

**Министр финансов РФ Алексей Кудрин** заявил, что средства в размере 111.1 млрд руб будут изъяты из Стабфонда для финансирования расходных обязательств бюджета в 2005 г.

**Денежная база в России** в узком определении с 23 по 30 мая сократилась на 0.8% до 1.7976 трлн руб.

**МВФ** прогнозирует рост экономики России в 2005 году на уровне 5.5%. МЭРТ России снизило 27 мая прогноз роста ВВП в 2005 с 6.5% до 5.8%. По мнению МВФ, принятые правительством РФ поправки в бюджет на 2005 год, согласно которым около трети дополнительных расходов бюджета на 2005 год – 111.1 млрд руб из 382.7 млрд руб - будет профинансировано за счет средств стабилизационного фонда, существенно усиливают уже допущенное властям страны ослабление бюджетной политики. По оценкам МВФ, такое ослабление бюджетной политики приведет к усилению инфляционного давления, ускорению укрепления рубля в реальном выражении и росту импорта.

**По оценкам МВФ**, с учетом текущей ситуации в годовом исчислении инфляция в России может достичь 13.7%. По словам МВФ, темпы инфляции в РФ в 2005 г в размере 10.5-11% можно будет считать достижением.

**Банк России** намерен инициировать поправки в закон «Об акционерных обществах» с целью разрешить банкам выпуск облигаций на сумму свыше размера уставного капитала без обеспечения.

**ЕвразХолдинг** получил \$422 млн в ходе первичного размещения глобальных депозитарных расписок в Лондоне, которые были размещены по цене \$14.5 за GDR. В ходе IPO специально созданной для этого компании Evraz Group SA, объединяющей активы группы, было продано 29.1 млн глобальных расписок, что составляет 8.3% уставного капитала.

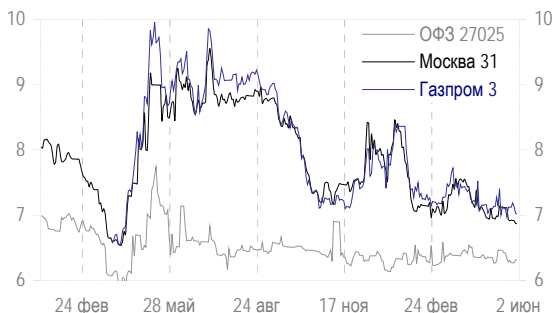
### Рублёвые Облигации

Продолжение на стр 2.

### Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

### Доходности индикативных облигаций, %



Рынок рублевого долга продолжает игнорировать рост курса доллара, ориентируясь в большей мере на подешевевшие рублевые ресурсы (ставки МБК вернулись на уровень 1-2% годовых) и ралли на евробондах, где спрэд сузился до 168-170 б.п.

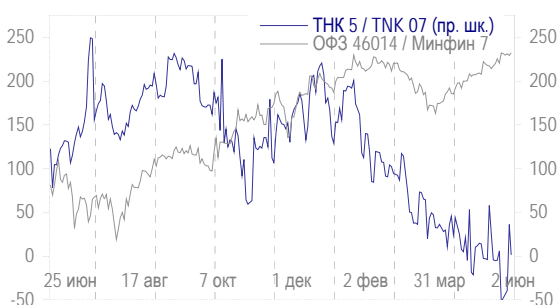
Котировки госбумаг вчера изменялись без четко выраженного тренда на фоне низкой активности торгов, лидером по обороту стал длинный выпуск ОФЗ 46018, цены которого незначительно выросли. Общий уровень кривой доходности длинных выпусков ОФЗ снизился на 1 б.п. до 7.46-8.76% годовых.

Котировки большинства наиболее активно торговавшихся выпусков Москвы выросли в пределах 0.2-0.3%, основной оборот пришелся на 39-ый выпуск. Общая активность инвесторов в секторе остается низкой.

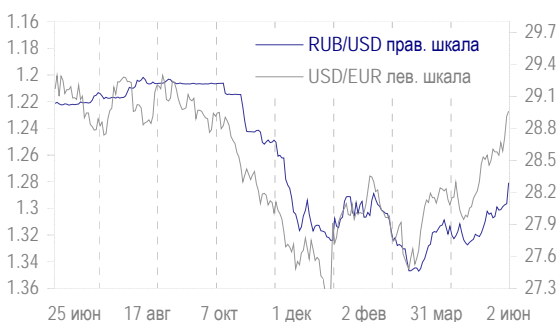
В секторе субфедеральных выпусков преобладали неагрессивные покупки, цены лидера по обороту Мособласть-5 выросли на 0.23%, а доходность практически сравнялась с 4-ым выпуском (8.78% против 8.76% годовых).

В корпоративном секторе интерес инвесторов практически полностью сосредоточен во втором эшелоне, где основным спросом пользуются облигации телекомов. Активность же инвесторов в первом эшелоне минимальна, а ценовые уровни практически неизменны.

### Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



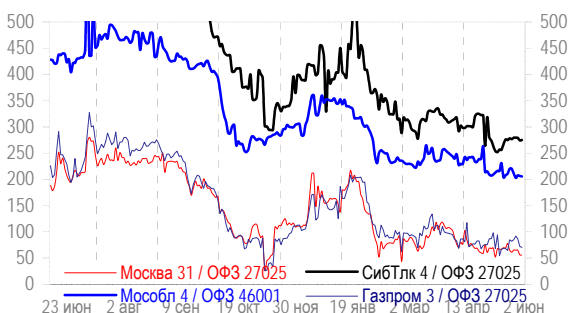
### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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



### 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.



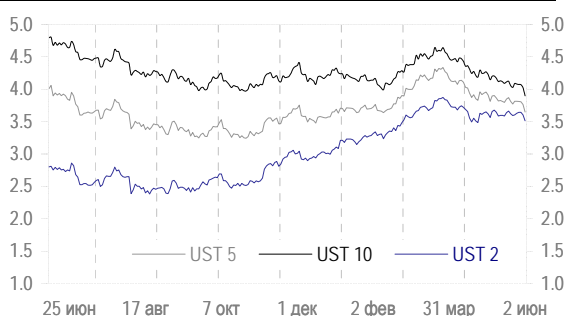
Статистика по США вчера вновь вышла умеренной – с одной стороны данные показывают сохранение уверенных темпов роста, а с другой стороны данные выходят ниже ожиданий, показывая, что экономика постепенно тормозит темпы роста, снижая инфляционную нагрузку на экономику. Так, Factory Orders оказались выше, чем месяцем ранее, но при этом хуже ожиданий. Одновременно, Initial Jobless Claims так же превысили ожидания рынка, сигнализируя о постепенном охлаждении рынка труда в США. В итоге, доходность 10Y UST осталась на отметке 3.88-3.90% годовых.

На этом фоне вчера достаточно агрессивно сузился спрэд еврооблигаций РФ к UST. Россия-30 вчера выросла к концу дня до 112.000, а спрэд сузился на 14 б.п. до 167 б.п. – это стало очередным историческим минимумом.

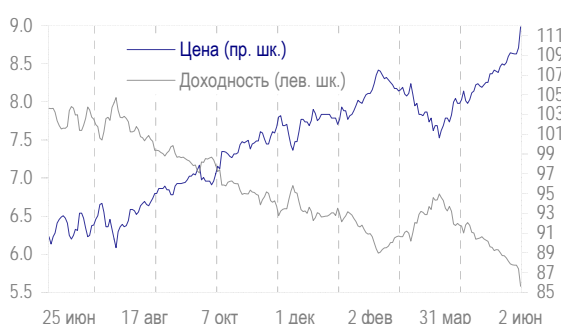
Сегодня с утра на рынке наблюдается легкая фиксация прибыли. При сохранившейся доходности 10Y UST на отметке 3.90% годовых, Россия-30 снизилась до 111.625.

Сегодня выйдут данные по PayRolls в США, что определит тенденцию на рынке US Treasuries на ближайшие недели. В последний год данные по PayRolls выходят крайне волатильными и практически все разы значительно отличаются от ожиданий рынка. Поэтому, данные вновь могут оказаться неожиданными и на рынке UST возможно любое развитие событий. Тем не менее, мы полагаем, что даже при низких данных по PayRolls рынок UST в среднесрочной перспективе скорее всего упадет и доходность 10Y UST вырастет в ближайшие 1-2 недели до 4.0-4.1% годовых.

### Доходности US Treasuries, %

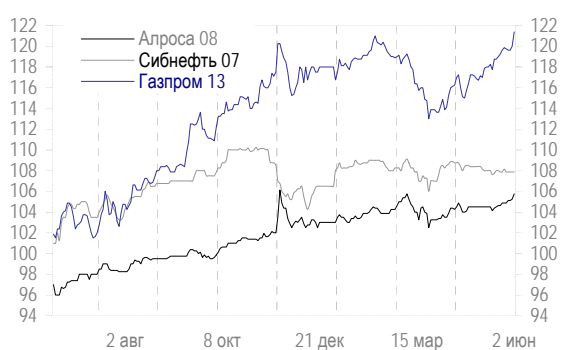


### Динамика цены и доходности Россия-30



При этом заметный объем коротких позиций по еврооблигациям РФ со стороны российских игроков окажут поддержку ценам евробондов РФ и снижение цен будет ограниченным. Спрэд при этом, скорее всего, продолжит сужаться в район 160 б.п. по Россия-30.

### Цены корпоративных еврооблигаций РФ



## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

*Мы рекомендуем покупать еврооблигации 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.*

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 захеджировать через короткие позиции в US Treasuries.*

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



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

**Адрес** 115172, г. Москва, Котельническая наб., д.33, стр.1.  
**Телефон / Факс** Инвестиционный департамент МДМ-Банка <http://invest.mdmbank.ru/>  
 (+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](mailto:sukhanov@mdmbank.com)

**Отдел продаж долговых инструментов**

Линаида Еремина (+7 095) 363 55 83 [bond\\_sales@mdmbank.com](mailto:bond_sales@mdmbank.com)  
 Дмитрий Омельченко (+7 095) 363 55 84 [leremina@mdmbank.com](mailto:leremina@mdmbank.com)  
 Наталья Ермолицкая (+7 095) 960 22 56 [omelchenko2@mdmbank.com](mailto:omelchenko2@mdmbank.com)  
[ermolitskaya@mdmbank.com](mailto:ermolitskaya@mdmbank.com)

**Отдел торговли долговыми инструментами**

Александр Никонов (+7 095) 795 25 21 **Reuters Code: MDMB**  
[nikonov@mdmbank.com](mailto:nikonov@mdmbank.com)  
 Александр Зубков (+7 095) 795 25 21 [alexZ@mdmbank.com](mailto:alexZ@mdmbank.com)  
 Евгений Лысенко (+7 095) 795 25 21 [lysenko@mdmbank.com](mailto:lysenko@mdmbank.com)

**Отдел РЕПО**

Алексей Базаров (+7 095) 795 25 21 [bazarov@mdmbank.com](mailto:bazarov@mdmbank.com)  
 Наталья Храброва (+7 095) 795 25 21 [hlabrova@mdmbank.com](mailto:hlabrova@mdmbank.com)

**Отдел кредитных исследований** Евгений Попов (+7 095) 795 25 21 [popovE@mdmbank.com](mailto:popovE@mdmbank.com)

**Анализ рынка облигаций** Артур Аракелян (+7 095) 795 25 21 [arakelyan@mdmbank.com](mailto:arakelyan@mdmbank.com)  
 Денис Гусев (+7 095) 795 25 21 [gusevD@mdmbank.com](mailto: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.