делает насущным не общее сокращение портфелей рублевых облигаций, а переформирование портфелей в пользу наиболее эффективных бумаг в условиях роста доходности. В этих условиях инвесторы вынуждены обращать больше внимания на облигации второго эшелона, которые имеют важное преимущество - как правило все они имеют короткую или среднюю дюрацию при высокой доходности относительно высококлассных заемщиков.

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

ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Спрэды EMBI+, б.п.



В пятницу на фоне некоторого роста доходности US Treasuries цены еврооблигаций РФ незначительно подешевели, тем не менее оставаясь около своих абсолютных исторических максимумов. Россия-30 удержалась выше 109.00 и закрыла день около 109.125. Спрэд при этом внутри дня сужался до 175 б.п., а в итоге стабилизировался около 178-180 б.п., т.е. так же вблизи исторических минимумов. При этом цены в корпоративных еврооблигациях РФ стабилизировались и появились осторожные покупки.

Мощное ралли в облигациях emerging markets с начала этого года легко объяснимо с учетом той статистики притока средств в Emerging Markets Bonds, которая была обнародована в пятницу (см. Новости). Инвесторы крайне позитивно смотрят на EMD в разрезе хорошей макроэкономики в этих странах и, похоже, инвесторы не сильно боятся роста процентных ставок в США и, по крайней мере, не видят заметного потенциала для роста процентных ставок в США.

Для большинства инвесторов все четче становится вывод, что ФРС США путем повышения ключевой процентной ставки с 1 до 3% в последние 12 мес. удалось сбалансировать экономику США. С одной стороны, темпы экономического роста США несколько снизились, но остаются самыми высокими среди развитых стран. С другой стороны, темп экономического роста США вышел на траекторию, которая уже не приводит к ускорению инфляции, а наоборот инфляция стабилизировалась и имеет первые (пока не выраженные) признаки возможного снижения в ближайшем будущем. Растут шансы, что ФРС США удалось добиться своей основной цели – сохранить уверенный экономический рост и обуздать инфляцию, что означает, что цикл роста процентных ставок может находиться в стадии своего завершения. Все это обеспечивает уверенное нахождение доходности 10Y UST вблизи 1.5-летних минимумов (4.08% годовых вчера). При этом кривая доходности US Treasuries все активнее принимает плоский вид. Так, спрэд доходности 10Y и 2Y UST в начале года был около 120 б.п. (4.3% к 3.1% годовых), а сейчас сузился уже до 40 б.п. (4.05% к 3.65%). Плоский вид кривой доходности UST является одним из признаков, характерных для пика цикла роста процентных ставок (подробнее см. нашу Годовую Стратегию).

На этом фоне спрос на облигации emerging markets остается существенным, а еврооблигации РФ продолжают сохранять лидерство по темпам роста цен. Вчера Россия-30 осталась на историческом максимуме 109.000-109.375, а спрэд сузился до 177 б.п. к концу дня. Корпоративные еврооблигации РФ, в основном, вновь отстают в темпе роста от суверенных бумаг. Единственно стоит отметить хороший рост (+1/2 п.п.) Алроса-14, которые остаются существенно недооцененными относительно Газпром-13. С учетом усиления госконтроля в компании Алроса спрэд Алроса-14 к Газпром-13 может сузиться минимум на 50 б.п. в ближайшие месяцы, поэтому мы рекомендуем Алроса-14 к покупке.

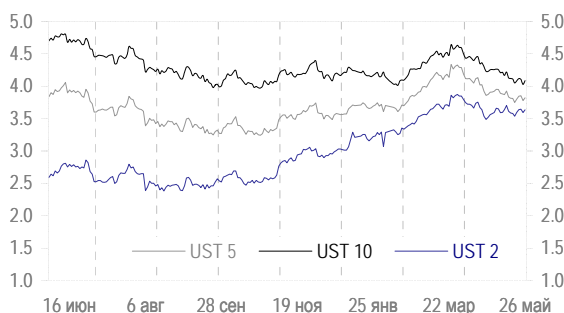
ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы позитивно смотрим на конъюнктуру рынка еврооблигаций РФ в 2005 г., ожидая заметного падения спрэдов к US Treasuries по итогам года. *Подробнее смотрите нашу Долговую Стратегию на 2005 г.*

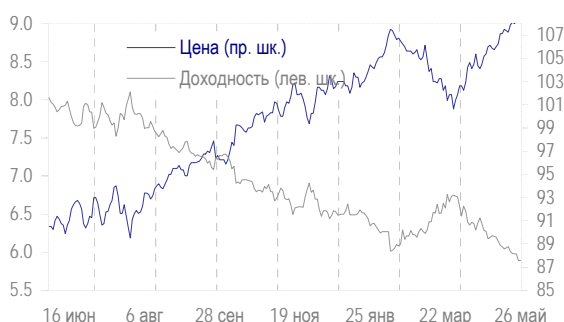
Покупать длинные еврооблигации РФ. Мы ждем сокращения спрэдов длинных еврооблигаций РФ минимум на 60-80 б.п. к концу года на позитивной рейтинговой и экономической динамике РФ в 2005 г. Риск роста доходности длинных US Treasuries мы оцениваем как умеренный в 2005 г. (не более 70 б.п. к концу года - до 4.90% годовых по 10Y UST). Поэтому, большую часть покупок еврооблигаций РФ мы рекомендуем делать напрямую без хеджирования и лишь незначительную часть можно хеджировать через короткие позиции в US Treasuries.

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

Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



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

Reuters MDMB
Bloomberg MDMG

**Заместитель Председателя Правления
Инвестиционный блок**

Алексей Панферов

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

Отдел кредитных исследований	Евгений Попов	(+7 095) 795 25 21	popovE@mdmbank.com
-------------------------------------	---------------	--------------------	--

Анализ рынка облигаций	Артур Аракелян	(+7 095) 795 25 21	bond_research@mdmbank.com
	Денис Гусев	(+7 095) 795 25 21	gusevD@mdmbank.com

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

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