

**Государственный внутренний долг РФ**, выраженный в государственных ценных бумагах, увеличился за январь 2005 г на 0.6% - с 756.791 млрд руб на 1 января до 761.155 млрд руб на 1 февраля.

**Председатель комитета госзаимствований Москвы Сергей Пахомов** заявил, что правительство Москвы продолжит первичное размещение своих облигаций не ранее первой декады или середины марта. Глава Москомзайма отметил, что город продолжит практику проведения аукционов сразу двух выпусков в один день. Следующие после марта аукционы пройдут либо в конце мая, либо в начале июня. По словам Пахомова, объем привлечения на аукционах в марте пока запланирован на уровне 15 млрд руб, в мае-июне - около 8 млрд руб.

**Иностранные банки-кредиторы, выдавшие НК ЮКОС синдицированный кредит на сумму \$1 млрд под залог нефти Юганскнефтегаза**, потребовали от нынешнего владельца Юганскнефтегаза Роснефти погасить оставшуюся часть долга на сумму \$540 млн. По информации СМИ, члены пула кредиторов не исключают возможность предъявления Роснефти требований досрочного погашения своих долгов, общий объем которых составляет около \$4 млрд, если Роснефть не сядет за стол переговоров с кредиторами.

**Standard & Poor's** сохраняет долгосрочный корпоративный рейтинг Роснефти "B", а также долгосрочный корпоративный рейтинг и основной необеспеченный долговой рейтинг Газпрома "BB-" в списке на возможный пересмотр. Агентство заявило, что "сохранение этих рейтингов в статусе возможного пересмотра отражает обеспокоенность Standard & Poor's потенциальным увеличением рисков (в частности краткосрочных и обеспеченных долгов) последовавшем за поглощением Юганска, так же как большая неопределенность в части условий нового финансирования и деталей нефтяного контракта с CNPC".

**Standard & Poor's** понизило долгосрочный корпоративный кредитный рейтинг Южтелеком до уровня CCC+ с B-, прогноз изменения рейтинга – негативный. Одновременно Standard & Poor's снизило рейтинг Южтелекома по национальной шкале до уровня ruBB с ruBBB-. По заявлению S&P, "рейтинги отражают плохую ликвидность Южтелекома и ухудшение финансового положения компании из-за агрессивных инвестиций и быстрого накопления долга".

**Росбанк** доразместил выпуск еврооблигаций на сумму \$75 млн в дополнение к ранее привлеченному 5-летнему займу на \$225 млн. Облигации были размещены по цене 102% от номинала, доходность еврооблигаций составила 8.955% годовых.

**Газпром** обсуждает перенос размещения 4-го выпуска 5-летних облигаций объемом 5 млрд руб на 15-17 февраля с 8 февраля из-за остающихся неурегулированными технических вопросов.

**Банк Авангард** планирует выпустить весной 2005 г облигации на 1 млрд руб. В конце апреля 2005 г банк планирует разместить этот выпуск и по оферте выкупить его на себя, чтобы затем в мае выпустить на вторичный рынок.

**Славинвестбанк** планирует разместить второй выпуска 2-летних облигаций на 1 млрд руб.

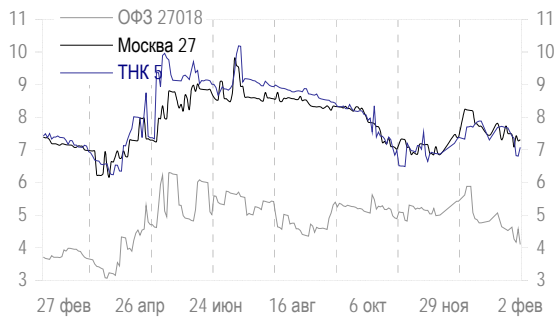
#### **Рублевые Облигации**

Продолжение на стр 2.

#### **Валютные Облигации**

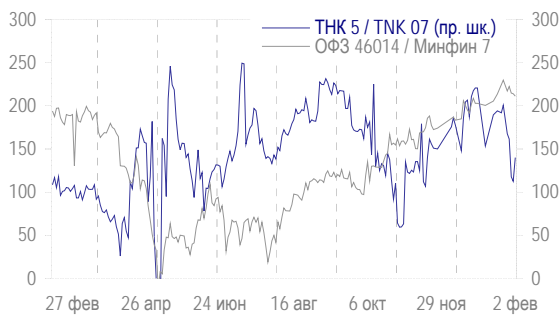
Продолжение на стр 3.

### Доходности индикативных облигаций, %



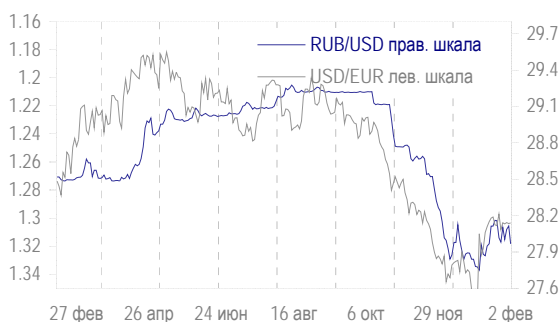
Вчера основным событием на рынке стали аукционы по облигациям Москвы, результаты которых спровоцировали ралли на вторичном рынке облигаций города. Доходность при размещении 41 и 42 выпусков Москвы сложилась на аукционах ниже на 25-30 б.п. даже самых оптимистичных ожиданий, что стало следствием спроса нерезидентов на аукционе по 42-му выпуску, который был полностью размещен в результате всего 4-х крупных сделок, что ставит под сомнение будущую ликвидность данного выпуска. Судя по всему, на аукционе по размещению 41-го выпуска, который был размещен на 68%, заявки выставляли в основном российские спекулятивно настроенные инвесторы. Столь существенный дисконт по доходности на аукционах к вторичному рынку и большая переподписка привели к ралли на вторичном рынке, котировки большинства выпусков Москвы выросли на 0.3-0.9%. В результате опережающего снижения доходности московских облигаций кривая доходности длинных выпусков сейчас практически совпадает в кривой доходности ОФЗ, спрэд самого длинного Москва 39 vs ОФЗ 46014 сузился до 9 б.п., что полностью лишает облигации Москвы дальнейшего потенциала роста без роста ОФЗ. Вероятней всего, в ближайшее время мы увидим фиксацию прибыли и рост доходности.

### Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



В остальных сегментах рынка ситуация кардинально не изменилась. В секторе госбумаг наблюдались неагрессивные покупки по всему спектру бумаг, уровень кривой доходности длинных выпусков по итогам торгов остался на уровне 7.54-7.95%. В первом эшелоне наблюдались покупки облигаций Газпрома, во втором – точечные сделки без четко выраженного тренда. Среди аутсайдеров рынка стоит отметить облигации ЮТК, котировки которых снизились на 0.3% после новости о снижении рейтинга от S&P до CCC+/негативный. Стоит отметить, что снижение рейтинга произошло за неделю до оферты по ЮТК-2, что может спровоцировать более агрессивное предложение к оферте инвесторами. Вероятней всего, спрэд ЮТК к общей кривой доходности телекомов продолжит расширяться.

### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



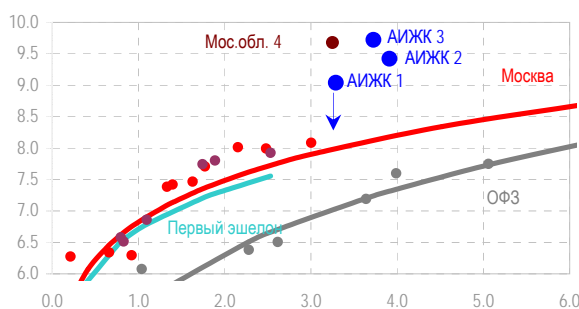
### Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



### 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

### Кривая доходности первого эшелона и АИЖК



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.»

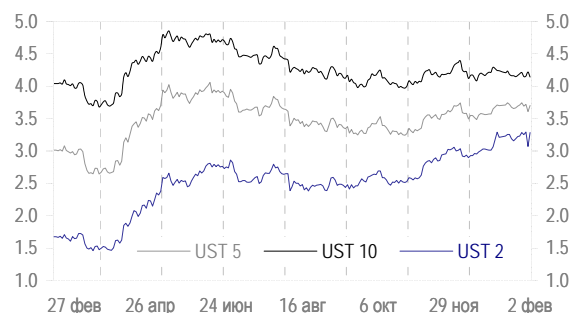
### Спрэды EMBI+, б.п.



Ставка ФРС вчера была повышена до 2.50% годовых, как и ожидалось. Вновь комитет ФРС (FOMC) отметил, что контролируемая инфляция позволит повышать процентные ставки умеренными темпами. После такого ожидаемого решения и ожидаемого комментария, вновь повысились доходности коротких UST (+4 б.п. до 3.32% годовых по 2Y UST), а доходность 10Y UST выросла всего на 2 б.п. до 4.15% годовых. При этом доходность 30Y UST даже упала. Кривая доходности UST продолжает активно становиться плоской.

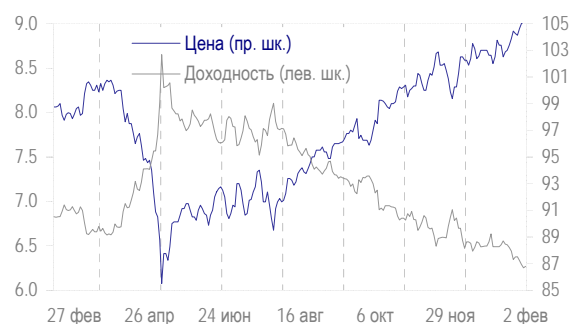
Дальнейшее движение рынка US Treasuries определяют завтрашние данные по рынку труда США (PayRolls).

### Доходности US Treasuries, %

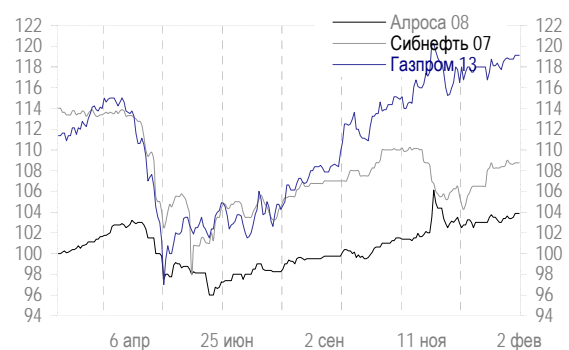


На этом фоне цены еврооблигаций РФ остались на прежних уровнях. Россия-30 торгуется в узком диапазоне 105.125-105.250, а спрэд сузился до 210 б.п. сегодня. Корпоративные еврооблигации изменились в ценах вчера в диапазоне не более 1/4 п.п.

### Динамика цены и доходности Россия-30



### Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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.*

## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

*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.*

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



*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.*

|                       |  |   |
|-----------------------|--|---|
| <b>Адрес</b>          | 115172, г. Москва, Котельническая наб., д.33, стр.1.<br>Инвестиционный департамент МДМ-Банка | <a href="http://invest.mdmbank.ru/">http://invest.mdmbank.ru/</a> |
| <b>Телефон / Факс</b> | (+7 095) 795-2521 / (+7 095) 960-2250  |   |
| <b>Reuters</b>        | MDMB   |   |
| <b>Bloomberg</b>      | MDMG   |   |

**Заместитель Председателя Правления  
Инвестиционный блок**

**Алексей Панферов**

|  |   |  |  |
|--|---|--|--|
| <b>Клиентские<br/>продажи и<br/>торговля<br/>долговыми<br/>инструментами</b> | <b>Начальник управления</b>                   |  |  |
|  | Игорь Суханов                                 | (+7 095) 795 25 21   | <a href="mailto:sukhanov@mdmbank.com">sukhanov@mdmbank.com</a>         |
|  | <b>Отдел продаж долговых инструментов</b>     |  | <a href="mailto:bond_sales@mdmbank.com">bond_sales@mdmbank.com</a>     |
|  | Линаида Еремина                               | (+7 095) 363 55 83   | <a href="mailto:leremina@mdmbank.com">leremina@mdmbank.com</a>         |
|  | Дмитрий Омельченко                            | (+7 095) 363 55 84   | <a href="mailto:omelchenko2@mdmbank.com">omelchenko2@mdmbank.com</a>   |
|  | Наталья Ермолицкая                            | (+7 095) 960 22 56   | <a href="mailto:ermolitskaya@mdmbank.com">ermolitskaya@mdmbank.com</a> |
|  | <b>Отдел торговли долговыми инструментами</b> |  | Reuters Code: MDMB   |
|  | Александр Никонов                             | (+7 095) 795 25 21   | <a href="mailto:nikonov@mdmbank.com">nikonov@mdmbank.com</a>           |
|  | Александр Зубков                              | (+7 095) 795 25 21   | <a href="mailto:alexZ@mdmbank.com">alexZ@mdmbank.com</a>               |
|  | Евгений Лысенко                               | (+7 095) 795 25 21   | <a href="mailto:lysenko@mdmbank.com">lysenko@mdmbank.com</a>           |
| <b>Отдел РЕПО</b>  |   |  |  |
| Алексей Базаров  | (+7 095) 795 25 21                            | <a href="mailto:bazarov@mdmbank.com">bazarov@mdmbank.com</a>   |  |
| Наталья Храброва   | (+7 095) 795 25 21                            | <a href="mailto:hlabrova@mdmbank.com">hlabrova@mdmbank.com</a> |  |

|                                     |                               |  |  |
|-------------------------------------|-------------------------------|--|--|
| <b>Отдел кредитных исследований</b> | Евгений Попов                 | (+7 095) 795 25 21                       | <a href="mailto:popovE@mdmbank.com">popovE@mdmbank.com</a>   |
| <b>Анализ рынка облигаций</b>       | Артур Аракелян<br>Денис Гусев | (+7 095) 795 25 21<br>(+7 095) 795 25 21 | <a href="mailto:bond_research@mdmbank.com">bond_research@mdmbank.com</a><br><a href="mailto:gusevD@mdmbank.com">gusevD@mdmbank.com</a> |

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.