

Кандидат Демократической партии сенатор Джон Керри объявил официально и публично о своем поражении на выборах президента США.

Министр финансов РФ Алексей Кудрин заявил, что ведомства согласовали дополнения к стратегии формирования и расходования стабфонда, предполагающие снижение поступлений в него и направление образующихся в результате дополнительных доходов бюджета на финансирование инвестиционных проектов. Планируется, что с 2006 года базовая цена Urals, при превышении которой доходы государства от нефти направляются в стабфонд, будет увеличена на \$1 до \$21 за баррель. В результате снижения стоимости обслуживания госдолга после досрочного погашения сумма допдоходов бюджета от увеличения базовой цены возрастет до 60 млрд руб, которые будут направлены на инвестиционные программы. Привязать базовый объем стабфонда к объему ВВП ведомства планируют через три-четыре года, когда за счет излишков стабфонда будет погашена наиболее дорогая в обслуживании часть государственного внешнего долга. Ранее Минфин предложил установить базовый размер стабфонда в размере 3.1% ВВП.

Средневзвешенная доходность на аукционе дополнительного выпуска ОФЗ-27026 составила 7.32% годовых, объем размещения по номиналу – 3.27 млрд руб, объем спроса по номиналу составил 3.86 млрд руб.

Средневзвешенная доходность на аукционе дополнительного выпуска ОФЗ-46002 составила 7.8% годовых, объем размещения по номиналу – 5.66 млрд руб, объем спроса по номиналу составил 11.03 млрд руб.

В связи с очень высоким спросом на госбумаги Минфин планирует скорректировать свои планы по заимствованиям на ноябрь и провести дополнительные аукционы по размещению ОФЗ.

Нижегородская область разместила выпуск 2-летних облигаций на сумму 1 млрд руб в полном объеме, ставка первого купона определена на аукционе в размере 11.8% годовых. По словам организатора выпуска, спрос на облигации составил 1.3 млрд руб.

Российский банк АКБ Спурт прогнозирует, что доходность к годовой оферте дебютного 3-летнего облигационного займа составит 11.75-12.20% годовых. Объем выпуска – 500 млн руб, поручителем по займу выступает ОАО Нижнекамскнефтехим, которому принадлежит 19.95% акций банка. Конкурс запланирован на 18 ноября. По итогам трех кварталов 2004 года балансовая прибыль банка выросла на 63% до 124.7 млн руб. На 1 октября его чистые активы составляли 3.7 млрд руб, собственный капитал – 1.1 млрд руб, привлеченные средства – 2.4 млрд руб. Уставный капитал банка - 1 млрд руб.

Совет директоров компании Татэнерго утвердил решение о размещении дебютного выпуска облигаций на сумму 1.5 млрд руб.

Российских производителей шин Амтел собирается приобрести голландскую компанию Vredestein Banden. Стороны заключили предварительное соглашение о сделке, завершить которую планируется к февралю 2005 года. По оценкам компании, в результате приобретения будет создана компания с рыночной стоимостью \$1 млрд, ожидаемая консолидированная прибыль до налогообложения которой в 2006 году составит более \$150 млн. Продажи Vredestein Banden в 2003 году превысили 200 миллионов евро, продажи Амтел составили \$383 миллиона. Сделка осуществляется частично за счет кредита банков, частично - за счет обмена акциями с владельцем Vredestein Banden компанией Vico.

Standard & Poor's повысила рейтинг корпоративного управления МДМ-банка с РКУ-4+ до РКУ-5 и с РКУ-4.6 до РКУ-5.0 по международной и российской шкалам соответственно. Агентство отметило, что "очевидное желание основных акционеров банка, а также финансовой группы МДМ, создать эффективную систему корпоративного управления является необычным явлением для частной российской компании".

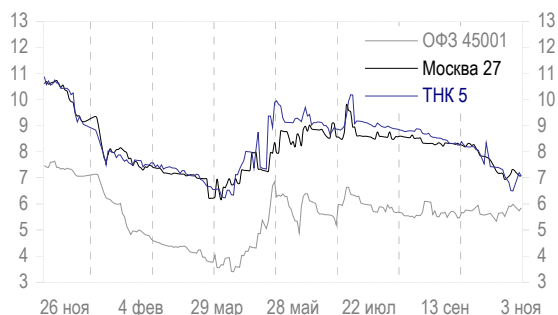
[Рублевые Облигации](#)

[Подробнее стр 2.](#)

[Валютные Облигации](#)

[Подробнее стр 3.](#)

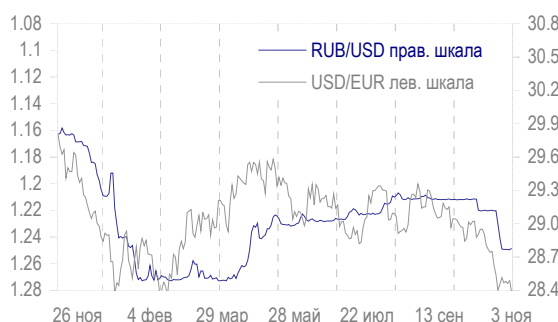
Доходности индикативных облигаций, %



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.



Большой спрос на аукционах по размещению госбумаг привел к снижению кривой доходности длинных выпусков ОФЗ на 3-5 б.п. до уровней 7.55-7.82%. Часть нереализованного спроса вышла на вторичный рынок, а рост котировок госбумаг привел к адекватному снижению доходности облигаций Москвы. Стоит отметить, что минимальный спрэд между длинными выпусками Москвы и ОФЗ (порядка 15-20 б.п.) повышает привлекательность инвестиций именно в госбумаги. Купонная доходность у обоих сегментов сопоставима, а особого потенциала снижения доходности у госбумаг (значит и у облигаций Москвы) нет. Однако в случае возможного ухудшения конъюнктуры рынка, сектор госбумаг выглядит более устойчивым. Во-первых, там не было особенно сильного ралли, что не должно привести к масштабной фиксации прибыли. Во-вторых, ценообразование на рынке во многом формируется несколькими достаточно пассивными игроками с долгосрочным горизонтом инвестирования. В корпоративном секторе инвесторы готовились к сегодняшним аукционам, главным из которых должен стать аукцион по размещению УРСИ. По большинству выпусков преобладал неагрессивный рост котировок на фоне средней активности инвесторов.

Пока позиции рынка выглядят достаточно устойчиво – уровень рублевой ликвидности в банковской системе находится на высоком уровне, общий инвестиционный фон пока благоприятен для всего рублевого рынка. Тем не менее, те, кто в последнее время агрессивно играл на повышение в первом эшелоне, могут начать более активно фиксировать прибыль. Ограниченный потенциал роста рынка (из-за стабильности рублевых госбумаг, и выборов в США, которые оказывают негативное давление на котировки евробондов, курс евро относительно доллара и цены на нефть) и существенная прибыль после прошедшего ралли может привести к сохранению продаж в первом эшелоне. Основной торговой стратегией пока остается увеличение в портфелях доли бумаг второго эшелона, который имеет потенциал роста за счет сужения спреда с первым эшелонem. При инвестировании в данный сегмент нужно делать скидку на ограниченную ликвидность сектора, что не позволяет рассчитывать на реализацию этого потенциала в краткосрочной перспективе. □

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.

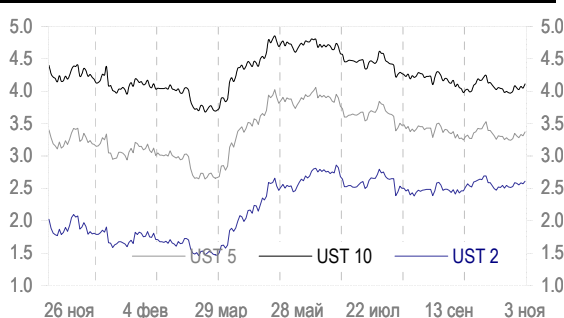
Облигации АИЖК де-юре являются корпоративными облигациями, однако де-факто несут в себе суверенный риск России благодаря наличию полной гарантии по купонам и основной сумме со стороны Минфина РФ. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Облигации АИЖК: Самые недооцененные облигации на рынке...и огромный потенциал для роста. Рекомендация – Агрессивно Покупать» от 13 сентября 2004 г.

Спрэды EMBI+, б.п.



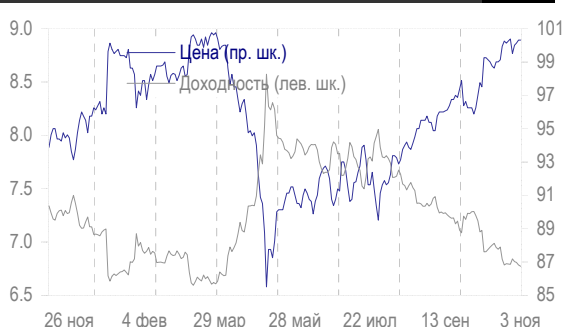
Победа Дж. Буша на выборах президента США, дальнейшее падение цен на нефть (уже ниже \$50/барр. в Нью-Йорке) и ралли на рынке акций обеспечили вчера рынку US Treasuries дальнейший рост доходности. Одновременно, инвесторы обеспокоены высоким дефицитом бюджета США, который достиг исторического максимума в этом году - \$413 млрд. Уже на следующей неделе пройдут очередные масштабные аукционы по размещению новых US Treasuries на \$51 млрд. В 1-ом квартале 2005 г. заимствования США вырастут до рекордных \$147 млрд. Кроме того, победа Буша означает продолжение политики по снижению налогов, что сохранит высокий бюджетный дефицит в США, а значит и высокий уровень заимствований. В итоге, доходность 10Y UST вчера выростала до 4.14% годовых, скорректировавшись до 4.11% в Нью-Йорке.

Доходности US Treasuries, %



Тем не менее, несмотря на негативную динамику рынка US Treasuries, еврооблигации РФ продолжили плавное повышательное движение за счет дальнейшего сужения странового спреда. Россия-30 выросла уже до 100.375, а спрэд сузился до 265 б.п. Продолжают уверенно торговаться все корпоративные и банковские еврооблигации РФ, продемонстрировавшие вчера рост еще на 1/4-1/2 п.п. Лидером роста среди корпоративных бумаг стал Евраз-09, выросший до 106.250 (+1/2 п.п.). Среди банковских бумаг заметно выросли еврооблигации МДМ-Банка (+1/2 п.п.) после повышения рейтинга корпоративного управления МДМ-банка от S&P. Таким образом, можно констатировать сохранение позитивного настроения рынка российских еврооблигаций, несмотря на негативный тренд в US Treasuries в последние дни. Инвесторы не препятствуют дальнейшему сужению странового спреда России. Сегодня утром доходность 10Y UST несколько снизилась (до 4.08% годовых) после того, как поздно в Нью-Йорке цена на нефть все таки вновь поднялась выше \$50/барр. Это привело к росту еврооблигаций РФ еще на 1/8-1/4 п.п. при сегодняшнем открытии. Россия-30 поднялась до 100.500-100.625.

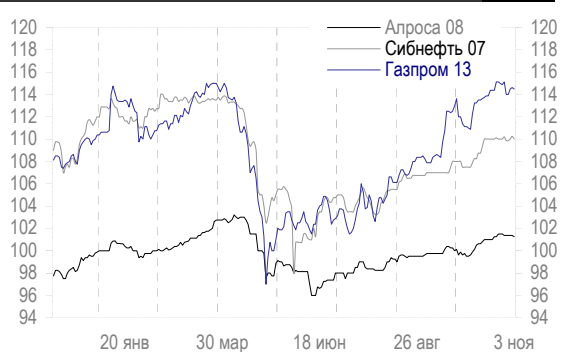
Динамика цены и доходности Россия-30



Высокие цены на энергоносители и явные признаки торможения экономики США создают почву для сохранения относительно невысокой доходности US Treasuries и умеренных темпов дальнейшего роста процентных ставок ФРС США. Это создает хорошие предпосылки для дальнейшего сужения суверенного спреда России к US Treasuries в ближайшие 3-4 мес. Мы рекомендуем сохранять длинные позиции в еврооблигациях РФ.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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., Сибнефть-09 / Сибнефть-07 – 90 б.п. **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 %.**

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



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	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 доверия, 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.