

По оценкам ЦБ, рост реального эффективного курса рубля составил по итогам 2004 года 4.9% против 4.1% по итогам 2003 года, среднемесячный реальный курс рубля к доллару США вырос в 2004 году на 13.5%, к евро — на 6.6%.

Чистое привлечение Министерства финансов РФ на рынке внутренних заимствований в 2005 г планируется в размере 124.5 млрд руб. Общий объем привлечения на рынке внутренних заимствований в 2005 г планируется на уровне 196 млрд руб, объем погашения - 71.54 млрд руб. В 2006 г чистое привлечение на рынке ожидается на уровне 156.53 млрд руб при объеме привлечения 226 млрд руб и погашения 69.47 млрд руб. В 2007 г чистое привлечение ожидается на уровне 154.08 млрд руб при объеме привлечения 237.5 млрд руб и погашения на уровне 83.42 млрд руб. В 2008 г чистое привлечение ожидается на уровне 152.89 млрд руб при объеме привлечения 247.5 млрд руб и погашения на уровне 94.61 млрд руб. В 2009 г чистое привлечение ожидается на уровне 139.43 млрд руб при объеме привлечения 242.5 млрд руб и погашения на уровне 103.07 млрд руб. В 2010 г чистое привлечение ожидается на уровне 131.75 млрд руб при объеме привлечения 267,5 млрд руб и погашения на уровне 135.75 млрд руб. В 2011 г чистое привлечение ожидается на уровне 143.23 млрд руб при объеме привлечения 264.5 млрд руб и погашения на уровне 121.27 млрд руб. В 2012 г чистое привлечение ожидается на уровне 136.1 млрд руб при объеме привлечения 297 млрд руб и погашения на уровне 160.9 млрд руб.

Заместитель руководителя долгового департамента Минфина РФ Александр Чумаченко заявил, что Минфин предложит в 2005 г рынку эталонные выпуски ОФЗ со стандартными сроками обращения 3, 5, 10 и 15 лет. По его словам, одновременно на рынке будут находиться 4 выпуска, из которых 3- и 5-летние бумаги будут обращаться в течение года, а уже в 2006 г рынку будут предложены новые выпуски со стандартными сроками обращения с погашением в 2009 и 2011 гг соответственно. Объем выпуска ОФЗ со сроками обращения 3 и 5 лет будет постепенно увеличен до 70-80 млрд руб, объем амортизируемых 10- и 15-летних ОФЗ будет постепенно увеличен до 70-100 млрд руб. **Чумаченко отметил, что Минфин оценивает купонную ставку 3-летних эталонных бумаг на уровне 6.2-6.3% годовых, 5-летних на уровне 7.4%. По 10-летним ОФЗ планируется снижающийся купон от 9.5 до 6%, по 15-летним - снижающийся купон от 10 до 6.5%.**

Сибирьтелеком планирует в конце первого - начале второго квартала 2005 г разместить облигации на общую сумму 5 млрд руб.

Fitch присвоило ожидаемый долгосрочный рейтинг "BB+" запланированной эмиссии 10-летних нот участия в кредите (LPN) Внешторгбанку с погашением в 2015 году, рейтинг самого ВТБ находится на уровне "BBB-".

Рублевые Облигации

Продолжение на стр 2.

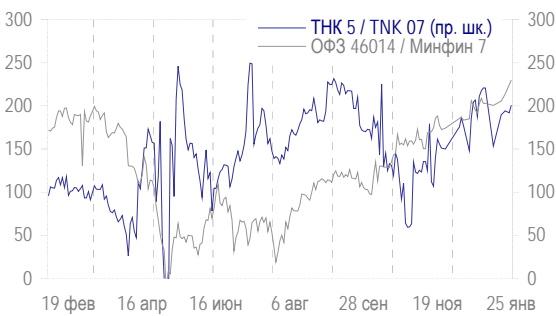
Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

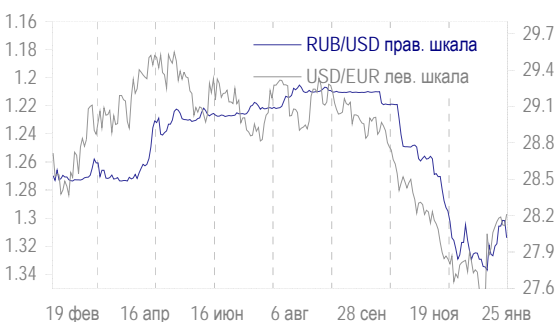
Доходности индикативных облигаций, %



Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



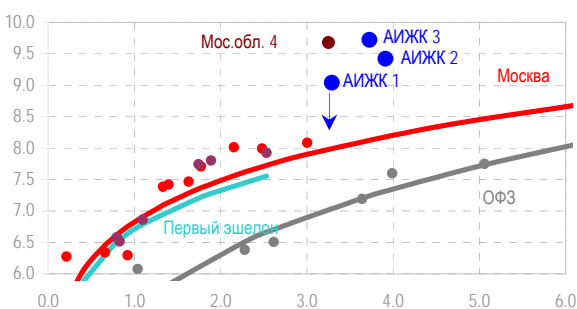
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



Кривая доходности первого эшелона и АИЖК



Во вторник бумаги первого эшелона продолжили восстанавливать свои позиции на фоне стабилизации курса рубля и ралли на еврооблигациях. Котировки большинства выпусков ОФЗ выросли на 0.1-0.3% на фоне средних объемов торгов, наиболее ликвидным выпуском стал ОФЗ 46002, доходность которого снизилась на 1 б.п. до 7.8% годовых. Общий уровень кривой доходности длинных выпусков снизился на 3-5 б.п. до 7.66-8.08% годовых. Среди облигаций Москвы преобладали неагрессивные покупки (в пределах 0.1-0.2%), лидером по обороту стал 39-ый выпуск, спрэд которого к ОФЗ за счет опережающего роста госбумаг вырос на 1 б.п. до 29 б.п. Увеличилась активность инвесторов в субфедеральном секторе, где лидером по оборотам стал 4-ый выпуск Мособласти, котировки которого выросли на 0.4%. В секторе корпоративных «фишек» объемы торгов остаются на минимальных уровнях, относительно активно торгуется только 5-ый выпуск Газпрома, котировки которого выросли вчера еще на 0.5%. Среди наиболее ликвидных бумаг второго-третьего эшелона сохраняются неагрессивные точечные покупки. Неплохую динамику вчера показали облигации ВБД, цена которых выросла с конца прошлой недели уже практически на 1 п.п. Купонный доход по облигациям привязан к уровню инфляции, что делает покупку этих облигаций привлекательной в условиях резкого роста инфляционных ожиданий (см. торговые идеи). Динамика валютного рынка останется главным движущим фактором на рынке. Дальнейшее ослабление рубля может спровоцировать более агрессивные продажи в первом эшелоне со стороны нерезидентов, что скажется на динамике всего рынка. При стабилизации курса рубля (или же некотором росте) избыточная рублевая ликвидность станет неплохим фактором поддержки для рынка.

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. В этих условиях инвесторы вынуждены обращать больше внимания на облигации второго эшелона, которые имеют короткую или среднюю дюрацию при высокой доходности относительно высококлассных заемщиков. Облигации ВБД-01 как раз являются «высококачественными» облигациями второго эшелона с короткой дюрацией. При этом они обладают уникальным качеством для российского рынка облигаций – их купоны привязаны к темпу инфляции. Заметный разгон инфляции в конце 2004 г. и в январе 2005 г. обеспечит высокие процентные ставки по двум последним купонам ВБД-01, что делает эти облигации лучшим защитным активом на нестабильном рынке, хеджирующим от роста инфляции и доходности на рынке. Доход от инвестиций в ВБД-01 в 2005 г. составит не менее 12%. Подробнее смотрите в нашем обзоре «Облигации ВБД. Точка Роста на падающем рынке.» от 26.01.05

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.» от 13 сентября 2004 г.. 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 см. в обзоре «Стратегия для рынка облигаций на 2005 г.»

Спрэды EMBI+, б.п.



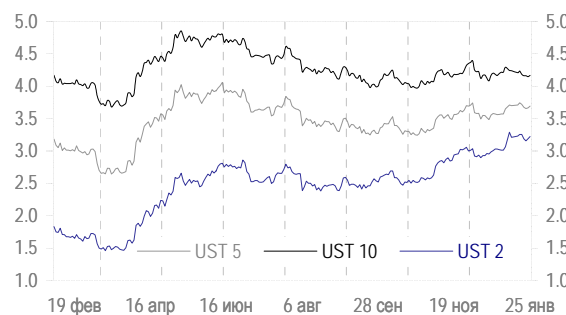
Вчера суверенные еврооблигации РФ серьезно раллировали в первой половине дня на фоне новости о том, что инвестиционный банк Lehman Brothers присвоит России статус страны с полным инвестиционным рейтингом с июля 2005 г. независимо от повышения рейтинга РФ до инвест. уровня от S&P. Это позволит суверенным еврооблигациям РФ попасть в Lehman Brothers Investment Grade Aggregate Index, капитализация которого составляет \$8.2 трлн., и по нему ориентируются инвесторы с инвестициями в облигации на уровне \$2 трлн. Вес России в индексе будет 5-ым (1.8%).

На этой новости Россия-30 с утра обновила исторические максимумы, торговались по 104.875 по цене и на уровне 217 б.п. по спреду (исторический минимум). Aries-14 выросли до 124.00. Заметно подорожали бумаги ВТБ и Сбербанка, которые так же имеют инвестиционные рейтинги от 2-х агентств и войдут в индекс Lehman Brothers.

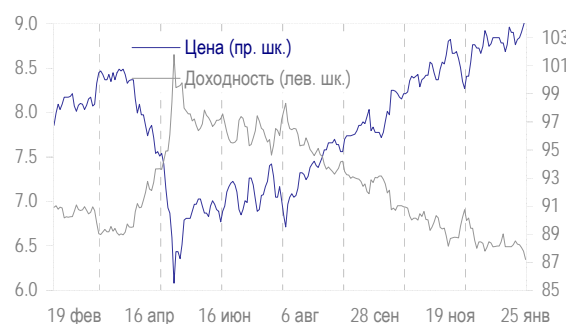
Однако, к концу дня произошел sell-off US Treasuries на фоне роста Consumer Confidence в США до 6 мес. максимума и ралли на фондовом рынке США. Кроме того, бюджетный дефицит США составит в этом году \$427 млрд., т.е. на \$100 млрд. больше, чем ожидалось ранее из-за роста военных расходов. Доходность 10Y UST выросла в Нью-Йорке до 4.20% годовых с 4.12% утром.

В итоге, Россия-30 упала до 104.125, сохранив тем не менее спред к UST на историческом минимуме в 218 б.п.

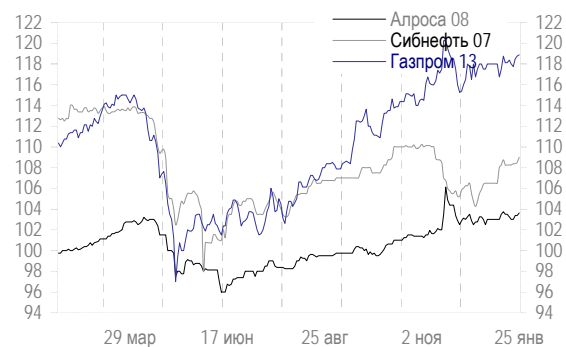
Доходности US Treasuries, %



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 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.

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

**Клиентские
 продажи и
 торговля
 долговыми
 инструментами**

Начальник управления

Игорь Суханов (+7 095) 795 25 21 sukhanov@mdmbank.com

Отдел продаж долговых инструментов

Линаида Еремина (+7 095) 363 55 83 bond_sales@mdmbank.com
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

Александр Никонов (+7 095) 795 25 21 Reuters Code: MDMB
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.