

**Россия** намерена в сентябре-октябре 2005 года провести второй транш обмена коммерческой задолженности на еврооблигации на сумму \$400-500 млн. Одновременно Минфин планирует провести обмен оставшейся части задолженности перед Международным банком реконструкции и развития (МБЭС), которая составляет \$165 млн. Россия в 2002 году провела первый транш обмена коммерческой задолженности на еврооблигации 2010 и 2030 годов на сумму \$1.28 млрд. В 2004 году Россия реоформила в еврооблигации всю задолженность перед Международным инвестиционным банком (МИБ) и часть долга перед МБЭС на сумму \$899.8 млн.

**Директор департамента по госдолгу Минфина Сергей Сторчак** заявил, что Минфин ожидает повышения рейтингов России после договоренности с Парижским клубом о досрочном погашении долга. Недавно Россия и Парижский клуб подписали соглашение, в соответствии с которым Россия выплатит досрочно клубу в июне-августе \$15 млрд по номиналу. Сторчак сказал, что правительство рассматривает возможность дальнейшего досрочного погашения долга Парижскому клубу, однако это не является окончательным решением. Сторчак отметил, что если Россия все-таки примет решение о дальнейшем досрочном погашении долга, сумма выплаты должна составить, в соответствии с соглашением, не менее \$6 млрд. По его словам, погашение, скорее всего, также будет проходить по номиналу.

**Газпром** разместил 10-летние еврооблигации на 1 млрд евро под доходность 5.875%, спрос составил 4 млрд евро. Совместными лид-менеджерами выпуска выступили банк ABN Amro и Credit Suisse First Boston.

#### **Рублёвые 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.

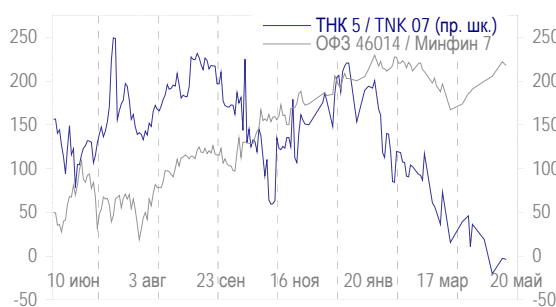
### Доходности индикативных облигаций, %



Несмотря на серьезное укрепление доллара во второй половине дня, котировки большинства наиболее активно торговавшихся рублевых выпусков закрылись в небольшом плюсе.

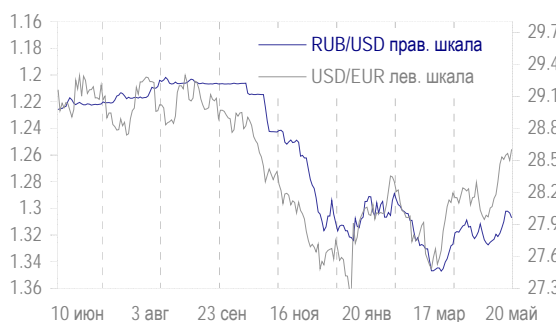
Кривая доходности длинных выпусков ОФЗ снизилась до 7.45-8.75% годовых, наиболее активно торговался ОФЗ 25058, оборот по которому составил всего порядка 60 млн руб. В секторе облигаций Москвы лидером торгов стал 42-ой выпуск, по которому прошла одна сделка в РПС объемом 373 млн руб, активность инвесторов в остальных бумагах была минимальной. В корпоративных «фишках» преобладали неагрессивные продажи без объемов. Судя по объему торгов в РПС по Русал-2, инвесторы предъявили к оферте порядка 45% выпуска. Стоит отметить, что активность торгов в первом эшелоне остается достаточно низкой, основной интерес инвесторов сосредоточен во втором-третьем эшелонах, где неплохим спросом пользовались облигации телекомов.

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

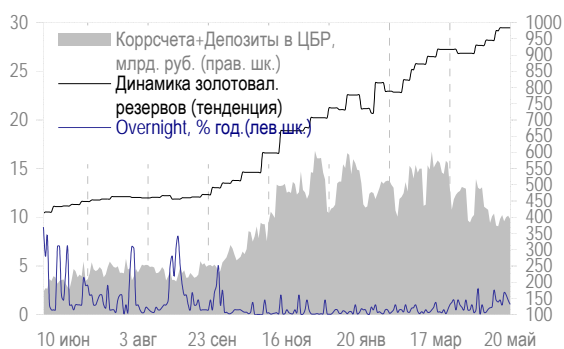


На этой неделе резко активизируется первичный рынок, на котором инвесторам будет предложены бумаги второго-третьего эшелонов на сумму порядка 9 млрд руб. Скорее всего, аукционы пройдут без существенных премий к рынку, хотя ситуация с рублевой ликвидностью будет достаточно напряженной. Помимо налоговых выплат и большого предложения бумаг на первичном рынке, часть средств может быть отвлечена на валютный рынок. Курс евро опустился до 1.255, что спровоцировало рост курса доллара против рубля до 28.07, что выглядит достаточно привлекательным для спекулятивно настроенных инвесторов, тем более что перспективы фондового рынка России сейчас достаточно туманны. Словесные интервенции (теперь уже от Президента) о необходимости обуздать инфляцию (читай укрепить рубль) пока не оказывают существенного влияния на валютный рынок. ЦБ пока не отказался от идеи «бивалютной» корзины, что позволяет прогнозировать ослабление рубля на фоне роста доллара против евро. Мы сохраняем умеренно негативный прогноз на рынок рублевого долга в ближайшей перспективе, динамику же рынка будет определять достаточно волатильная конъюнктура базовых активов. Внутренних же причин для ликвидации позиций на рынке пока нет.

### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



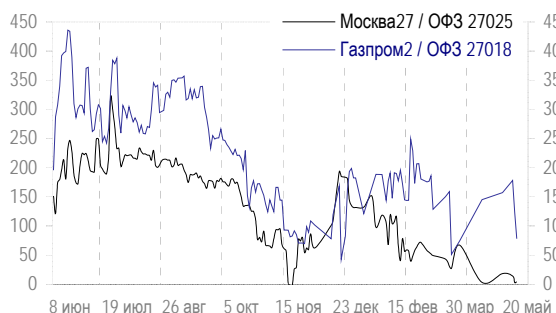
### Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

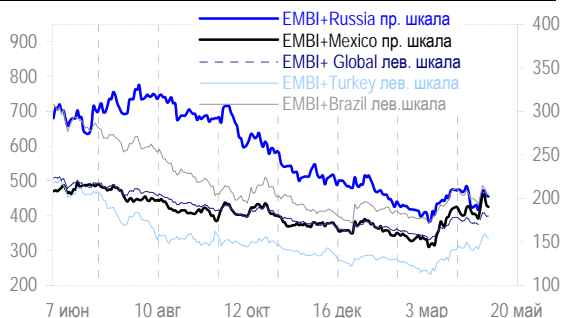
В целом, мы считаем, что 2005 г. будет неудачным на рынке рублевых облигаций и ожидаем рост доходности рублевых облигаций по итогам года. Тем не менее, ожидаемый нами рост доходности в условиях сохранения избыточной ликвидности делает насущным не общее сокращение портфелей рублевых облигаций, а переформирование 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.

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



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.



Доходность US Treasuries упорно остается вблизи 1.5 летн. минимумов невзирая на макроэкономическую статистику, которая в последние выходит наоборот не в пользу рынка облигаций. Отметим, что во многом спрос на UST в последнее время поддерживается заметным ростом курса доллара, что обеспечивает неплохой приток средств во все долларские активы, включая UST. Доходность 10Y UST упорно держится около 4.10-4.12% годовых.

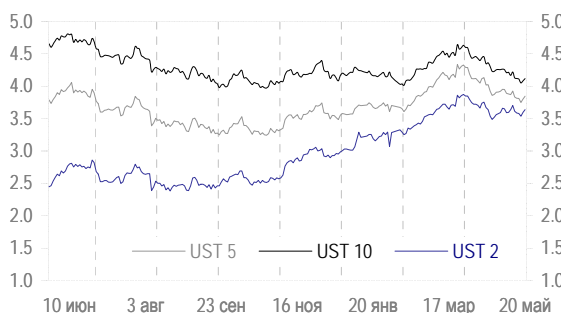
Стабильность на рынке базовых активов создает условия для стабилизации и на рынке еврооблигаций РФ. Россия-30 остается на уровне 108.00 уже несколько дней, а спрэд колеблется на отметке 188-192 б.п.

Корпоративные еврооблигации РФ остаются маловостребованы, за исключением бумаг Газпрома, Алросы и Вымпелкома. Длинные долларские евробонды Газпрома выросли на 1/4-1/2 п.п. после того, как компания отменила долларский выпуск на \$500 млн., увеличив при этом выпуск в евро до 1 млрд. Бонды же Вымпелкома и Алросы растут в цене, т.к. остаются значительно дешевле на кривой: Вымпелком дешевле относительно МТС, а Алроса относительно Газпрома.

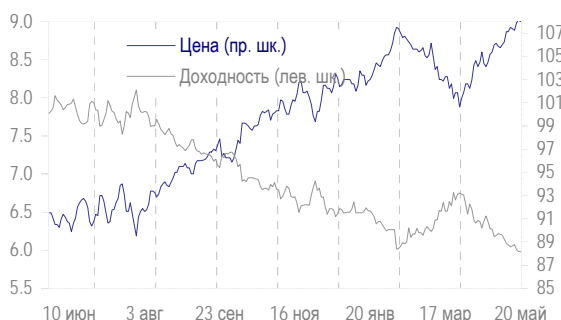
На этой неделе выйдут важные экономические данные по США, которые могут сдвинуть рынок US Treasuries с мертвой точки. В частности, выйдут данные по Durable Goods и IQ GDP (уточненный).

Тем не менее, можно констатировать, что рынок уже погрузился в «летнюю спячку» и активность инвесторов на всех рынках заметно упала.

### Доходности US Treasuries, %



### Динамика цены и доходности Россия-30



### Цены корпоративных еврооблигаций РФ



## 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.*

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



*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**

<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.