

В соответствии с проектом «Основных направлений денежно-кредитной политики РФ на 2006 г.» действия ЦБ РФ на денежном рынке в 2006 году будут по-прежнему подчинены цели контроля за инфляцией. ЦБ РФ прогнозирует инфляцию в 2006 г. на уровне 7-8.5%. ЦБ РФ подготовил три варианта реализации денежной политики в 2006 году на основании имеющихся сценариев прогноза развития российской экономики, исходя из цен на российскую нефть марки Urals \$28, \$40 и \$50 за барр. *Все три варианта предполагают сохранение относительно высокого уровня свободной ликвидности в банковском секторе, поэтому ЦБ РФ планирует активно использовать инструменты, ограничивающие темп роста денежной массы для сдерживания инфляции.* Кроме того, ЦБ РФ продолжит создание условий для постепенного перехода к более гибкому курсообразованию и системе управления, в основном, с помощью процентных ставок. В дополнение к уже проводящимся операциям со своими облигациями (ОБР), срочным депозитным аукционам и операциям ломбардного кредитования, ЦБ РФ намерен начать проведение депозитных операций на условиях "до востребования" и предоставлять банкам кредиты под залог векселей и поручительство кредитных организаций. Кроме того, вступление с 1 июня 2006 года поправок в Налоговый кодекс РФ о налогообложении операций РЕПО сделает возможным организацию рынка межбанковского РЕПО. Валютная политика ЦБР в следующем году будет по-прежнему базироваться на управляемом плавающем курсе и сглаживании резких краткосрочных колебаний обменного курса. ЦБ РФ планирует поддерживать отвечающий целям политики валютного курса состав бивалютной корзины, который в случае необходимости адаптации к изменившимся условиям может быть изменен. *В дальнейшем ЦБ РФ намерен свести к минимуму свое воздействие на валютный рынок, что соответствует задаче перехода к свободному плавающему курсу с 2007 года и денежно-кредитной политике, "основанной целиком на модели инфляционного таргетирования".* Первый вариант (цена Urals \$28/барр.) предусматривает некоторое ослабление номинального эффективного курса рубля, второй вариант (\$40/барр.) - его стабильность, третий (\$50/барр.) - укрепление. *По предыдущему прогнозу ЦБ РФ, реальный эффективный курс рубля укрепитесь в текущем году на 9-10%, а в 2006 году - до 9%. Однако, в документе говорится, что более вероятно, что укрепление рубля в 2006 году будет заметно ниже 9%.* Прирост золотовалютных резервов в 2006 году ЦБ РФ оценивает, соответственно, в \$22.8 млрд. (при цене Urals \$28/барр.), \$54.5 млрд. (\$40/барр.) и \$82.5 млрд. (\$50/барр.). За 2005 год резервы, по оценке ЦБ РФ, вырастут на \$59.4 млрд. при среднегодовой цене на Urals \$48/барр.

**АФК Система готова выкупить принадлежащие Deutsche Telekom 10% акций МТС**, если цена окажется подходящей, заявил в пятницу глава Системы Владимир Евтушенков. "Мы все еще ведем переговоры с Deutsche Telekom, - сказал он во время телеконференции. - Если это экономически выгодно, мы купим". У Системы есть первоочередное право на покупку акций МТС, но оно истекает 15 августа. По нынешним рыночным ценам пакет стоит около \$1.5 млрд.

**Российский многопрофильный холдинг АФК Система приобрел миноритарные доли в семи компаниях топливно-энергетического комплекса Башкирии за \$503 млн.** (у ООО Башкирский Капитал) для размещения свободных средств в ожидании приватизации Связьинвеста. Система купила по 19.9% Башнефти, Уфимского НПЗ, Уфанефтехима, Уфаоргсинтеза и ОАО Новойл, а также 10.08% Башкирэнерго и 18.57% Башнефтепродукт. Компания сообщила, что намерена увеличить доли в некоторых из этих компаний до блокирующих в ближайшее время, потратив на это до \$100 миллионов. "В обстановке неопределенности с приватизацией Связьинвеста Система считает правильным использовать существующие средства, хранящиеся на депозитах в банках, для финансирования этой сделки. Это чисто финансовая инвестиция, и стоимость поглощений будет рефинансирована подобающим образом в ближайшее время", - сказал глава АФК Система Владимир Евтушенков. По оценке Системы, общая рыночная стоимость приобретенных акций превышает \$610 млн.

**S&P не изменило рейтинг АФК "Система"** вслед за сообщением о покупке компанией семи башкирских сырьевых компаний.

**ЕвразХолдинг завершил сделку по приобретению 75% плюс 1 акция итальянского меткомбината Palini e Bertoli SpA за 60 млн. евро.** Данное приобретение позволит Evraz Group выйти на новые географические рынки, обеспечить стабильную клиентскую базу для сбыта слэбов за пределами России, а также продолжить повышение доходности Evraz Group за счет продаж продукции с более высокой добавленной стоимостью за пределами России. Приобретение профинансировано за счет заемных и собственных средств Evraz Group. Заемное финансирование обеспечил банк ABN Amro N.V. Palini e Bertoli - прокатный завод на севере Италии, производящий металлический лист для строительной, кораблестроительной и автомобильной отраслей. В 2004 г Palini произвела 356 тыс т прокатной продукции; за этот же год выручка составила 183 млн евро, прибыль до вычета процентов, амортизации и налогов - примерно 31 млн евро.

#### Рублёвые облигации

Продолжение на стр 2.

#### Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

**Fitch Ratings** повысило основные необеспеченные рейтинги **ОАО Газпром** в иностранной и национальной валюте до «BB+» с «BB». Повышение рейтингов произошло вслед за завершением покупки государством дополнительных 10.74% акций "Газпрома", в результате которого доля государства выросла до немногим более 50%.

**S&P** повысило долгосрочный кредитный рейтинг **ТНК-ВР** до «BB» с «BB-». Прогноз - стабильный. Рейтинговое решение было принято вследствие благоприятного разрешения налогового спора, высоких операционных и финансовых показателей, которые были достигнуты в 2004 г и, как ожидается, сохранятся в 2005 г. В частности, в 2004 г и в первой половине 2005 г ТНК-ВР продемонстрировала высокие показатели операционной деятельности и свободных денежных потоков. S&P ожидает, что ТНК-ВР будет строго придерживаться своей политики ограничения отношения чистого долга к сумме чистого долга и собственных средств между 25 и 35% путем регулирования дивидендов.

**ОАО Ленэнерго и Газпромбанк** предлагают владельцам облигаций **Ленэнерго**, чьи требования о досрочном исполнении обязательств по облигациям были получены эмитентом до 14 июня 2005 г, воспользоваться совместной безотзывной офертой на выкуп облигаций 1 сентября 2005 г. *Условия совместной оферты такие же как и условия оферты ОАО Ленэнерго, т.е. цена выкупа 100% от номинала плюс накопленный купонный доход на дату выкупа.*

**Чистая прибыль ОАО АК "Транснефтепродукт" по РСБУ** выросла в январе-июне 2005 г на 21.6% до 2.07 млрд. руб. с 1.701 млрд. руб. за первое полугодие 2004 г. Выручка выросла на 15.7% до 5.37 млрд. руб.

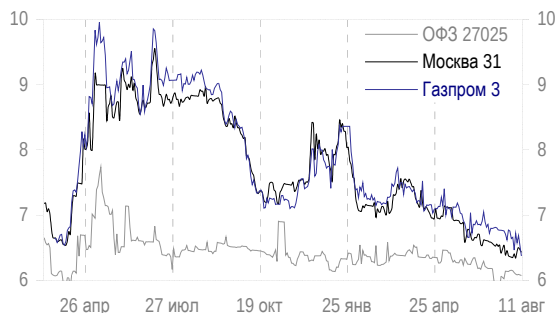
**Совет директоров ОАО "Нижнекамскнефтехим"** установил ставку 9-го купона по облигациям 3-го выпуска в размере 8% годовых.

**Банк ДельтаКредит** планирует в следующем году выпустить на зарубежный рынок ноты, обеспеченные портфелем ипотечных кредитов, на сумму примерно \$100 млн. *Ранее в пятницу французская финансовая группа Societe Generale подписала соглашение о приобретении банка ДельтаКредит у Delta Private Equity Partners примерно за \$100 млн.* ДельтаКредит занимает, по собственным оценкам, до 20% российского рынка ипотечного кредитования. Портфель его ипотечных ссуд составляет более \$200 млн. Банку присвоен рейтинг "B" агентством S&P и "Ba2" агентством Moody's.

**МДМ-Банк** планирует в сентябре-октябре 2005 г привлечь синдицированный кредит на сумму от \$100 млн. Срок привлечения средств может составить 1 год, а сумма может быть увеличена в случае превышения предложения кредиторов. Организаторами синдицированного кредита назначены Dresdner Kleinwort Wasserstein, SMBC, Natexis Banques Populaires, Standard Bank и WestLB. *Процентная ставка по займу составит LIBOR плюс 1.5% годовых.*

**Банк Русский Стандарт** утвердил ставку 3-го и 4-го купонов по облигациям 3-го выпуска в размере 8.4% годовых.

### Доходности индикативных облигаций, %



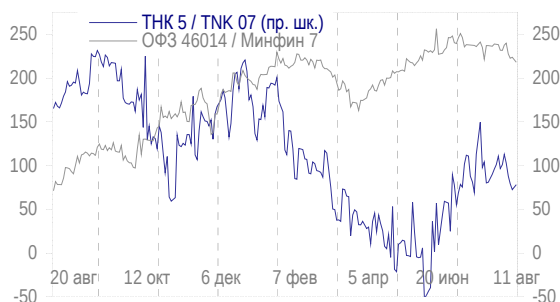
Рынок рублевых облигаций продолжил раллировать в пятницу на фоне одновременного действия ряда позитивных факторов. Так, курс рубля в пятницу укрепился до 28.300 (минимум с начала июня 2005 г.), цены на нефть достигли нового абсолютного максимума (\$67/барр.), а цены еврооблигаций РФ достигли исторических максимумов.

На этом фоне, цены ОФЗ выросли еще на 0.5-1%, а доходности всех длинных ОФЗ опустились ниже отметки 8.0% годовых. Объемы торгов (около 2 млрд. руб.) остались на достаточно высоком уровне.

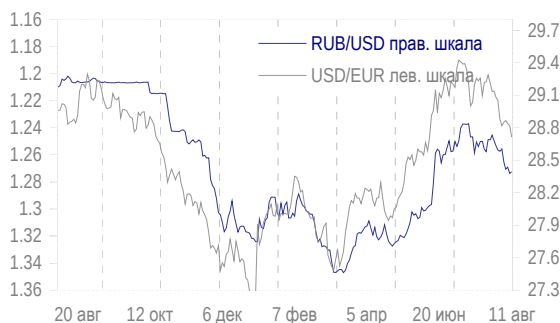
Вслед за таким ростом цен в госбумагах продолжили раллировать все остальные сегменты – муниципальные и корпоративные облигации. Тем не менее, рост цен негосударственных бумаг не превысил 0.2-0.4% в виду более короткой дюрации, чем в ОФЗ.

Крайне высокие цены на нефть вселяют в инвесторов оптимизм, что рублевая ликвидность банковской системы продолжит увеличиваться, что при умеренном предложении эмиссий облигаций на первичном рынке будет стимулировать дальнейший рост цен рублевых облигаций.

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



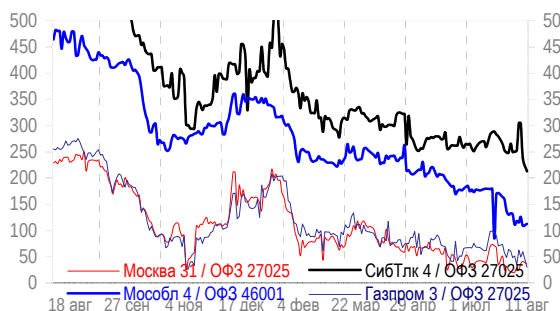
### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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



### ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы меняем рекомендацию по облигациям ТМК с "покупать" до "держать", т.к. облигации достигли справедливых уровней в 102.4-102.70.

Мы меняем рекомендацию по облигациям ЦТК-4 с "покупать" до "держать", т.к. облигации достигли справедливых уровней в 112.5-113.00

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.

### Спрэды EMBI+, б.п.



Еврооблигации РФ в пятницу и сегодня демонстрируют серьезное ралли на фоне растущего рынка US Trys и высоких цен на нефть. Еврооблигации РФ достигли сегодня исторических максимумов.

Доходность US Trys серьезно снизилась в пятницу, продолжая позитивно отыгрывать комментарии ФРС относительно состояния экономики и инфляции. Доходность 10Y UST упала в пятницу с 4.32% до 4.24% годовых.

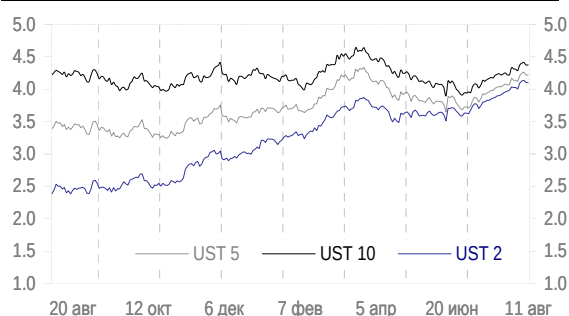
Отметим, что уровень 4.40% годовых по 10Y UST стал серьезным уровнем сопротивления, не сумев пройти который рынок начал обратное движение. Многие инвесторы полагают, что цикл роста процентных ставок ФРС может в 2006 г. взять паузу, поэтому расценивают доходность по 10Y UST, как привлекательный для покупок.

Мы так же советуем инвесторам формировать длинные позиции в еврооблигациях РФ при достижении доходностью 10Y UST отметки 4.40% годовых.

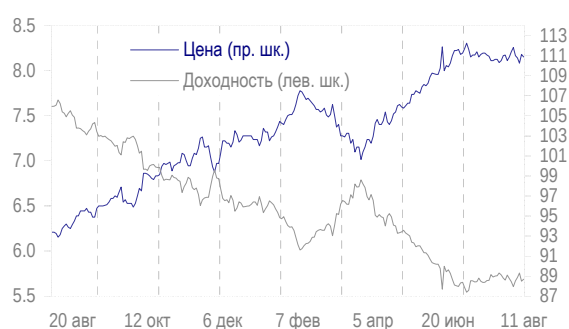
На фоне роста US Trys еврооблигации РФ в пятницу выросли на ½-1 п.п. Россия-30 закрылась в пятницу в Москве на уровне 111.500, а спрэд расширился до 135 б.п. Сегодня Россия-30 подросла к обеду до 112.00-112.125 (исторический максимум), а спрэд сузился до 133 б.п.

Мы сохраняем позитивный взгляд на рынок, ожидая снижение доходности 10Y UST до 4.0% годовых к осени и как минимум сохранение российского спрэда на текущем уровне (130-140 б.п.).

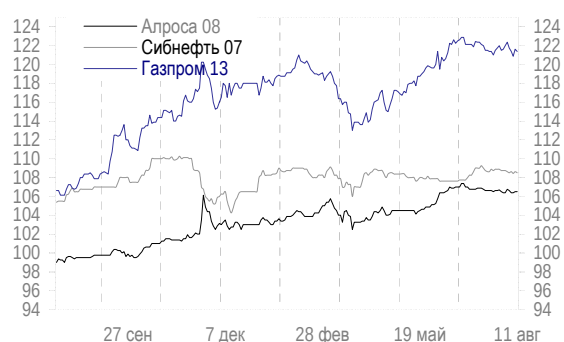
### Доходности US Treasuries, %



### Динамика цены и доходности Россия-30



### Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



### Клиентские продажи и торговля долговыми инструментами

тел. (095) 795 25 21, 363 55 83, 363 55 84 bond\_sales@mdmbank.com

Reuters Code: MDMB

Bloomberg: MDMG

### Анализ долговых рынков

тел. (095) 795 25 21 bond\_research@mdmbank.com

стр. 3

**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**

|                                                                              |                                               |                    |                                                                            |
|------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| <b>Клиентские<br/>продажи и<br/>торговля<br/>долговыми<br/>инструментами</b> | <b>Начальник управления</b>                   |                    |                                                                            |
|                                                                              | Игорь Суханов                                 | (+7 095) 795 25 21 | <a href="mailto:sukhanov@mdmbank.com">sukhanov@mdmbank.com</a>             |
|                                                                              | <b>Отдел продаж долговых инструментов</b>     |                    | <a href="mailto:bond_sales@mdmbank.com">bond_sales@mdmbank.com</a>         |
|                                                                              | Линаида Еремина                               | (+7 095) 363 55 83 | <a href="mailto:leremina@mdmbank.com">leremina@mdmbank.com</a>             |
|                                                                              | Дмитрий Омельченко                            | (+7 095) 363 55 84 | <a href="mailto:omelchenko2@mdmbank.com">omelchenko2@mdmbank.com</a>       |
|                                                                              | Наталья Ермолицкая                            | (+7 095) 960 22 56 | <a href="mailto:ermolitskaya@mdmbank.com">ermolitskaya@mdmbank.com</a>     |
|                                                                              | <b>Отдел торговли долговыми инструментами</b> |                    | Reuters Code: MDMB                                                         |
|                                                                              | Александр Никонов                             | (+7 095) 795 25 21 | <a href="mailto:nikonov@mdmbank.com">nikonov@mdmbank.com</a>               |
|                                                                              | Александр Зубков                              | (+7 095) 795 25 21 | <a href="mailto:alexZ@mdmbank.com">alexZ@mdmbank.com</a>                   |
|                                                                              | Евгений Лысенко                               | (+7 095) 795 25 21 | <a href="mailto:lysenko@mdmbank.com">lysenko@mdmbank.com</a>               |
| <b>Отдел кредитных<br/>исследований</b>                                      | <b>Отдел РЕПО</b>                             |                    |                                                                            |
|                                                                              | Алексей Базаров                               | (+7 095) 795 25 21 | <a href="mailto:bazarov@mdmbank.com">bazarov@mdmbank.com</a>               |
|                                                                              | Наталья Храброва                              | (+7 095) 795 25 21 | <a href="mailto:hrabrova@mdmbank.com">hrabrova@mdmbank.com</a>             |
| <b>Анализ рынка<br/>облигаций</b>                                            | Николай Богатый                               | (+7 095) 795 25 21 | <a href="mailto:Nikolay.Bogaty@mdmbank.com">Nikolay.Bogaty@mdmbank.com</a> |
|                                                                              | Артур Аракелян                                | (+7 095) 795 25 21 | <a href="mailto:arakelyan@mdmbank.com">arakelyan@mdmbank.com</a>           |
|                                                                              | Денис Гусев                                   | (+7 095) 795 25 21 | <a href="mailto:gusevD@mdmbank.com">gusevD@mdmbank.com</a>                 |

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.