

Внешнеторговый оборот России по данным таможенной статистики за 11 месяцев 2004 г составил \$229.4 млрд, что на 33.9% больше по сравнению с аналогичным периодом 2003 г. Экспорт из России в январе-ноябре 2004 г составил \$162.4 млрд (+34.8%), импорт составил \$67 млрд (+31.9%), положительное сальдо внешнеторгового баланса РФ сложилось в размере \$95.4 млрд (+36.8%).

Вложения кредитных организаций РФ в государственные долговые обязательства повысились к 1 ноября 2004 года до 810.886 млрд руб с 770.380 млрд руб на 1 октября 2004.

ОАО Мобильные ТелеСистемы планирует до конца января 2005 г выпустить 7-летние еврооблигации, организаторами выпуска выбраны банки Credit Suisse First Boston и Goldman Sachs. Компания планирует начать road-show уже ближайшие дни, а размещение может состояться в конце недели.

Тинькофф планирует весной 2005 года разместить 2-й выпуск облигаций объемом 1 млрд руб. Компания планирует направить средства от размещения облигаций на финансирование производства и продажи марки пива среднего ценового сегмента под названием "Т", а также частичное рефинансирование первого выпуска облигаций.

Совет директоров Группы предприятий ОСТ объявил очередную оферту по своим облигациям объемом 800 млн руб с датой исполнения 8 июля 2005 г по цене 102.5% от номинала.

Союзобщешабанк не исполнил свои обязательства по досрочному выкупу облигаций 1-го выпуска объемом 200 млн руб

Рублевые Облигации

Продолжение на стр 2.

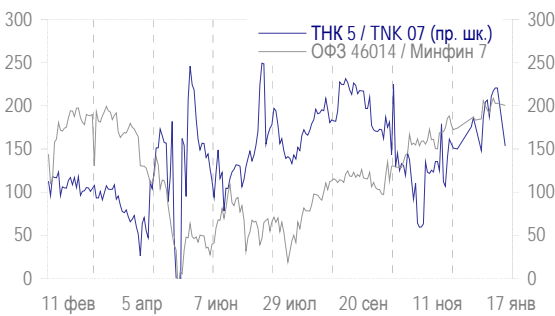
Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

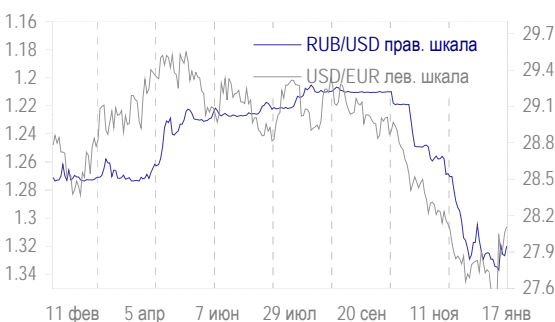
Доходности индикативных облигаций, %



Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



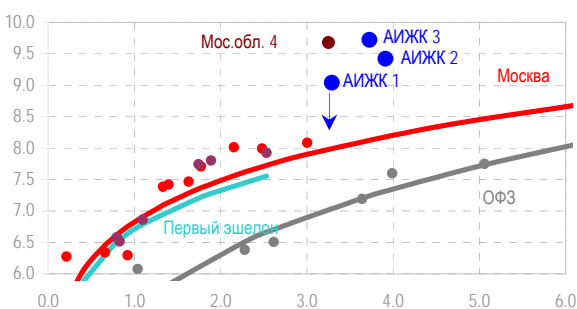
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



Кривая доходности первого эшелона и АИЖК



Выходной в США вчера ограничил активность инвесторов на валютном рынке и рынке евробондов РФ. На этом фоне сохранились неагрессивные продажи в первом эшелоне и точечные покупки во втором и третьем эшелонах. По итогам торгов котировки большинства выпусков ОФЗ незначительно снизились на фоне минимальной активности торгов. Среди госбумаг наиболее ликвидным выпуском стал ОФЗ 46014, цена которого практически не изменилась (104.75%). Общий уровень кривой доходности длинных выпусков остается на устоявшихся уровнях 7.45-7.95% годовых. В секторе облигации Москвы проходили эпизодические сделки, лидером по обороту стал 40-ый выпуск, цена которого снизилась на 0.2% (104.85%), а спрэд к ОФЗ расширился на 12 б.п. до 188 б.п. Падение цен по остальным выпускам не превысило 0.2%. В секторе корпоративных «фишек» лидером по обороту стал Русал-2, цена которого выросла на 0.1% (100.5%). По большинству остальных выпусков котировки индикативно снизились на 0.1-0.3%.

Сегодня с утра на рынке, реагируя на рост курса доллара (рубль упал до 28.15), резко активизировались продавцы в первом эшелоне. Так, доходность Газпром-5 вплотную приблизилась к 9% годовым, а по большинству «фишек» котировки снизились на 0.5-1%. Судя по всему, катализатором столь бурной реакции инвесторов стало не только ослабление курса рубля, но и неудача России в переговорах с Парижским клубом, что означает отсутствие повышения кредитного рейтинга РФ минимум до апреля 2005 г., и политический «мини» кризис, который поставил под сомнение выполнение жестких среднесрочных экономических таргетов России. В частности, после увеличения социальных выплнов можно поставить под сомнение выполнение цели по инфляции в 2005 г. на уровне 8.5% годовых. Мы считаем, что инфляция в 2005 г. будет не ниже 9.5-10% годовых, что фундаментально будет играть на повышение доходности рублевых облигаций.

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 переформирование 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. Начиная с сентября спрэд АИЖК к ОФЗ сократился примерно на 150 б.п.: с 350 б.п. до 190-200 б.п., что по прежнему оставляет потенциал по сужению спрэда в средне- и долгосрочной перспективе еще на 100-125 б.п. При этом совершенно абсурдным является нахождение доходности облигаций АИЖК на уровне доходности облигаций, например Московской области. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Облигации АИЖК: Самые недооцененные облигации на рынке...и огромный потенциал для роста. Рекомендация – Агрессивно Покупать» от 13 сентября 2004 г.» Обладая длинной дюрацией, бумаги АИЖК в меньшей степени служат защитным активом на падающем рынке. Тем не менее, широкий спрэд к госбумагам позволит минимизировать риск негативного развития ситуации на рынке. Мы считаем, что доходность облигаций АИЖК по итогам года не вырастет и может даже снизиться на 50 б.п., что за счет роста доходности ОФЗ и облигаций Москвы на 100-150 б.п. приведет к формированию справедливого спрэда облигаций АИЖК к этим активам. Доход от инвестиций в портфель из 3-х выпусков АИЖК может принести по итогам года 9-11.7% годовых, что превышает средний доход от инвестиций в бумаги второго эшелона при нашем базовом сценарии движения ставок. Подробнее смотрите в нашем обзоре «Стратегия для рынка облигаций на 2005 г.»

Спрэды EMBI+, б.п.

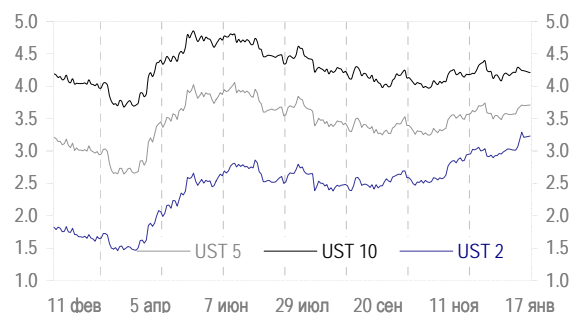


Рынок US Treasuries и соответственно еврооблигаций emerging markets был вчера закрыт по причине выходного дня в США. Еврооблигации РФ торговались лишь полдня при крайне низкой активности. Тем не менее, цены еврооблигаций РФ вновь снизились. Россия-30 упала вчера ниже 103.00, закрывшись на уровне 102.875. Сегодня цена упала уже до 102.50 (спрэд вырос до 235 б.п.). Заметно упали Aries-14 до 121.500.

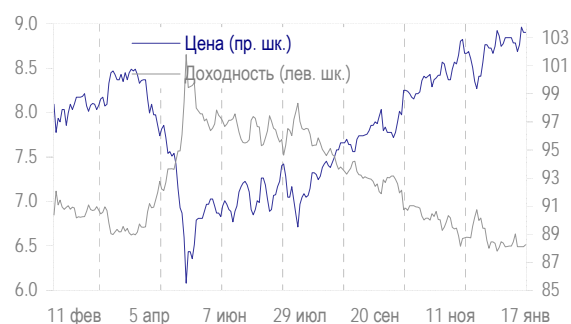
Падение еврооблигаций РФ все последние дни идет за счет расширения российского спреда, что связано с негативной реакцией инвесторов на отсутствие прогресса в переговорах России с Парижским клубом, что означает отсрочку повышения суверенного рейтинга России как минимум до апреля-мая 2005 г. Все это способно несколько отодвинуть во времени сужение российского спреда.

Тем не менее, мы советуем инвесторам подбирать еврооблигации РФ на ослаблении рынка. В частности, мы рекомендуем покупать Россия-30 при росте спреда к US Treasuries выше 235-240 б.п. Наша цель по спреду Россия-30 на конец 2005 г. 150-170 б.п., а цена около 105.00.

Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30

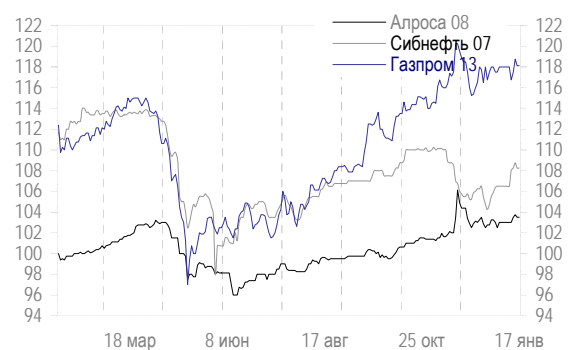


ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

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.

Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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.

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



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	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.