

ОАО Российские железные дороги (РЖД) отказалось от планов размещения еврооблигаций в 2005 году, однако сохраняет возможность вернуться к рассмотрению вопроса еврозайма. РЖД планировали выпустить евробонды в объеме \$500 млн - \$1 млрд летом-осенью 2005 года. Предполагалось, что срок обращения бумаг составит от пяти до 10 лет. Вице-президент РЖД Федор Андреев заявил, что для компании больший интерес представляют рублевые заимствования, поскольку основная часть выручки компании выражена в рублях. По его словам, в 2005 году объем заимствований составит около 40 млрд руб, из которых компания намерена привлечь на публичном рынке сумму, эквивалентную 30 млрд руб.

Нефтегазовая компания Итера сохраняет прогноз ставки купона по выпуску 3-летних облигаций на 2 млрд руб на уровне 13%. По выпуску предусмотрена годовая оферта по цене номинала.

Минфин России зарегистрировал выпуск облигаций Воронежской области, размещение которых намечено на 15 декабря 2004 года. Предварительные параметры займа: объем выпуска – 600 млн. руб., срок обращения - 3 года, периодичность купонных выплат – раз в квартал, ставки по первому–двенадцатому купонным доходам являются фиксированными для каждого купонного периода и составляют 13% годовых.

ФСФР зарегистрировал выпуск облигаций ОАО “Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы” на сумму 5 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.

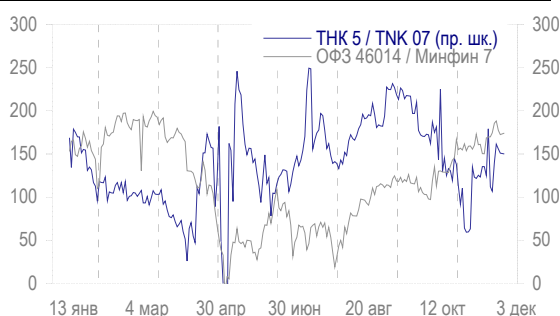
© 2004, МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, опубликовывать, переводить на другие языки, распространять и совершать любые другие действия.

Доходности индикативных облигаций, %



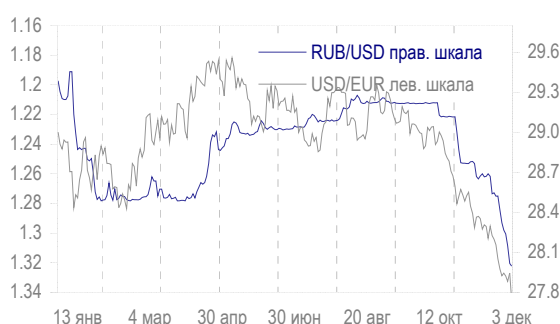
В секторе госбумаг лидером по обороту стал выпуск ОФЗ 46001, котировки которого к закрытию торгов снизились на 0.1%. Кривая доходности длинных выпусков продолжает расти, доходность ОФЗ 46014 достигла уже 7.9% годовых. В целом активность инвесторов в секторе остается крайне низкой, ценовые изменения носят преимущественно индикативный характер. В секторе облигаций Москвы наиболее активно продолжают торговаться среднесрочные 37 и 40 выпуски, спрэд которых к кривой доходности ОФЗ сузился до 76-96 б.п. В силу того, что в кратко- и среднесрочных выпусках ОФЗ наблюдается повышенная ценовая волатильность, изменение спреда между среднесрочными выпусками ОФЗ и Москвы является менее показательным, чем динамика спреда долгосрочных выпусков. Спрэд в доходности самого длинного 39-го выпуска сузился на 7 б.п. до 13 б.п., очередной раз достигнув исторического минимума. В секторе корпоративных «фишек» активность торгов была на минимальном уровне, ценовые изменения не носили единого тренда. В наиболее ликвидных корпоративных бумагах продолжают преобладать неагрессивные покупки на фоне крайне низкой активности инвесторов.

Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



На этой неделе основным событием на первичном рынке станет размещение облигаций РЖД, которые имеют все предпосылки для того, чтобы стать «фишками». Последний аукцион по Лукойлу показал, что на первый эшелон существует большой спрос крупных инвесторов, которые находятся под давлением избыточной рублевой ликвидности и готовы покупать облигации первого эшелона на аукционах с дисконтом. Практически полное отсутствие бидов на Лукойл на «сером рынке» лишило выпуск привлекательности для спекулятивно настроенных инвесторов. Облигации РЖД, вероятно, ждет та же судьба. В силу этого агрессивной фиксации прибыли перед аукционами по уже обращающимся выпускам мы не ожидаем.

Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



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 переключаться 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).

Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



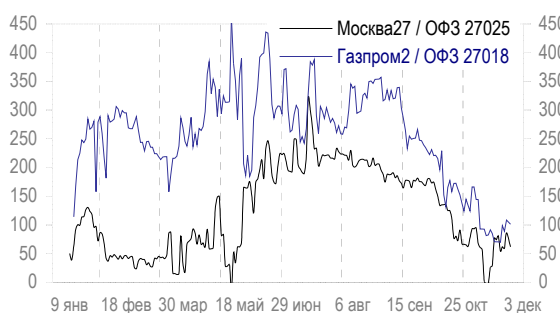
В таких условиях у основных игроков на рынке госбумаг появится соблазн опустить доходность рынка ОФЗ. В конечном итоге это приведет к адекватному снижению уровня доходности всего рынка, но первоначальное движение будет происходить именно в ОФЗ.

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 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.

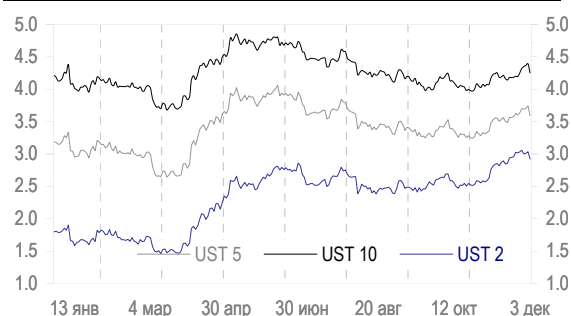
Спрэды дох-сти мун. и корп. облигаций, б.п.



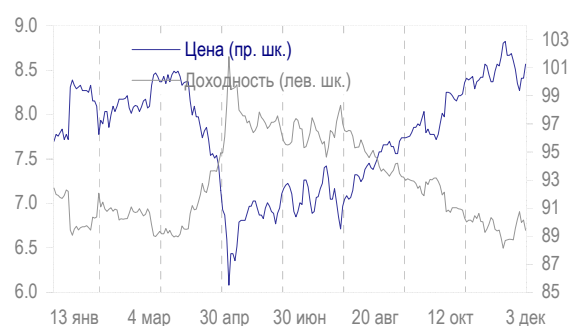
Спрэды EMBI+, б.п.



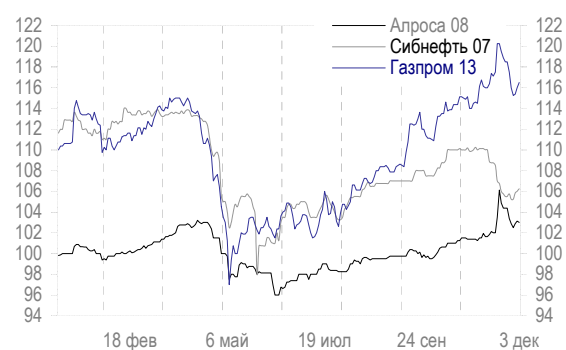
Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



Всю предыдущую неделю рынок US Treasuries падал ожидая высоких данных по количеству новых созданных рабочих мест в экономике США в ноябре. Большинство инвесторов были уверены в том, что эти данные превзойдут прогнозы, что приведет к тому, что ФРС США очередной раз повысит ставки 14 декабря на очередном заседании комитета. В итоге, доходность 10Y UST достигла 4-мес. максимума – 4.41% годовых. Однако, данные оказались заметно ниже ожидаемых и 337 тыс. в предыдущем месяце. В итоге, доходность US Treasuries резко упала – до 4.25% годовых по 10Y UST. Как результат, еврооблигации РФ так же достаточно резко выросли. Если за несколько минут до объявления статистики в США Россия-30 стоила 99.875-100.00, то в первую минуту после данных цена подскочила до 101.00-101.0625, а закрывалась в Лондоне уже около 101.250-101.375 (+1 п.п. к предыдущему дню). Спрэд остался на уровне 242 б.п. Так как данные вышли уже ближе к закрытию рынка, реакция была отмечена только в суверенных бумагах. Корпоративные бумаги не успели подрасти. Хорошую поддержку оказала российским бумагам относительная стабилизация ситуации на Украине. Еврооблигации Украина-13, торговавшаяся в середине прошлой недели по 96-98%, выросла в пятницу до 102.00, а сегодня уже до 104.500.

Сегодня рынок остался на уровне закрытия пятницы. Россия-30 торгуется в диапазоне 101.125-101.250.

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 спрэда. Так, мы считаем, что Россия-30 необходимо покупать при росте спрэда 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 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. 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 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.