

Глава Минфина Алексей Кудрин заявил, что из-за высоких цен на нефть профицит федерального бюджета в 2005 году может превысить 7-8% ВВП, а рост реального эффективного курса рубля может достигнуть по итогам года 10%. Ранее Минфин прогнозировал профицит на уровне 6.9%. Текущий прогноз Минфина на 2006 год – 3.2% ВВП. Кудрин отметил, что в 2006 году рост реального эффективного курса рубля не должен превысить 4.5-6%. Кудрин отметил, что "укрепление рубля - это некомфортная мера, и мы должны принять дополнительные меры по сдерживанию укрепления рубля". По оценкам Минфина, федеральный бюджет в 2006 году вырастет больше, чем на 25%, непроцентные расходы увеличиваются на 800 млрд рублей по сравнению с этим годом, в том числе 324 млрд руб будет потрачено дополнительно на соцрасходы в связи с повышением цены отсечения в стабфонд с \$20 до \$27. Доходы бюджета определены в размере 5.046 трлн руб (20.7% ВВП), расходы – 4.270 трлн руб (17.5% ВВП), профицит – 776.0 млрд руб (3.2% ВВП). Бюджет рассчитан исходя из прогноза среднегодовой цены на нефть Urals \$40 за баррель, объема ВВП – 24.380 трлн руб при темпах роста 5.8% за год. Инфляция в РФ в 2006 году запланирована на уровне 7.5-8%, среднегодовой курс рубля к доллару США установлен в размере 28.6 руб за \$1.

Внешторгбанк разместил FRN на сумму \$1 млрд сроком обращения 21 месяц ставку купона трехмесячный LIBOR+0.75% годовых.

Компания Нижнекамскнефтехим планирует разместить в конце этой или начале следующей недели еврооблигации на сумму \$200 миллионов со сроком обращения пять лет под доходность порядка 8.5% годовых.

ОАО ЮТК разместило четвертый выпуск 4-летних амортизируемых облигаций на аукционе на сумму 4.38 млрд руб при эмиссии в 5 млрд руб, ставка купонного дохода на первый год обращения была определена на уровне 10.5% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 10.6% годовых.

Компания Севкабель-Финанс разместила второй выпуск 3-летних облигаций на сумму 1 млрд руб, ставка купонного дохода на первый год обращения была определена на конкурсе в размере 11.5% годовых, что соответствует доходности к оферте на уровне 12.01% годовых.

Средневзвешенная доходность на аукционе дополнительного выпуска ОФЗ-46018 составила 6.94% годовых, объем размещения по номиналу – 8 млрд руб.

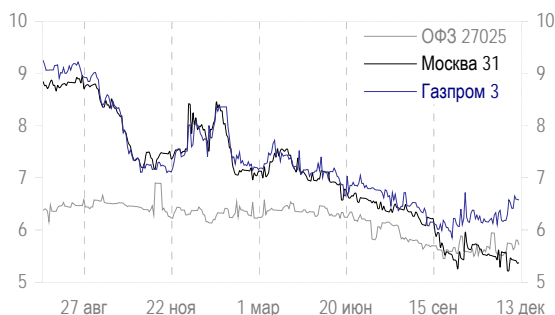
[Рублёвые облигации](#)

Продолжение на стр 2.

[Валютные Облигации](#)

Продолжение на стр 3.

Доходности индикативных облигаций, %

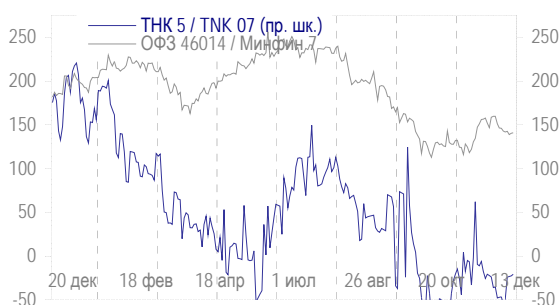


Аукционы вчера прошли без особого ажиотажа по верхним границам, озвученным организаторами. Наиболее удачным, вероятней всего, стоит признать аукцион по размещению ОФЗ 46018, где Минфин привлек весь запланированный объем при относительно небольшой премии ко вторичному рынку.

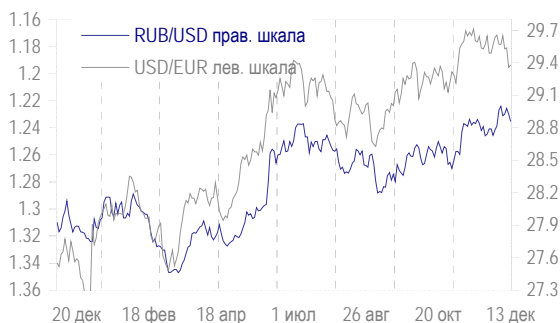
На этом фоне, на вторичном рынке бумаги торговались без какого-либо тренда, активность торгов была достаточно низкой. Котировки большинства выпусков показали смешанное изменение в пределах 0.1-0.3%. По отдельным выпускам второго-третьего наблюдались точечные покупки. Среди наиболее активно торговавшихся выпусков можно выделить уже обращающиеся облигации ЮТК-2 и ЮТК-3, котировки которых выросли в пределах 0.1%. Бумаги торгуются под доходность к офертам в феврале и апреле порядка 9.3-9.8% годовых, что делает выпуски достаточно привлекательными на фоне снизившихся рисков рефинансирования после прошедшего аукциона.

Сегодня на рынке будет размещаться 1.5-летний выпуск РЖД на 10 млрд руб, который, с большой долей вероятности, разместится под озвученную ранее доходность в 6.7% годовых. Кроме того, на сегодня запланирован аукцион по размещению ОБР-3 на сумму порядка 130 млрд руб при одновременном выкупе по оферте бумаг на сумму порядка 80 млрд руб.

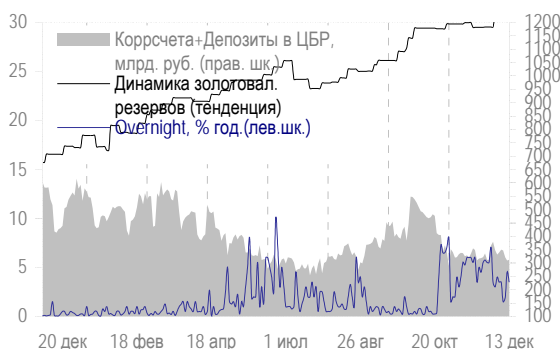
Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



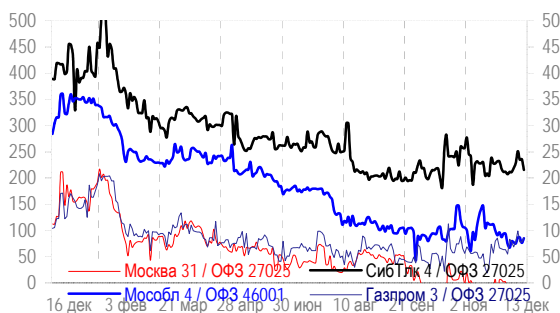
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



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



ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы не видим особых угроз для рынка рублевого долга в среднесрочной перспективе. Очередное увеличение госрасходов вместе с рекордными ценами на нефть позволяют прогнозировать если не увеличение уровня избыточной рублевой ликвидности в среднесрочной перспективе, то сохранения его на приемлемом уровне. Кроме того, мы считаем, что сейчас взаимосвязь рублевого рынка и рынков базовых активов работает только в одностороннем порядке – рынок рублевого долга растет при благоприятной конъюнктуре рынков базовых активов, практически игнорируя ухудшение конъюнктуры последних. По нашему мнению, это объясняется возросшей долей российских инвесторов в первом эшелоне, которые в меньшей степени склонны к активным спекулятивным/арбитражным операциям между рынками.

В силу этого, мы рекомендуем наращивать позиции в длинных выпусках при локальных продажах бумаг. Вероятней всего, рынок в ближайшие несколько дней будет достаточно волатильным, но в более долгосрочной перспективе можно ожидать дальнейшего снижения доходности ОФЗ.

Отдельно стоит отметить выпуск ОФЗ 46005. Длина (12 лет) и отсутствие купонов (простая, а не эффективная доходность к погашению) делает этот выпуск привлекательным и для стратегических инвесторов с длинными пассивами, которым необходимо минимизировать риск реинвестирования (амортизация/купоны), и для спекулятивно настроенных инвесторов. При стабильном или растущем рынке (что нам представляется наиболее вероятным развитием ситуации) кривая доходности длинных госбумаг в дальнем конце кривой доходности будет иметь плоский вид. Мы рекомендуем ОФЗ 46005 к спекулятивной покупке.

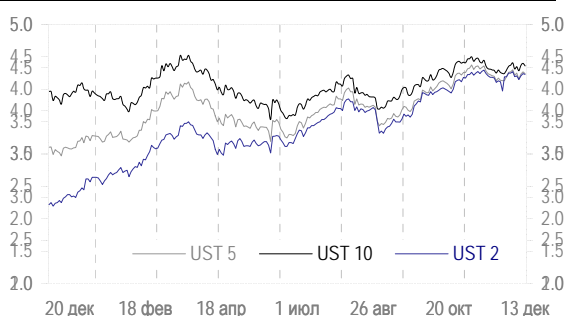
Спрэды EMBI+, б.п.



Вслед за уже не столь жесткими комментариями ФРС США относительно будущего роста процентных ставок, в чем инвесторы усмотрели признак скорого окончания цикла роста процентных ставок в США, рынок US Trus начал раллироваться. Сразу после заседания FOMC доходность 10Y UST упала с 4.54% до 4.49% годовых и к вчерашнему закрытию снизилась до 4.43% годовых.

На этом фоне еврооблигации РФ так же неплохо выросли. Россия-30 вчера закрылась по 112.000 (+5/8 п.п.), а спрэд сузился до 115 б.п. (-2 б.п.). Сегодня Россия-30 подросла до 112-125-112.250, сохранив спрэд на уровне 115 б.п.

Доходности US Treasuries, %

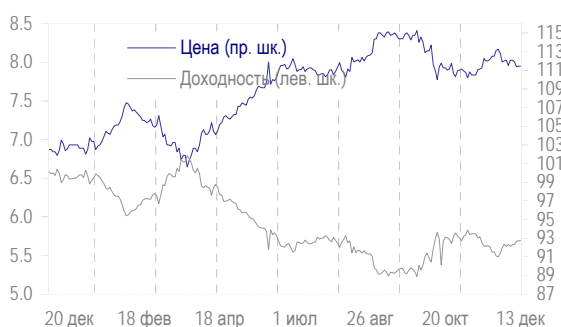


В корпоративных еврооблигациях РФ при этом затишье и цены выросли не столь заметно, за исключением ВТБ-35 (+3/4 п.п.). Большое давление на вторичный рынок корпоративных еврооблигаций РФ сейчас оказывает возросшее предложение на первичном рынке.

До конца года при невысокой активности мы ждем сохранения растущего тренда на рынке US Trus и еврооблигаций РФ.

Мы продолжаем считать, что отметка в 4.60% годовых по доходности 10Y UST останется мощным уровнем сопротивления для роста доходности и доходность в среднесрочной перспективе будет снижаться на ожиданиях того, что ФРС США все-таки близка к завершению цикла роста процентных ставок.

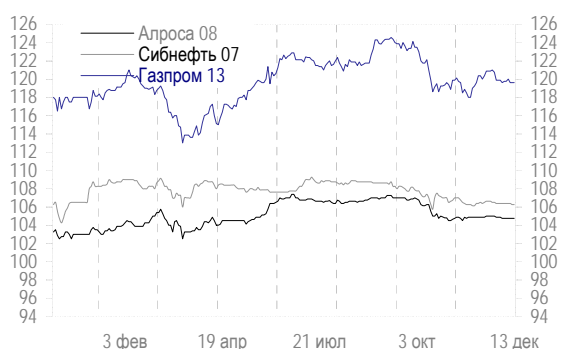
Динамика цены и доходности Россия-30



Мы сохраняем позитивный взгляд на рынок еврооблигаций РФ и советуем держать длинные позиции. В среднесрочной перспективе (до января-февраля 2006 г.) мы ждем продолжения уверенного поступательного движения вверх цен еврооблигаций РФ, как за счет дальнейшего снижения доходности US Trus, так и за счет сужения российского спрэда.

Мы считаем, что через 12 мес. доходность 10Y UST снизится до уровня 3.90-4.10% годовых, а спрэд еврооблигаций Россия-30 к US Trus сузится до 70-80 б.п. При этом сценарии Россия-30 достигнет отметки 120.000.

Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



Мы рекомендуем покупать еврооблигации Евраз-2015, которые существенно недооценены относительно Северстали-2014. С учетом одинакового, по нашему мнению, кредитного риска спрэд Евраз-2015 / Северсталь-2014 на уровне около 60-70 б.п. мы считаем несправедливым. Тем более, что более короткая Северсталь-2009, наоборот торгуется с небольшой премией к Евраз-2009, что более адекватно отражает кредитные риски этих эмитентов.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

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	Виктор Моисеев	(+7 095) 795 25 21	Victor.Moiseev@mdmbank.com
	Николай Богатый		Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com
Анализ рынка облигаций	Артур Аракелян	(+7 095) 795 25 21	arakelyan@mdmbank.com
	Денис Гусев	(+7 095) 795 25 21	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.