

ОСНОВНЫЕ НОВОСТИ

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 снизводят 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 продолжат 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 заявлению 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.

Центрбанк 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.

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.

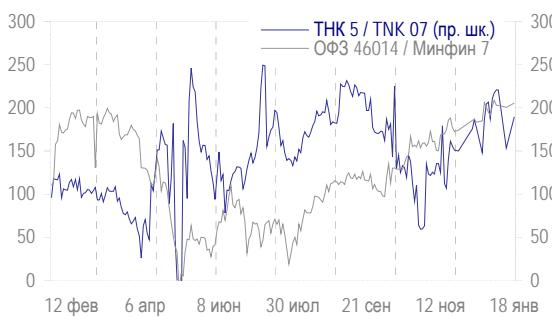
© 2004, МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, опубликовывать, переводить на другие языки, распространять и совершать любые другие действия.

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Доходности индикативных облигаций, %



Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



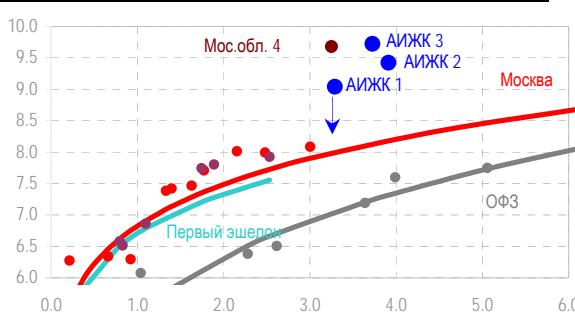
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета 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-й выпуск, цена которого выросла на 0.1% (104.99%), а спред 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 спред 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 спрэда 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 спрэда 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.».

ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Спреды 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 долларовым 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.

Тем не менее, несмотря на достаточно крепкий рынок US Treasuries падение цен еврооблигаций РФ продолжилось, а страновой спред расширился на 10 б.п. до 226 б.п. Цена Россия-30 упала на 3/8 п.п. до 102.500, а спред 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 спреда, 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 спреда. 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.

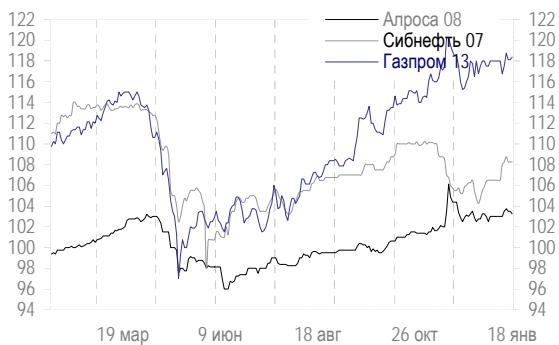
Тем не менее, мы советуем инвесторам подбирать еврооблигации РФ на ослаблении рынка. В частности, мы рекомендуем покупать Россия-30 при росте спреда к US Treasuries выше 235-240 б.п. Наша цель по спреду Россия-30 на конец 2005 г. 150-170 б.п., а цена около 105.00.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы позитивно смотрим на конъюнктуру рынка еврооблигаций РФ в 2005 г., ожидая заметного падения спредов к US Treasuries по итогам года. [Подробнее смотрите нашу Долговую Стратегию на 2005 г.](#)

Покупать длинные еврооблигации РФ. Мы ждем сокращения спредов 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.

Цены корпоративных еврооблигаций РФ



Мы советуем инвесторам больше внимания в 2005 г. уделить рынку CLN. Данные инструменты имеют дюрацию около 1 года, а спреды 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 спреды (в 2-3- раза выше, чем у корпоративных еврооблигаций РФ) компенсируют риск низкой ликвидности данных активов.

Спреды 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.mdbank.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		
	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	hrabrova@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.