

**МЭРТ, Минфин и Центробанк** направили в правительство предложения, направленные на борьбу с инфляцией, где указан наиболее вероятный (с точки зрения денежных властей) уровень инфляции по итогам года на уровне 9.8-10%. Для реализации этого сценария рост денежного агрегата М2 за годовой период не должен превышать 31%, а курс рубля за один доллара США в среднем за год должен быть на уровне 27.9 рубля. По мнению денежных властей, если правительство РФ хочет удержаться в рамках первоначального инфляционного прогноза в 8.5%, то финансовая политика должна ужесточиться - рост денежной массы не должен превысить 20%, а курс рубля к доллару в среднем за год должен укрепиться до 26.9 рублей. Однако денежные власти пока не готовы выйти за рамки 7-8% реального укрепления рубля по итогам года. Чтобы снизить темпы роста цен, власти намерены снизить степень монополизированности локальных сырьевых рынков - нефтепродуктов и сельхозпродукции, добиться стабилизации тарифов ЖКХ на нынешних уровнях, а также ограничить рост непроцентных расходов. Кроме того, правительство также надеется способствовать снижению цен с помощью роста привлекательности вкладов в банках, что могло бы способствовать росту спроса на деньги.

**По предварительным оценкам МЭРТ**, рост ВВП России в феврале 2005 года к аналогичному периоду прошлого года составил 5.2%. В январе 2005 года ВВП вырос на 4.1% к аналогичному периоду прошлого года. В феврале 2004 года рост ВВП составил 8.7% к февралю 2003 года.

**ОАО РТК-Лизинг** приняло решение начать размещение 4-го выпуска 3-летних амортизируемых облигаций на сумму 2.25 млрд руб 12 апреля.

**Международный промышленный банк** планирует выпустить еврооблигации на \$200 млн в текущем году.

**Заведено уголовное дело по подозрению в мошенничестве в отношении бывшего владельца ЦТ-Мобайл** Леонида Рожецкого и его партнеров, в августе 2003 года продавших структурам Альфа-групп компанию LV Finance, главным активом которой были 25.1% акций сотового оператора МегаФон.

**Чистая прибыль ВБД**, рассчитанная по стандартам US GAAP, выросла в 2004 году до \$23 млн с \$21.15 млн, полученных в 2003 году. Выручка компании в 2004 году увеличилась до \$1.189 млрд с \$938.46 млн, показатель EBITDA составил \$96.9 млн против \$79.9 млн в 2003 году.

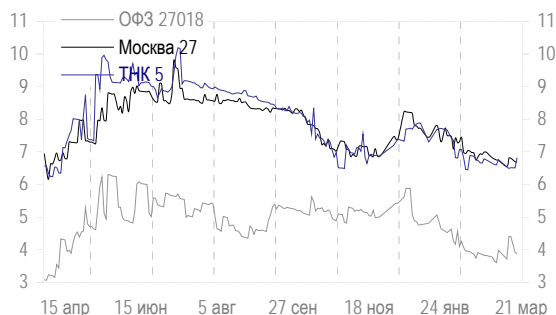
#### **Рублёвые Облигации**

Продолжение на стр 2.

#### **Валютные Облигации**

Продолжение на стр 3.

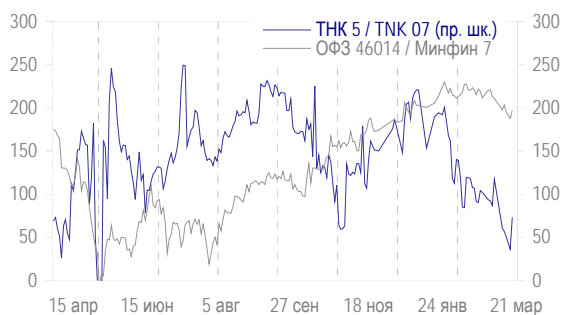
### Доходности индикативных облигаций, %



В понедельник котировки первого эшелона продолжили свое снижение, во втором эшелоне торги протекали без четко выраженного тренда.

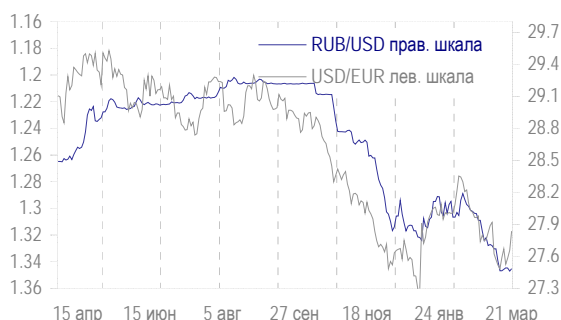
Рынок рублевого долга снижается вместе с рынками еврооблигаций и акций, что не позволяет говорить о наличии собственных идей. Пока что лейтмотивом фронтального падения рынков выступает опасность того, что инвесторы начнут выводить средства с рынков emerging markets. Как нам кажется, рублевый рынок внутреннего долга в меньшей степени подвержен этой опасности в краткосрочной перспективе. До тех пор, пока не произойдет разворота валютного тренда на внешнем рынке, избыточная рублевая ликвидность служит достаточным гарантом сохранения на рынке стабильности. Мы не исключаем некоторого восстановления рынка, триггером для чего станет сокращения странового спреда на рынке евробондов. Однако в более отдаленной перспективе мы ожидаем сохранения тенденции к росту ставок на рынке.

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

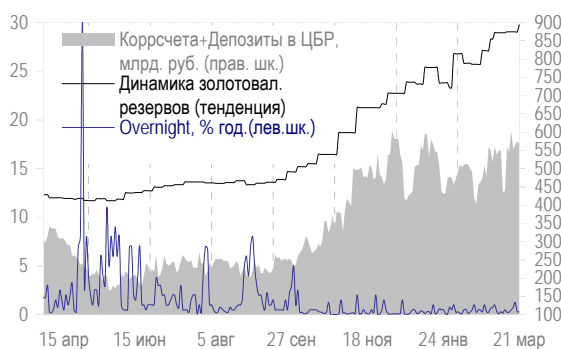


Новые правительственные ориентиры по инфляции (9.8-10%) уже ближе к реальности, но мы не исключаем и более агрессивного роста цен по итогам года. Это служит достаточной гарантией сохранения высоких девальвационных ожиданий в краткосрочной перспективе. Уже потраченные средства на реформы и сохраняющийся навес из доприходов бюджета (на фоне слабости доллара на внешнем рынке и рекордных цен на сырьевые товары) дают для этого все предпосылки. Однако мы сохраняем умеренно пессимистичный взгляд на рубль, ожидая курс по итогам года на уровне 28-28.5. Последние достаточно удручающие данные по темпам экономического роста подтверждают тот факт, что затяжное реальное укрепление рубля (особенно на фоне очевидного ухудшения инвестиционного климата) оказывает действительно пагубное влияние на промышленность. На этом фоне совершенно понятно, откуда берутся разговоры по снижению налогового бремени, открытия СЭЗ и т.д. что подразумевает стимулирование промышленности. Очевидно, что монетарные власти будут использовать реальное укрепление рубля для подавления инфляции очень умеренно. Только действительно высокие темпы роста цен могут заставить правительство отпустить рубль. Стоит отметить, что серьезное номинальное снижение курса доллара против рубля возможно только в условиях падения доллара на внешнем рынке. Настроения же инвесторов на внешнем рынке постепенно меняются. С одной стороны, все больше стран аккуратно заявляет о возможном увеличении доли евро в структуре ЗВР, что, впрочем, потом опровергается сами же странами. Последние почти рекордные данные по покупкам нерезидентами долларовых активов служат некоторым успокоением, но ощущение того, что инвесторы уже готовы начать бегство из долларовых активов остается. С другой стороны, экономика США продолжает восстанавливаться, а ФРС планомерно повышает ставки и проводит словесные интервенции (не стоит забывать знаковые слова ФРС, которое «удивилось» столь низким ставкам по длинным UST). Все это постепенно усиливает ожидания по росту ставок и развороту валютного курса. Мы сохраняем свой прогноз курса доллара по итогам года на уровне 1.25-1.275, что означает сохранения номинального курса рубля на уровне начала года. Это лишает нерезидентов основного стимула для покупок – получение повышенной валютной доходности. Вот это действительно может стать серьезным ударом для рынка.

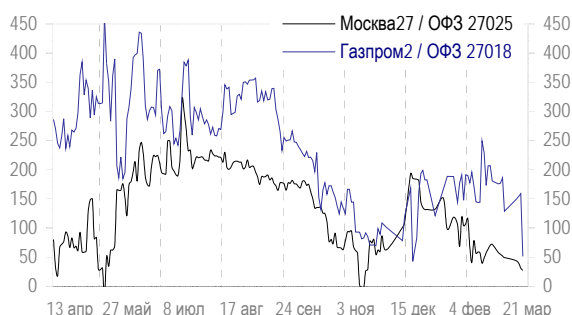
### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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

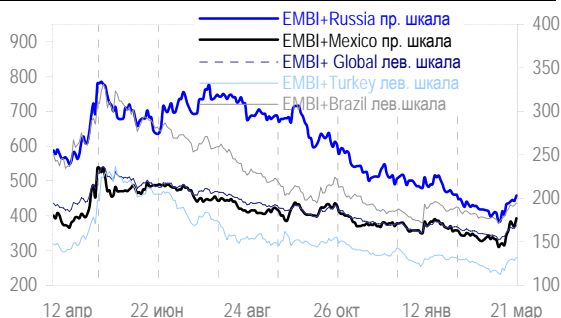


### ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

*Мы рекомендуем покупать облигации ЛенЭнерго на рынке 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.



Перед сегодняшним заседанием ФРС США по процентным ставкам вчера и сегодня на рынке emerging markets преобладали продажи. Инвесторы ожидают роста ставки на 25 б.п., но главное инвесторы ждут комментариев ФРС о будущей политике, т.е. какими темпами процентные ставки будут повышаться.

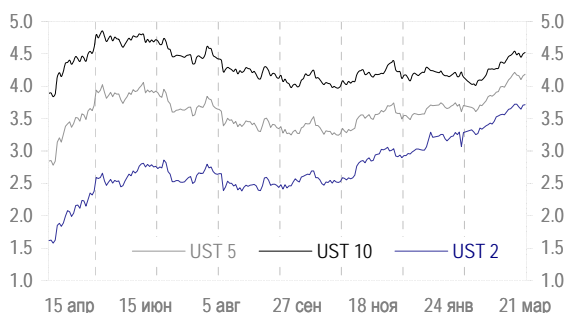
Доходность 10Y UST выросла вчера незначительно – с 4.48 до 4.52% годовых – однако падение цен EMD было более существенным, что привело к расширению спрэдов. Так, Россия-30 упала на 1 п.п. до 102.250, а спрэд вырос до 212 б.п.

На 1/2-1 п.п. упали цены корпоративных еврооблигаций РФ.

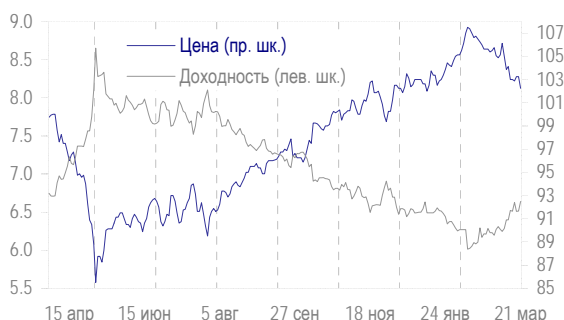
Мы расцениваем случившийся sell-off как хорошую возможность купить подешевевшие еврооблигации РФ. Мы считаем, что спрэд по Россия-30 достаточно быстро вернется на уровень ниже 200 б.п. и в дальнейшем сузится до 150 б.п. Блестящие фундаментальные и долговые показатели страны перевесят все риски и инвесторы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

<b>Адрес</b>	115172, г. Москва, Котельническая наб., д.33, стр.1. Инвестиционный департамент МДМ-Банка	<a href="http://invest.mdmbank.ru/">http://invest.mdmbank.ru/</a>
<b>Телефон / Факс</b>	(+7 095) 795-2521 / (+7 095) 960-2250	
<b>Reuters</b>	<b>MDMB</b>	
<b>Bloomberg</b>	<b>MDMG</b>	

**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 Денис Гусев	(+7 095) 795 25 21 (+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:bond_research@mdmbank.com">bond_research@mdmbank.com</a> <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.