

**Министр финансов России Алексей Кудрин** подтвердил, что приоритетной основной целью денежной властей в 2005 году будет удержание инфляции в пределах 8.5%. Однако Кудрин признал, что реальное укрепление рубля (основного инструмента борьбы с инфляцией) пагубно влияет на темпы роста промышленности. Кудрин заявил, что темпы реального укрепления рубля в 2005 году не превысят правительственного ориентира в 8%.

**Государственная Дума РФ** одобрила повышение базовой части пенсии с 660 руб до 900 руб, что обойдется бюджету в 2005 году в дополнительные 115 млрд руб.

**Министр финансов РФ Алексей Кудрин** заявил, что "Минфин подготовил совместно с МЭРТ и администрацией президента предложения по совершенствованию налогового администрирования, которые должны снять беспокойство в отношении действий государства в налоговой сфере".

**Центробанк РФ снизил нормы резервирования денежных средств** при зачислении и списании их со специальных банковских счетов резидентов и нерезидентов.

Ниже приводятся новые и прежние размеры резервирования в зависимости от вида операций:

- зачисление денежных средств на специальные банковские счета нерезидента в рублях "B2", "O" с банковского счета нерезидента в уполномоченном банке, не являющегося специальным банковским счетом – 2% от суммы зачисляемых денежных средств на срок 365 календарных дней (прежняя норма – 3%);

- зачисление денежных средств на специальный банковский счет резидента в иностранной валюте "P1" (за исключением зачисления денежных средств, переведенных со специального банковского счета резидента в иностранной валюте "P1") – 2% от суммы зачисляемых денежных средств на срок 365 календарных дней (прежняя норма – 3%);

- зачисление денежных средств на специальный банковский счет нерезидента в рублях "C" с банковского счета нерезидента в уполномоченном банке, не являющегося специальным банковским счетом – 15% от суммы зачисляемых денежных средств на срок 365 календарных дней (прежняя норма – 20%);

- списание средств со специального банковского счета нерезидента в рублях "B1" на банковский счет нерезидента в уполномоченном банке, не являющийся специальным банковским счетом – 25% от суммы списываемых денежных средств на срок 15 календарных дней (прежняя норма – 50%);

- списание денежных средств со специального банковского счета резидента в иностранной валюте "P2" (за исключением списания денежных средств, переводимых на специальный банковский счет резидента в иностранной валюте "P2" или на банковский счет резидента в уполномоченном банке, не являющийся специальным банковским счетом) – 25% от суммы списываемых денежных средств на срок 15 календарных дней (прежняя норма – 50%).

**Минфин РФ** провел аукционное доразмещение ОФЗ-27026 из своего портфеля на сумму 4.11 млрд руб по номиналу под доходность 7.32% годовых.

**Правительство Москвы** планирует осенью разместить рублевые облигации сроком обращения до 15 лет с минимальным объемом выпуска 10 млрд руб. Председатель Комитета государственных заимствований Москвы Сергей Пахомов ранее заявлял, что ближайшие аукционы по размещению облигаций города состоятся не ранее первой декады или середины марта. Следующие после марта аукционы пройдут либо в конце мая, либо в начале июня. Бюджет Москвы на 2005 предусматривает объем заимствований на внутреннем рынке в размере 35.29 млрд руб по сравнению с 32.37 млрд в 2004 году.

**Северо-Западный Телеком** планирует разместить 3-ий выпуск 6-летних (оферта через три года) облигаций на сумму 3 млрд руб в марте.

**Налоговые органы предъявили Дальсвязи** налоговые претензии в размере 718 млн руб (\$25.5 млн) за 2001-2002 годы.

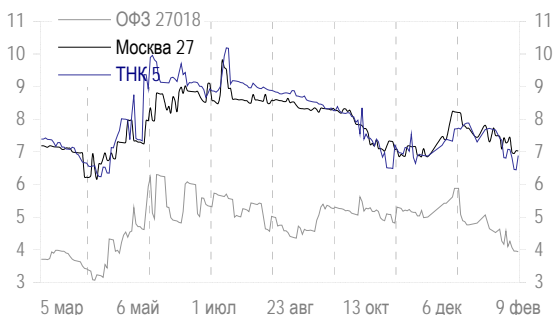
### [Рублевые Облигации](#)

Продолжение на стр 2.

### [Валютные Облигации](#)

Продолжение на стр 3.

### Доходности индикативных облигаций, %



Вчера на рынке существенных движений не происходило, активность инвесторов была на среднем уровне. Котировки большинства выпусков первого эшелона незначительно выросли (в пределах 0.1-0.2%), бумаги второго эшелона торговались без четко выраженного тренда, преобладали точечные продажи.

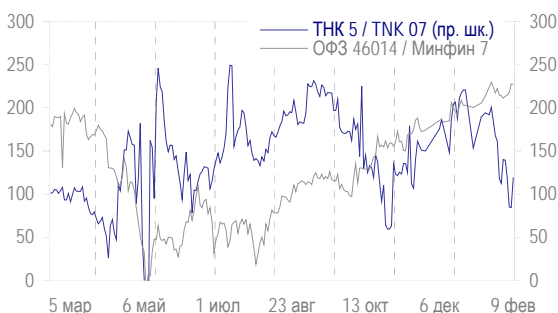
В секторе госбумаг основная активность была сосредоточена на аукционе по доразмещению ОФЗ 27026, в остальных бумагах активность инвесторов оставалась минимальной. Котировки большинства выпусков снизились в пределах 0.05-0.15%, кривая доходности выросла до 7.43-7.92% годовых.

Среди облигаций Москвы наиболее активно торговались 31 и 41 выпуски, где прошло несколько крупных сделок. В целом по сектору котировки облигаций показали разнонаправленное движение (в пределах 0.1-0.2%) на фоне низкой торговой активности, спрэд к ОФЗ самого длинного 39-го выпуска сузился на 5 б.п. до 12 б.п.

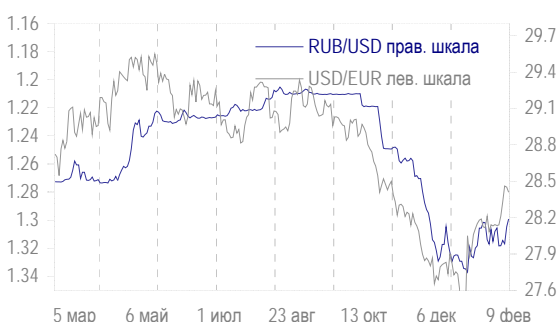
Среди корпоративных «фишек» лидерами по обороту стали облигации Газпром-5 и Лукойл-2, котировки которых выросли на 0.2%, общий уровень доходности сектора существенно не изменился.

Во втором эшелоне стоит отметить негативную динамику облигаций Дальсвязи (-0.4%), что стало следствием налоговых претензий к компании за 2001-2002 год. Из лидеров роста в секторе телекомов стоит отметить облигации ЮТК. Расширившиеся спрэды к кривой телекомов делают облигации ЮТК достаточно привлекательными с точки зрения дюрация/доходность (доходность 12.5-13% годовых при дюрации 1-1.5 лет). Нам представляется, что инвесторы излишне драматизируют ситуацию вокруг финансового положения ЮТК, как это в свое время произошло с облигациями ЦТК. Среди остальных бумаг стоит отметить неплохую динамику облигаций Мечел ТД и Мечел СГ, которые стали первыми претендентами на реинвестирования средств от выкупа облигаций Мечела.

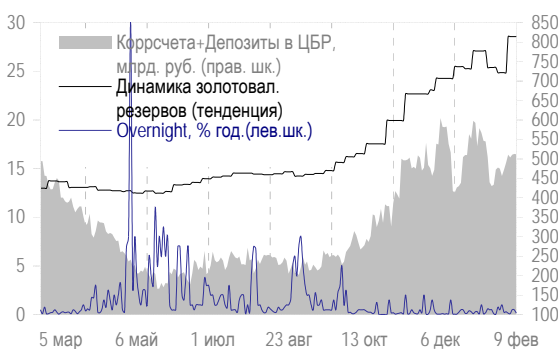
### Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



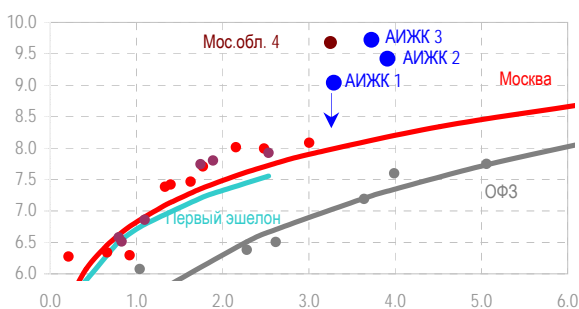
### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



### Кривая доходности первого эшелона и АИЖК



### 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.

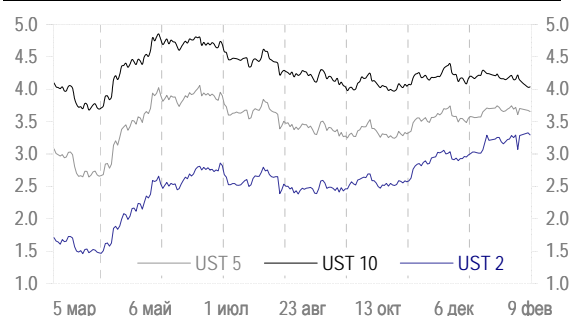
### Спрэды EMBI+, б.п.



US Treasuries продолжают показывать снижение доходности, двигаясь в разрез с большинством ожиданий. Умеренный рост рынка труда и контролируемая инфляция в США все больше начинают склонять инвесторов и руководителей ФРС США к тому, что темп роста процентных ставок в США будет невысоким в этом году – меньше, чем это предполагалось в начале года. В итоге, доходность 10Y UST вчера упала уже до 3.98% годовых – минимального уровня с конца октября 2004 г. Росту спроса на US Treasuries так же способствовало снижение американских акций.

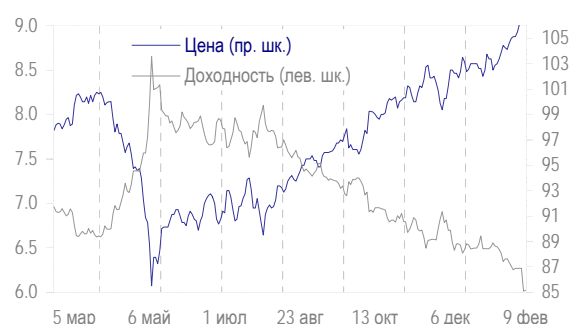
Однако, на фоне роста US Treasuries в еврооблигациях РФ началась закономерная фиксации прибыли. Россия-30 вчера к закрытию Лондона упала до 107.3125 (спрэд 199 б.п.), а сегодня днем уже до 107.000 (спрэд 203 б.п.).

### Доходности US Treasuries, %

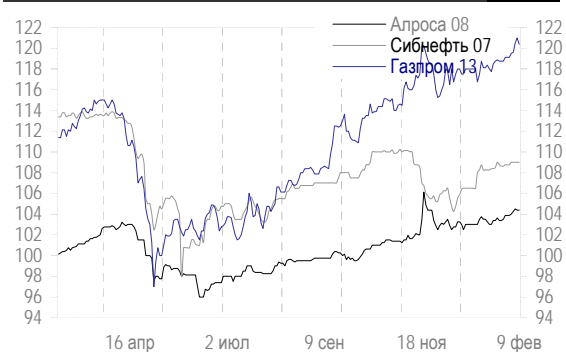


С начала года мы рекомендовали инвесторам держать в основном нехеджированные длинные позиции в еврооблигациях РФ (мы ждали заметного сужения странового спреда РФ и стабильную конъюнктуру рынка US Treasuries). Но после того, как доходность US Treasuries резко упала, а наши ожидания по заметному сужению странового спреда России остаются, мы советуем инвесторам сохранять длинные позиции в еврооблигациях РФ, но часть позиции захеджировать открытием коротких позиций в US Treasuries, т.к. риск роста доходности UST с этих низких уровней заметно вырос. В случае дальнейшего снижения доходности US Treasuries, мы будем рекомендовать хеджировать 100% длинных позиций в еврооблигациях РФ за счет коротких позиций в UST.

### 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 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.*

### 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.		
<b>Телефон / Факс</b>	Инвестиционный департамент МДМ-Банка	<a href="http://invest.mdmbank.ru/">http://invest.mdmbank.ru/</a>	
	(+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 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.