

Золотовалютные резервы России с 21 по 28 января возросли на \$9.6 млрд до рекордной величины \$128.3 млрд.

Центробанк РФ с 1 февраля 2005 года перешел к использованию в качестве операционного ориентира курсовой политики бивалютную корзину, состоящую из 10 евро - центов и 90 долларов США - центов (доля евро - 13%, доллара США - 87%), говорится в сообщении ЦБР. ЦБР заявил, что будет постепенно увеличивать долю евро в составе бивалютной корзины до соответствующего задачам курсовой политики уровня по мере адаптации участников внутреннего валютного рынка к работе в новых условиях.

Президент Всемирного банка Джеймс Вулфенсон заявил, что Всемирный банк не возражает против того, чтобы Россия досрочно погасила долги банку.

Президент РФ Владимир Путин заявил, что Россия досрочно погасит долг Парижскому клубу в случае "экономической выгоды". По информации СМИ, Россия рассчитывает на 10% списание долга при досрочном погашении. Кроме того, обсуждается вариант досрочного списания в течение 3-х лет реструктурированной части долга бывшего СССР, которая составляет порядка \$32 млрд. Общий объем долга оценивается Минфином на 01.10.04 на уровне \$44.4 млрд. Ранее глава Минфина Кудрин заявлял, что в 2005 году Россия может потратить из стабфонда на досрочное погашение долга клубу более \$10 млрд.

Moody's подтвердило долгосрочный рейтинг по депозитам в иностранной валюте и кредитный рейтинг банка Русский Стандарт на уровне Ва3, повысив при этом прогноз со «стабильного» до «позитивного».

Аукцион по размещению облигаций банка России (ОБР) в четверг был признан несостоявшимся из-за неудовлетворительного уровня ставок в заявках инвесторов.

Минфин проведет 4 февраля аукционы по доразмещению ОФЗ выпусков 25057 на 3 млрд руб и 25058 на 4 млрд руб.

ТМК приостановило размещение второго выпуска облигаций на 3 млрд руб из-за внесения изменений в решение о выпуске ценных бумаг и проспект ценных бумаг.

НП НДС подтвердило факт задержки выплаты ОАО Алтайэнерго 6-го купона. По словам организатора выпуска ФК Уралсиб, выплата купона, которая была запланирована на 3 февраля 2005 г, задерживается по техническим причинам. По предварительной информации, выплата будет проведена сегодня 4 февраля.

Глава Минэкономразвития Герман Греф заявил, что госпакет акций Связьинвеста в размере 75% будет продан в 2005 г, а "соответствующий проект указа президента согласован со всеми министерствами и ведомствами, в том числе силовыми".

По оценкам S&P, общие объемы размещений облигаций, банковских займов национальными, региональными и местными правительствами в 2005 году составит \$4.8 трлн, что на 3% больше по сравнению с 2004 годом. Крупнейшим эмитентом долговых инструментов, по мнению агентства, останется Япония - \$1.7 трлн.

Рублевые Облигации

Продолжение на стр 2.

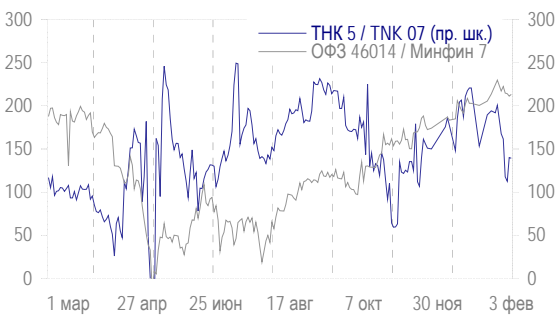
Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

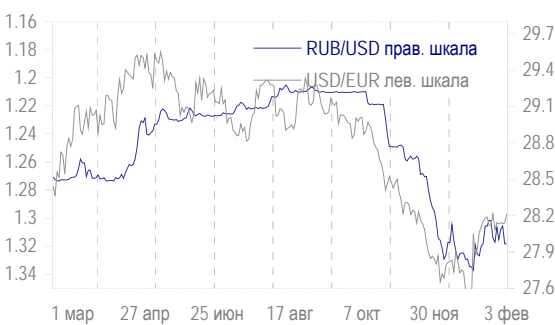
Доходности индикативных облигаций, %



Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



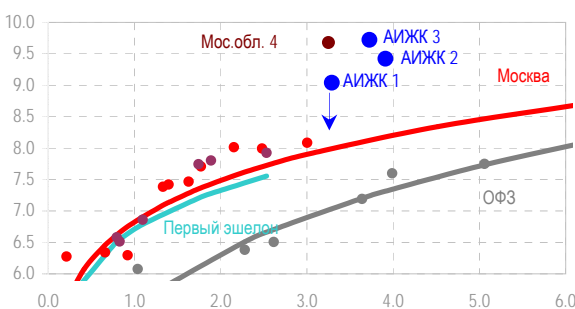
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



Кривая доходности первого эшелона и АИЖК



Кривая доходности длинных выпусков ОФЗ вчера снизилась на 3-5 б.п. до 7.5-7.92%, что стало следствием позавчерашнего ралли в облигациях Москвы, спрэд которых к госбумагам сузился до минимальных уровней. В секторе облигаций Москвы вчера наблюдались неагрессивные продажи коротких и среднесрочных выпусков, спрэд в доходности самого длинного выпуска Москва 39 vs ОФЗ 46014 остался на уровне 9 б.п. Среди корпоративных «фишек» наиболее активно торговался Газпром-5, котировки которого незначительно снизились, остальные выпуски торговались без четко выраженного тренда. Во втором эшелоне преобладало разнонаправленное изменение котировок на фоне средней активности торгов. Среди аутсайдеров стоит отметить облигации ЮТК, котировки которых продолжили свое падение после снижения рейтинга. Их лидеров роста стоит отметить облигации РС-3 и ВБД-01.

ЦБ обнародовал доли доллара (90 центов) и евро (10 евроцентов) в структуре бивалютной корзины, которая становится операционным ориентиром валютной политики с 1 февраля. Такая структура означает, что по текущему курсу доля доллара в корзине валют составляет порядка 87%, а доля евро - 13%. В связи с этим стоит напомнить два заявления монетарных властей, которые могут служить ориентиром для инвесторов в новых условиях игры. Первое - это заявление ЦБ о том, что изменение курса доллара против евро на один евроцент приводит к изменению курса рубля относительно доллара на 10-15 копеек, что мы и увидели в прошлом году (курс доллара снизился на 1.7 рубля при снижении курса доллара против евро на 10 центов). Это означает, что, несмотря на официальную мультивалютную корзину, сам ЦБ в свое валютной политике в неявном виде ориентировался исключительно на динамику курса пары валют доллар/евро. С точки зрения экономической сущности методика ЦБ, которая пропорционально включает в расчет мультивалютной корзины валюты всех основных внешне торговых партнеров, выглядит логично и обоснованно. Однако экономические реалии России делают эту модель крайне не репрезентативной и условной. Так, более 72% кассовых валютных сделок внутри страны приходится на доллар, на долю евро приходится порядка 18%, доля же остальных валют в обороте не превышает 10%. Если посмотреть на структуру ЗВР, то доля доллара в них составляет порядка 70%, доля евро - порядка 25%. При этом, доля доллара в мультивалютной корзине не превышала 6%, а доля евро была всего порядка 35%. С большой долей вероятности можно утверждать, что монетарные власти сами расширяют укрепление рубля к официальной корзине валют в 2004 году на уровне 4.9% «статистическим», понимая, что реальное укрепление рубля к основным расчетным валютам (евро/\$) составило 11.5-13.5% (при доле доллара в корзине 65-87%). Столь серьезное укрепление рубля не могло не сказаться на экономическом росте, что и подтверждает стагнация в неэкспортных отраслях. Второе важное заявление монетарных властей - это недавнее заявление Кудрина о возможном удержании инфляции в пределах 8.5% в том числе и за счет более агрессивного укрепления курса рубля. В силу того, что укрепление рубля будет уже происходить против бивалютной корзины, удвоение темпов укрепления рубля с 4.9% в 2004 до 7-8% в 2005 году носит чисто «статистический» эффект, означая в реальности снижение реальных темпов укрепления практически в два раза с 11.5-13.5% до 7-8%. Поэтому, мы не считаем, что заявление Кудрина идет вразрез с уже объявленной валютной политикой - недопущение укрепления курса рубля выше 7% годовых. Борьба с инфляцией за счет еще более агрессивного укрепления рубля (на уровне прошлых лет), но уже против бивалютной корзины, может полностью загубить экономический рост в стране, что идет в разрез с основной стратегической целью правительства - удвоения ВВП. В этой связи у нас пока нет повода менять наш прогноз по курсу рубля к доллару. Согласно нашему базовому прогнозу (доля доллара в корзине 87%, инфляция на уровне 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 28.1-28.3. Увеличение доли евро в корзине (хотя бы до 25%, что соответствует доли евро в ЗВР) может привести к росту номинального курса доллара до 28.5 руб. Укрепление рубля будет возможным лишь при ослаблении курса доллара на мировом рынке, что мало вероятно (см. нашу Годовую Стратегию).

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Облигации ВБД-01 достигли своей справедливой цены в 100%, мы меняем рекомендацию с Покупать на Держать. 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.

Спрэды EMBI+, б.п.



Мировой рынок облигаций ждет сегодняшних данных по рынку труда в США, который определит динамику рынка US Treasuries на ближайшие 1-2 недели. Инвесторы ждут достаточно хороших данных – количество новых рабочих мест в экономике может составить 200 тыс. в январе.

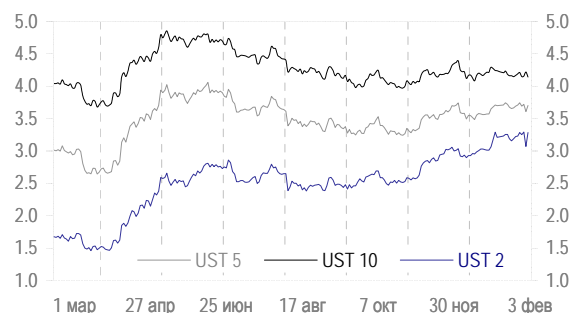
На этом фоне доходность 10Y UST (4.15% годовых) остается стабильной уже неделю, в то время как доходность коротких 2Y UST постепенно растет.

В этих условиях спред еврооблигаций РФ продолжает уверенно сужаться, достигнув вчера по Россия-30 нового минимального исторического уровня 206 б.п. Цена так же выросла до нового исторического максимума 105.5625. Покупка в суверенных бумагах была спровоцирована слухом о возможном повышении рейтинга России уже от Moody's в ближайшее время.

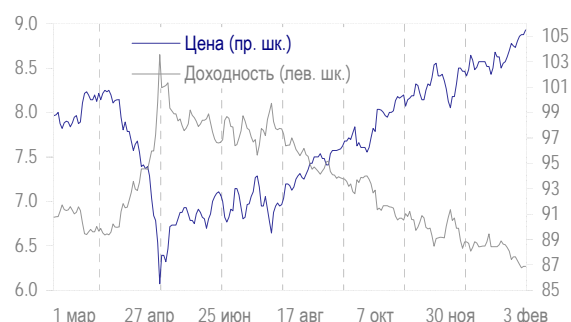
Даже без дальнейшего повышения кредитного рейтинга России, еврооблигации РФ сохраняют заметный потенциал по сужению спреда к US Treasuries (см. специализированный обзор МДМ-Банка от 4 февраля «Спред Еврооблигаций РФ: Game is not over... Show must go on...»).

Наконец-то активизировался спрос в корпоративных бумагах. Вчера все корпоративные еврооблигации показали уверенный рост на 1/4-3/4 п.п. Лидерами роста стали самые высокодоходные бумаги – Северсталь и Вымпелком.

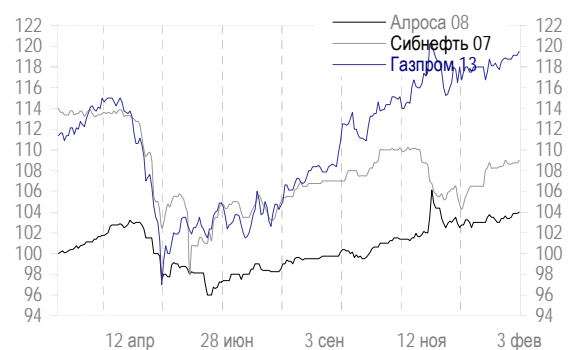
Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы позитивно смотрим на конъюнктуру рынка еврооблигаций РФ в 2005 г., ожидая заметного падения спредов к US Treasuries по итогам года. *Подробнее смотрите нашу Долговую Стратегию на 2005 г.*

Покупать длинные еврооблигации РФ. Мы ждем сокращения спредов 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.

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.