

По оценкам МЭРТ, темп роста ВВП в 2005 году составит порядка 5.8%. Однако МЭРТ не исключает, что в реальности рост может быть выше - около 6%. По предварительным данным, объем ВВП вырос по итогам 2004 года на 7.1% , а не на 6.7% как ожидалось ранее.

Темпы роста инвестиций в основной капитал предприятий РФ снизились в 2004 г до 10.9% с 12.5% в 2003 г.

Профицит торгового баланса РФ в 2004 году, согласно предварительной оценке МЭРТ, увеличился до \$87 млрд с \$60 млрд в 2003 году, экспорт составил \$182 млрд, импорт - \$95 млрд. В стоимостном выражении экспорт вырос на 34%, импорт - на 24.6%.

Стабилизационный фонд РФ на 1 февраля 2005 года составил 740 млрд руб (\$26.3 млрд). Из них \$3.3 млрд. уже было израсходовано на досрочное погашение долга перед МВФ. По словам главы Минфина Александра Кудрина, правительство готово тратить стабфонд на социальные выплаты, в частности на повышение пенсий.

МЭРТ ожидает чистый приток капитала не ранее 2006г, чистый отток капитала из страны в прошлом году составил \$7.8 млрд, на текущий год правительство прогнозирует чистый отток капитала на уровне \$4-6 млрд.

Министр Финансов Алексей Кудрин заявил, что Россия досрочно погасила весь долг перед МВФ на \$3.3 млрд. По словам Кудрина, экономия на процентах составит порядка \$204 млн. (ежегодно - МДМ Банк)

МЭРТ заявил, что высокая инфляция в России в январе 2005 года делает достижение целевого показателя на весь 2005 год в размере 8.5% "крайне затруднительным", но реальным.

Министр финансов России Алексей Кудрин заявил, что российские денежные власти могут добиться снижения инфляции в 2005 году до запланированных 8.5%, в том числе за счет более значительного, чем в прошлом году, укрепления рубля. Кудрин заявил, что "инфляция как ориентир более важная для экономики цель, чем укрепление курса. Если идет стабильная тенденция укрепления курса - с 4-5% в 2004 году до 7-8% в 2005 году, как это заложено в основных направлениях - это меньшее зло, чем не достижение целевых показателей по инфляции" (*см.наш комментарий в разделе "Рублевые облигации"*) . По мнению Кудрина, всплеск инфляции в январе (по предварительным данным 2.5%), спровоцированный ростом цен на коммунальные услуги, начинает затухать. Уже в феврале 2005 года Кудрин прогнозирует инфляцию на уровне менее 1% по сравнению с 1% за аналогичный период 2004 года. По оценкам ЦБ, реальный эффективный курс рубля в 2004 году вырос на 4.9%, а инфляция составила 11.7%.

Совкомфлот рассчитывает в мае получить кредитный рейтинг, чтобы выпустить еврооблигации на сумму до \$300 млрд до конца 2005 года. Совкомфлот намерен потратить около \$950 миллионов на приобретение 19 новых танкеров и газовозов до 2009 года.

АКБ АК БАРС рассчитывает начать размещение 2-го выпуска 3-летних облигаций на сумму 1.5 млрд руб в начале марта.

Импэксбанк планирует разместить в первой половине 2005 года второй облигационный заем. По предварительным данным объем выпуска 2-летних облигаций составит 1 млрд руб.

Агентства Moody's и Fitch присвоили предварительные рейтинги Ва3 и В+ соответственно дополнительному выпуску еврооблигаций Росбанка на ориентировочную сумму \$50-75 млн с погашением в сентябре 2009 года.

Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг российского банка Зенит на уровне В-, краткосрочный - В, индивидуальный D, поддержки - 5. Прогноз изменения долгосрочного рейтинга - стабильный.

Standard & Poor's заявило, что повышение суверенных кредитных рейтингов Российской Федерации не оказывает непосредственного влияния на рейтинги ОАО Российские железные дороги (ВВ+/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, %

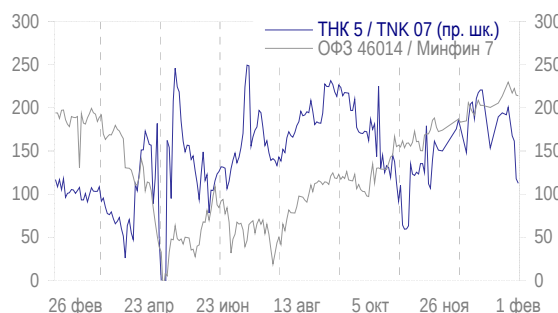


Вчера на рынке преобладали покупки на фоне возросшей активности торгов, что стало следствием повышения рейтинга S&P и заявления Кудрина (см новости) о возможности более агрессивного реального укрепления курса рубля. В результате цены большинства выпусков первого эшелона выросли на 0.1-0.2%, котировки бумаг второго эшелона прибавили 0.2-0.3%.

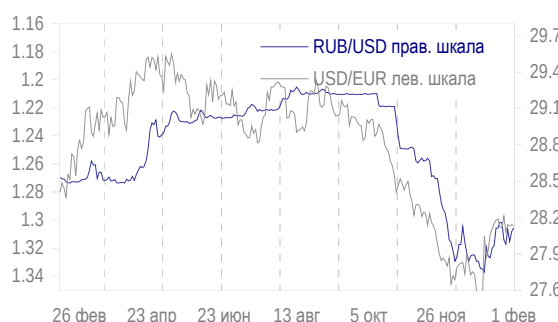
В секторе госбумаг котировки большинства активно торговавшихся выпусков выросли на 0.1-0.15%, лидером по обороту стал ОФЗ 46014, доходность которого снизилась еще на 4 б.п. до 7.95% годовых, что привело к снижению общего уровня кривой доходности длинных выпусков до уровня 7.54-7.95% годовых. Среди облигаций Москвы наибольшим спросом пользовались длинные выпуски, а так же 31-выпуск, которые выступают benchmark для сегодняшних аукционов по 41 и 42 выпускам. Позитив вчерашнего дня и комиссия организаторов выпусков теоретически может позволить разместить оба выпуска с дисконтом по доходности к вторичному рынку, а нереализованный спрос может привести к снижению уровня доходности вторичного рынка, что и стало причиной вчерашних спекулятивных покупок. В секторе корпоративных «фишек» лидером роста остается Газпром – 5, котировки которого уже практически достигли номинала. Во втором эшелоне стоит отметить неплохой спрос на самые доходные среди МРК облигации ЦТК-4 и ЮТК-3.

Заявление Кудрина относительно курса рубля несет в себе много неясностей и пока нельзя сделать однозначный вывод о том, меняют ли денежные власти валютную политику или нет. Так, по данным ЦБ РФ реальное укрепление рубля в 2004 г. составило 4.9% , но этот подсчет велся относительно непрозрачной мультивалютной корзины (куда входят грузинский лари, узбекский сом, монгольский тугрик и еще множество экзотических валют, а доля доллара США была всего 5%) , что не отражало реального влияния укрепления рубля на экономику и давало ЦБ большое поле для манипулирования цифрами. В этом году ЦБ планирует перейти к бивалютной (евро/доллар) корзине. Если экстраполировать нашу базовую прогнозную корзину валют (65% доллар – 35% евро) назад на 2004 год, то реальное укрепление рубля к бивалютной корзине (а не мультивалютной) составило в 2004 г. порядка 11.5% (а не 4.9% как считает ЦБ), что, подтверждается и серьезным спадом в неэкспортных отраслях (см. подробней нашу Годовую стратегию). Если предположить, что Кудрин уже говорил о бивалютной корзине, то заявление Кудрина о более агрессивных темпах укрепления рубля (порядка 7-8%) полностью вписывается в ранее объявленные правительственные таргеты по укреплению рубля в пределах 7%. Просто теперь это укрепление будет считаться не к мультивалютной, а к бивалютной корзине. Тогда действительно "волшебным" образом темп укрепления рубля автоматически удваивается, но реальное положение вещей не меняет. Поэтому, мы не считаем, что заявление Кудрина идет вразрез с уже объявленной валютной политикой. В этой связи у нас пока нет повода менять наш прогноз по курсу рубля к доллару. Согласно нашему базовому прогнозу (инфляция на уровне 9.5-10%, курс доллара на конец года 1.25-1.275, реальное укрепление рубля на 7%) номинальный курс доллара к рублю вырастет к концу года до 28.3-28.7. Укрепление рубля будет возможным лишь при ослаблении курса доллара на мировом рынке.

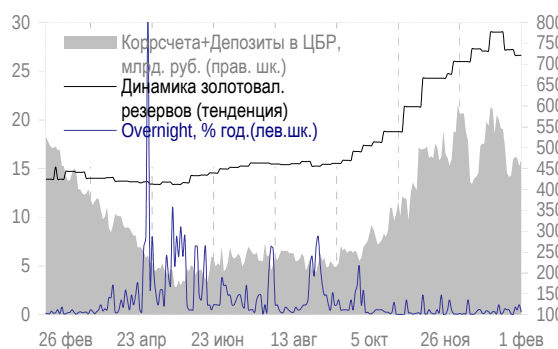
Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



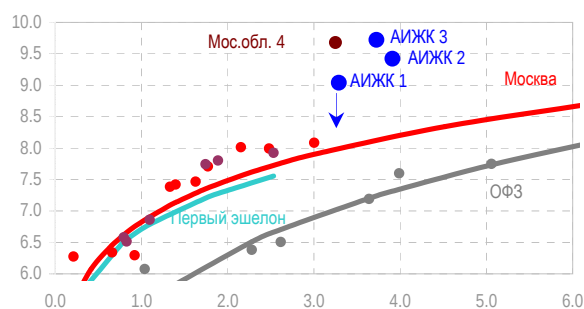
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



Кривая доходности первого эшелона и АИЖК



ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

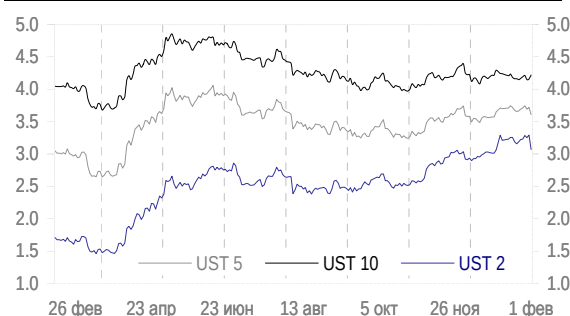
В целом, мы считаем, что 2005 г. будет неудачным на рынке рублевых облигаций. Мы ожидаем, что доходности рублевых облигаций вырастут к концу года минимум на 100-150 б.п., а доходы от инвестирования в рублевые облигации не превысят по итогам года 4-7%. Мы так же считаем, что рубль ослабнет в номинальном выражении против доллара в 2005 г., что так же снижает интерес к рублевым облигациям. В этих условиях инвесторы вынуждены обращать больше внимания на облигации второго эшелона, которые имеют короткую или среднюю дюрацию при высокой доходности относительно высококлассных заемщиков. Облигации ВБД-01 как раз являются «высококачественными» облигациями второго эшелона с короткой дюрацией. Подробнее смотрите в нашем обзоре «Облигации ВБД. Точка Роста на падающем рынке.» от 26.01.05

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. 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 см. в обзоре «Стратегия для рынка облигаций на 2005 г.»

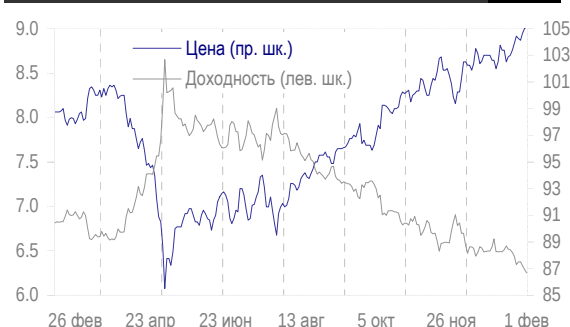
Спрэды EMBI+, б.п.



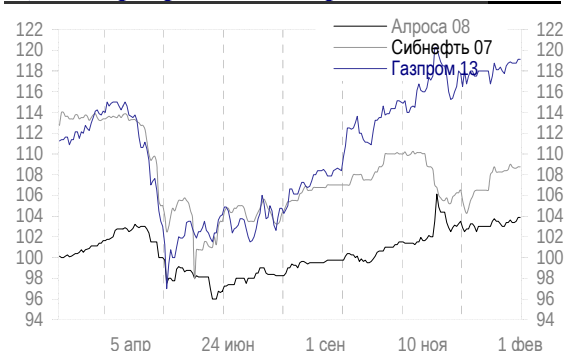
Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



Мировой рынок облигаций ждет решения ФРС по процентным ставкам, которое будет обнародовано сегодня. Ожидается, что ключевая ставка очередной раз будет повышена на 25 б.п. до 2.75% годовых, а ФРС опять провозгласит политику постепенного размеренного повышения процентных ставок в будущем. В этой ситуации доходность коротких 2Y UST растет вслед за ростом ставки ФРС, а доходность 10Y UST упорно остается на месте. Можно констатировать, что за последние 1.5 года доходность коротких 2Y UST выросла уже в 3 раза, а доходность 10Y UST даже несколько упала. Кривая UST активно становится плоской и пока непонятно, что должно произойти, чтобы доходность длинных UST наконец-то начала расти. Возможно, сигналом для продаж станут данные по рынку труда США за январь 2005 г. (PayRolls), которые будут обнародованы в пятницу. Пока все выходящее на этой и прошлой неделе данные по экономике США благоприятны для рынка UST.

Еврооблигации РФ после краткосрочной фиксации прибыли возобновили плавный рост, а спрэды постепенно сужаются. Россия-30 недолгое время торговалась ниже 105.00 (104.8125-104.9375), уже во второй половине вчерашнего дня выросли до 105.125-105.375 после сообщения о том, что Россия уже досрочно погасила долг перед МВФ, а стаб.фонд Минфина РФ вырос до нового рекордного максимума. Спрэд еврооблигаций РФ по прежнему недооценен относительно «BBB-» кривой доходности на международном рынке, поэтому российским бумагам ничего не остается, как продолжать сужать спрэд. МДМ-Банк сегодня выпустит короткую аналитическую записку на тему справедливого спреда еврооблигаций РФ после повышения рейтинга России от S&P. Потенциал сужения спреда еще достаточно заметен – около 30 б.п.

На фоне уверенного рынка в суверенных еврооблигациях РФ, спрос в корпоративных еврооблигациях РФ не растет. Комментарии S&P о выросших политических рисках в России и ухудшении инвест. климата вряд ли способствуют активизации интереса в негосударственных бумагах. В итоге, цены корпоративных еврооблигаций РФ в целом остались на месте.

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	hlabrova@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.