

По оценкам Минэкономразвития, в октябре текущего года рост промышленного производства по сравнению с сентябрем составил 0.7%, а по сравнению с октябрём 2003 года – 3.5%. Рост промышленности за 10 месяцев текущего составил 6.2%.

Международный валютный фонд (МВФ) приветствовал бы досрочное погашение долга России перед фондом и планирует обсудить этот вопрос с российскими чиновниками во время визита в Москву директора-распорядителя МВФ Родриго де Рато на этой неделе. По данным Минфина РФ, на 1 января 2005 года долг России перед МВФ составит около \$3.5 млрд.

Директор-распорядитель МВФ Родриго де Рато считает, что удвоение ВВП России за 10 лет - задача "амбициозная, но не обязательно нереалистичная". По его мнению, для ее решения России, прежде всего, необходимо диверсифицировать экономику с тем, чтобы ее рост опирался не только на нефтегазовый сектор, но и на другие отрасли.

МВФ прогнозирует, что цена на нефть в ближайшие два года составит около \$40 за баррель и не опустится ниже \$35 долл. По мнению фонда, "реальные цены на нефть сейчас более связаны со спросом, чем с нехваткой предложения".

Объединенные машиностроительные заводы погасили Credit Links Notes (CLN) на сумму \$30 млн., размещенные в ноябре 2002 г.

Краснодарский край начнет 24 ноября размещение дополнительного выпуска облигаций объемом 395 млн руб. Данный выпуск является дополнительным к выпуску 3-летних облигаций Краснодарского края размещенному 18 мая 2004 года. Объем предыдущего выпуска составил 605 млн руб по номиналу.

Липецкий металлургический завод Свободный сокол начнет 25 ноября размещение 2-го выпуска 3-летних облигаций объемом 600 млн руб.

ЗАО Трансмашхолдинг планирует разместить дебютный выпуск 3-летних облигаций общим номинальным объемом 1.5 млрд руб до конца текущего года.

ОАО ТВЗ планирует разместить 2-ой выпуск 3-летних облигаций на сумму 900 млн руб весной 2005 года.

Совет директоров ОАО Русский продукт установил ставку 7-го купона по облигациям 3-го выпуска общим объемом 350 млн руб в размере 10% годовых.

Рублевые Облигации

Подробнее стр 2.

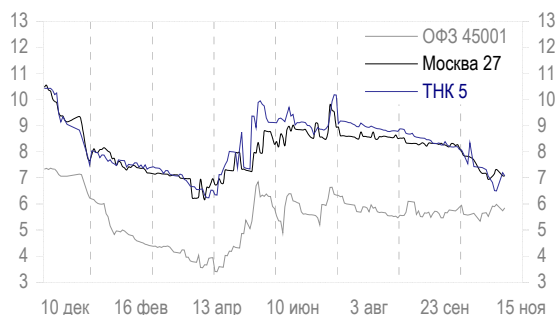
Валютные Облигации

Подробнее 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, %



Активность инвесторов находится на низком уровне, ценовые изменения в первом эшелоне носят преимущественно индикативный характер, относительно активно торгуются только выпуски Москвы.

Ликвидность рынка ОФЗ в понедельник была минимальной, кривая доходности длинных выпусков индикативно выросла еще на 3 б.п. до уровня 7.58-7.82%. Среди облигаций Москвы наиболее активно торговался 39-ый выпуск, спрэд которого к ОФЗ сузился на 3 б.п. до 21 б.п. Объемы торгов вторым-третьем эшелонах сопоставимы, а по некоторым секторам (телекомы, облигации пищевой отрасли и выпуски ЦБК) превышают оборот по «фишкам». В силу более низкой ликвидности ценовая волатильность во втором эшелоне достаточно высока, преобладают точечные покупки, говорить о фронтальном сужении спреда к первому эшелону пока не приходится.

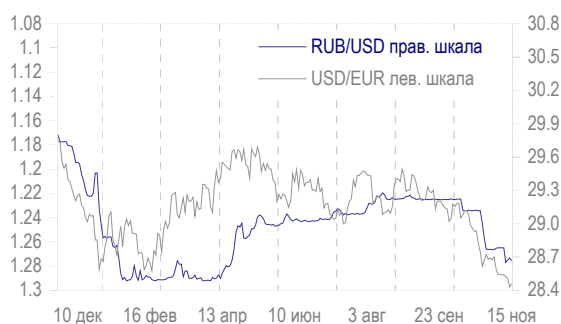
Сегодня начнется размещение 5-ти летнего выпуска САНОСа с офертой через 3 года общим номинальным объемом 3 млрд руб. Мы ожидаем, что достаточно высокое кредитное качество и амбиции структуры, которая близка к Газпрому, позволит установить ставку купона на аукционе на уровне 10% годовых, что соответствует доходности к оферте на уровне 10.25% при дюрации 2.7 года.

Рынок рублевых облигаций находится в равновесии. С одной стороны, достаточно сильны ожидания дальнейшего укрепления рубля, а уровень рублевой ликвидности постоянно растет. Предпосылка для серьезной коррекции пока нет. С другой стороны, потенциал для роста ограничен – уровень доходности госбумаг стабилен, а ралли в негосударственных бумагах уже состоялось, спрэд к госбумагам сузился практически до исторических минимумов. Несмотря на явно начавшийся кризис идей на рынке, текущая ситуация устраивает большинство крупных инвесторов, для которых год был достаточно неплохой. Если не произойдет коренного изменения ситуации на валютном рынке и рынке внешнего долга, можно ожидать, что уровень доходности рублевых облигаций будет и дальше находиться на текущих уровнях. Основной торговой стратегией пока остается увеличение в портфелях доли бумаг второго эшелона, который имеет потенциал роста за счет сужения спреда с первым эшелона. При инвестировании в данный сегмент нужно делать скидку на ограниченную ликвидность сектора, что не позволяет рассчитывать на реализацию этого потенциала в краткосрочной перспективе.

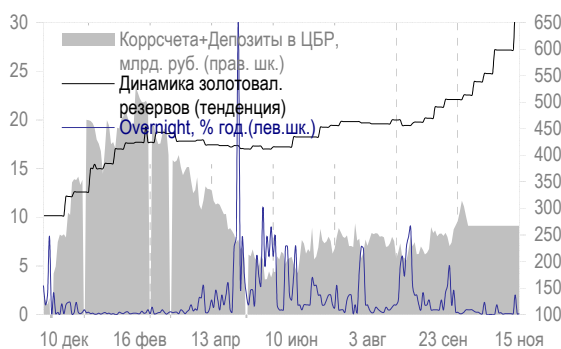
Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



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

Общая рекомендация по рынку - замещать короткие «фишки» (Алроса, Газпром-2, РАО) длинными выпусками облигаций первого эшелона при увеличении в портфелях доли бумаг второго эшелона. На кривой доходности в первом эшелоне достаточно привлекательно выглядят облигации Русал - 2, Газпром-3 и среднесрочные выпуски Москвы. С среднесрочным горизонтом инвестирования привлекательно выглядят облигации Русского Стандарта, Сибирьтелекома, ЦТК, СанИнтБрюФ, ВымпелкомФ, ЕвразХолдинга.

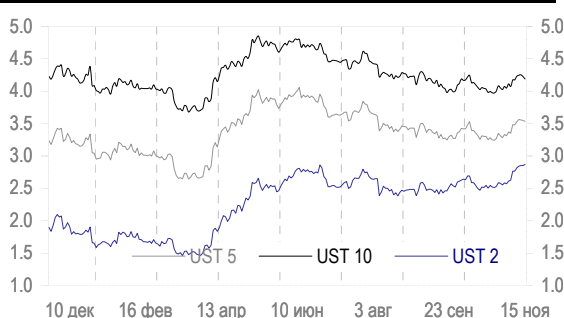
Стоит обратить внимание на неэффективное (несправедливое) ценообразование в рублевых облигациях Русского Стандарта и ЕвразХолдинга. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Несправедливое ценообразование на рынке рублевых облигаций...некоторые российские эмитенты по разному оцениваются международными и российскими инвесторами. Рекомендация – Покупать рублевые облигации ЕвразХолдинга и Банка Русский Стандарта» от 4 октября 2004 г.

Облигации АИЖК де-юре являются корпоративными облигациями, однако де-факто несут в себе суверенный риск России благодаря наличию полной гарантии по купонам и основной сумме со стороны Минфина РФ. 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.

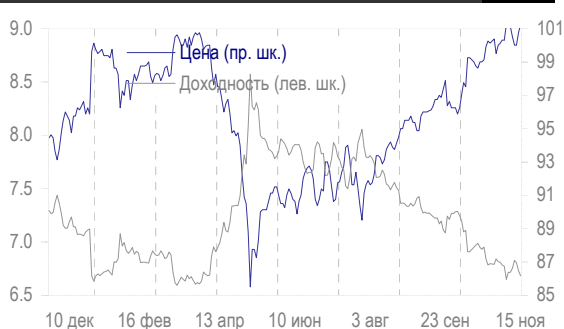
Спрэды EMBI+, б.п.



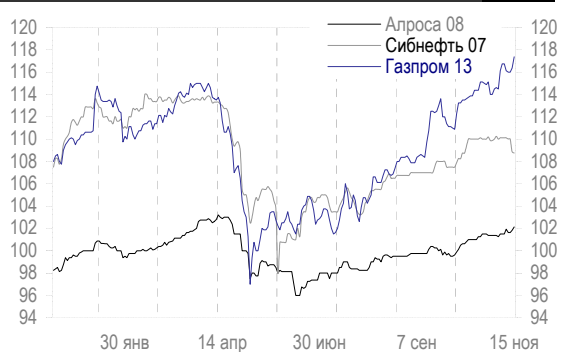
Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



Вчера еврооблигации РФ вновь продемонстрировали заметный рост цен, вплотную приблизившись к историческим максимумам, а спрэд к US Treasuries по большинству бумаг достиг минимальных уровней за всю историю. Максимальный уровень цен внутри дня был достигнут уже в первый час торгов после пятничного снижения доходности US Treasuries на 5-7 б.п. Россия-30 выросла до 101.50-101.75, а спрэд к US Treasuries упал до 245 б.п. К концу дня рынок US Treasuries несколько снизился на фоне дальнейшего падения цен на нефть (корреляция между динамикой цен на нефть и цен US Treasuries остается очень высокой все последние 3-4 мес.) и вышедших в США относительно хороших данных по экономике. В итоге, суверенные еврооблигации РФ к закрытию скорректировались вниз на 1/4-1/2 п.п. от утренних максимумов, но тем не менее, оказались на 1/4-1 п.п. выше закрытия предыдущего дня. Россия-30 закрылась около 101.250-101.375, а спрэд остался чуть ниже 250 б.п. (248-249 б.п.). Дружный рост продемонстрировали корпоративные еврооблигации РФ, прибавившие вчера еще 1/2-1 п.п. Лидерами роста стали еврооблигации Газпрома и Роснефти, подорожавшие на фоне возможного повышения кредитных рейтингов этих эмитентов до инвестиционного уровня со стороны Moody's.

Необходимо отметить, что страновой российский спрэд к US Treasuries достиг психологически и технически важных уровней. Так, спрэд Россия-30 к 10Y UST снизился до 249 б.п. при том, что уровень в 250 б.п. уже неоднократно достигался, после чего рынок входил в полосу фиксации прибыли. Так, спрэд 250 б.п. был в ноябре 2004, январе 2004 и был около 265 б.п. в апреле 2004 г. После этого, спрэд расширился до 300-350 б.п. Сейчас, по нашему мнению, есть все предпосылки для того, чтобы спрэд вошел в новый ценовой диапазон – 200-250 б.п. Мы полагаем, что нижняя граница (200 б.п.) может быть достигнута с ходе традиционного «новогоднего» ралли (конец декабря-январь). Факторы позитивной переоценки российского риска остаются прежними – блестящая макроэкономика, огромные золотовалютные резервы, крайне низкий уровень долга и жесткая бюджетная политика. Шансы на дальнейшее повышение кредитных рейтингов РФ от всех рейтинговых агентств постоянно увеличиваются.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

На фоне выросшего Евраз-06, еврооблигации Евраз-09 стали выглядеть достаточно дешево. Так, разница в доходности между Евраз-09 и 06 составляет сейчас 210 б.п., в то время, как, например спрэд доходности МТС-10 / МТС-08 равна 110 б.п., Газпром-09 / Газпром-07 – 115 б.п., Северсталь-14 / Северсталь-09 – 110 б.п., Sibneft-09 / Sibneft-07 – 90 б.п. **Поэтому, мы считаем, что Евраз-09 привлекателен для покупки и сужение спрэда Евраз-09 / Евраз-06 может составить 50-100 б.п., что означает опережающий рост цены Евраз-09 против Евраз-06 на 2-4 %.**

В настоящий момент с позиции расширившегося спрэда еврооблигаций РФ к UST и другим EMD мы рекомендуем покупку облигаций РФ на провалах цен. Мы остаемся позитивно настроенными по отношению к еврооблигациям РФ за счет дальнейшего сужения спрэда. Стоит отметить немаловажный факт, что сумма золотовалютных резервов ЦБ РФ (\$90 млрд.) и стабилизационного фонда Минфина РФ (около \$15 млрд.) сейчас равны 100% внешнего долга России, т.е. чистый внешний долг страны равен нулю. Уже через год резервы+стаб. фонд будут закрывать 120% внешнего долга страны. А для страны с такими долговыми показателями спрэд ее облигаций к UST на уровне выше 300 б.п. очень высок. Поэтому, мы считаем, что уже в ближайший месяц спрэд Россия-30 к UST сузится до 300 б.п. и до 250 б.п. в ближайшие 3-6 мес. **Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Россия Подешевела... Еврооблигации РФ заметно подешевели относительно облигаций других Emerging Markets. Рекомендация – Лучшие Рынка» от 27 июля 2004 г.**

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.