

**Размер денежной базы РФ в широком определении** на 1 марта 2005 года повысился до 2.266 трлн руб с 2.150 трлн руб на 1 февраля 2005.

**Россия** в марте погасит внешние долги на \$1.809 млрд. В частности, будет погашен основной долг перед странами-официальными кредиторами на \$85.85 млн, а также проценты по нему на \$46.85 млн. Кроме того, будет погашена задолженность перед международными финансовыми организациями на \$113.434 млн и проценты по ней на \$27.935 млн. По еврооблигациям Россия погасит основной госдолг на \$832.92 млн., процентов по нему будет выплачено на \$702.404 млн. По оценкам Минфина, на начало 2005 года внешний долг России составлял \$115 млрд, а средний уровень ставки по его обслуживанию колеблется в диапазоне 7-13%. В январе Россия досрочно погасила \$3.3-миллиардный долг перед Международным валютным фондом.

**Доходность** к выкупу 15 сентября 2005 по средневзвешенной цене на аукционе по размещению ОБР составила 3.8% годовых, объем размещения по номиналу составил 35.8 млрд руб при заявленном объеме в 98.5 млрд руб.

**Банк России** зарегистрировал дебютный выпуск 2-летних облигаций ОАО Сибкакадембанк объемом 470 млн руб. Балансовая прибыль Сибкакадембанка за 2004 г составила 287 млн руб, валюта баланса – 13.076 млрд руб, кредитный портфель – 6.057 млрд руб, в том числе кредиты населению составили 3.203 млрд руб. Объем привлеченных депозитов физических лиц составил 5.823 млрд руб. Европейскому банку реконструкции и развития принадлежит 25% плюс 1 акция в уставном капитале банка.

**Нижегородская область** планирует зарегистрировать второй выпуск рублевых облигаций в марте. По предварительным данным, в Минфин РФ поданы документы, предусматривающие два варианта размещения займа, — одновременно в полном объеме (2.5 млрд рублей) или двумя траншами (1 млрд рублей в первой половине года и 1,5 млрд рублей осенью 2005 года).

**Россельхозбанк** планирует выпустить еврооблигации, дополнительные параметры и сроки размещения будут объявлены позже.

**Санкт-Петербург** в 2005 г погасит задолженность перед Ленэнерго за 2002-2003 гг в размере 583.2 млн руб. Губернатор Санкт-Петербурга Валентина Матвиенко отметила, что за 2004 г у города с Ленэнерго "никаких проблем нет", и город "практически вышел без долгов". В 2004 г Санкт-Петербург погасил задолженность перед Ленэнерго за 2002 г в сумме 135.5 млн руб.

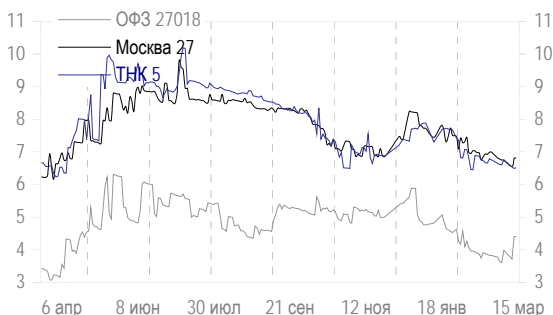
## [Рублёвые Облигации](#)

[Продолжение на стр 2.](#)

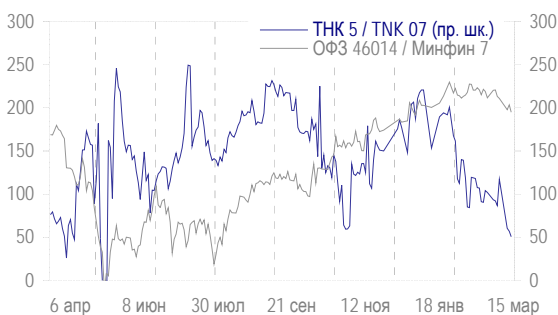
## [Валютные Облигации](#)

[Продолжение на стр 3.](#)

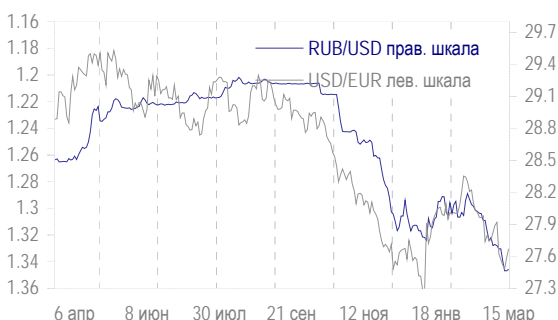
### Доходности индикативных облигаций, %



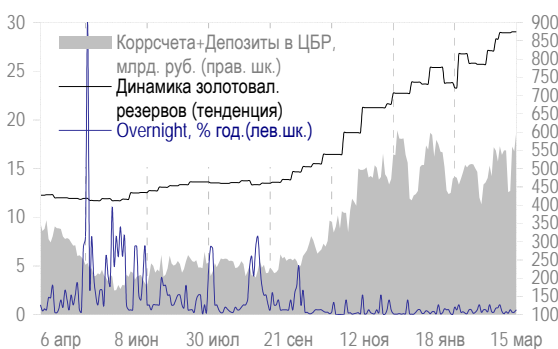
### Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



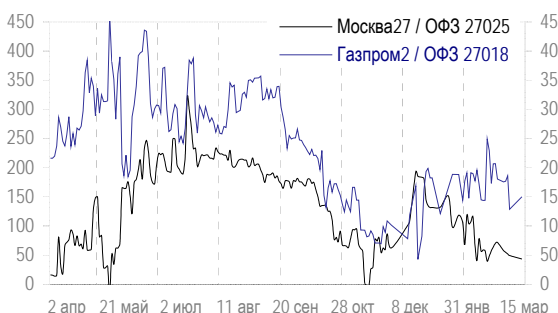
### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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



Вчера на рынке торги протекали достаточно вяло, явных лидеров и аутсайдеров не было, котировки большинства выпусков показали разнонаправленное движение в пределах 0.1-0.3%. В первом эшелоне динамику хуже рынка показали только облигации ОФЗ 46017 (benchmark для сегодняшнего аукциона по ОФЗ 46018), доходность которых выросла до 8.31% годовых. Общий уровень доходности длинных выпусков госбумаг расширился до уровня 7.52-8.31% годовых. Масштабного реинвестирования средств от погашения ОФЗ 26003 (объем порядка 1.25 млрд руб) на рынке госбумаг вчера не произошло. Вероятней всего, часть из этих средств зарезервирована для сегодняшнего аукциона по ОФЗ 46018. Вместе с сегодняшними купонными выплатами (порядка 5.4 млрд руб), общий «реинвестиционный» спрос может составить до 7 млрд руб при заявленном объеме по ОФЗ 46018 в 10 млрд руб. Минфин в первую очередь ориентируется не на спекулянтов, а на институциональных инвесторов, которые и доминируют на рынке госдолга. Кроме того, представители Минфина в неявном виде ориентируют рынок на доходность длинных выпусков по итогам года на уровне 7.5-8.6%. В силу этого, мы не ожидаем, что доходность на аукционе превысит уровня 8.6% годовых, тем более, что это соответствует текущему состоянию кривой доходности ОФЗ.

Более интересным нам представляются аукционы по досрочному выкупу облигаций Москвы 24, 28 и 34 – х выпусков. Не секрет, что основной спрос на короткие выпуски Москвы предъявляют спекулятивно настроенные нерезиденты, которые играют против доллара. Если город сможет договориться с инвесторами и выкупить существенную долю обращающихся выпусков, то самыми короткими на рынке станут 32 и 35 выпуски, которые имеют все шансы стать следующими претендентами на повышенный спрос нерезидентов. Однако в последнее время горизонт инвестирования нерезидентов увеличивается. Вероятней всего, что заменой коротким выпускам станут не 32 и 35 (купить большие объемы на рынке достаточно проблематично), а новые среднесрочные выпуски 36 и 42 серии, которые будут размещаться 30 марта.

### 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.*

*Мы рекомендуем покупать облигации ЛенЭнерго на рынке (цена 99.1%) и предъявлять их к досрочному погашению. При текущей рыночной цене доходность вложений на 3.5 мес. составит 13.5% годовых. В соответствии со статьей 6 закона «Об АО» крайний срок досрочного погашения обязательств реорганизуемой компанией составляет не более 60 дней после принятия решения о реорганизации. Решение о реорганизации ЛенЭнерго будет принято на внеочередном собрании акционеров 09 апреля 2005 г. (вероятность принятия решения мы оцениваем как 99%), поэтому владельцы облигаций могут погасить облигации ЛенЭнерго по 100% от номинала не позднее 08 июня 2005 г. Подробнее смотрите наш специализированный обзор «Облигации ЛенЭнерго – зарабатываем на реорганизации компании» от 24 февраля 2005 года.*

*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.



Sell-off на рынке облигаций emerging markets продолжается. Падение идет из-за продаж со стороны ряда фондов, сокращающих свои вложения в EMD в период роста процентных ставок.

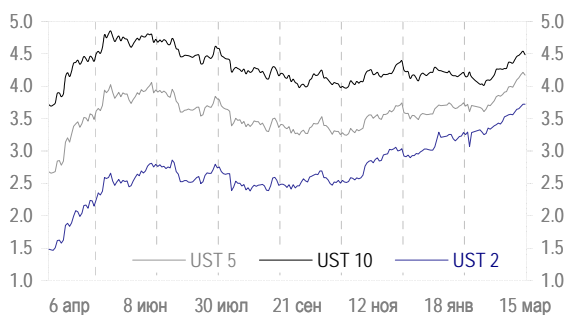
Если доходность 10Y US Treasuries вчера стабилизировалась вокруг отметки 4.47-4.52% годовых, то продажи еврооблигаций РФ сохранились. Россия-30 к концу дня упала до 103.000, а спрэд за счет некоторого снижения доходности 10Y UST вырос до 206 б.п.

Однако, уже вчера поздно в Нью-Йорке цена Россия-30 упала до нового минимума в этом году 102.375, а сегодня утром на панических продажах цена падала до 101.875. Спрэд расширился до 214 б.п. К обеду Россия-30 стабилизировалась около 102.250 при спрэде 208 б.п.

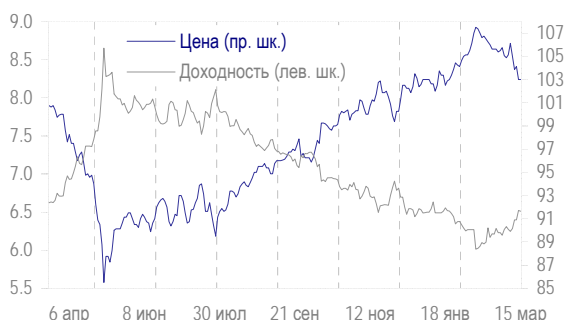
Мы расцениваем случившийся sell-off как хорошую возможность купить подешевевшие еврооблигации РФ. Мы считаем, что спрэд по Россия-30 достаточно быстро вернется на уровень ниже 200 б.п. и в дальнейшем сузится до 150 б.п. Блестящие фундаментальные и долговые показатели страны перевесят все риски и инвесторы достаточно быстро возобновят активные покупки еврооблигаций РФ.

Мы не меняем наш target по цене Россия-30 на конец года, который составляет около 105.125, а спрэд около 150 б.п. В этой связи мы рекомендуем покупать Россия-30 на текущих уровнях.

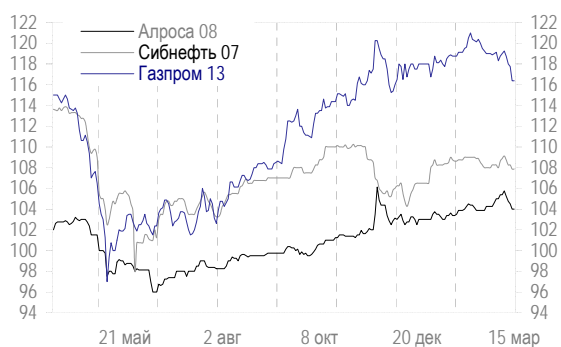
### Доходности US Treasuries, %



### Динамика цены и доходности Россия-30



### Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



## 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.*

**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**

<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.