

**Первый зампред ЦБ России Алексей Улюкаев** ожидает резкий скачок инфляции в январе 2005 года, который может быть выше, чем в предыдущие годы. Улюкаев объяснил разгон инфляции ростом тарифов с начала года и сильным платежным балансом и дополнительными расходами бюджета по компенсации льгот. В январе 2004 года инфляция составила 1.8%, 2003 года – 2.4%. Тем не менее, монетарные власти пока называют прогноз уровня инфляции по итогам года на уровне 8.5% реалистичным. ***Мы считаем, что инфляция в РФ в 2005 г. будет не менее 9.5-10% годовых, однако высказывания Улюкаева снижают наш прогноз до оптимистического сценария и вероятность того, что инфляция в 2005 г. будет выше 10% резко повысилась.***

**По информации СМИ, Россия и Парижский клуб стран-кредиторов** продолжают консультации об условиях досрочного погашения долга РФ в феврале. По предварительным данным, Россия и Парижский клуб пока не могут достичь договоренности о размере дисконта при досрочном погашении долга клубу. Ранее источник в Минфине говорил Рейтер, что Россия предложила кредиторам списать ей 10% от погашаемой суммы. По словам источников в российском Минфине и правительстве Германии, Россия предложила Парижскому клубу погасить свой долг, который на 1 октября составлял \$44.4 млрд, в течение трех лет. Минфин РФ рассчитывал завершить переговоры с Парижским клубом в январе, когда истекает шестимесячный срок, в течение которого действовал мораторий по повторной секьюритизации долга РФ Германией. Тем не менее, Россия получила гарантии Германии о том, что на время переговоров с Парижским клубом повторные сделки такого рода (выпуск аналогичных Aries бумаг) проводиться не будут.

**Минфин РФ не планирует расходовать средства Стабонда** на дополнительные денежные компенсации населению в размере порядка 100 млрд руб в связи с пробуксовкой реформы по монетизации льгот. По заявления Минфина, финансирование повышенных денежных компенсаций бывшим льготникам будет осуществляться за счет дополнительных доходов бюджета, которые не идут в Сатбфонд.

**Внешторгбанк** назначил банки Barclays Capital, Deutsche Bank, HSBC и J.P. Morgan лид-менеджерами выпуска субординированных еврооблигаций, роуд-шоу которых начнется на следующей неделе. Ранее банк заявлял, что планирует выпустить евробонды в начале 2005 года не меньше чем на \$500 млн. По словам вице-президента банка Дениса Урсуляка, ВТБ планирует разместить субординированные еврооблигации объемом от \$300 млн.

**Минфин РФ** проведет 19 января 3 аукциона по доразмещению ОФЗ 46003 на сумму 3 млрд руб, ОФЗ 46014 на сумму 3 млрд руб и ОФЗ 27026 на сумму 3 млрд руб. По словам Минфина, по результатам аукционов будет принято решение о возможности проведения других аукционов в январе.

**Центробанк РФ** проведет 20 января аукцион по продаже облигаций Банка России (ОБР) с обязательством обратного выкупа объемом 3 млрд руб.

**Внеочередное собрание акционеров Объединенной металлургической компании (ОМК)** приняло решение о дебютном выпуске 3-летних облигаций объемом 3 млрд руб. В состав ОМК входят 5 крупных предприятий металлургической отрасли. Трубный комплекс ОМК включает в себя Выксунский металлургический завод и Альметьевский трубный завод; металлургический комплекс ОМК включает в себя Чусовской металлургический завод и Губахинский кокс, а также Щелковский металлургический завод. По оценкам ОМК, обеспечивает более 20% всех внутрироссийских поставок трубной продукции, в том числе около 30% в сегменте труб большого диаметра, занимает более 60% рынка железнодорожных колес и автомобильных рессор.

#### **Рублевые Облигации**

Продолжение на стр 2.

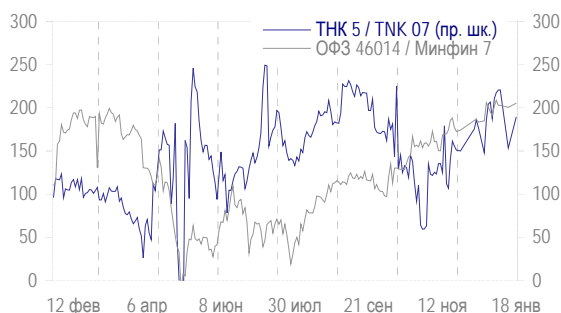
#### **Валютные Облигации**

Продолжение на стр 3.

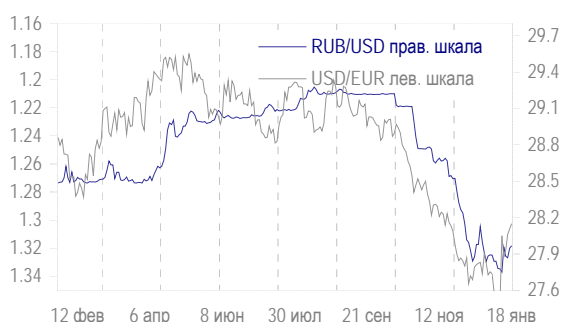
### Доходности индикативных облигаций, %



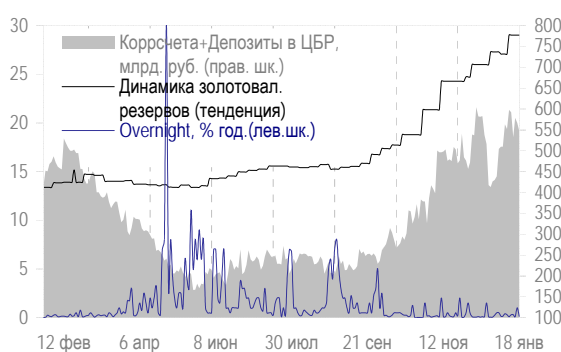
### Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



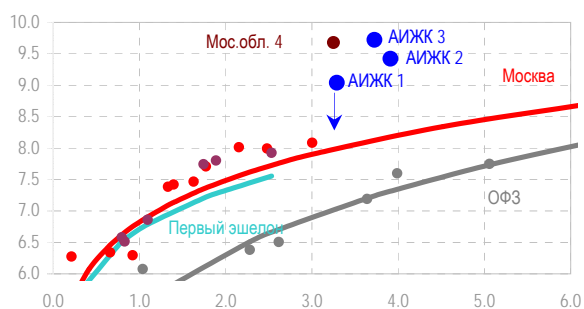
### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



### Кривая доходности первого эшелона и АИЖК



Резкий рост курса доллара спровоцировал sell-off в высококлассных облигациях на рынке рублевого долга. Котировки большинства выпусков первого эшелона потеряли 0.3-0.7%. По итогам торгов цены большинства выпусков ОФЗ снизились на 0.35-0.6% на фоне средней активности торгов. Среди госбумаг наиболее ликвидным выпуском стал ОФЗ 46002, цена которого снизилась на 0.5% (107.9%). Общий уровень кривой доходности длинных выпусков госбумаг вырос на 6-15 б.п. до 7.6-8.01% годовых. В секторе облигаций Москвы преобладали неагрессивные продажи (в пределах 0.1-0.3%) на фоне низкой активности торгов, лидером по обороту стал 40-ой выпуск, цена которого выросла на 0.1% (104.99%), а спрэд к ОФЗ сузился на 8 б.п. до 180 б.п. В секторе корпоративных «фишек» лидером по обороту стал Газпром-5, цена которого снизилась на 0.7% (97.85%), а доходность выросла до 8.65% годовых. Внутри дня цена проваливалась до 97.50 на крайне агрессивных продажах со стороны нерезидентов. Именно продажи со стороны нерезидентов сейчас задают общий тон рынку. При текущем состоянии валютного рынка и рынка NDF им неинтересно сохранение рублевых активов и длинных позиций в рубле. По большинству остальных выпусков снижение котировок не превысило 0.5%.

Сегодня с утра доллар продолжил свой рост и достиг уровня 28.14 руб. Девальвационные ожидания по курсу рубля к доллару на годовом горизонте сейчас находятся на уровне 2.7% годовых (1Y NDF на уровне 28.9 руб), что превышает валютную премию рублевых бумаг (160-210 б.п.). Можно ожидать дальнейшее сокращение позиций нерезидентов на российском рынке, что приведет к сжатию рублевой ликвидности и росту ставок на рынке. ЦБ фактически признал невозможность удержать инфляцию в рамках 8.5% по итогам года (см. новости - заявление Улюкаева), ожидая рост инфляции в январе выше уровней предыдущих лет, что делает перспективы рынка рублевого долга еще более пессимистичными. Мы считаем, что инфляция в 2005 г. будет не ниже 9.5-10% годовых, что фундаментально будет играть на повышение доходности рублевых облигаций. Мы ожидаем рост доходности в рублевых бумагах по итогам года не менее, чем на 100-150 б.п., доходность же первого эшелона выросла с начала года уже на 50 – 70 б.п.

Пока что уровень рублевой ликвидности остается на рекордно высоком уровне, а такое резкое ценовое падение рублевых облигаций может стать хорошим поводом для ценовой коррекции вверх на рынке, но всего лишь в краткосрочном плане.

### ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

В целом, мы считаем, что 2005 г. будет неудачным на рынке рублевых облигаций. Мы ожидаем, что доходности рублевых облигаций вырастут к концу года минимум на 100-150 б.п., а доходы от инвестирования в рублевые облигации не превысят по итогам года 4-7%. Мы так же считаем, что рубль ослабнет в номинальном выражении против доллара в 2005 г., что так же снижает интерес к рублевым облигациям. Подробнее смотрите в нашем обзоре «Стратегия для рынка облигаций на 2005 г.». 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.

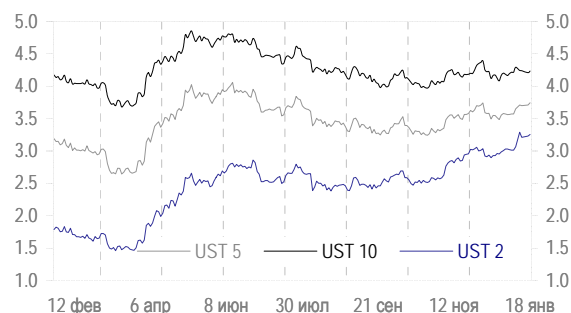
Среди качественных эмитентов мы по-прежнему выделяем облигации АИЖК, которые по нашему мнению имеют лучшие перспективы среди большинства облигаций в 2005 г. Начиная с сентября спрэд АИЖК к ОФЗ сократился примерно на 150 б.п.: с 350 б.п. до 190-200 б.п., что по-прежнему оставляет потенциал по сужению спреда в средне- и долгосрочной перспективе еще на 100-125 б.п. При этом совершенно абсурдным является нахождение доходности облигаций АИЖК на уровне доходности облигаций, например Московской области. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Облигации АИЖК: Самые недооцененные облигации на рынке...и огромный потенциал для роста. Рекомендация – Агрессивно Покупать» от 13 сентября 2004 г. Мы считаем, что доходность облигаций АИЖК по итогам года не вырастет и может даже снизиться на 50 б.п., что за счет роста доходности ОФЗ и облигаций Москвы на 100-150 б.п. приведет к формированию справедливого спреда облигаций АИЖК к этим активам. 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. Подробнее смотрите в нашем обзоре «Стратегия для рынка облигаций на 2005 г.»

### Спрэды EMBI+, б.п.



Рынок US Treasuries продолжил оставаться на месте, изменяясь по доходности в диапазоне 3-4 б.п. в последние несколько дней. Так, в середине дня доходность 10Y UST вырастала до 4.22% годовых, однако закрылась в Нью-Йорке на отметке 4.19% годовых после слабого индекса Empire Manufacturing и крайне высокого показателя Чистых Покупок (Net Purchasing) нерезидентами активов США, основу которых составляют US Treasuries. Это говорит о том, что интерес к долларovým активам заметно увеличился и этот факт сдержит рост доходности именно длинных US Treasuries за счет притока иностранного капитала. Доходность коротких 2Y UST так же осталась на месте.

### Доходности US Treasuries, %

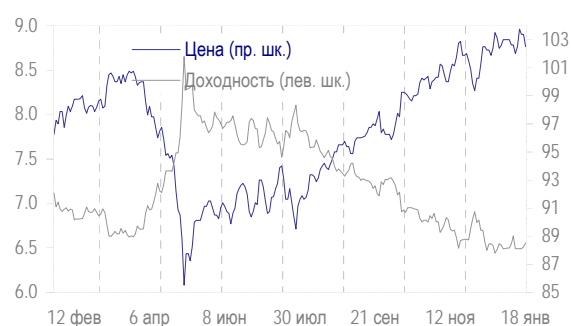


Тем не менее, несмотря на достаточно крепкий рынок US Treasuries падение цен еврооблигаций РФ продолжилось, а страновой спрэд расширился на 10 б.п. до 226 б.п. Цена Россия-30 упала на 3/8 п.п. до 102.500, а спрэд достиг 234 б.п. к 10Y UST. Россия-28 упала на 1 1/8 п.п. до 163.750. В корпоративных еврооблигациях РФ резко упали (на 1-2 п.п.) еврооблигации Вымпелкома после претензий на \$5.5 млрд. к казахской дочке компании. Сам иск выглядит как бред, но нервная обстановка на рынке спровоцировала падение акций и облигаций Вымпелкома.

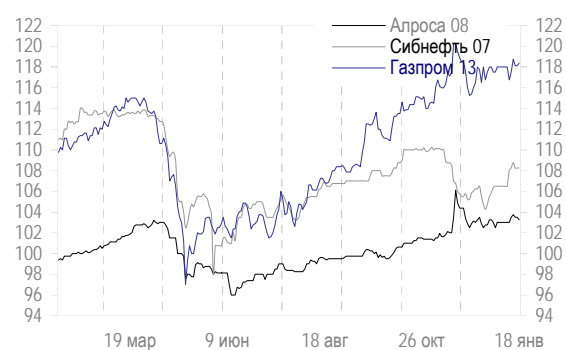
Падение еврооблигаций РФ все последние дни идет за счет расширения российского спрэда, что связано с негативной реакцией инвесторов отсутствие прогресса в переговорах России с Парижским клубом, что означает отсрочку повышения суверенного рейтинга России как минимум до апреля-мая 2005 г. Все это способно несколько отодвинуть во времени сужение российского спрэда. Кроме того, инвесторами негативно воспринимается отсрочка объединения Газпрома и Роснефти, что в целом ухудшает инвестиционный климат, а так же накал социальных протестов населения и конечно же заметный разгон инфляции в стране, которая уже выходит из под контроля монетарных властей.

Тем не менее, мы советуем инвесторам подбирать еврооблигации РФ на ослаблении рынка. В частности, мы рекомендуем покупать Россия-30 при росте спрэда к US Treasuries выше 235-240 б.п. Наша цель по спрэду Россия-30 на конец 2005 г. 150-170 б.п., а цена около 105.00.

### Динамика цены и доходности Россия-30



### Цены корпоративных еврооблигаций РФ



## 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.*

### 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.  
**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 продажи и торговля долговыми 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 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>Отдел кредитных исследований</b>	Евгений Попов	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:popovE@mdmbank.com">popovE@mdmbank.com</a>
-------------------------------------	---------------	--------------------	--

<b>Анализ рынка облигаций</b>	Артур Аракелян	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:bond_research@mdmbank.com">bond_research@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.