

Денежная масса (M2) РФ в национальном определении на 1 февраля 2005 года снизилась до 4.19 трлн руб с 4.36 трлн руб на 1 января 2005 года.

По оценке Минфина, снижение ставки НДС с 18% до 13% с 2006 года приведет к уменьшению доходов бюджета на 362.5 млрд руб. По предварительным оценкам Минфина, в 2006 году для выполнения уже принятых обязательств и индексации отдельных статей расходов в соответствии с инфляцией недостаток средств бюджета с учетом финансирования дефицита Пенсионного фонда составляет более 500 млрд руб, или 2.2% ВВП. Сегодня МЭРТ и Минфин внесут в правительство РФ уточненные расчеты по снижению ставки НДС с 2006 года до 13%. По предварительным оценкам Минфина, расходование средств стабилизационного фонда для замещения выпадающих доходов бюджета вследствие предлагаемого снижения ставки НДС в условиях 2005 года приведет к дополнительному увеличению денежной массы примерно на 8%, что приведет к увеличению инфляции на 1.5% и дополнительному росту реального эффективного курса рубля на 1.5-2%.

Промсвязьбанк доразместил еврооблигации с погашением в 2006 году на сумму \$100 млн, цена доразмещения составила 102.5% номинала.

Банк Русский Стандарт полностью разместил во вторник 3-летний выпуск облигаций с годовой офертой на сумму 3 млрд руб. Ставки первых двух купонов установлены на уровне 8.99%. По данным организаторов, инвесторы подали 67 заявок суммарным объемом 4.42 млрд руб, в ходе размещения было заключено 30 сделок. По словам организаторов, покупателями выпуска выступили российские и иностранные банки, страховые компании и инвестиционные фонды.

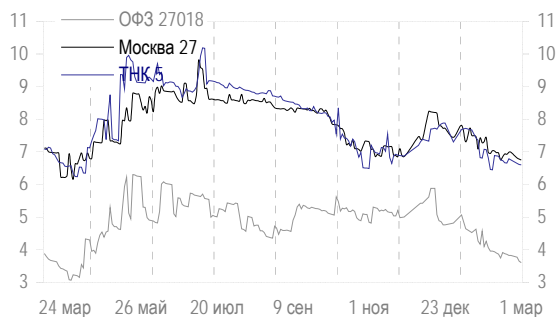
Торговая сеть Пятерочка планирует разместить 5-летние облигации на 1.5 млрд руб. По предварительным оценкам компании, объем продаж составил в 2004 году \$1.4 млрд, по сравнению с \$933 млн в 2003 году.

[Продолжение на стр 2.](#)

[Валютные Облигации](#)

[Продолжение на стр 3.](#)

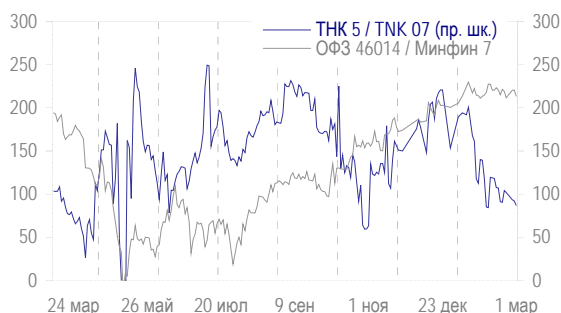
Доходности индикативных облигаций, %



Во вторник основным событием на рынке стал аукцион по размещению 4-го выпуска облигаций Русского стандарта. Облигации разместились без премии ко вторичному рынку (доходность к годовой ofercie порядка 9.19%), объем переподписки составил порядка 1.4 млрд руб. В результате, котировки близкого по дюрации к новому выпуску РусСтандарт-2 (1.2 лет) выросли на 0.6%, а доходность снизилась до 9.13%. В остальных бумагах второго эшелона также преобладал рост котировок.

В первом эшелоне вчера лидером роста стали облигации ФСК (+0.5%), которые продолжают сокращать неоправданно широкий спрэд к кривой доходности «фишек». Котировки остальных выпусков практически не изменились.

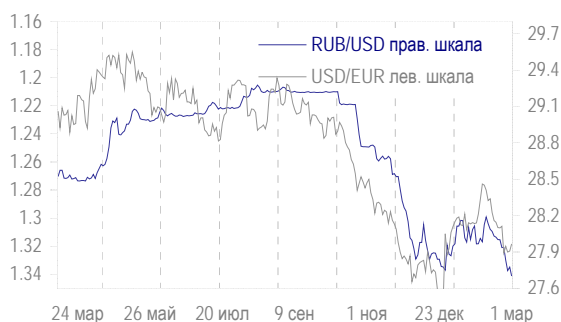
Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



В секторе госбумаг преобладали продажи на фоне средней активности торгов, котировки всех торговавшихся выпусков снизились по итогам торгового дня на 0.1-0.2%, доходность длинных выпусков выросла на 1-3 б.п. до 7.54-8.22% годовых. На сегодня запланированы доразмещения OFZ 25058 и 46017. Вероятней всего, инвесторы, вспоминая большую премию на аукционе по OFZ 46017, будут выставлять агрессивные по доходности заявки, которые Минфин будет отсекаать.

В секторе облигаций Москвы вчера аутсайдером стали длинные выпуски, спрэд к OFZ которых расширился до 10-12 б.п.

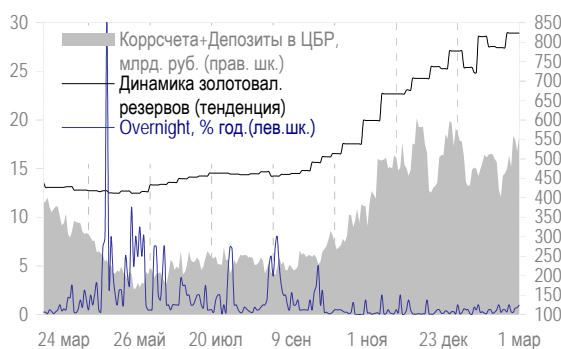
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

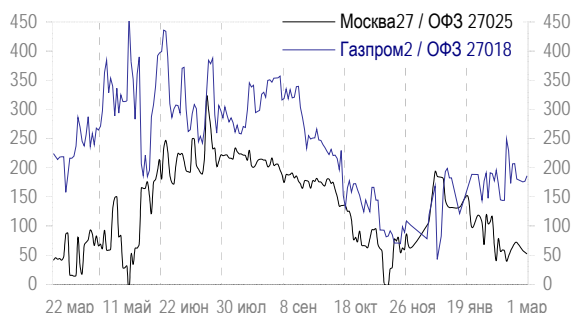
В целом, мы считаем, что 2005 г. будет неудачным на рынке рублевых облигаций. Мы ожидаем, что доходности рублевых облигаций вырастут к концу года минимум на 100-150 б.п., а доходы от инвестирования в рублевые облигации не превысят по итогам года 4-7%. Мы так же считаем, что рубль ослабнет в номинальном 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.

Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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.

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



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.



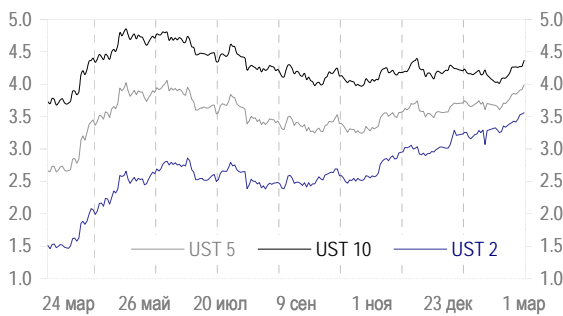
Доходность US Treasuries стабилизировалась вчера на достигнутых уровнях. Так, доходность 10Y UST колебалась около 3-х мес. максимума 4.36-4.37% годовых.

Еврооблигации РФ с утра снизившись вслед за US Treasuries, в дальнейшем так же стабилизировались на достигнутых уровнях при крайне низкой волатильности. Россия-30 колебалась около 105.0625-105.250. При этом спрэд Россия-30 к UST был около 189-191 б.п.

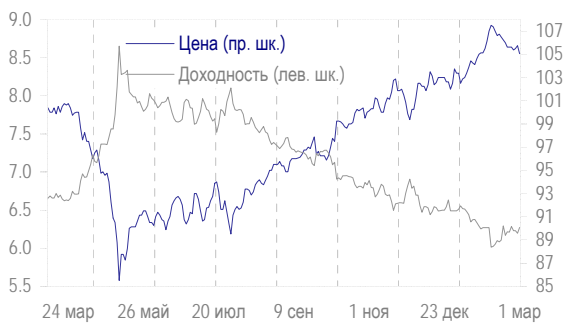
Впервые за несколько недель вчера были отмечено снижение цен в корпоративных еврооблигациях РФ, хотя объемы предложения бумаг крайне низкие. Скорее можно говорить об индикативном снижении цен в пределах 1/4-1/2 п.п.

Сегодня доходность US Treasuries сохранилась на прежних уровнях перед выступлением главы ФРС А. Гринспена в банковском комитете конгресса США. Ожидается, что глава ФРС вновь скажет об уверенном экономическом росте США и что процентные ставки будут повышаться далее умеренными темпами. Но главное, инвесторы ждут пятничных данных по рынку труда в США, которые окажут серьезное влияние на дальнейшее движение доходности US Treasuries.

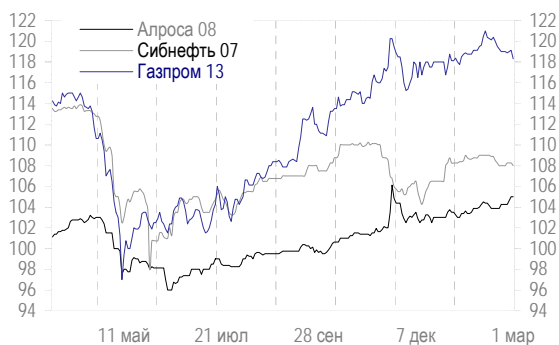
Доходности US Treasuries, %



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. 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	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.