

**Fitch** присвоило окончательный долгосрочный рейтинг "BB+" субординированным 10-летним нотам участия в кредите (LPN) Внешторгбанку на сумму \$750 млн.

**ООО МНПО Полиметалл** планирует выпустить CLN на \$70 млн в III квартале текущего года.

**СУЭК** рассматривает возможность выпуска в 2005 году облигационного займа на сумму до 3 млрд руб со сроком обращения 3-5 лет.

**Росбанк** планирует в 2005 году привлечь с международного рынка капитала до \$200 млн. По словам председателем правления Росбанка Александра Попова, банк может привлечь синдицированный кредит объемом до \$100 млн и выпустить еврооблигации. Попов отметил, что Росбане не планирует привлекать средства на внутреннем рынке за счет выпуска рублевых облигаций. Кроме того, по словам Попова, Росбанк не планирует наращивать выпуск еврооблигаций под обеспечение будущих денежных потоков по кредитным картам Visa и MasterCard.

**Moody's** подтвердило основной рейтинг B1 Северстали после объявления о планах группы приобрести 62% акций итальянской компании Lucchini за 430 млн евро. Прогноз рейтинга остался без изменений - стабильный. Основной необеспеченный рейтинг подтвержден на уровне B2, рейтинг еврооблигаций на сумму \$700 млн. также подтвержден на уровне B2.

### Рублевые Облигации

Продолжение на стр 2.

### Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

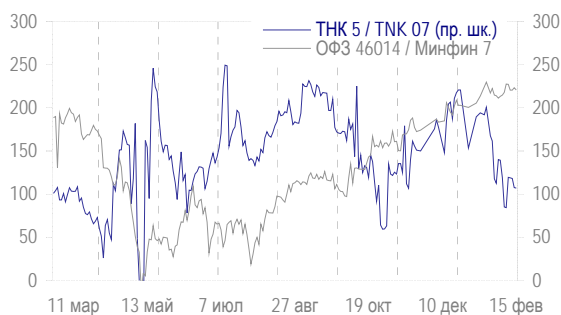
Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Настоящий документ основан на общедоступных источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. МДМ-Банк оставляет 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.

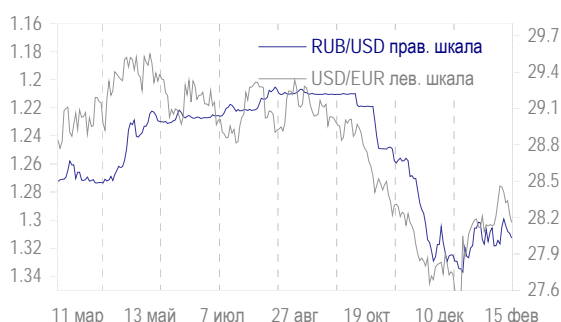
### Доходности индикативных облигаций, %



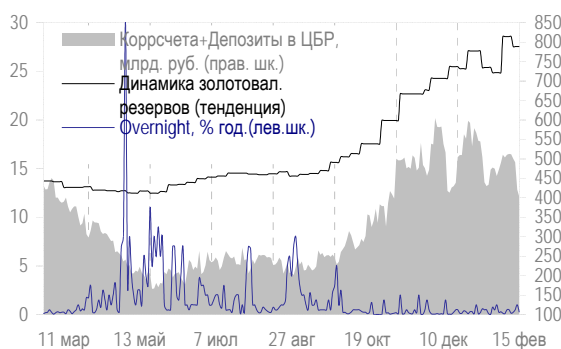
### Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



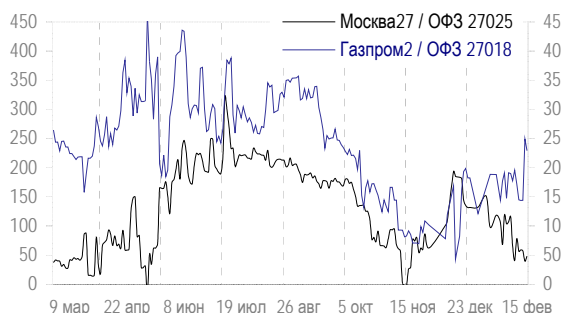
### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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



Во вторник активность инвесторов несколько возросла, что не привело к кардинальному изменению ситуации на рынке. Бумаги первого эшелона торговались без четко выраженного тренда, во втором эшелоне наблюдались выборочные покупки. В секторе госбумаг лидером по обороту стал ОФЗ 45001, котировки которого выросли на 0.08%. Продолжает достаточно активно торговаться близкий по дюрации к Газпром-4 ОФЗ 25057, котировки которого вчера выросли еще на 0.05%. Среди аутсайдеров рынка стоит отметить ОФЗ 46003, цена которого индикативно снизилась практически на 0.4%. Общий уровень кривой доходности длинных выпусков снизился на 4 б.п. до 7.56-7.95% годовых. В секторе облигаций Москвы лидерами роста стали близкие по дюрации к Газпром-4 облигации 38 и 41 выпусков, цены которых выросли на 0.2% и 0.1% соответственно. Сохраняется повышенная активность инвесторов в коротком 24-ом выпуске. Вчера комитет государственных заимствований города Москвы обнародовал результаты выкупа ряда бумаг (24, 28, 33 и 34 выпуски) со вторичного рынка за период с 9 февраля. Общий объем выкупа 24-го выпуска составил всего порядка 8% оборота, что означает, что спрос нерезидентов на рублевые бумаги (по крайней мере, в коротком отрезке кривой доходности) остается высоким. В секторе корпоративных «фишек» лидерами по обороту остаются облигации Газпрома, уровень доходности которых не изменился. По остальным бумагам торгов практически не было. Во втором эшелоне стоит отметить неплохую динамику высокодоходных телекомов (Смартс, ЮТК), облигаций САНОСа, банка Русский Стандарт, Росбанка и АИЖК-3.

Сегодня мы ожидаем позитивную динамику на рынке и не исключаем возможности размещения облигаций Газпром-4 на уровне кривой доходности Москвы, т.е. без премии ко вторичному рынку. Судя по всему, снижение ликвидности в банковской системе носило локальный характер, объем средств на корсчетах и депозитах сегодня практически вернулся на среднемесячный уровень, общий уровень ставок МБК остается относительно высоким (с утра о/п 0.5/1.5%), что, впрочем, не является критическим уровнем для рынка рублевого долга. На этом фоне курс рубля сегодня с утра пробил уровень 28 руб/\$, следуя за укреплением евро на внешнем рынке. Тем не менее, мы не считаем, что результаты аукциона по Газпром-4 смогут серьезно сдвинуть рынок с текущих уровней доходности. С одной стороны, возможный upside будет компенсирован фундаментально низким уровнем ставок рублевого рынка и узким спрэдом к стагнирующему сектору ОФЗ. С другой стороны, возможный downside компенсируется постоянно растущей рублевой ликвидностью и инвесторов. В силу этого, максимум, на что сейчас способен рынок – это краткосрочные спекулятивные движения в узком коридоре по доходности

### 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 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.



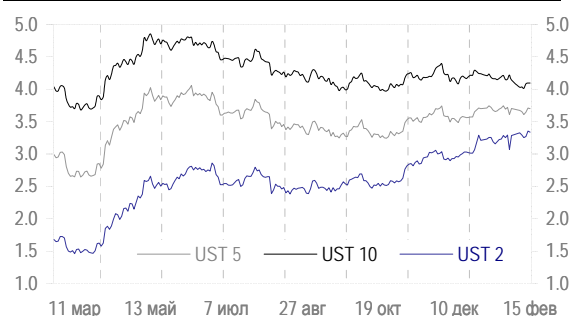
Вчерашние данные по экономике США вышли практически на уровне ожиданий, однако, снижение курса доллара и приближение речи главы ФРС США по экономической и монетарной политике сегодня вечером привели к дальнейшему росту доходности US Treasuries. Инвесторы гадают над тем, что скажет сегодня Гринспен и предпочитают пока быть в стороне от рынка, что выражается в крайне низкой ликвидности всего мирового рынка облигаций, включая emerging markets.

Еврооблигации РФ вслед за US Treasuries еще немного снизились. Россия-30 снизилась до 106.500-106.625. Спрэд вырос до 20-203. б.п.

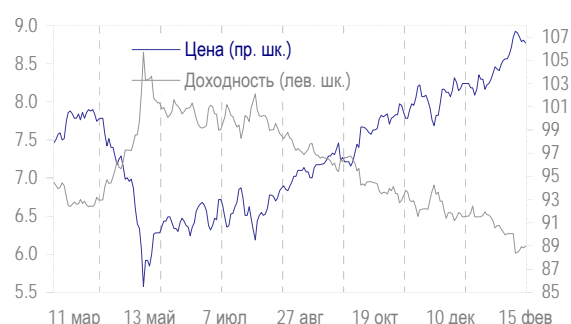
Корпоративные еврооблигации РФ упали на 3/8-1/2 п.п. вслед за суверенными бумагами.

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.

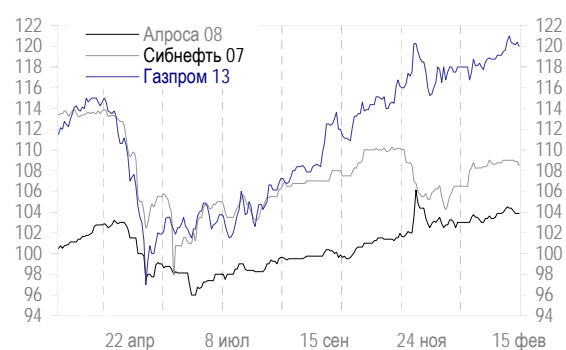
### Доходности US Treasuries, %



### 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 спредов к US Treasuries по итогам года. *Подробнее смотрите нашу Долговую Стратегию на 2005 г.*

*Покупать длинные еврооблигации РФ. Мы ждем сокращения спредов 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.*

**Адрес** 115172, г. Москва, Котельническая наб., д.33, стр.1.  
**Телефон / Факс** Инвестиционный департамент МДМ-Банка <http://invest.mdmbank.ru/>  
 (+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](mailto:sukhanov@mdmbank.com)

**Отдел продаж долговых инструментов**

Линаида Еремина (+7 095) 363 55 83 [bond\\_sales@mdmbank.com](mailto:bond_sales@mdmbank.com)  
[leremina@mdmbank.com](mailto:leremina@mdmbank.com)  
 Дмитрий Омельченко (+7 095) 363 55 84 [omelchenko2@mdmbank.com](mailto:omelchenko2@mdmbank.com)  
 Наталья Ермолицкая (+7 095) 960 22 56 [ermolitskaya@mdmbank.com](mailto:ermolitskaya@mdmbank.com)

**Отдел торговли долговыми инструментами**

Александр Никонов (+7 095) 795 25 21 **Reuters Code: MDMB**  
[nikonov@mdmbank.com](mailto:nikonov@mdmbank.com)  
 Александр Зубков (+7 095) 795 25 21 [alexZ@mdmbank.com](mailto:alexZ@mdmbank.com)  
 Евгений Лысенко (+7 095) 795 25 21 [lysenko@mdmbank.com](mailto:lysenko@mdmbank.com)

**Отдел РЕПО**

Алексей Базаров (+7 095) 795 25 21 [bazarov@mdmbank.com](mailto:bazarov@mdmbank.com)  
 Наталья Храброва (+7 095) 795 25 21 [hlabrova@mdmbank.com](mailto:hlabrova@mdmbank.com)

**Отдел кредитных  
 исследований**

Евгений Попов (+7 095) 795 25 21 [popovE@mdmbank.com](mailto:popovE@mdmbank.com)

**Анализ рынка  
 облигаций**

Артур Аракелян (+7 095) 795 25 21 [bond\\_research@mdmbank.com](mailto:bond_research@mdmbank.com)  
 Денис Гусев (+7 095) 795 25 21 [gusevD@mdmbank.com](mailto: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.