

**Инфляция в феврале 2005 года оставила 1.2%, рост цен по итогам двух первых месяцев 2005 года составил 3.9%** при официальном годовом прогнозе на уровне 8.5%. Февральское снижение инфляции (по сравнению с январским ростом цен на уровне 2.6%) произошло, в основном, за счет снижения темпов роста платных услуг – с 8.8% до 2.2%. Это, в свою очередь, вызвано снижением темпов роста тарифов ЖКХ с 19.4% до 4%. По словам министра финансов Алексея Кудрина, правительство сейчас начало рассматривать и пессимистичные сценарии, когда инфляции по итогам года может достичь 10%. При этом базовым прогнозом для правительства по-прежнему остается показатель роста цен на уровне 8.5%, достичь который возможно (по оценкам Минфина), если в летние месяцы удастся выйти на дефляцию.

**Вопросы досрочного погашения долга России и Польши перед Парижским клубом** стоят в повестке дня открывающегося сегодня во французской столице очередного заседания этой ведущей кредитной международной организации, объединяющей 19 ведущих государств мира. Источники в Парижском клубе сообщили, что Россия намерена досрочно выплатить сумму около 15 млрд долл. Однако эти планы натолкнулись в последнее время как на технические трудности, так и неготовность ряда стран пойти на предлагаемые Россией условия. Общий долг России перед Парижским клубом составляет около 45 млрд долл. Ранее Россия смогла найти со своим главным кредитором в рамках клуба - Германией - формулу по досрочному списанию. Более того, ФРГ предложила Парижскому клубу согласиться на досрочное погашение советской части долга, достигающей 32 млрд долл. Сейчас речь идет в первую очередь о размере скидки, которую должна получить Россия в результате того, что платит деньги вперед графика. Согласно полученной ИТАР-ТАСС информации, Минфин добивается 10-процентной скидки. Однако не все страны готовы согласиться на этот план и хотят даже вообще отказаться от идеи досрочного погашения, так как проценты по российскому долгу значительно выше, чем действующая банковская учетная ставка. "В любом случае решение вопроса досрочного погашения долга выходит на политический уровень", - заявил высокопоставленный источник в Парижском клубе. По его словам, Россия способна добиться своей цели, так именно она списала за последние годы наибольшее количество долгов беднейшим странам в рамках Парижского клуба. Только за 2004 г члены клуба аннулировали долги на 36,2 млрд долл, значительная часть этой суммы пришлась на Ирак.

**Глава Минфина Алексей Кудрин** заявил, что "с учетом взятых финансовых обязательств и проводимых дополнительных мер по снижению налогового бремени и затрат предприятий, а также переноса дефицита Пенсионного фонда в бюджет, я считаю возможным рассматривать увеличение (цены отсечения) до \$21.5-23 за баррель с 2006 года". Ранее Минфин России высказывал возможность повышения цены отсечки на \$1 с текущего уровня в \$20 до \$21. Кудрин отметил, что дальнейшее повышение цены будет носить уже "более существенное ухудшение с точки зрения инфляции и курса, хотя и это уже является также компромиссом".

**Банк "ИБГ "НИКойл"** планирует в конце марта – начале апреля начать размещение дебютного выпуска 3-летних облигаций объемом 2 млрд руб.

**Торговый дом "ПЕРЕКРЕСТОК"** планирует разместить дебютный выпуск 3-летних облигаций на сумму 1.5 млрд руб. ОАО «Салаватстекло» планирует разместить дебютный выпуск 3-летних облигаций на сумму 750 млн руб весной 2005 года.

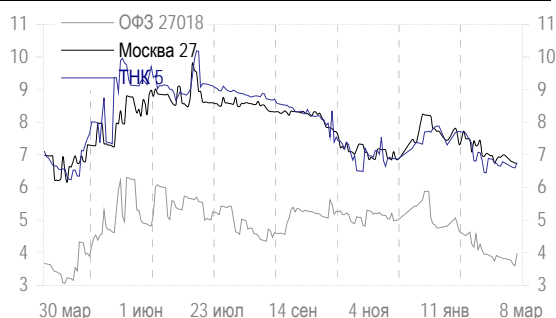
#### **Рублёвые Облигации**

[Продолжение на стр 2.](#)

#### **Валютные Облигации**

[Продолжение на стр 3.](#)

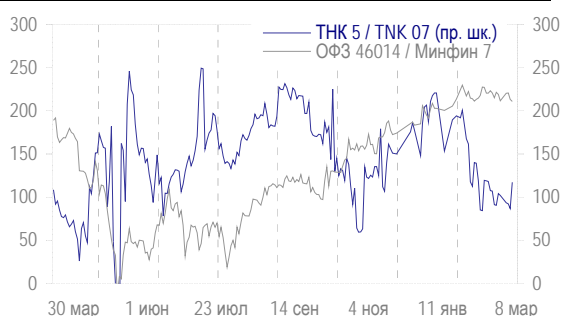
### Доходности индикативных облигаций, %



В субботу на рынке торговая активность была минимальной, сделки носили эпизодический характер, спросом преимущественно пользовались бумаги второго-третьего эшелона с высоким купоном.

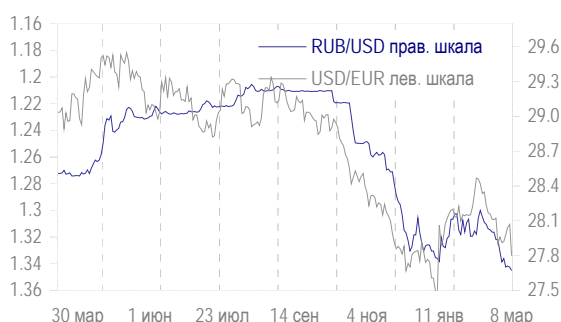
На этой неделе мы ожидаем сохранения оптимизма на рынке в рамках бокового тренда. Во-первых, неделя будет короткой, что не предполагает резких движений со стороны инвесторов. Во-вторых, на первичном рынке не будет реально интересных выпусков, которые смогут вызвать фиксацию прибыли на вторичном рынке. Кроме того, рублевая ликвидность рынка должна увеличиться за счет обратного выкупа ОБР. В-третьих, макроэкономическая ситуация оказывает существенную поддержку рынку. Один из самых главных оптимистов – глава Минфина Кудрин – практически признал, что инфляция в этом году достигнет двузначных уровней. При этом позиции либералов (по недопущению трат стабфонда внутри страны и сохранению жесткой денежной политики) заметно пошатнулись.

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



Доллар продолжает терять позиции на внешнем рынке, а сырьевые цены остаются на рекордных уровнях. Все это приводит к игре на понижение доллара уже внутри страны, что уже и происходит. Сегодня с утра падение курса доллара против рубля было остановлено ЦБ на уровне 27.55, что на 20 копеек ниже пятничного закрытия. В таких условиях можно говорить о сохранении оптимизма на рынке. Однако отсутствие потенциала для существенного снижения доходности, может привести к активизации торгов, а не к снижению доходности.

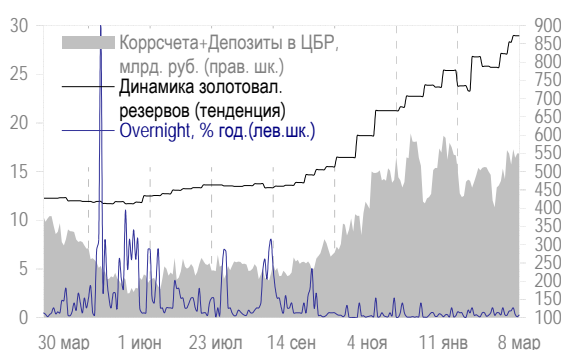
### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

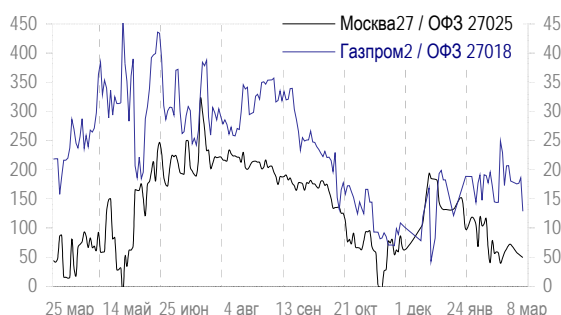
*В целом, мы считаем, что 2005 г. будет неудачным на рынке рублевых облигаций. Мы ожидаем, что доходности рублевых облигаций вырастут к концу года минимум на 100-150 б.п., а доходы от инвестирования в рублевые облигации не превысят по итогам года 4-7%. Мы так же считаем, что рубль ослабнет в номинальном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

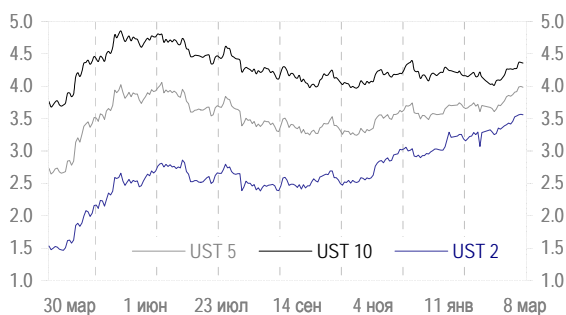
### Спрэды EMBI+, б.п.



В отсутствии российских игроков на рынке еврооблигаций РФ в первые 2 дня этой недели (из-за выходных дней в России) цены еврооблигаций РФ достаточно заметно подорожали, а суверенный спрэд резко сузился. Так, в конце прошлой недели Россия-30 закрывалась на уровне около 105.500-105.750, а спрэд был около 193 б.п. Но уже в понедельник-вторник спрос на еврооблигации emerging market заметно активизировался даже несмотря на падение рынка US Treasuries. Так, 10Y UST показали рост доходности до 4.37% годовых (+10 б.п. к пятнице), а Россия-30 при этом подрастала до 106.750 (при этом доходность 10Y UST была 4.30% годовых), а спрэд сузился до нового рекордного минимума в 180 б.п.

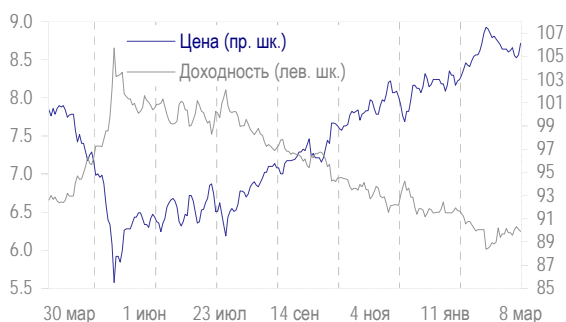
Сейчас Россия-30 стабилизировалась на отметке 106.125 при спрэде 180 б.п..

### Доходности US Treasuries, %

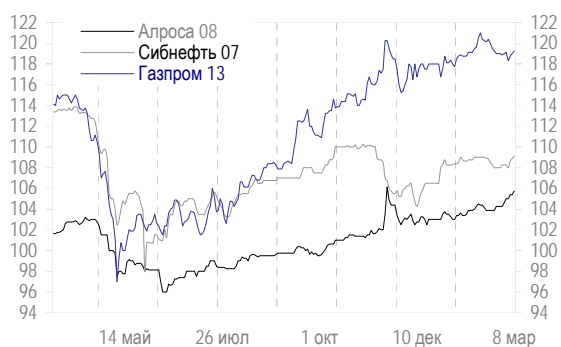


Сегодня крайне важным для рынка станут итоги встречи стран Парижского клуба, где будет обсуждаться вопрос досрочного погашения Россией своего долга клубу. Мы не исключаем, что судя по динамике цен еврооблигаций РФ, у ряда игроков есть информация о том, что данный вопрос будет решен в позитивной плоскости для России.

### 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 хеджировать 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**

<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	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:bond_research@mdmbank.com">bond_research@mdmbank.com</a>
	Денис Гусев	(+7 095) 795 25 21	<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.