

Золотовалютные резервы РФ снизились на 11 февраля до \$125.4 млрд с \$125.7 млрд на 4 февраля.

Правительство России планирует рассмотреть инвестиционную программу и финансовый план Газпрома на 2005 год на заседании 24 февраля. В соответствии с предыдущим проектом, объем инвестиций на 2005 год запланирован в сумме 212.6 млрд руб, в том числе капитальные вложения - 188 млрд руб, долгосрочные финансовые вложения – 24.6 млрд руб. Согласно проекту финансового плана, общая сумма доходов и поступлений в бюджет Газпрома запланирована в объеме 1.5 трлн руб, обязательств, расходов и инвестиций – 1.6 трлн руб, финансовых заимствований - 110 млрд руб.

Газпром в течение одного дня разместил 4-ый выпуск 5-летних облигаций на сумму 5 млрд руб, ставка фиксированного купонного дохода была определена на конкурсе на уровне 8.22% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 8.39% годовых. По словам организаторов выпуска, объем спроса на аукционе составил порядка 10.3 млрд руб.

Средневзвешенная доходность на аукционе ОФЗ 46017 составила 8.21% годовых, объем размещения по номиналу – 6.2 млрд руб при общем объеме выпуска 10 млрд руб. Дата окончательного погашения амортизируемого выпуска – август 2016 года, дюрация выпуска – порядка 7.2 лет.

Общий объем 2-го выпуска облигаций ЮТК, который инвесторы предъявили к оферте на досрочный выкуп составил 1.09 млрд руб при эмиссии в 1.5 млрд руб.

Уралсвязьинформ может разместить до конца первого квартала 2005 года пятый выпуск 3-летних облигаций на сумму 2 млрд руб.

ОАО Волга-Флот намерено выпустить в 2005 году облигации на 500 млн руб на реализацию инвестиционной программы.

Fitch присвоило окончательный рейтинг BB+ 10-летним еврооблигациям Сбербанка на \$1 млрд.

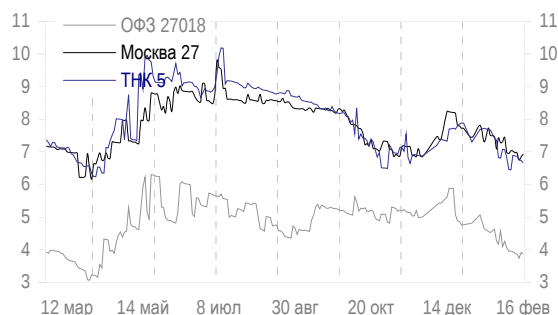
Рублевые Облигации

Продолжение на стр 2.

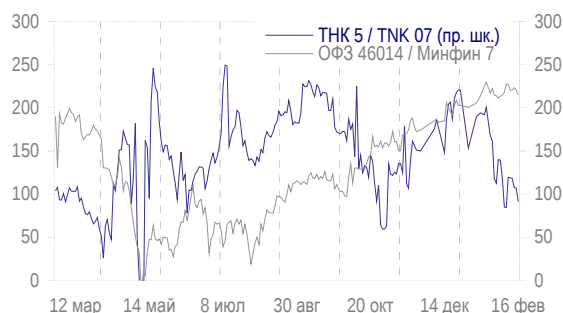
Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

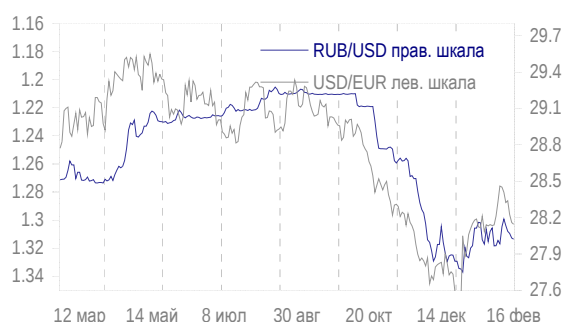
Доходности индикативных облигаций, %



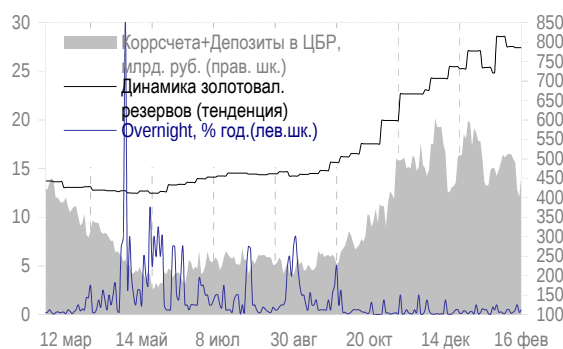
Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



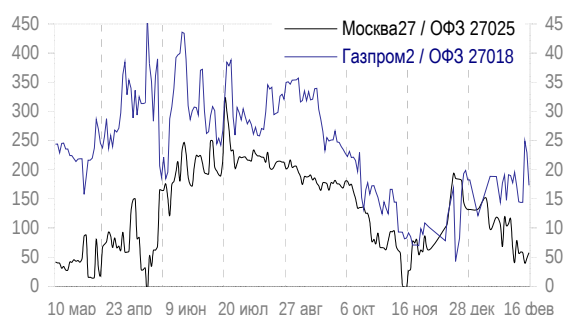
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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



Вчера на рынке преобладали неагрессивные продажи в секторе госбумаг и облигациях Москвы, конъюнктура рынка корпоративных выпусков практически не изменилась.

Аукцион по размещению облигаций Газпрома прошел с небольшой премией к кривой доходности облигаций Москвы (сопоставимой с премией по 3 и 5 выпускам к Москве), что, не повлияло на конъюнктуру вторичного рынка корпоративных выпусков. Стоит отметить одну особенность аукционов по облигациям Газпрома – с завидной постоянностью аукционная доходность идет в разрез (на 20-30 б.п.) с среднерыночными ожиданиями. Основной же причиной вчерашнего ухудшения конъюнктуры на рынке мы склонны считать аукцион по ОФЗ 46017, который не предвещал особых сюрпризов в силу практически плоского вида кривой доходности длинных выпусков. Результаты аукциона, когда выпуск разместился под доходность 8.21% при дюрации порядка 7.2 лет, заставили инвесторов задуматься. Наличие существенной премии уже само по себе необычно для Минфина, а доходность госбумаг сильно выше 8% - тем более. Минфин уже не раз показывал рынку, что не имеет самоцелью размещение бумаг под рыночную доходность. Тот факт, что объем размещения превысил необходимый уровень для признания аукциона состоявшимся (объем размещения превысил 62% по номиналу), говорит о том, что Минфин обладает достаточно негативным взглядом на движение ставок в будущем. На этом фоне первыми претендентами на рост доходности стали длинные выпуски ОФЗ и долгосрочные облигации Москвы, которые торгуются с минимальным спрэдом к госбумагам, что, собственно, и произошло.

В секторе госбумаг активность инвесторов была минимальной, котировки большинства активно торговавшихся выпусков индикативно снизились в пределах 0.1%, кривая доходности длинных выпусков выросла (за счет размещения ОФЗ 46017) до 7.52-8.21% годовых. Котировки облигаций Москвы вслед за котировками ОФЗ снизились на 0.1%, лидером по обороту стал 42-ой выпуск, по которому прошла одна сделка объемом почти 1 млрд руб. Судя по всему, часть нереализованного спроса после аукциона по Газпром-4 была реинвестирована в облигации Газпром-3 и Газпром-5, уровень котировок которых практически не изменился. Активность инвесторов в остальных корпоративных «фишках» была низкой. Во втором эшелоне продолжился неагрессивный рост котировок телекомов, облигаций ВБД и ТЧМ-2. Спросом пользовались и отдельные короткие выпуски третьего эшелона (НортгазФин, Волга). Основная же масса бумаг продолжает торговаться без четко выраженного ценового тренда на фоне минимальной активности инвесторов.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

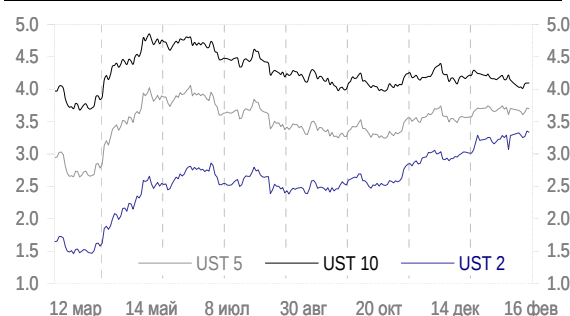
В целом, мы считаем, что 2005 г. будет неудачным на рынке рублевых облигаций. Мы ожидаем, что доходности рублевых облигаций вырастут к концу года минимум на 100-150 б.п., а доходы от инвестирования в рублевые облигации не превысят по итогам года 4-7%. Мы так же считаем, что рубль ослабнет в номинальном 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.

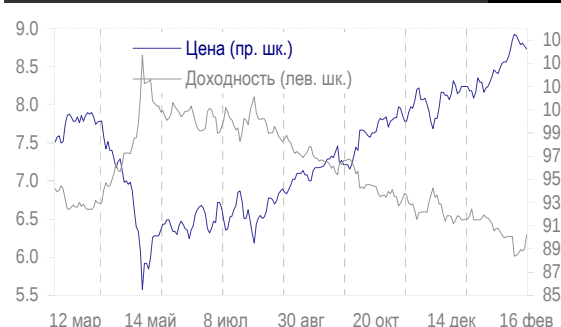
Спрэды EMBI+, б.п.



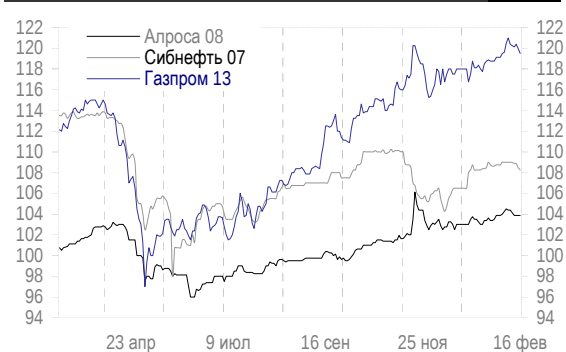
Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



Вчера в своем выступлении в Сенате глава ФРС США А. Гринспен вполне четко обозначил 2 ключевых момента. Во-первых, он сказал, что экономика США вступила в 2005 г. с уверенными темпами роста. Во-вторых, он сказал, что при нынешних темпах инфляции уровень процентных ставок в США остается относительно низким. В итоге, из его слов можно сделать четкий вывод, что ФРС США продолжит повышать ставки. Тем не менее, даже Гринспен признал, что поведение долгосрочных и краткосрочных процентных ставок может быть разным. Он признал странным тот факт, что при повышении ставки ФРС на 1.5% годовых за последние 6 мес., доходность длинных облигаций США снижалась.

В итоге, после речи Гринспена доходность 2Y UST выросла на 10 б.п. до 3-х летн. максимума 3.40% годовых, а доходность 10Y UST выросла до 4.15% (+5 б.п.).

На этом фоне еврооблигации РФ продолжили снижаться, но при этом спрэд к UST остался неизменным или даже несколько сузился. Так, Россия-30 упала с 106.625 до речи Гринспена до 106.0625-106.125. Спрэд был около 202 б.п. Сегодня цена подросла до 106.375, а спрэд сузился до 198 б.п.

Отметим одну особенность, которая показывает, что рынок пока еще находится в растущем тренде. Так, при снижении цен суверенных бумаг, цены корпоративных еврооблигаций РФ практически не снизились и, наоборот, при любом движении цен вниз на рынке появляются серьезные покупки.

В целом, мы полагаем, что независимо от движения доходности US Treasuries, спрэд еврооблигаций РФ к UST продолжит сужаться. При этом, возможно, именно при росте доходности US Treasuries сужение российского спрэда будет идти быстрее.

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.
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
	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 hrabrova@mdmbank.com

Отдел кредитных исследований	Евгений Попов	(+7 095) 795 25 21	popovE@mdmbank.com
-------------------------------------	---------------	--------------------	--

Анализ рынка облигаций	Артур Аракелян	(+7 095) 795 25 21	bond_research@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.