

**ЦБ РФ прогнозирует, что инфляция в декабре 2005 г к декабрю 2004 г составит не больше 10% - заявил первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев.** За 5 мес. 2005 г инфляция составила 7.1%. По словам А.Улюкаева, из инфляции 7.1% за 5 мес. 2005 г. 3.5-3.6% приходится на денежную составляющую, а вклад роста тарифов ЖКХ составляет 2.3-2.4%.

**ЦБ РФ и МЭРТ РФ согласовали укрепление реального эффективного курса рубля в 2005 г. в пределах 8-10% - сказал первый зампред ЦБР Алексей Улюкаев.** Основные направления денежно-кредитной политики на 2005 год предусматривают, что реальный эффективный курс рубля не должен вырасти более чем на 8%. Уже за 5 месяцев 2005 г укрепление реального курса рубля составило чуть больше 7%. Представители денежных властей говорили, что более агрессивное укрепление рубля может понадобиться для контроля за инфляцией. По словам Улюкаева, у Центробанка ограничены возможности влиять на уровень инфляции с помощью регулирования курса рубля. *ЦБ РФ по-прежнему считает основной целью сдерживание инфляции, контроль за курсом играет вспомогательную роль.*

**ЦБ РФ считает, что принятая им в качестве ориентира бивалютная корзина доказала свою эффективность в последние дни, когда курс евро к доллару на мировом рынке заметно снизился - сказал первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев.** "Драматическое снижение евро (в последние дни) показало, что наша корзина действовала довольно успешно. Мы не собираемся менять своих ориентиров. *Наше присутствие на рынке было минимальным в случае таких больших драматических изменений*" - сказал он. Сейчас корзина состоит из 0.3 евро и \$0.7. Ранее глава ЦБ РФ Сергей Игнатьев сказал, что пока не видит необходимости менять это соотношение.

**ЦБ РФ может отложить переход к свободному курсообразованию рубля с 2007 г. (на более поздний срок), как это предусмотрено действующим законодательством о валютном регулировании, если бюджетная политика не будет достаточно жесткой - сказал первый заместитель председателя ЦБ РФ А. Улюкаев.**

**У ЦБ РФ нет оснований для снижения в ближайшее время ставки рефинансирования – А. Улюкаев.**

**Золотовалютные резервы России по итогам 2005 г вырастут на \$48 млрд. до \$170-175 млрд. при цене на нефть Urals на уровне \$43/барр. и с учетом досрочного погашения внешнего долга – А. Улюкаев.**

**ЦБ РФ прогнозирует чистый отток капитала из РФ на 2005-2006 гг на уровне около \$7 млрд.** В 2004 г. отток капитала составил \$9.4 млрд. Отток капитала из РФ за 1 кв. 2005 г составил \$0.9 млрд. по сравнению с \$4.2 млрд. за 1 кв. 2004 г.

**ФСФР планирует уже в 2007 г. передать биржам регистрацию выпусков корпоративных облигаций эмитентами – заявил председатель ФСФР Олег Вьюгин.** По его словам, сейчас существует "достаточно обкатанная" система выхода заемщиков на рынок корпоративных облигаций. Однако система регулирования предполагает недостаточно комфортную систему регистрации отчетов об итогах выпуска и мешает торгам корпоративными облигациями. О.Вьюгин отметил, что в настоящее время во всем мире регистрация выпусков облигаций осуществляется на биржах, а не регулятором. "Мы со временем тоже примем такое решение", - сказал он. *Он отметил, что пока сделан первый шаг в этом направлении. ФСФР внесла в правительство закон о краткосрочных облигациях, которые выпускаются сроком до 1 года и без регистрации выпуска у регулятора. Регистрация будет осуществляться на самих биржах.*

**Зам. начальника департамента гос. долга Минфина Александр Чумаченко заявил что доля пенсионных денег на рынке ГКО/ОФЗ будет возрастать, в связи с чем возникает необходимость расширения перечня активов, в которые могут размещаться средства "молчунов", то есть граждан, не выбравших управляющую компанию для размещения средств пенсионных накоплений (в этом случае управляющей компанией становится ВЭБ).** А.Чумаченко считает, что стоит рассмотреть вопрос размещения этих средств, например, в муниципальные и ипотечные ценные бумаги, депозиты. А.Чумаченко считает, что если перечень активов не будет расширен, то к 2010 г не удастся обеспечить размещение пенсионных накоплений, поскольку имеющихся активов будет недостаточно.

### **Рублёвые 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, опубликовать, переводить на другие языки, распространять и совершать любые другие действия.

**Минфин РФ внесет сегодня в правительство РФ основные параметры 3-летнего бюджетного плана.** Президент РФ В. Путин настаивает, чтобы в этом плане приоритетное внимание было уделено гособоронзаказу и финансированию силовых ведомств.

**ОАО "Газпром" планирует определиться со сроками размещения облигаций серии А6 объемом 5 млрд руб по завершении сделки по увеличению доли государства в уставном капитале компании.** По словам зам. начальника управления по работе на финансовых рынках ОАО "Газпром" Олег Наговицын до августа 2005 г Газпром может принять решение о размещении облигаций. Но при этом он не исключил, что у компании не будет потребности в этих средствах и тогда 6 серия облигаций останется нерасмещенной.

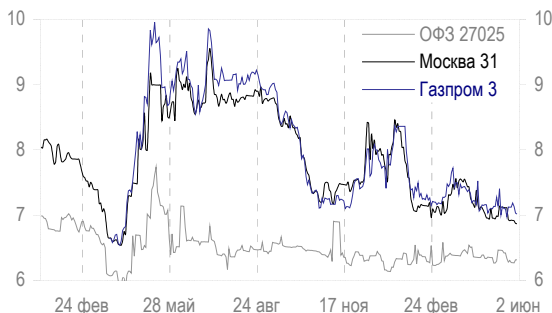
**АК "АЛРОСА" пока не планирует выпускать рублевые облигации.** По словам вице-президент компании Дмитрий Новиков благодаря выпуску еврокоммерческих бумаг, у компании снята потребность в рефинансировании рублевых облигаций, которые должны были погашаться в октябре 2005 г на сумму 3 млрд руб. Приоритетом компании в среднесрочной перспективе будет сокращение объема заимствований. В частности, по итогам 2004 г чистый долг АК "АЛРОСА" составлял \$1.305 млрд. Как отметил Д.Новиков, компания планирует довести объем долга по итогам 2005-2006 гг до \$980 млн.

**Правительство Москвы может весной 2006 г выпустить еврооблигации объемом более 400 млн. евро. со сроком обращения 15 лет при благоприятном соотношении дюрации и доходности** – заявил глава комитета государственных заимствований Москвы Сергей Пахомов. По его словам, 15-летний заем может быть размещен по доходности ниже 6% годовых. Как сообщил С.Пахомов, планируемый объем привлечения на российском рынке составит до конца 2005 г 38.4 млрд. руб., в том числе 29.8 млрд. руб. за счет привлечения облигаций и 8.6 млрд. руб. за счет привлечения кредитов. Долговая нагрузка Москвы на сегодняшний день составляет 30-35% от доходной части ее бюджета. Правительство Москвы намерено удерживать свои показатели на текущем уровне. По состоянию на 1 июня 2005 г в обращении находятся 14 выпусков руб. облигаций Москвы общим объемом 71 млрд. руб.

**Самарская область намерена разместить новый облигационный заем на сумму 2 млрд. руб. и сроком 3-5 лет до конца третьего квартала 2005 года.**

**Правительство Московской области планирует ближайшее размещение облигационного займа в 2006 году.** В 2005 году министерство финансов Московской области уже выполнило план заимствований. Область так же планирует продолжить начатую в прошлом году практику выкупа своих облигаций на открытом рынке для сокращения расходов на обслуживание долга.

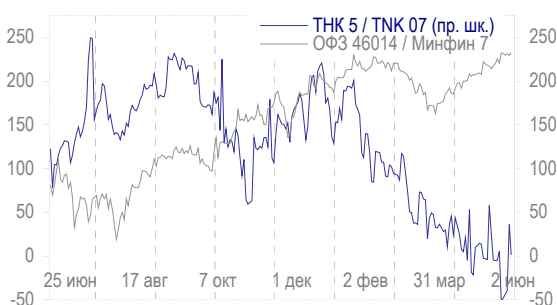
### Доходности индикативных облигаций, %



Рост курса евро к доллару в последние 2-3 дня пока не сказался на курсе рубль/долл., который остался на отметке 28.40 руб./долл. и пока не проявляет тенденции к укреплению. Тем не менее огромная избыточна рублевая ликвидность приводит к тому, что динамика курса все меньше влияет на цены рублевых облигаций, а во главу угла встывает вопрос размещения инвесторами значительных ресурсов.

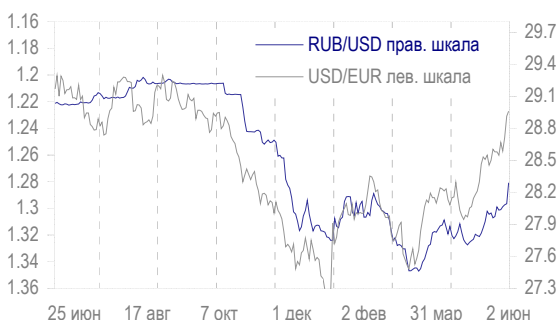
Поэтому, вчера цены рублевых облигаций в основном имели тенденцию к дальнейшему росту. Рост составил в среднем еще 0.1%. Причем спрос в основном сосредоточен в длинных бумагах, в то время как короткие выпуски торгуются на сложившихся уровнях.

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



Необходимо признать, что на данном этапе резкое ослабление рубля было полностью компенсировано огромной рублевой ликвидностью и, конечно же, беспрецедентным ралли в еврооблигациях РФ. Как результат, доходности на рынке рублевых облигаций сохранились вблизи своих минимумов. Тем не менее, о потенциальном upside рынка рублевых облигаций говорить не приходится - доходности настолько низки, что непонятно, действие каких факторов способно опустить ее еще ниже. Скорее всего рынок "обречен" на движение в коридоре +/- 50 б.п. по доходности в ближайшие месяцы.

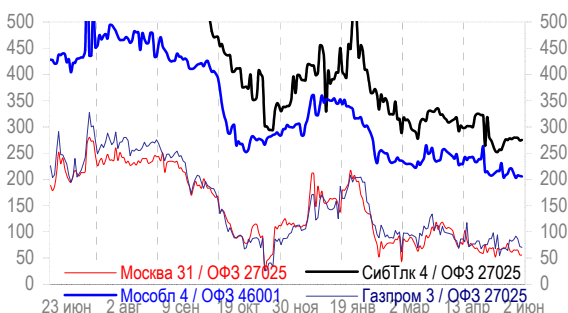
### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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



### ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

В целом, мы считаем, что 2005 г. будет неудачным на рынке рублевых облигаций и ожидаем рост доходности рублевых облигаций по итогам года. 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 высококлассных заемщиков.

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 10Y UST вчера стабилизировалась на отметке 3.95-3.98% годовых после высокой волатильности в пятницу. При этом еврооблигации РФ в течение вчерашнего дня планомерно снижались весь день в рамках расширения спреда к UST.

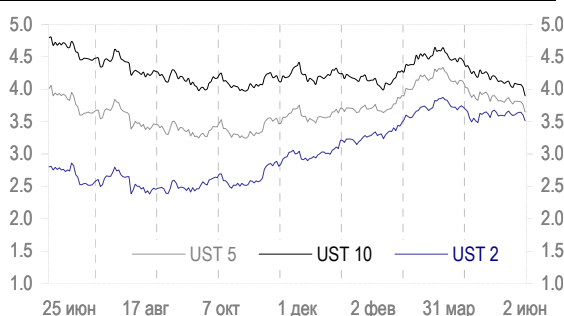
Россия-30, которая в пятницу торговалась по 112.375-112.500, вчера к концу дня упала до 110.375 (спред расширился на 10 б.п. до 176 б.п.). Россия-28 упала до 179.500 против 182.500 в пятницу. Похоже, что часть коротких позиций по евробондам была закрыта в пятницу, что привело к временному отсутствию поддержки и, соответственно, расширению спреда к UST.

Сегодня с утра доходность 10Y UST снизилась до 3.93% годовых, что стимулировало новые покупки еврооблигаций РФ. Россия-30 выросла до 111.250, а спред вновь сузился до 170 б.п.

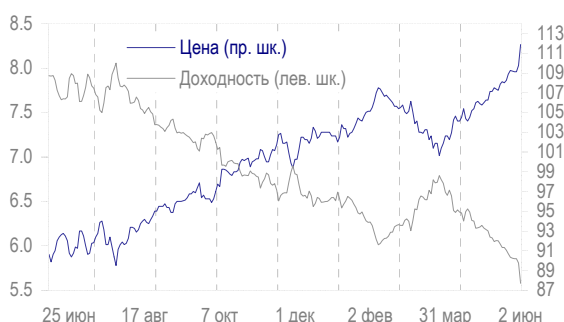
Отметим, что на рынке есть по-прежнему сохраняется заметный объем коротких позиций по еврооблигациям РФ со стороны российских игроков, что окажет поддержку ценам евробондов РФ и снижение цен будет ограниченным при ухудшении конъюнктуры рынка US Treasuries. Спред при этом, скорее всего, продолжит сужаться в район 160 б.п. по Россия-30.

На этой неделе важным для рынка US Treasuries станет выступление главы ФРС США перед конгрессом 9 июня, где он осветит состояние экономики и вопросы денежно-кредитной политики, в том числе процентных ставок. Возможно, рынок получит от Гринспена новые ориентиры для движения.

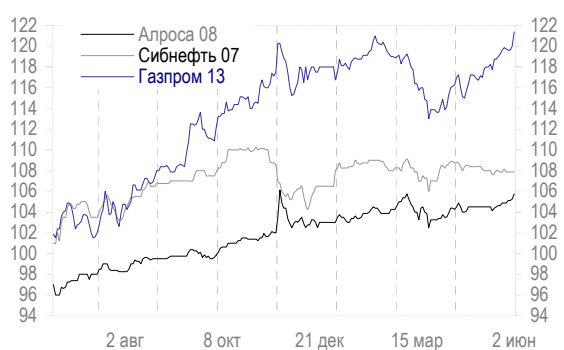
### Доходности US Treasuries, %



### Динамика цены и доходности Россия-30



### Цены корпоративных еврооблигаций РФ



### ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

*Мы рекомендуем покупать еврооблигации Алроса-14, которые остаются существенно недооцененными относительно Газпром-13. С учетом усиления госконтроля в компании Алроса спред Алроса-14 к Газпром-13 может сузиться минимум на 50 б.п. в ближайшие месяцы, поэтому мы рекомендуем Алроса-14 к покупке.*

*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.*

*Мы советуем инвесторам больше внимания в 2005 г. уделить рынку CLN. Данные инструменты имеют дюрацию около 1 года, а спреды 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 спреды (в 2-3- раза выше, чем у корпоративных еврооблигаций РФ) компенсируют риск низкой ликвидности данных активов.*

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



<b>Адрес</b>	115172, г. Москва, Котельническая наб., д.33, стр.1. 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>	<b>MDMB</b>	
<b>Bloomberg</b>	<b>MDMG</b>	

**Заместитель Председателя Правления  
Инвестиционный блок**

**Алексей Панферов**

<b>Клиентские продажи и торговля долговыми 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 Денис Гусев	(+7 095) 795 25 21 (+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:arakelyan@mdmbank.com">arakelyan@mdmbank.com</a> <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.