

Денежная база РФ на 31 января 2005 года в узком определении понизилась до 1608.2 млрд руб с 1641.8 млрд руб на 24 января.

Standard & Poor's не намерено пересматривать суверенный кредитный рейтинг России в течение 1 - 3 лет.

Глава Минфина Алексей Кудрин заявил, что получение Россией полного инвестиционного рейтинга (от всех трех ведущих агентств) может помешать переговорам о досрочном погашении российского долга перед Парижским клубом кредиторов. Министр отметил, что с учетом повышения рейтинга кредиторы будут менее уступчивы в предоставлении существенных скидок при выплате Россией долгов.

Первый заместитель председателя Центробанка РФ Алексей Улюкаев заявил, что рекордный рост ЗВР до \$128.3 (+\$10 млрд) на прошлой неделе во многом вызван выделением казначейства из Минфина РФ и платежом МВФ (\$3.3 млрд). ЦБ России оценивает рост ЗВР в 2005 году на \$34-35 млрд.

Сбербанк РФ размещает субординированные еврооблигации на сумму \$850 млн с погашением в 2015 году под доходность 6.23% годовых.

Газпром планирует начать размещение 4-го выпуска 5-летних облигаций на 5 млрд руб 16 февраля 2005 года.

Глава МЭРТ Герман Греф заявил, что правительство России пока затрудняется с определением схемы и сроков объединения Газпрома и Роснефти.

Moody's присвоило окончательный рейтинг Baa2 еврооблигациям Внешторгбанка на \$750 млн с погашением в 2015 году.

Рублевые Облигации

[Продолжение на стр 2.](#)

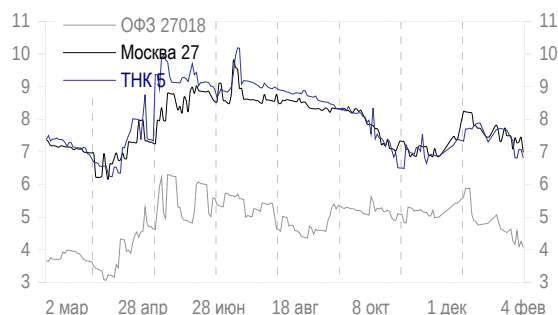
Валютные Облигации

[Продолжение на стр 3.](#)

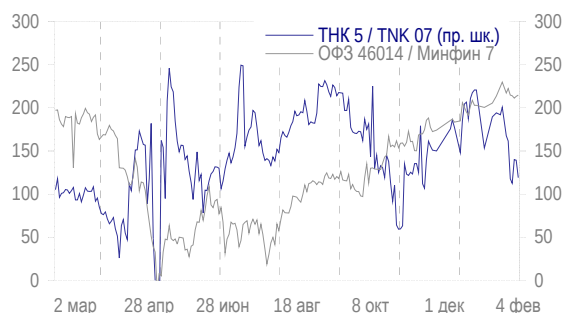
Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Настоящий документ основан на общедоступных источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. МДМ-Банк оставляет 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.

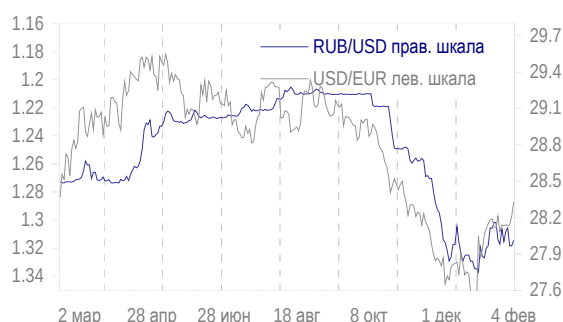
Доходности индикативных облигаций, %



Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



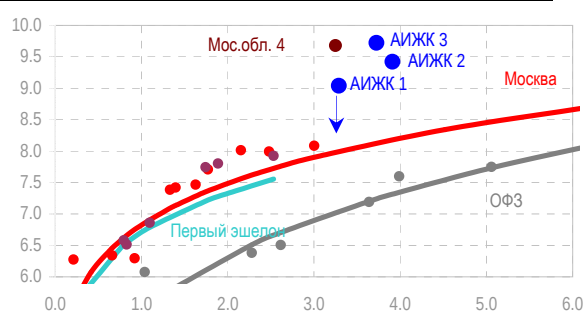
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



Кривая доходности первого эшелона и АИЖК



В пятницу на рынке преобладал рост котировок на фоне высокой активности торгов.

Кривая доходности длинных выпусков ОФЗ снизилась на 5-7 б.п. до 7.44-7.86%, общий рост цен по сектору составил 0.05-0.15%. В секторе облигаций Москвы цены большинства выпусков выросли на 0.15-0.2%, наибольшим спросом пользовались средне- и долгосрочные выпуски. Лидером по обороту стал новый 41 выпуск, объем торгов по которому составил порядка 60% всего оборота сектора (порядка 4.7 млрд руб). Спрэд к ОФЗ самого длинного 39 выпуска расширился за счет опережающего снижения доходности ОФЗ 46014 до 12 б.п., общее снижение доходности средне – долгосрочных выпусков Москвы составило 3-8 б.п. Среди корпоративных «фишек» лидерами по обороту стали облигации Газпрома, котировки которого прибавили 0.2-0.3%. Начало торгов облигациями Лукойла не принесло сюрпризов – доходность осталась на уровне размещения (7.38%). Судя по всему, исполнялись преимущественно сделки, заключенные на условиях when & if. Огромный спрос нерезидентов на аукционе и сохраняющийся дисконт к Газпрому (порядка 7-10 б.п.) делает перспективы роста ликвидности выпуска без снижения доходности Газпрома на 20-30 б.п. сомнительными. Во втором эшелоне котировки большинства наиболее ликвидных выпусков прибавили порядка 0.2-0.3%. Наблюдался хороший спрос практически на все выпуски телекомов, лидером по обороту стал ЦТК-4, котировки которого выросли на 0.4%.

Продолжилось ралли в облигациях ВБД, котировки которого выросли уже до 100.35%, что совпадает с нашим краткосрочным таргетом по бумаге. Наша справедливая цена рассчитана исходя из достаточно оптимистичных ожиданий по инфляции (см нашу аналитическую записку "Облигации ВБД: Точка роста на падающем рынке" от 26.01.05), что все еще оставляет потенциал роста цены бумаги еще на 1%. Тем не менее мы снижаем рекомендацию по облигациям ВБД до «держать» с «покупать» по причине достижения бумагой нашей справедливой цены.

Мы продолжаем считать, что ралли на рынке во многом вызвано ошибочным пониманием инвесторами слов Кудрина о возможном агрессивном укреплении рубля – см ежедневные обзоры от 3 и 4 февраля. Мы считаем, что укрепление рубля возможно только при дальнейшем ослаблении позиций доллара против евро на мировом рынке, что вызывает у нас большие сомнения. Столь агрессивные покупки в первом эшелоне не имеют под собой фундаментальной основы для российских инвесторов, что может привести к столь же быстрому росту доходности рынка после фиксации спекулятивной прибыли. Первой проверкой для рынка станет сегодняшний день - курс евро на мировом рынке упал до 1.284 долларов, что вызвало адекватное снижение курса рубля против доллара до 28.13 рублей.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

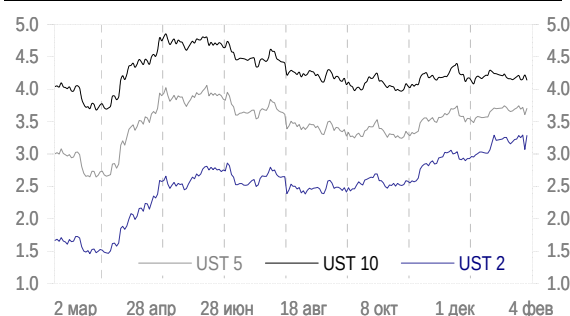
Облигации ВБД-01 достигли своей справедливой цены в 100%, мы меняем рекомендацию с Покупать на Держать. Подробнее смотрите в нашем обзоре «Облигации ВБД. Точка Роста на падающем рынке.» от 26.01.05

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. Доход от инвестиций в портфель из 3-х выпусков АИЖК может принести по итогам года 9-11.7% годовых, что превышает средний доход от инвестиций в бумаги второго эшелона при нашем базовом сценарии движения ставок.

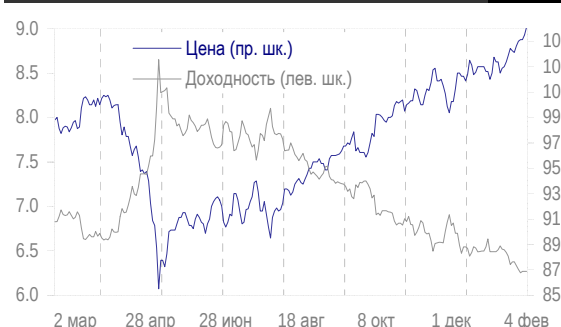
Спрэды EMBI+, б.п.



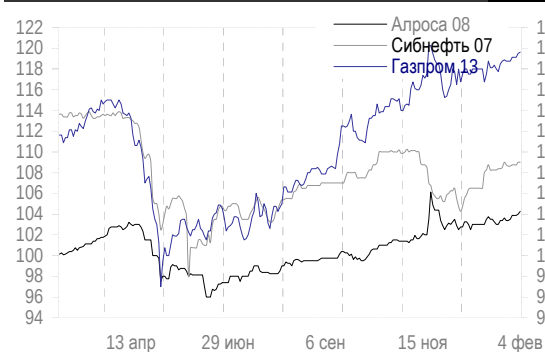
Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



Так долго ожидавшиеся данные по рынку труда не разочаровали инвесторов как на рынке облигаций, так и на рынке акций. Действительно, рынок труда уверенно растет, но умеренными темпами, что с одной стороны показывает уверенный рост экономики, а с другой стороны не дает ФРС США почвы для агрессивного роста процентных ставок. Так, вместо ожидавшихся 200 тыс. новых рабочих мест, в январе в экономике США было создано 146 тыс., а пересмотренные цифры декабря 2004 г. показали рост рабочих мест на 133 тыс., а не 157 тыс. по предварительным данным. Эти данные устроили всех – рынок акций и рынок облигаций США показали уверенное ралли, одно из сильнейших за последние месяцы. Доходность 10Y UST упала до 4.08% годовых с 4.15% до обнародования данных.

Собственно, наши ожидания по конъюнктуре рынка US Treasuries пока оправдываются – мы ждем, что доходность 10Y UST будет в диапазоне 4.1-4.4% годовых в ближайшие месяцы. Это позитивно скажется на рынке еврооблигаций РФ, которые продолжают рост цен и сужение спрэдов к UST. Возможно, что доходность длинных UST вырастет в 2005 г. все-таки меньше, чем ожидалось нами ранее (мы ждали 4.8-5% годовых по 10Y UST к концу года). Более агрессивный рост будет идти по коротким UST, делая кривую более плоской.

Как результат, еврооблигации раллировали в пятницу до новых исторических максимумов. Россия-30 выросла до 106.25, Россия-28 до 170.625. Сегодня рост продолжился и Россия-30 добралась до 106.375-106.500, а спред к US Treasuries сузился до нового исторического минимума 203 б.п. Мы ждем, что уже в ближайшее время спред станет ниже 200 б.п. и в течение нескольких месяцев опустится до 180 б.п. *Смотрите подробнее нашу аналитическую записку от 04 февраля 2005 г. «Спрэд еврооблигаций РФ к UST: Game is not over... Show must Go On...».*

Вновь дружно выросли корпоративные еврооблигации РФ, прибавив за пятницу 1/4-5/8 п.п.

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 захеджировать 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.

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.