

**Совет Федерации РФ** одобрил проект федерального бюджета на 2005 год. В проекте бюджета-2005 доходы утверждены в сумме 3.326 трлн руб (17.8% ВВП), расходы – 3.048 трлн руб (16.3% ВВП). Профицит бюджета установлен в размере 278.1 млрд руб (1.5% ВВП). Объем ВВП оценивается в сумме 18.720 трлн руб.

**Минэкономразвития РФ** снизило прогноз роста ВВП РФ на 2005 год до 5.8% с 6.3%, прогноз инфляции на 2005 год в программе остался неизменным – 7.5-8.5%.

**Заместитель министра экономического развития Андрей Шаронов** заявил, что налоговая "презумпция вины" может замедлить рост ВВП РФ до 3-4% в 05г. Оценка МЭРТ на 2004 год недавно была снижена до 6.7%, а прогноз МЭРТ на 2005 год снижен до 5.8% с 6.3% ранее.

**Министр финансов России Кудрин** заявил, что использование средств Стабилизационного фонда на погашение внешнего долга позволит сэкономить миллиарды долларов. Кудрин отметил, что при погашении \$10 млрд внешнего долга экономия на процентах ежегодно составит порядка \$700 млн.

**Внешторгбанк** планирует выпустить на этой неделе еврооблигации с плавающей ставкой на общую сумму \$200-300 млн со сроком обращения 18 месяцев. Ориентировочная доходность бумаг - трехмесячный LIBOR плюс 140-150 базисных пунктов.

**Ленинградская область** до конца 2004 г проведет частичное размещение облигационного займа со сроком обращения 10 лет. Совокупный объем выпуска может составить 1.3 млрд руб. Размещение займа пройдет на условиях закрытой подписки на внебиржевом рынке.

**Казахский банк АО "Банк ТуранАлем"** планирует в марте-апреле 2005 г выпустить рублевые облигации на российском рынке в объеме до 10 млрд руб. Срок обращения облигаций составит до 7 лет, по выпуску будут предусмотрены оферты скорее всего с возможностью досрочного погашения через 3 и 5 лет. Облигации будут размещаться траншами. Эмитентом выступит 100% дочерняя российская компания банка - ООО "Тураналем Финанс", которая уже выпускала на российском рынке векселя банка. 100% гарантия по выпуску облигаций будет предоставлена банком "Банк ТуранАлем", в состав акционеров которого входят крупнейшие международные финансовые институты: ЕБРР, Raiffeisen Zentralbank, МФК, Инвестиционная компания правительства Германии (DEG), Голландский банк развития (FMO).

**ФАС** в течение месяца примет решение по сделке по покупке компанией Total пакета акций нефтяной компании НОВАТЭК.

### Рублевые Облигации

Продолжение на стр 2.

### Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

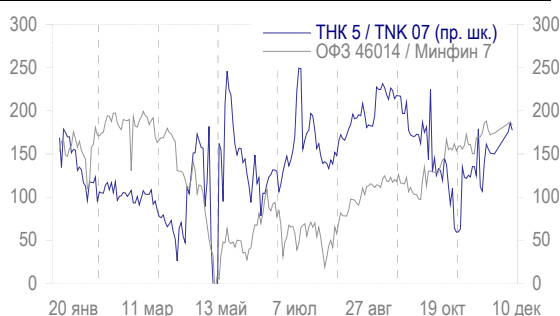
### Доходности индикативных облигаций, %



В пятницу падение котировок на рынке продолжилось, цены большинства ликвидных выпусков потеряли 0.5-1.5%, покупка на небольших объемах наблюдалась только в отдельных коротких выпусках 2-3 эшелона. Сохраняющиеся ликвидационные позиции на рынке акций и укрепление доллара продолжают оказывать негативное давление на рынок рублевого долга, хотя в отсутствие предложения на первичном рынке сохраняющийся уровень рублевой ликвидности может стать стимулом для осторожной покупки сильно подешевевших за последнюю неделю облигаций на вторичном рынке.

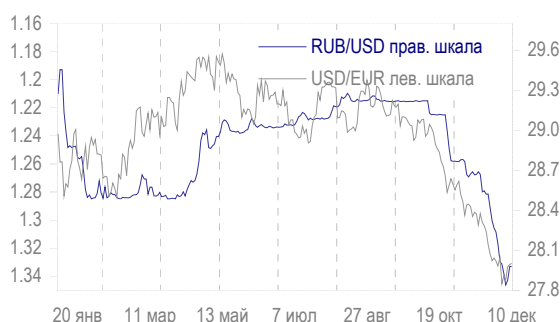
В секторе госбумаг кривая доходности длинных выпусков выросла на 4-5 б.п. до 7.7%-7.82%, основной оборот был сосредоточен в ОФЗ 46002 и ОФЗ 46003, по остальным выпускам изменение котировок носило индикативный характер.

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



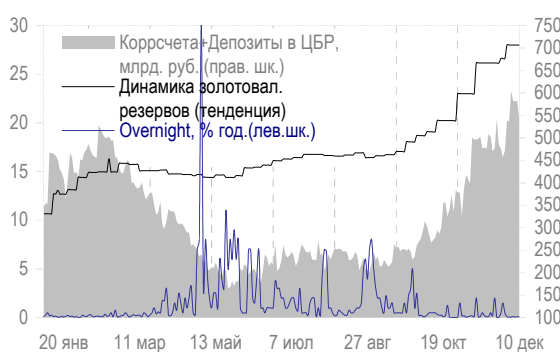
В секторе облигаций Москвы наиболее ликвидным выпуском стал 31-ый выпуск, котировки которого потеряли 0.7%, а спрэд к ОФЗ расширился до 177 б.п. Общее падение цен в секторе составило 0.3-0.8%. Спрэд длинных выпусков Москвы vs кривой доходности ОФЗ расширился еще на 5 б.п. до 34-54 б.п. В силу того, что эффективность рынка NDF сохраняется на горизонте инвестирования порядка 1 года, относительно устойчивыми позициями сейчас обладают короткие и среднесрочные выпуски Москвы, которые дают привлекательную валютную доходность для нерезидентов. В секторе корпоративных «фишек» падение котировок составило 0.2-0.7%, среди остальных корпоративных выпусков падение цен достигало 1.5%. Аутсайдером на рынке продолжают оставаться облигации ВымпелКома, по которым наблюдаются панические продажи после предъявления налоговых претензий.

### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR

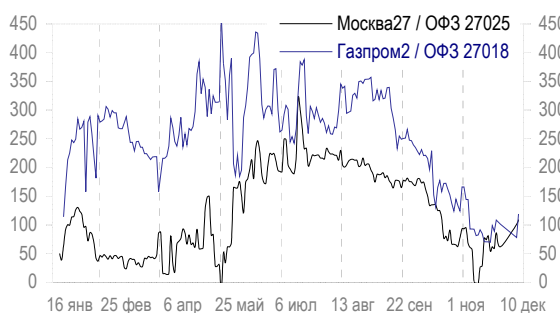


Основную опасность для рынка сейчас представляют динамика курса доллара и продолжающееся падение цен на нефть, которые и могут вызвать реальное ухудшение конъюнктуры рынка. В стране явно ощущается большое количество спекулятивного капитала, которое в перспективе может еще увеличиться, так как шансы на получение инвестиционного рейтинга от S&P оцениваются рынком достаточно высоко. До тех пор, пока не случится серьезного ухудшения конъюнктуры рынка внешнего долга и очевидного отказа США от неявной политики слабости доллара относительно ведущих мировых валют, давление на рынок рублевых облигаций избыточного капитала будет сохраняться. Тем не менее, мы начинаем смотреть на перспективы рынка рублевого долга с большей долей пессимизма. Минимальный уровень ставок на рынке делает его заложником спекулятивного спроса нерезидентов, которые ориентируются на динамику валютных курсов и уровень мировых ставок. Перспективы дальнейшего ослабления доллара на мировом рынке не столь очевидны, как это может показаться. Потенциал сужения спреда российских еврооблигаций vs US Treasuries достаточно большой, но мы не исключаем того, что при этом будет происходить общий рост уровня доходности за счет роста доходности US Treasuries.

### Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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



### ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

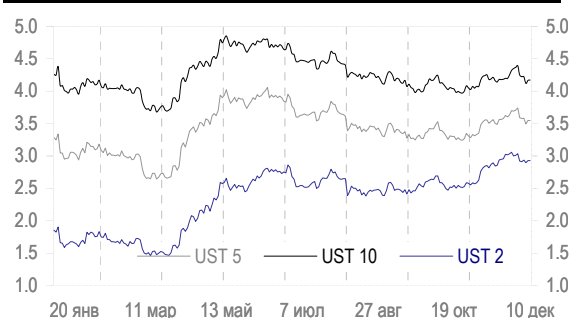
*Стоит обратить внимание на неэффективное (несправедливое) ценообразование в рублевых облигациях Русского Стандарта и ЕвразХолдинга. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Несправедливое ценообразование на рынке рублевых облигаций...некоторые российские эмитенты по разному оцениваются международными и российскими инвесторами. Рекомендация – Покупать рублевые облигации ЕвразХолдинга и Банка Русский Стандарта» от 4 октября 2004 г.*

*Облигации АИЖК де-юре являются корпоративными облигациями, однако де-факто несут в себе суверенный риск России благодаря наличию полной гарантии по купонам и основной сумме со стороны Минфина РФ. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Облигации АИЖК: Самые недооцененные облигации на рынке...и огромный потенциал для роста. Рекомендация – Агрессивно Покупать» от 13 сентября 2004 г.*

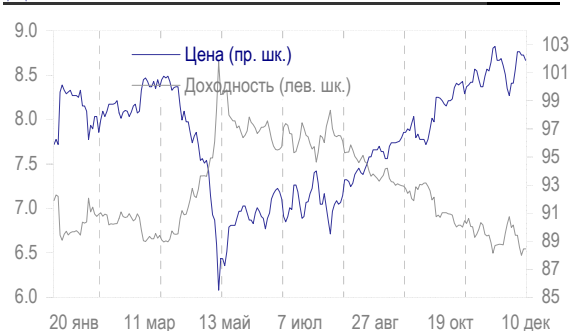
### Спрэды EMBI+, б.п.



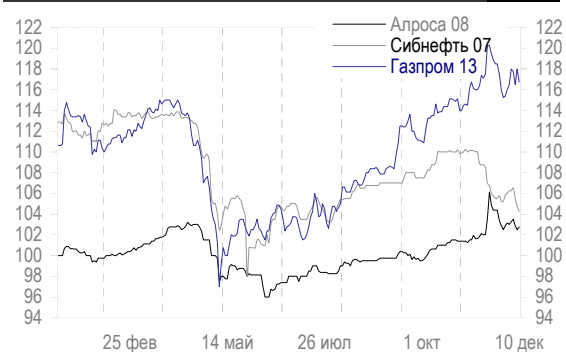
### Доходности US Treasuries, %



### Динамика цены и доходности Россия-30



### Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



В последние дни рынок еврооблигаций РФ движется лишь одним фактором – «делом Вымпелкома». Инвесторы достаточно негативно восприняли претензии к Вымпелкому, восприняв их как новый сигнал нападок властей на бизнес. На этом фоне достаточно серьезно упали корпоративные еврооблигации РФ, которые упали на 2-4% за несколько дней, а бумаги «опального» Вымпелкома потеряли до 5-7%. Суверенные еврооблигации РФ оставались относительно стабильными, но и они показали падение на 1/2-1 п.п., а спрэды к US Treasuries выросли на 15-20 б.п. за несколько дней. Рынок US Treasuries все это время показывал тенденцию на снижение доходности, однако это не влияло на российские еврооблигации.

Сегодня рынок открылся несколько выше – инвесторы начали закрытие коротких позиций и возобновили прямые покупки подешевевших бумаг. Россия-30 подросла до 102.375 (101.750 в пятницу). Лучше рынка держатся околосударственные эмитенты – Газпром и Алроса. Появилась покупка в сильно подешевевших евробондах Вымпелкома.

Сегодня рынок ждет решения ФРС США по процентным ставкам – заседание комитета состоится вечером. Подавляющее большинство экспертов ждут очередного повышения ставки еще на 25 б.п. Однако основное внимание инвесторов приковано к формулировке данного решения и прогноза ФРС по состоянию экономики и динамике процентных ставок (bias)

В свете последних событий мы не меняем своего взгляда на рынок суверенных еврооблигаций РФ и ожидаем сужения спреда по Россия-30 до 200 б.п. в начале 2005 г. Однако, мы советуем инвесторам избегать корпоративных еврооблигаций РФ за исключением бумаг Газпрома.

## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

На фоне выросшего Евраз-06, еврооблигации Евраз-09 стали выглядеть достаточно дешево. Поэтому, мы считаем, что Евраз-09 привлекателен для покупки и сужение спреда Евраз-09 / Евраз-06 может составить 50-100 б.п., что означает опережающий рост цены Евраз-09 против Евраз-06 на 2-4 %.

В настоящий момент с позиции расширившегося спреда еврооблигаций РФ к UST и другим EMD мы рекомендуем покупку облигаций РФ на провалах цен. Мы остаемся позитивно настроенными по отношению к еврооблигациям РФ за счет дальнейшего сужения спреда. Стоит отметить немаловажный факт, что сумма золотовалютных резервов ЦБ РФ (\$90 млрд.) и стабилизационного фонда Минфина РФ (около \$15 млрд.) сейчас равны 100% внешнего долга России, т.е. чистый внешний долг страны равен нулю. Уже через год резервы+стаб. фонд будут закрывать 120% внешнего долга страны. А для страны с такими долговыми показателями спред ее облигаций к UST на уровне выше 300 б.п. очень высок. Поэтому, мы считаем, что уже в ближайший месяц спред Россия-30 к UST сузится до 300 б.п. и до 250 б.п. в ближайшие 3-6 мес. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Россия Подешевела... Еврооблигации РФ заметно подешевели относительно облигаций других Emerging Markets. Рекомендация – Лучшие Рынка» от 27 июля 2004 г.

<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	(+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.