

Президент России Владимир Путин высказался за досрочное погашение внешнего долга РФ. По информации Минфина, общий внешний долг составляет порядка \$115 млрд, а средней уровень ставки по обслуживанию долга доходит до 7-13%, что превышает стоимость обслуживания долга стран «большой восьмерки» в 3-4 раза.

Заместитель председателя ЦБР Константин Корищенко заявил, что Центробанк РФ перешел с 1 февраля 2005 года к использованию бивалютной корзины для ограничения колебаний курса рубля в течение одного дня, а не для расчета уровня курса на последующие периоды.

Минфин разместит 16 фев ОФЗ 46017 на 10 млрд руб с погашением в августе 2016 года.

Внешторгбанк назначил ABN AMRO, Citibank и ING организаторами синдицированного 3-летнего кредита на \$300 млн.

Европейский банк реконструкции и развития планирует выпустить рублевые облигации на сумму 3-5 млрд рублей в первом квартале 2005 года.

Объем заимствований Газпрома на 2006 год составит 90 млрд руб, финансовые заимствования на 2005 год предусмотрены в объеме 110 млрд. руб. Из общего объема заимствований на 2005 год 50% будет привлекаться в рублях и 50% – в валюте. На текущий год бюджет компании предусматривает сумму доходов и поступлений в объеме 1.5 трлн руб., обязательств, расходов и инвестиций - 1.6 трлн руб. При финансовых заимствованиях в объеме 110 млрд руб. профицит средств составляет 0.3 млрд. руб

ВымпелКом планирует капвложения в 2005г (без учета возможных приобретений активов) на уровне \$1.474 млрд. В текущем году компания уже выпустила еврооблигации на \$300 млн и достигла договоренности о необеспеченном синдицированном кредите объемом \$200 млн.

S&P подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг Северстали В+ после объявления о планах российской компании купить 62% итальянской Lucchini Spa за 430 млн евро. Прогноз изменения рейтинга - стабильный.

ФСФР зарегистрировала изменения и дополнения в правила обращения на ММВБ ценных бумаг, сделки с которыми заключаются на рынке госбумаг. Представитель ММВБ заявил, что изменения, зарегистрированные ФСФР, были нужны и для включения облигаций Московского ипотечного агентства (МИА) и Агентства по ипотечному жилищному кредитованию (АИЖК) в список облигаций, торгующихся в секторе госбумаг. После этого кредитные организации смогут использовать данные бумаги в качестве залога, рефинансируясь в ЦБ РФ. Ранее эти облигации были внесены в ломбардный список Центробанка.

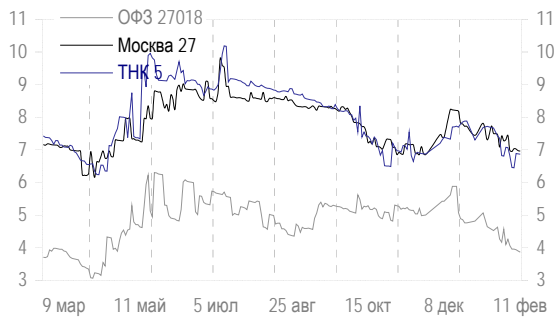
[Рублевые Облигации](#)

Продолжение на стр 2.

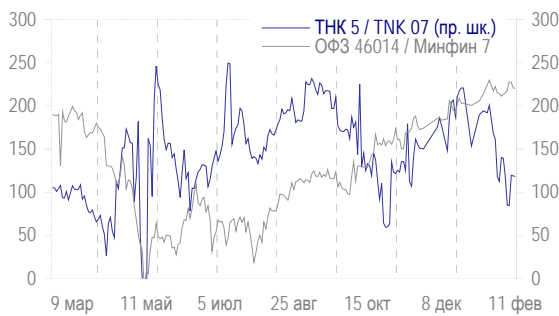
[Валютные Облигации](#)

Продолжение на стр 3.

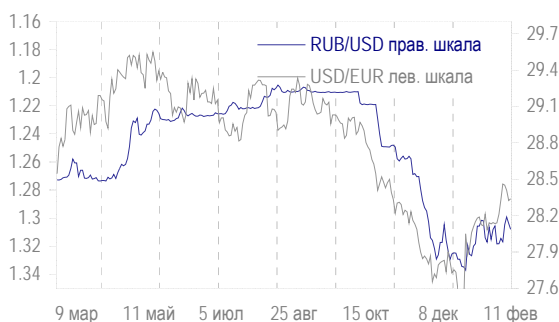
Доходности индикативных облигаций, %



Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



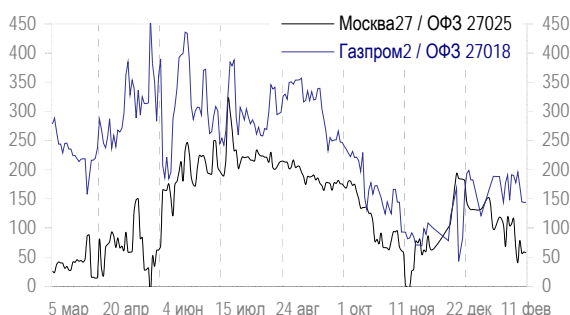
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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



В пятницу рынок достаточно вяло отреагировал на рост курса рубля, активность инвесторов была низкой, ценовые изменения носили преимущественно индикативный характер. Котировки большинства выпусков первого эшелона незначительно снизились на фоне низкой активности торгов, во втором эшелоне преобладали точечные покупки. В секторе госбумаг относительно активно торговался только выпуск ОФЗ 46104, котировки которого практически не изменились. Общий уровень кривой доходности длинных выпусков в результате торгов остался на уровне 7.48%-7.96%. В секторе облигаций Москвы основной оборот пришелся на короткий 24-ый выпуск, котировки которого выросли на 0.3%. Цены остальных выпусков показали разнонаправленное изменение на фоне минимальной активности торгов. Лидерами роста (0.1%) стали облигации самого длинного 39-го выпуска с оборотом порядка 22 млн руб, спрэд в доходности которого vs ОФЗ 46014 сузился до 5 б.п. Минимальный спрэд в доходности к ОФЗ длинных выпусков делает облигации сектора очень уязвимыми при ухудшении конъюнктуры рынка. В секторе корпоративных «фишек» относительно активно торговались только облигации Газпрома, котировки которых не изменились. Во втором эшелоне стоит отметить сохраняющийся восходящий настрой в облигациях ВБД-01, ЮТК-3, Мечел ТД и Мечел СГ, которые выглядят «лучше» рынка.

Судя по всему, момент начала реальных операций по ломбардному кредитованию с облигациями АИЖК уже не за горами (см. новости), что станет триггером дальнейшего сужения спреда в доходности к ОФЗ. В последнее время спрэд bid/ask в облигациях АИЖК существенно расширились, а доходность по цене продажи уже находится на уровне доходности госбумаг. Строго говоря, облигации достигли справедливого спреда к госбумагам порядка 100 б.п. (смотрите торговые идеи), который мы посчитали в прошлом году с учетом ограниченной ликвидности первых двух выпусков и широкого спреда между кривыми доходности Москвы и ОФЗ. Тем не менее, рост ликвидности облигаций АИЖК (в том числе и за счет появления на рынке 3-го выпуска) и минимальный спрэд между Москвой и ОФЗ оставляет облигациям АИЖК потенциал снижения доходности еще на 50-80 б.п. Мы считаем, что уже в ближайшее время доходность облигаций АИЖК имеет все шансы упасть до уровня облигаций Москвы, неся премию к госбумагам порядка 50 б.п.

На этой неделе самым существенным событием обещает стать размещение облигаций Газпром-4. Если аукцион пойдет по сценарию аукционов по Лукойлу и 41-42 выпусков Москвы, это будет означать, что спрос нерезидентов велик, а их взгляд на перспективы рублевого рынка позитивен, что может придать новые силы всему рынку. Тем не менее, возможная спекулятивная игра на повышение при осуществлении этого сценария ограничена минимальными спредами первого эшелона и ОФЗ.

Мы рекомендуем не обращать внимания на краткосрочные движения курса рубля, который практически полностью дублирует движение евро на внешнем рынке, и сосредоточиться на инвестициях в «защитном» втором эшелоне. Мы ожидаем роста ставок на рынке по итогам года на 100-150 б.п. на фоне роста номинального курса доллара относительно рубля и высоких темпов инфляции, что может привести к убыткам по спекулятивным длинным позициям в первом эшелоне.

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 насыщенным 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.

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 US Treasuries в конце прошлой недели показала рост после того, как вышли очень низкие данные по Initial Jobless Claims, а доллар США начал заметно снижаться после евро и иены. Доходность 10Y UST выросла к концу недели до 4.10% годовых с 3.98% в середине недели.

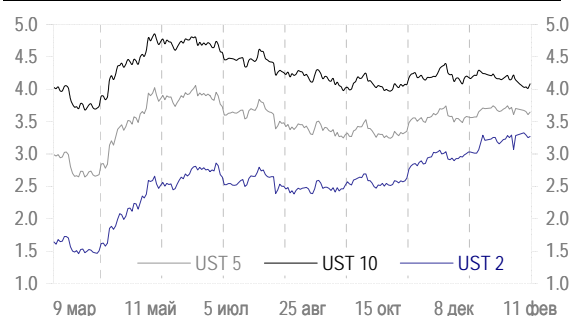
На этом фоне еврооблигации РФ так же продемонстрировали снижение цен вслед за US Treasuries. При этом российский спрэд сохранился на достигнутом минимальном уровне. Так, цена еврооблигаций РФ Россия-30, достигавшая в середине недели исторического максимума 107.5625 (спрэд 198 б.п.), упала к концу недели до 106.625-106.750 (спрэд 202 б.п.).

Лидерами падения среди корпоративных еврооблигаций РФ стали длинные бумаги Газпрома на фоне осложнения процесса слияния Газпрома с Роснефтью.

На этой неделе (16 февраля) инвесторы ждут выступление главы ФРС США с полугодовым докладом по экономике и монетарной политике перед банковским комитетом Сената США. В своей речи А. Гринспен может высказать свое отношение к экономическому росту и главное, обозначить акценты по поводу дальнейшего повышения процентных ставок в США. Поэтому, до этого момента рынок облигаций США и облигаций emerging markets останется в боковом тренде.

С начала года мы рекомендовали инвесторам держать в основном нехеджированные длинные позиции в еврооблигациях РФ (мы ждали заметного сужения странового спрэда РФ и стабильную конъюнктуру рынка US Treasuries). Но после того, как доходность US Treasuries резко упала, а наши ожидания по заметному сужению странового спрэда 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.

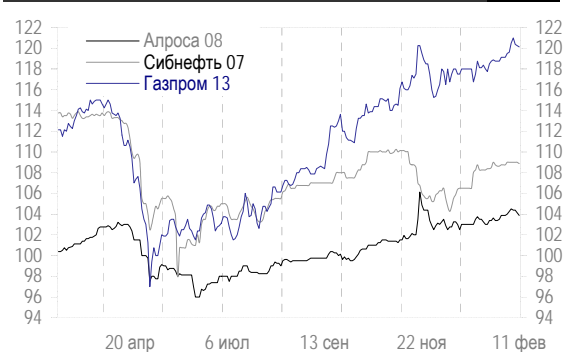
Доходности US Treasuries, %



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 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.

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.

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



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 Денис Гусев	(+7 095) 795 25 21 (+7 095) 795 25 21	bond_research@mdmbank.com 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.