

По оценкам МЭРТ, инфляция в России в первую неделю февраля составила 0.4%. В тоже время, по словам советника президента Андрея Илларионова, инфляция за первые две недели февраля составил 0.7%. Таким образом, инфляция по итогам февраля может достичь 1.4-1.5%, а по итогам января-февраля – превысить 4% (!), что делает задачу удержания инфляции по итогам года на уровне 8.5% практически невыполнимой.

По информации СМИ, присвоение России инвестиционного рейтинга сделало невозможным для стран, входящих в Парижский клуб кредиторов, рассматривать вопрос списания части российского долга в обмен на частичное досрочное погашение. Россия в начале этого года начала переговоры с Парижским клубом об условиях досрочного погашения долга, общий размер которого на 1 октября 2004 года оценивался в \$44.4 млрд. По словам источников в российском Минфине, под досрочное погашение могла попасть реструктурированная часть долга бывшего СССР, которая составляет около \$32 млрд. Россия, по словам источников в Минфине, предлагала досрочно расплатиться в течение трех лет при предоставлении 10% дисконта. Следующий раунд переговоров в рамках Парижского клуба состоится в начале марта.

МВФ призвал Россию обеспечить большую гибкость валютного курса с тем, чтобы добиться снижения инфляции. По словам МВФ, "если Банк России не будет готов к сокращению масштабов валютных интервенций и в случае отклонения инфляции от целевой понижительной траектории не допустит более быстрое укрепление курса рубля, то инфляция в 2005 году, по всей вероятности, не снизится".

По мнению Standard & Poor's, Россия должна отказаться от политики валютных интервенций, так как Россия становится жертвой "голландской болезни". По словам агентства, "быстрое реальное укрепление рубля создаст необходимость реструктуризации устаревших промышленных мощностей, подрывая их конкурентоспособность".

РТК-Лизинг планирует в течение месяца разместить 4-й выпуск 3-летних амортизируемых облигаций объемом 2.25 млрд рублей.

ЦУН ЛенСпецСМУ планирует в марте разместить дебютный выпуск 5-летних амортизируемых облигаций на 1 млрд рублей. ЗАО «Центральное управление недвижимости ЛенСпецСМУ» входит в состав холдинга «Эталон-ЛенСпецСМУ». В настоящее время в состав инвестиционно-строительного холдинга «Эталон-ЛенСпецСМУ».

НПО Сатурн планирует разместить 3-летний выпуск облигаций на сумму 1.5 млрд руб в марте-апреле 2005 года.

Евразхолдинг планирует увеличить объем инвестиции в 2005 г до \$480 млн с \$365.8 млн в 2004 году. В 2006 году, по прогнозу компании, инвестиции составят \$293.8 млн.

Объединенная металлургическая компании (ОМК) прогнозирует рост выручки в 2005 году до \$1.8-2 млрд с порядка \$1.5 млрд в 2004 году. Объем инвестиций в 2005 году запланирован на уровне \$250 млн по сравнению с \$200 млн в 2004 году. В состав компании ОМК входят пять предприятий металлургической отрасли: Альметьевский трубный, Выксунский, Чусовской и Щелковский металлургические заводы и Губахинский кокс.

Чистая прибыль Ленэнерго в 2004 году выросла до 865 млн руб с 219 млн в 2003 году. Выручка от продаж в 2004 году составила 30.19 млрд по сравнению с 26.62 млрд в 2003 году при плане в 30.38 млрд руб. Прибыль Ленэнерго до налогообложения в 2004 году выросла до 1.04 млрд руб с 0.437 млрд руб в 2003 году при плане в 0.805 млрд руб.

Fitch присвоило Санкт-Петербургу национальный рейтинг "AA(rus)", прогноз изменения рейтинга - позитивный.

Fitch повысило долгосрочные рейтинги по обязательствам в иностранной и местной валюте АФК Система до "B+", прогноз изменения рейтингов – стабильный.

Fitch присвоило ожидаемый долгосрочный рейтинг "B" готовящемуся выпуску евробондов Московского банка реконструкции и развития, который контролируется АФК Системой. Одновременно с этим Fitch повысило долгосрочный рейтинг МБРР до "B" с "B-", поддержки - до "4" с "5", рейтинг по национальной шкале - до "BBB-(rus)" с "BB+(rus)". Агентство также подтвердило индивидуальный рейтинг банка на уровне "D/E", краткосрочный - на уровне "B".

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.

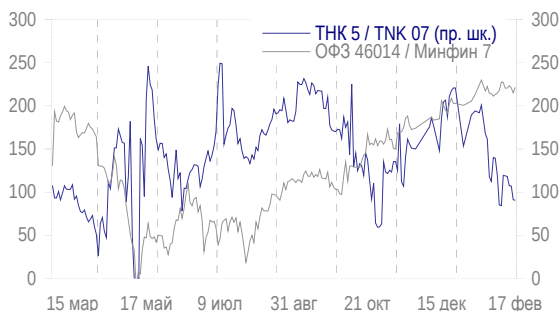
Доходности индикативных облигаций, %



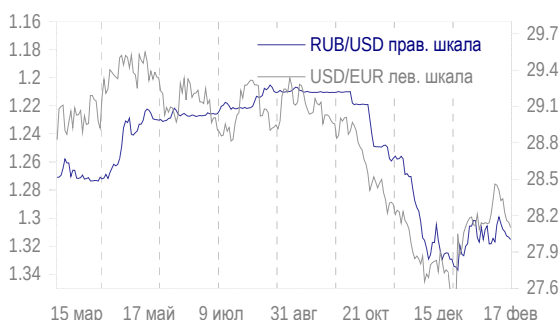
Вчера рынок показал позитивную динамику. В секторе госбумаг котировки большинства наиболее активно торговавшихся выпусков выросли в пределах 0.1%, общий уровень кривой доходности длинных выпусков снизился на 1-2 б.п. (в том числе за счет отыгрыша аукционной премии по ОФЗ 46017) до 7.49-8.2% годовых. В секторе облигаций Москвы котировки большинства выпусков выросли на 0.2-0.3% на фоне средней активности торгов. Активность инвесторов в секторе корпоративных «фишек» остается на низком уровне, котировки облигаций Газпрома (практически единственные торгуемые облигации) незначительно снизились. Во втором эшелоне преобладали неагрессивные покупки, однако объемы торгов были минимальными, а изменение котировок не превышало 0.3%.

Сегодня с утра рубль укрепился практически на 7 копеек без существенного движения курса доллара на внешнем рынке. Дальнейшее падение курса доллара остановил ЦБ, который с февраля начал использовать бивалютную корзину для сглаживания колебаний курса внутри дня. Стоит отметить, что пока четкой корреляции между движением курса доллара на внешнем и внутреннем рынках не прослеживается. Судя по всему, ЦБ еще сам не определился с новыми правилами игры, что дискредитирует саму идею бивалютной корзины (даже в ее текущем виде, где доля евро составляет всего порядка 13%), когда рынок сам четко видит границы возможных колебаний курса. Мы не исключаем дальнейших атак на курс доллара, а, как следствие, усиление спекулятивных покупок на рублевом рынке облигаций. Разгон инфляции (см. новости) происходит на фоне постоянных заявлений авторитетных российских и международных финансовых институтов и чиновников о необходимости отказа России от валютных интервенций и жесткого сдерживания темпов укрепления курса рубля. Недавно глава Минфина Кудрин озвучил позицию правительства по удержанию инфляции в рамках правительственного прогноза (8.5% по итогам года, что выглядит крайне оптимистично) в том числе и за счет реального укрепления рубля на 7-8%. Это дает повод инвесторам рассчитывать на валютную доходность на рынке рублевого долга по итогам года на уровне 10-15% за счет роста номинального курса рубля. Тем не менее, мы считаем, что по итогам года номинальный курс рубля не только не вырастет, но и имеет все шансы снизиться до уровней 28-28.5 рублей за доллар. Если привести «эффективную» мультивалютную корзину к агрегированному «бивалютному» виду, то получается, что на долю евро в ней придется порядка 60%. Так доля стран еврозоны составляет в корзине порядка 36%, а суммарная доля остальных европейских стран (Швейцария, Польша, Великобритания, Венгрия, Чехия, Литва, Швеция, Эстония, Румыния и Латвия), валюты которых почти полностью копируют динамику евро, составляет порядка 22%. Такая структура корзины при текущей конъюнктуре валютных рынков и разгоне инфляции подразумевает, что рост номинального курса рубля возможен только при условии дальнейшего падения курса доллара на внешних рынках или более агрессивного укрепления эффективного курса рубля, что представляется нам маловероятным.

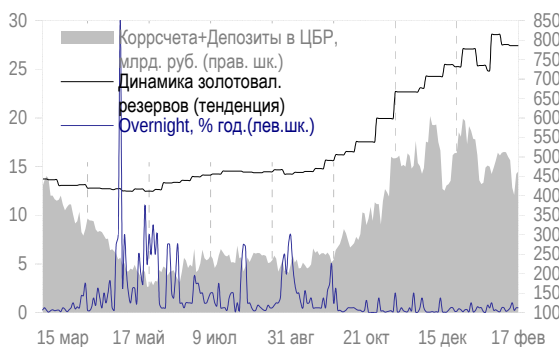
Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



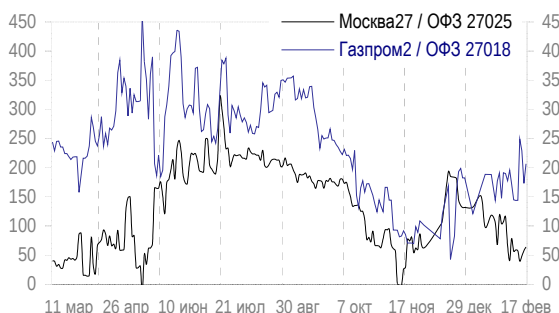
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



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



ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

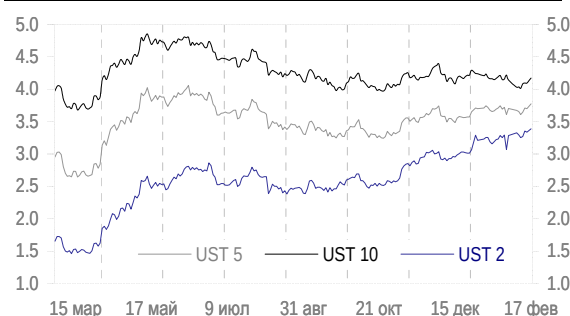
В целом, мы считаем, что 2005 г. будет неудачным на рынке рублевых облигаций. Мы ожидаем, что доходности рублевых облигаций вырастут к концу года минимум на 100-150 б.п., а доходы от инвестирования в рублевые облигации не превысят по итогам года 4-7%. Мы так же считаем, что рубль ослабнет в номинальном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

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.

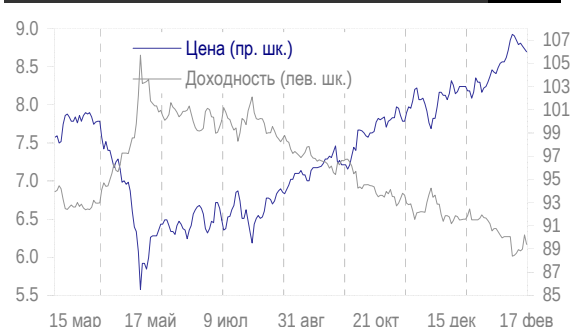
Спрэды EMBI+, б.п.



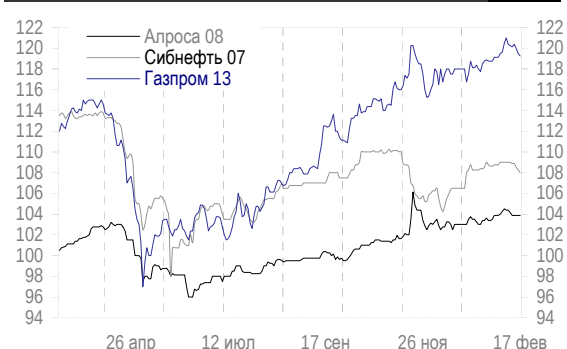
Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



После выступления главы ФРС США, где он четко обозначил, что экономика США растет уверенными темпами и процентные ставки в США продолжают расти, вчера негативом для рынка облигаций стали данные по Initial Jobless Claims. Вышедшие данные оказались вновь намного ниже ожиданий, продемонстрировав вновь, что рынок труда в США активно улучшается, лишая ФРС шансов сделать паузу в процессе повышения процентных ставок.

В итоге, доходность 10Y UST выросла еще на 4 б.п. до 4.19% годовых. На этом фоне суверенные еврооблигации РФ снизились еще на 1/4 – 1/2 п.п. Россия-30 упала до 106.00 (спрэд 201 б.п.).

Но при этом вновь, корпоративные еврооблигации РФ остались на месте, не реагируя на негативную динамику сверенных бумаг.

Сегодня рынок еврооблигаций РФ немного подрос при стабильном рынке US Treasuries. Россия-30 подросла до 106.125-106.250, спрэд сузился до исторического минимума 197 б.п.

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.