

Объем ЗВР вырос с 11 по 18 февраля на \$3.8 млрд до рекордной величины в \$129.2 млрд.

По оценкам МЭРТ, профицит федерального бюджета в январе 2005 года составил 14.2% ВВП.

По предварительной оценке МЭРТ, профицит торгового баланса РФ в январе 2005 года увеличился до \$8.5 млрд с \$5.8 млрд в январе 2004 года. Экспорт составил \$14.6 млрд, импорт - \$6.1 млрд.

Американский суд в четверг отклонил иск НК ЮКОС о банкротстве, заявив, что этот случай относится к юрисдикции России и должен рассматриваться с участием российских властей.

Центробанк РФ разместил ОБР на 1.07 млрд руб по номиналу под доходность к выкупу 15.07.05 на уровне 3.86%.

Минфин РФ проведет 25 февраля аукционное доразмещение трех выпусков: ОФЗ 25057 на 510.1 млрд руб, ОФЗ 25058 - на 224.2 млрд руб, ОФЗ 27026 - на 891.7 млрд руб.

Северо-Западный Телеком планирует 3 марта 2005 года начать размещение 3-го выпуска 6-летних (с офертой через 3 года) амортизируемых облигаций на 3 млрд руб.

Standard & Poor's повысило долгосрочный рейтинг Вологодской области в иностранной валюте до "B+" с "B", рейтинг области по российской национальной шкале повышен до "ruA" с "ruA-". Прогноз изменения рейтингов - стабильный.

Рублевые Облигации

Продолжение на стр 2.

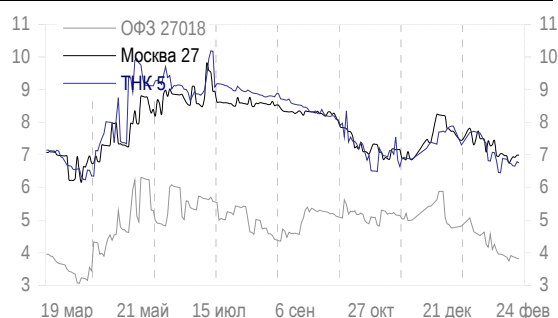
Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

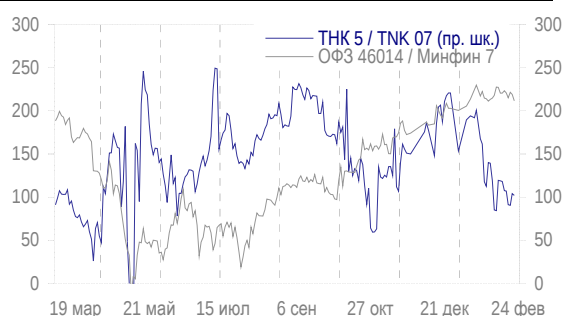
Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Настоящий документ основан на общедоступных источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. МДМ-Банк оставляет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

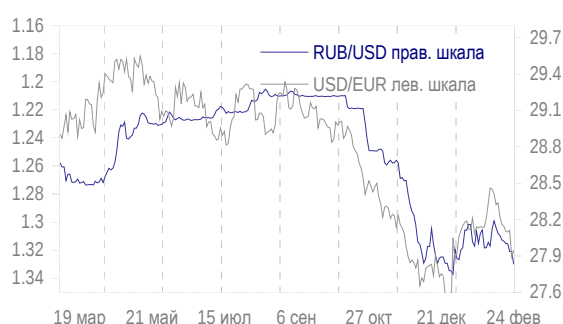
Доходности индикативных облигаций, %



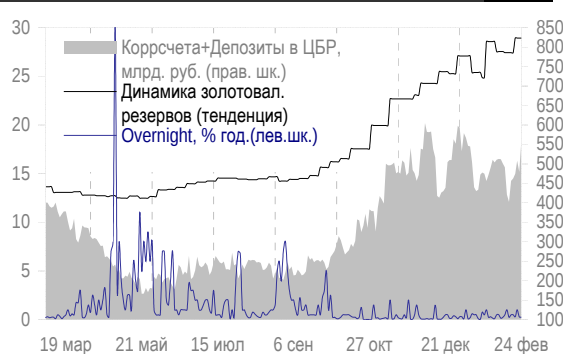
Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



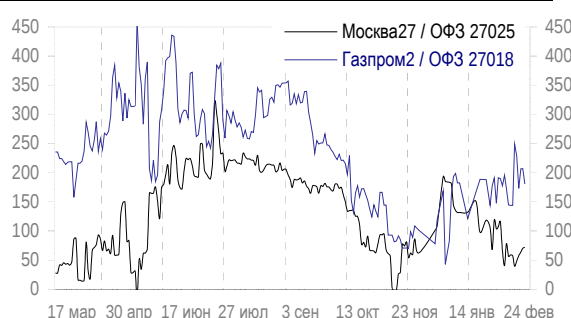
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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



В четверг на рынке наблюдались разнонаправленные движения котировок на фоне средней активности торгов. В первом эшелоне торги протекают достаточно спокойно, инвесторы практически не реагируют на внешние «раздражители»: изменения конъюнктуры рынка евробондов и валютного рынка приводят к колебаниям котировок рублевых бумаг первого эшелона в пределах 0.1-0.2% в рамках бокового тренда. Существенного потенциала как для роста (в силу стабильности рынка госбумаг), так и для падения (в силу постоянно растущего денежного предложения) пока на рынке нет. Спрос (в первую очередь нерезидентов), наталкивается на адекватное предложение российских инвесторов, что сохраняет «статус-кво» на рынке. Изменить ситуацию может только первичный рынок, который постепенно начинает оживать. Ожидания премии на аукционах по бумагам второго эшелона вполне может привести к более агрессивной фиксации прибыли на вторичном рынке российскими инвесторами.

В секторе госбумаг относительно активно торговались только длинные выпуски, котировки которых практически не изменились. По итогам торгов кривая доходности длинных выпусков ОФЗ осталась на уровне 7.53-8.17%.

В секторе облигаций Москвы наблюдались точечные продажи, что не привело к существенному сдвигу кривой доходности, спрэды длинных выпусков к доходности ОФЗ остаются на минимальных уровнях (от -5 б.п. до 2 б.п.).

В секторе корпоративных «фишек» активизировались покупки облигаций Газпрома и Лукойла, что привело к росту котировок на 0.1-0.3%. Судя по всему, дюрация рынка NDF увеличивается, что дает возможность нерезидентам эффективно хеджировать свои валютные риски уже на горизонте до 2-3 лет. Во втором эшелоне стоит отметить динамику «лучше рынка», которую продолжают демонстрировать самые доходные в секторе телекомов облигации ЮТК.

Однако «фишкой» вчерашнего дня стало **ЛенЭнерго**, в облигациях которого прошло настоящее ралли на фоне оборота порядка 0.5 млрд руб. Средневзвешенная цена облигаций по итогам дня выросла на 0.8 п.п. до 99.96% (поднимаясь внутри дня выше номинала), что соответствует доходности к выкупу в июне на уровне 10% годовых. По нашим оценкам, справедливый уровень доходности к выкупу находится на уровне 7-7.5% годовых, что оставляет потенциал роста котировок облигации в краткосрочной перспективе еще на 0.7-0.8 п.п. (см **Торговые Идеи**).

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 **переформирование 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 высокочастотных заемщиков**.

Мы рекомендуем покупать облигации **ЛенЭнерго** на рынке (цена 99.1%) и предъявлять их к досрочному погашению. При текущей рыночной цене доходность вложений на 3.5 мес. составит 13.5% годовых. В соответствии со статьей 6 закона «Об АО» крайний срок досрочного погашения обязательств реорганизуемой компанией составляет не более 60 дней после принятия решения о реорганизации. Решение о реорганизации **ЛенЭнерго** будет принято на внеочередном собрании акционеров 09 апреля 2005 г. (вероятность принятия решения мы оцениваем как 99%), поэтому владельцы облигаций могут погасить облигации **ЛенЭнерго** по 100% от номинала не позднее 08 июня 2005 г. *Подробнее смотрите наш специализированный обзор «Облигации ЛенЭнерго – зарабатываем на реорганизации компании» от 24 февраля 2005 года.*

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.

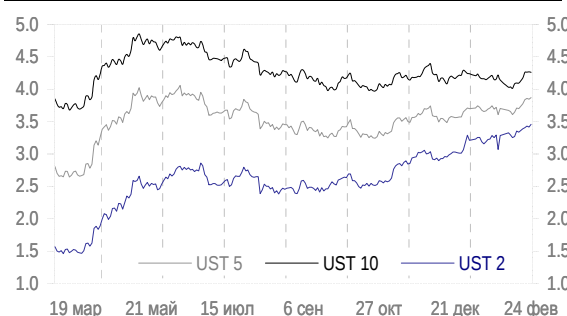


Вчерашние данные по экономике США способствовали стабилизации доходности длинных UST и даже некоторому ее снижению. Так, заказы на товары длительного пользования неожиданно снизились на 0.9%, а Initial Jobless Claims оказались выше ожиданий. В итоге, доходность 10Y UST снизилась и стабилизировалась на уровне 4.27% годовых.

При этом суверенные еврооблигации РФ остались на прежних уровнях. Россия-30 торговалась около 105.375.

Сегодня Россия-30 подросла до 105.500-105.625, а спрэд установил новый минимальный рекорд, снизившись до 194 б.п.

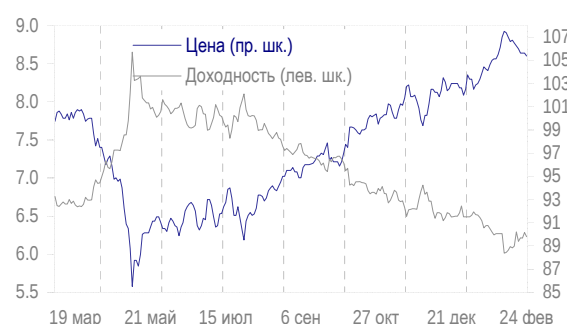
Доходности US Treasuries, %



Вновь лучше рынка ведут себя практически все корпоративные и банковские еврооблигации РФ, цены которых уверенно подрастают. Вчера рост в этом сегменте составил 1/4-1/2 п.п. Отметим, что за последние 2 недели цена Россия-30 упала на 2 п.п., а большинство корпоративных еврооблигаций РФ при этом выросли на 1/2-1 п.п. Спрэды доходности корпоративных еврооблигаций к суверенным бумагам РФ сужаются, т.к. инвесторы ищут extra value.

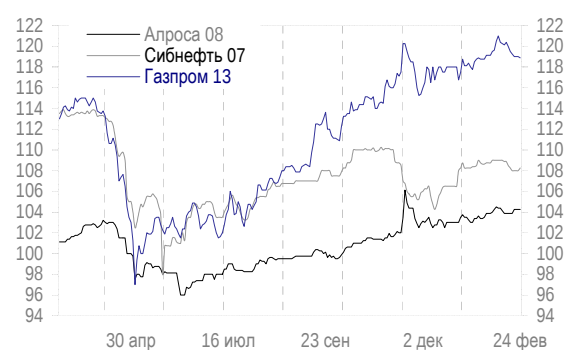
Мы полагаем, что рынок US Treasuries после резкого роста доходности в последние 2 недели возьмет паузу и доходность 10Y UST будет ближайшую неделю колебаться на уровне 4.20-4.30% годовых. Инвесторы будут ждать обнародования 4 марта данных по рынку труда (PayRolls) США, которые определяют вектор дальнейшего движения рынка US Treasuries.

Динамика цены и доходности Россия-30



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.

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.
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	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.