

С января 2005 года Росстат перешел на Общероссийский классификатор видов экономической деятельности (ОКВЭД) взамен Общесоюзного классификатора отраслей народного хозяйства (ОКОНХ). Индекс промышленного производства РФ в 2004 году по новым стандартам расчета Росстата вырос до 7.3% с рассчитанных по ОКОНХ 6.1%. Объем производства промышленной продукции РФ в январе 2005 года вырос на 2.1% к соответствующему периоду прошлого года, по отношению к декабрю 2004 года произошло снижение на 14.9%.

ВымпелКом получил от налоговой службы окончательный вариант претензий за 2002 год в размере 344 млн руб (\$12.4 млн) основного долга и 129.1 млн руб (\$4.7 млн). Сумма претензий за 2002 год сократилась по сравнению с 408.5 млн руб (\$14.7 млн) основного налогового долга и 172.1 млн руб (\$6.2 млн) штрафов и пеней, которые были предъявлены компании в конце декабря прошлого года. Компания намерена добиваться дальнейшего снижения долга. Ранее компании удалось снизить объем налоговой задолженности за 2001 год практически в 10 раз с \$157 млн до \$17.7 млн.

Сибирьтелеком планирует разместить в течение 2005 года два новых облигационных займа (сроком обращения 3 и 5 лет) на общую сумму 5 млрд руб. Размещение 3-летнего выпуска объемом 3 млрд руб запланировано на первую половину 2005 года.

Вице-президент НК ЛУКОЙЛ Леонид Федун заявил, что компания намерена в этом году выпустить еврооблигации на сумму \$500 млн. Кроме того, Федун отметил, что ConocoPhillips намерена в течение ближайшего года увеличить долю в капитале российской НК ЛУКОЙЛ до 20% с нынешних 10%.

Fitch заявило, что налоговые претензии к Дальсвязи и потенциальная возможность аналогичных претензий к другим МРК не окажут существенного влияния на их кредитные рейтинги из-за небольшого размера претензий и благоприятных перспектив рассмотрения дел в апелляционных инстанциях. Тем не менее, влияние будет более существенным, если позиция налоговых органов ужесточится и они распространят претензии на другие годы.

Рублевые Облигации

Продолжение на стр 2.

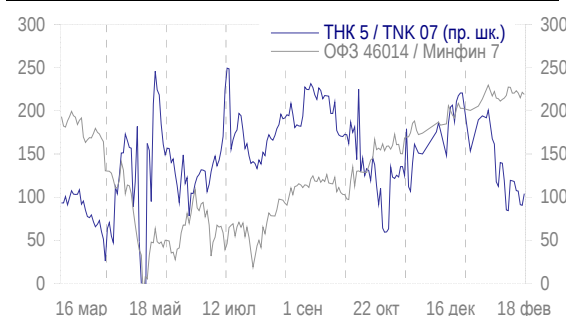
Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

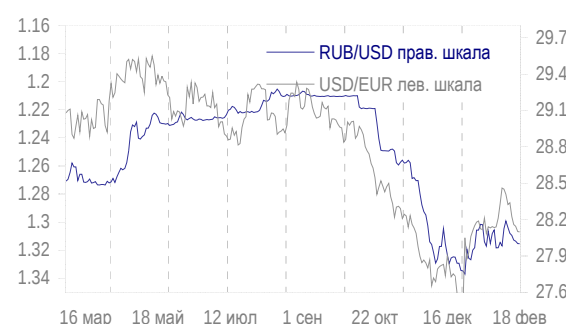
Доходности индикативных облигаций, %



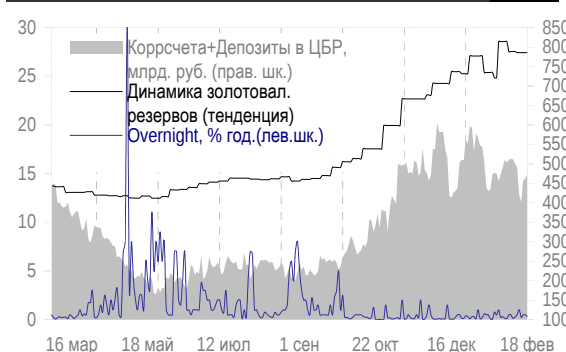
Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



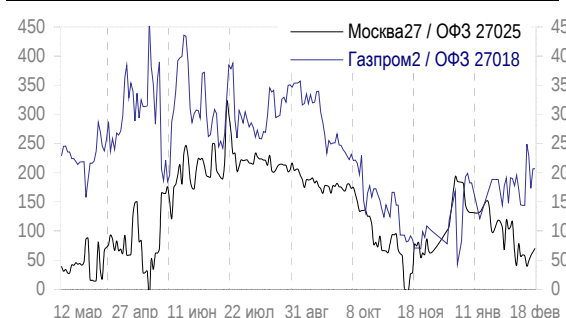
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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



В пятницу на рынке преобладали неагрессивные покупки на фоне средней активности торгов. Кривая доходности длинных выпусков ОФЗ постепенно принимает более плоский вид за счет снижения доходности нового ОФЗ 46017 и роста доходности более коротких выпусков. В секторе облигаций Москвы лидером по обороту стал 38-ой выпуск, котировки которого выросли на 0.1%, а спрэд в доходности к госбумагам сузился до 2 б.п. Котировки большинства остальных выпусков также выросли на 0.1-0.2%. Среди корпоративных «фишек» относительно активно торговались только облигации Газпрома, доходность которых существенно не изменилась. Среди остальных корпоративных бумаг динамику лучше рынка продолжают показывать облигации АИЖК и телекомы. Неплохую динамику показали практически все выпуски электроэнергетики. Сегодня мы не ожидаем существенных движений на рынке евробондов и валюты в силу выходного дня в США. В силу этого, на рынке рублевого долга будут преобладать неагрессивные покупки на фоне низкой активности торгов.

На первичном рынке интересных аукционов, которые смогли бы повлиять на конъюнктуру вторичного рынка, на этой неделе не предвидится. Каких-либо знаковых оферт/погашений или выплат купонов тоже не будет. На рынке продолжает надуваться пузырь из рублевой ликвидности, который при поддержке со стороны слабеющего доллара и в отсутствие предложения на первичном рынке пока не оставляет шанса «медведям». Впрочем, потенциала роста также нет: текущие уровни доходности первого эшелона могут быть интересны основной массе инвесторов только с точки зрения получения быстрой спекулятивной прибыли, что невозможно в условиях минимальных спрэдов к ОФЗ, доходность которых уже не просто стагнирует, но и проявляет попытки к росту. Наш краткосрочный прогноз – боковое движение с общим настроением вверх. Вероятней всего, на рынке будет наблюдаться постепенное отыгрывание аукционной премии в новом выпуске ОФЗ, что приведет к более полному виду кривой доходности ОФЗ. Прошедший аукцион поставил перед инвесторами очень существенный вопрос: сложившийся высокий уровень доходности на аукционе – это результат каких-то единичных внутренних договоренностей Минфина, или это демонстрация «медвежьих» настроений? Пока однозначного ответа на этот вопрос (вероятней всего, что-то прояснится только на следующих аукционах), существенного изменения уровней доходности ОФЗ мы не ждем. Динамика рынка ОФЗ будет определять динамику рынка Москвы, который, в свою очередь, будет указывать направления движения первому эшелону. Во втором-третьем эшелоне, по всей видимости, всего сохранятся выборочные покупки.

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.». Тем не менее, ожидаемый нами рост доходности в условиях сохранения избыточной ликвидности делает насущным не общее сокращение портфелей рублевых облигаций, а реформирование 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.

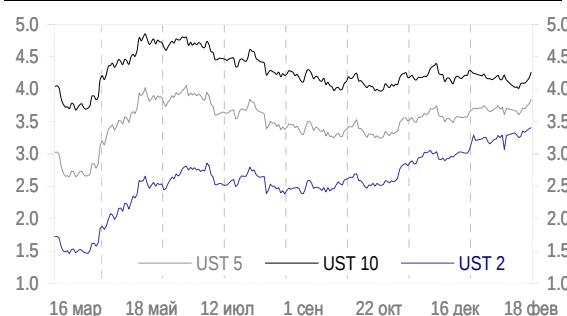
Спрэды EMBI+, б.п.



В пятницу доходность US Treasuries вновь заметно выросла после того, как данные по индексу цен производителей (ex Food&Energy) оказались в 4 раза выше ожиданий. Напомним, что в середине прошлой недели US Treasuries начали падать после выступления главы ФРС США А. Гринспена в Сенате, где он сказал об уверенном экономическом росте в США и о том, что процентные ставки остаются все еще низкими. Как результат, недельное падение 10Y UST стало сильнейшим с мая 2004 г. Доходность за неделю выросла с 4.00 до 4.26% годовых.

В итоге, цены еврооблигаций РФ повторили падение цен US Treasuries, но при этом спрэды еврооблигаций РФ к UST сузились до исторических минимумов. Россия-30 упала до 105.625, а спрэд сузился до 197 б.п.

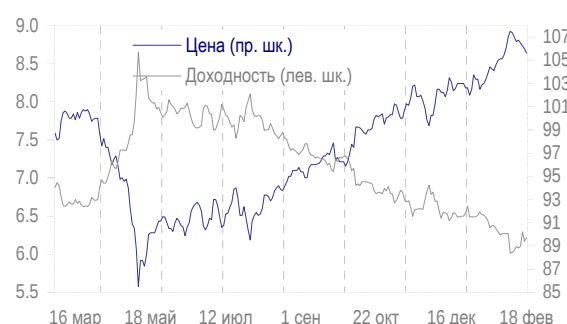
Доходности US Treasuries, %



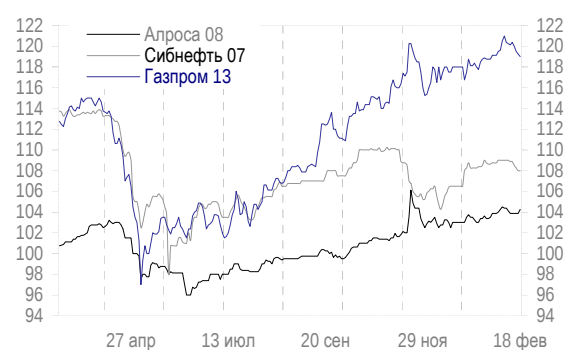
При этом отметим, что несмотря на падение цен суверенных еврооблигаций РФ, корпоративные и банковские еврооблигации РФ продолжили пользоваться высоким спросом и цены выросли в пятницу на 1/8-3/8 п.п. Падение показали лишь еврооблигации Газпрома, которые традиционно четко отслеживают динамику суверенных еврооблигаций РФ.

В целом, мы полагаем, что независимо от движения доходности US Treasuries, спрэд еврооблигаций РФ к UST продолжит сужаться. При этом, возможно, именно при росте доходности US Treasuries сужение российского спрэда будет идти быстрее.

Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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