

Среднемесячный реальный эффективный курс рубля в январе-мае 2005 г. вырос на 7.5% по сравнению с декабрем 2004 г. Среднемесячный реальный курс рубля к доллару США за тот же период увеличился на 4.1%, к евро - на 11.3%.

Объем интервенций ЦБ РФ на валютном рынке в мае 2005 г. по сравнению с апрелем сократился благодаря бивалютной корзине на 30% до \$4.27 млрд. ЦБР повысил долю евро в составе бивалютной корзины до 0.3 евро/\$0.7 с 16 мая.

ЦБ РФ проведет 15 июня 2005 г. на аукцион по размещению дополнительного выпуска облигаций Банка России (ОБР) серии 03 на общую сумму 100 млрд. руб. Дата обратного выкупа ОБР-3 - 15 декабря 2005 года. Оплата ОБР-3 на аукционе может осуществляться за счет средств, полученных от продажи ОБР-1 и ОБР-2 Банку России в тот же день.

Ставка первого купона по 4-летн. облигациям ОАО "НутрИнвестХолдинг" определена в ходе вчерашнего аукциона в размере 12% годовых. Эффективная доходность выпуска к ofercie через 1 год составила 12.55% годовых. Выпуск был размещен в объеме 1.2 млрд. руб. ОАО "НутрИнвестХолдинг" входит в Группу "Нутритек" и является производителем детского питания и молочных продуктов. Поручителями по займу выступают ОАО "Нутринвест", ЗАО "ТК "Нутритек", ОАО "Ярославский хладокомбинат", ЗАО "Компания "Нутритек". Группа "Нутритек" основана в 1990 г и является одним из крупнейших российских производителей продуктов питания. Приоритетным направлением работы компании является производство детского, специализированного и лечебного питания, а также молочной продукции.

Альфа-Банк планирует разместить 15 июня 2005 г выпуск 3-летн. еврооблигаций на сумму \$200 млн. под доходность 7.7% годовых. Данный выпуск еврооблигаций Альфа-банка является 3-м траншем программы среднесрочных нот - Medium Term Notes (MTN), общая сумма которой составляет \$1 млрд.

Концерн Ижмаш утвердил 21 июня в качестве даты начала размещения 2-го выпуска 3-летн. облигаций на сумму 1 млрд. руб. Предусмотрена offerта через 1.5 года. В июне 2004 года концерн Ижмаш погасил дебютный выпуск облигаций на 600 млн. руб. Компании группы ОАО Концерн Ижмаш в основном специализируются на производстве продукции военного назначения.

### **Рублёвые Облигации**

Продолжение на стр 2.

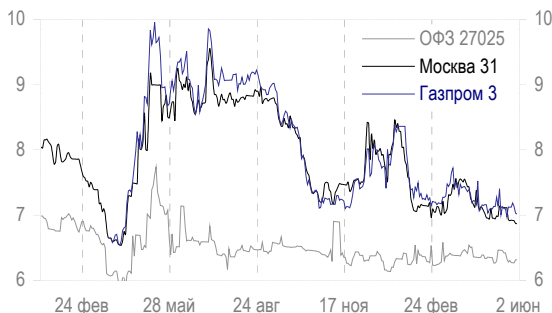
### **Валютные Облигации**

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, опубликовывать, переводить на другие языки, распространять и совершать любые другие действия.

### Доходности индикативных облигаций, %



Хроническое и заметное падение курса рубля к доллару практически на ежедневной основе уже на протяжении 1.5 мес. наконец-то переполнило чашу терпения инвесторов на рынке рублевых облигаций. Если еще вчера мы констатировали, что рынок стойко переживает падение рубля, то уже вчера во второй половине дня и сегодня утром тенденция на рынке резко сменилась. Продажи приобрели агрессивный характер, а покупатели так же неожиданно исчезли, что спровоцировало достаточно серьезное снижение цен высоколиквидных и высоконадежных облигаций вчера-сегодня.

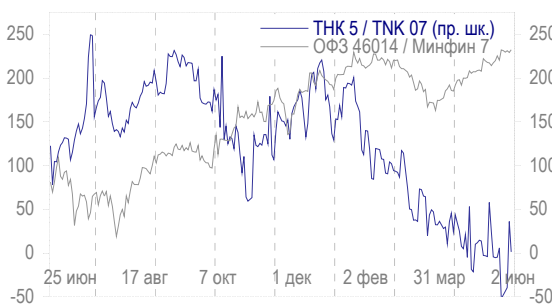
Устойчивый рост доллара привел к тому, что значительная часть рублевых средств была переведена в доллары и рублевая ликвидность банковской системы постепенно ухудшается, а мини-кризисы ликвидности на денежном рынке явно участились. Так, вчера сегодня ставки overnight вновь взлетели до 4-7% годовых. Аналогичная ситуация была около 3 недель назад. Если предыдущие недели рынок не реагировал на легкие дефициты ликвидности и падения курса рубля (ожидалось, что все-таки ослабление рубля носит временный характер), то вчера рынок впал в пессимизм.

Ликвидные облигации Москвы и первого эшелона корп. облигаций вчера упали на 0.2-0.5%. Особенно пострадали длинные бумаги, бывшие лидерами роста в последние недели. Газпром-4, торговавшийся в прошлую пятницу по 101.95, вчера упал уже до 101.65, а сегодня уже до 101.10-101.20. Доходность вернулась выше 8% годовых. Москва-39 упала до 103.50 со 104.70 2 дня назад.

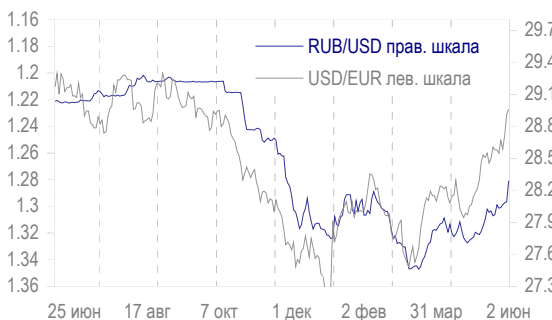
Во втором же эшелоне ликвидность упала и явных продаж нет. Инвесторы в этом сегменте предпочитают сидеть на текущей доходности.

В целом, вероятнее всего, рынок должен стабилизироваться на текущих уровнях и продолжит "коридорное движение" в оставшиеся месяцы лета. Мы уже писали, что скорее всего, сложившиеся уровни доходности на рынке сохранятся летом, а рынок будет двигаться в коридоре по доходности +/- 50 б.п.

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



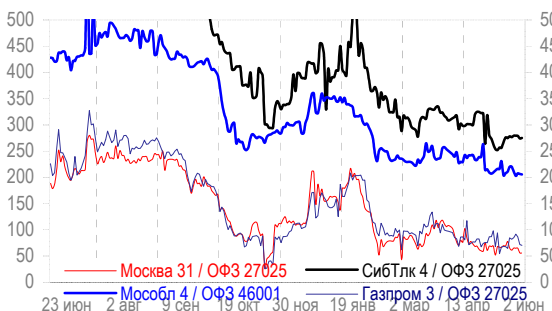
### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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



## 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 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.



Рынок US Treasuries нацелен, скорее всего, на падение цен и рост доходности - именно такое заключение можно сделать исходя из последнего поведения рынка. Вчера вновь вышли данные по экономике США, которые однозначно играли в пользу снижения доходности UST, однако вновь, несмотря на это рынок в итоге упал. Собственно, мы ожидали именно такой сценарий, когда 1.5 недели назад предположили (при доходности 10Y UST на уровне 3.90% годовых), что при любых данных по PayRolls доходность на рынке UST вырастет в перспективе до 4.0-4.1% годовых.

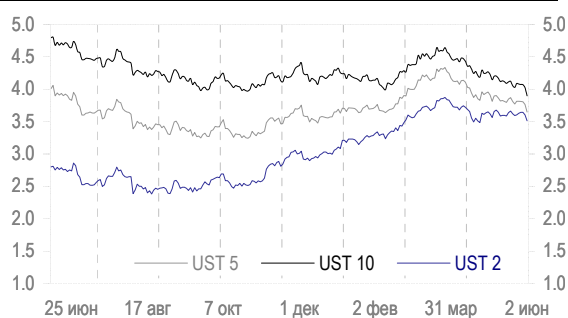
Так, вчера данные по PPI и Retail Sales оказались очень слабыми - PPI упал в мае на 0.6% (ждали -0.2%), а Retail Sales упали на 0.5% при ожиданиях падения только на 0.2%. Доходность 10Y UST после этого упала с 4.10 до 4.05% годовых, однако в дальнейшем выросла до нового локального максимума 4.13% годовых.

В итоге, еврооблигации РФ так же упали. Спрэд при этом остался на историческом минимуме. Россия-30 упала до 110.00, спрэд 167-168 б.п. Сегодня уровни цен сохранились. Россия-30 открывшись по 109.875 к обеду выросла до 110.00.

Сегодня ожидается новая порция американской статистики - CPI, Industrial Production, Capacity Utilization, Empire Manufacturing и т.д. Как отреагирует на эти данные рынок US Treasuries предположить трудно исходя из опыта последних дней, когда интерпретация инвестрами данных по экономике США носила "нелогичный" характер.

Однако, очень вероятно, что при любых движениях рынка US Treasuries российский спрэд продолжит сужаться.

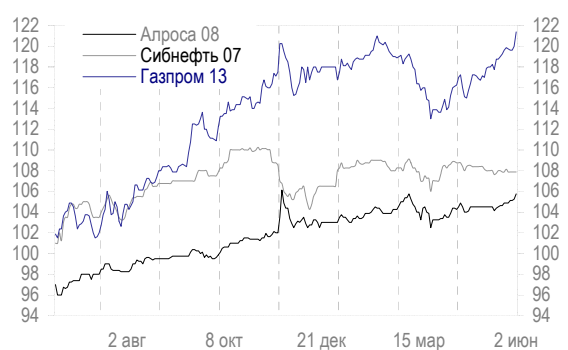
### Доходности US Treasuries, %



### Динамика цены и доходности Россия-30



### Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

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

*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<br>(+7 095) 795-2521 / (+7 095) 960-2250 | <a href="http://invest.mdmbank.ru/">http://invest.mdmbank.ru/</a> |  |
| <b>Reuters</b>        | <b>MDMB</b>   |   |  |
| <b>Bloomberg</b>      | <b>MDMG</b>   |   |  |

**Заместитель Председателя Правления  
Инвестиционный блок**

**Алексей Панферов**

|  |   |  |  |
|--|---|--|--|
| <b>Клиентские<br/>продажи и<br/>торговля<br/>долговыми<br/>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> | Николай Богатый | (+7 095) 795 25 21 | <a href="mailto:Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com">Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com</a> |
|-------------------------------------|-----------------|--------------------|--|

|                               |                |                    |  |
|-------------------------------|----------------|--------------------|--|
| <b>Анализ рынка облигаций</b> | Артур Аракелян | (+7 095) 795 25 21 | <a href="mailto:arakelyan@mdmbank.com">arakelyan@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.