

По оценкам ЦБ России, инфляция за первые три недели ноября составила 0.6% по сравнению с 1% в ноябре 2003 года. Инфляция за десять месяцев составила 9.3%.

ЦБ России признал невозможность удержать инфляцию в этом году на уровне 10% (правительственный прогноз) и пересмотрел прогноз инфляции на 2004 год до 11%, ориентир по инфляции на 2005 год остался без изменений на уровне 8.5%.

ЦБ России прогнозирует, что укрепление реального эффективного курса рубля к корзине валют в 2004 году составит 5-6% при правительственной установке удержать темпы укрепления в пределах 7%. По данным ЦБ, рост реального эффективного курса рубля к корзине валют в январе-октябре 2004 года составил 4.8%.

Первый заместитель главы Центробанка Алексей Улюкаев заявил, что "каждое изменение доллара на один цент к евро приводит к изменению рубля к доллару на 10-15 копеек". При этом Улюкаев отметил, что пока Центральный банк не видит фундаментальных факторов, которые могли бы способствовать росту доллара на мировом рынке.

Первый заместитель председателя Банка России Улюкаев заявил, что Банк России не намерен вводить дополнительных обременений по капитальным операциям, а возможное снижение ряда уже существующих обременений может произойти уже в декабре.

ЦБ России рассматривает возможность включения в ломбардный список бумаг корпоративных и банковских эмитентов с кредитным рейтингом инвестиционного уровня и/или эмитентов с высоким государственным участием. По оценкам первого заместителя председателя Банка России Улюкаева, включение в ломбардный список облигаций Газпрома, Сбербанка, Внешторгбанка и ряда других компаний произойдет достаточно скоро.

ЦБ России не намерен пересматривать доминирующую долю американских долларов в валютных резервах, но может увеличить долю евро после анализа ситуации. По оценкам ЦБ, в настоящее время основная валюта в резервах – доллар, доля евро в валютных резервах составляет 25-30%, небольшой процент занимают швейцарский франк и британский фунт.

ЛУКОЙЛ полностью разместил в ходе аукциона 5-летние облигации на общую 6 млрд руб. Ставка фиксированного купона по облигациям определена в размере 7.25% годовых, что соответствует доходности к погашению – на уровне 7.38% годовых. Спрос на облигации составил 11.3 млрд руб.

Пивоваренная компания Балтика разместила на вторичном рынке облигационный заем по средневзвешенной цене 99.88% от номинала, что соответствует доходности к погашению на уровне 8.99% годовых. Объем спроса при размещении составил 3.1 млрд руб.

Республика Коми в течение одного дня разместила 7-ой выпуск 9-летних амортизируемых облигаций на общую сумму 1 млрд руб, цена размещения составила 93.75%, что соответствует доходности 11.5% годовых. Объем спроса на аукционе (по номиналу) составил 2.71 млрд руб, объем размещения – 0.97 млрд руб.

Банк Русский Стандарт увеличил объем выпущенного ранее еврооблигаций с погашением в апреле 2007 года с \$150 млн до \$300 млн. Допэмиссия была размещена по цене 102.685% от номинала, а объем спроса составил около \$250 миллионов.

ЕвразХолдинг намерен досрочно погасить до конца года долги по мировому соглашению входящих в Евраз - Западно-Сибирского (ЗСМК) и Нижнетагильского (НТМК) меткомбинатов перед их кредиторами на общую сумму 7.1 млрд руб (\$250.1 млн). Долги комбинатов образовались в результате выхода из процедуры банкротства. В соответствии с мировым соглашением между ЗСМК и кредиторами, заключенному в 2001 году, задолженность в размере 5.8 млрд руб была реструктурирована на 25 лет. На сегодняшний день ЗСМК выплатил около 1.332 млрд руб. В соответствии с мировым соглашением между НТМК и кредиторами, заключенному в 1999 году, задолженность в размере 6 млрд руб была реструктурирована на восемь лет. До настоящего момента комбинат выплатил около 3.305 млрд руб. Компания планирует, что досрочное погашение кредиторской задолженности позволит повысить инвестиционную привлекательность предприятий, находящихся в процессе коренной модернизации, и в дальнейшем - привлекать финансирование для программы модернизации на более выгодных условиях.

Чистая прибыль МегаФона по РСБУ в 3-м квартале 2004 г снизилась на 2% по сравнению с 3-м кварталом 2003 г до 2.879 млрд руб.

Рублевые Облигации

[Продолжение на стр 2.](#)

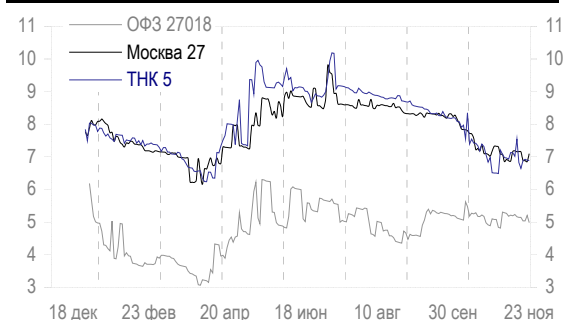
Валютные Облигации

[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.

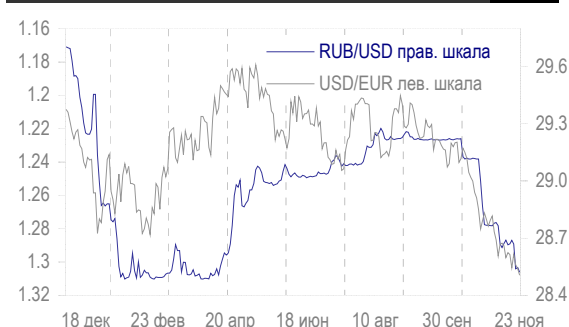
Доходности индикативных облигаций, %



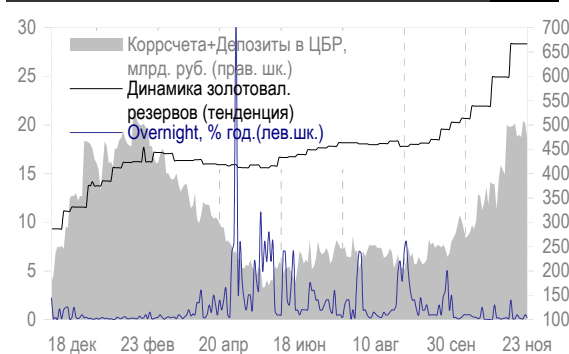
Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



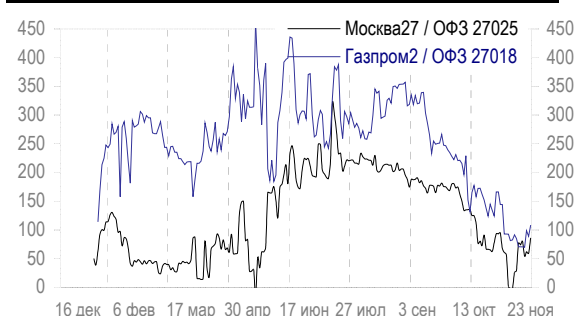
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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



Прошедшие вчера аукционы по Лукойлу и Балтике стали крайне успешными для эмитентов. Облигации Лукойла разместились на уровне облигаций Газпром-5 (и даже чуть ниже) под доходность 7.38% годовых. Кроме того, выпуск разместился с дисконтом порядка 5 б.п. к кривой облигаций Москвы, а если позиционировать выпуск к погашению, то и с дисконтом к кривой ОФЗ порядка 10 б.п. Облигации Балтики были размещены под доходность 8.99%, что соответствует уровню близких по дюрации Мособласть-3 и АИЖК-1. Очевидно, что с точки зрения кредитных рисков оба выпуска разместились с большим дисконтом к рынку, что может серьезно ухудшить ликвидность этих облигаций на вторичном рынке. В значительной мере успешность аукционов объясняется спросом нерезидентов, у которых скопилось огромная избыточная рублевая ликвидность. На вторичном рынке сейчас наблюдается стагнация, но желающих активно фиксировать прибыль пока нет, так как реинвестировать ее потом будет просто некуда. В силу этого, купить на рынке крупный пакет бумаг первого-второго эшелона практически невозможно, что и стало причиной результатов вчерашних аукционов, где, наоборот, можно купить крупный лот. Это во многом и предопределило низкие доходности - инвесторы готовы были идти на низкую доходность ради покупки крупных блоков бумаг. Аукцион по размещению облигаций Коми, где доля российских инвесторов была выше, прошел более адекватно, а выпуск разместился с небольшой премией к уже существующей кривой доходности эмитента. На вторичном рынке пока все без перемен - уровень доходности в первом эшелоне стабилен, а во втором-третьем преобладают точечные покупки. Облигации Москвы достаточно слабо отреагировали на повышение рейтинга до инвестиционного уровня, что стало следствием минимального спреда к госбумагам. Кривая доходности длинных выпусков ОФЗ несколько снизилась, однако движение пока можно назвать индикативным.

Спрэд длинных выпусков негосударственных облигаций первого эшелона к ОФЗ сузился практически до исторических минимумов, что уже привело к стагнации на рынке. В текущих условиях мы рекомендуем перекладываться из корпоративных и субфедеральных «фишек» с минимальными спредами к ОФЗ в госбумаги. До последнего времени мы крайне скептически оценивали потенциал снижения уровня доходности рублевых госбумаг, стабильность которого ограничивает дальнейший рост первого эшелона. События же последнего времени заставляют нас взглянуть на перспективы рынка ОФЗ более оптимистично. Динамика курса евро относительно доллара открывает перед ЦБ новые возможности по номинальному снижению курса доллара относительно рубля, что уже и происходит. Позитивная динамика рынка еврооблигаций привела к существенному росту валютной премии рублевых госбумаг к еврооблигациям РФ, которая практически находится на исторических максимумах (спрэд ОФЗ vs Minfin достиг 185 б.п.), которая имеет все шансы на дальнейшее расширение до 200-220 б.п. при умеренных девальвационных ожиданиях (годовые NDF сейчас находятся практически на уровне spot рынка).

В таких условиях у основных игроков на рынке госбумаг появится соблазн опустить доходность рынка ОФЗ. В конечном итоге это приведет к адекватному снижению уровня доходности всего рынка, но первоначальное движение будет происходить именно в ОФЗ.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

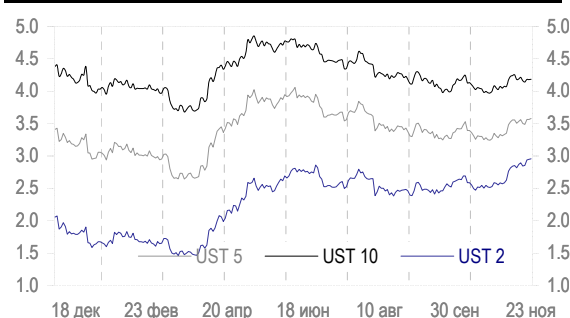
Стоит обратить внимание на неэффективное (несправедливое) ценообразование в рублевых облигациях Русского Стандарта и ЕвразХолдинга. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Несправедливое ценообразование на рынке рублевых облигаций...некоторые российские эмитенты по разному оцениваются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

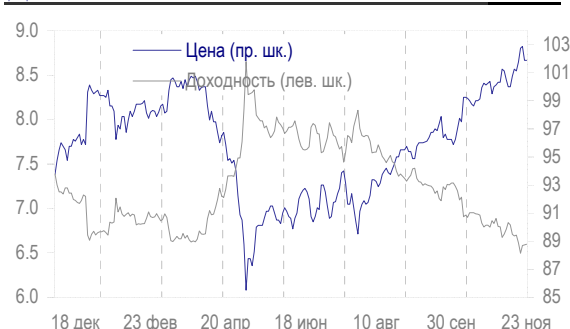
Спрэды EMBI+, б.п.



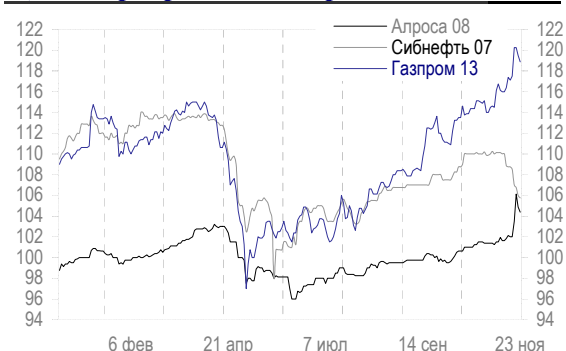
Доходности US Treasuries, %



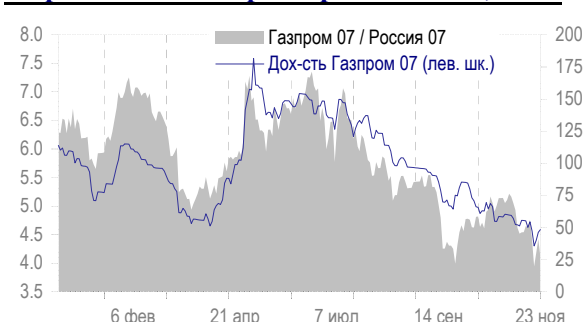
Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



Рынок US Treasuries вчера стабилизировался и доходность даже несколько снизилась после бурного роста доходности в конце прошлой недели. Доходность 10Y UST упала до 4.17% с 4.20% годовых днем ранее. Еврооблигации РФ на этом фоне сохранили ценовую стабильность, хотя утром были предприняты попытки дальнейших продаж. Россия-30 утром торговалась по 101.6875, однако к концу дня цена вернулась к 101.875-102.00. Спрэд Россия-30 к 10Y UST вырос до 244 б.п. При этом длинная Россия-28 упала на 1/2 п.п. до 162.375. В корпоративных еврооблигациях РФ продолжились продажи бумаги Газпрома – инвесторы не могут дождаться повышения рейтинга компании до инвестиционного (это намерены были сделать Moody's и Fitch) и фиксируют прибыль после ралли на прошлой неделе. Длинные евробонды Газпрома упали еще на 1/2 п.п. Остальные корпоративные выпуски упали на 1/4-3/8 п.п. Единственно вырос Евраз-09 после новости о досрочном погашении долгов дочерних заводов (НТМК и ЗСМК) на \$250 млн. (см. Новости).

Сегодня рынок открылся в позитивном ключе. Россия-30 подросла до 102.250, а спрэд сузился до 240 б.п.

Приближение конца года и заметное ралли еврооблигаций РФ в последние 3-6 мес. делает фиксацию прибыли вполне закономерной. Напомним, что спрэд Россия-30 сузился за 2 мес. с 350 до 230 б.п., а цена выросла с 85.00 в мае и 95.00 в конце лета до 103.500. Поэтому, инвесторы имеют достаточно прибыли в еврооблигациях РФ, чтобы относительно удачно закрыть этот год. Мы советуем инвесторам покупать еврооблигации РФ при расширении спреда. Так, мы считаем, что Россия-30 необходимо покупать при росте спреда выше 250 б.п. Мы считаем, что уже в январе-феврале спрэд сузится до 200-220 б.п., а в следующем году ценовым ориентиром может стать уровень в 150 б.п. по спрэду.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

На фоне выросшего Евраз-06, еврооблигации Евраз-09 стали выглядеть достаточно дешево. Поэтому, мы считаем, что Евраз-09 привлекателен для покупки и сужение спреда 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 спреда 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 спреда. 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. Инвестиционный департамент МДМ-Банка	http://invest.mdmbank.ru/
Телефон / Факс	(+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.