

**МЭРТ** прогнозирует, что инфляция в России в 2004 году может достигнуть 11%, превысив правительственный прогноз в 10%. Потребительские цены в РФ выросли за октябрь 2004 года на 1.1% по сравнению с ростом на 0.4% в сентябре 2004 года и 1% - в октябре 2003 года. С начала года инфляция составила 9.3% по сравнению с 9.7% в январе-октябре 2003 года.

**ЦБ** прогнозирует, что в 2004 г отток капитала из страны составит порядка \$12 млрд. Отток капитала из России в 2005 г прогнозируется на уровне \$9 млрд.

**ЦБ** прогнозирует, что на конец 2004 года объем ЗВР составит \$110-120 млрд.

**Заместитель председателя Банка России Алексей Улюкаев** прогнозирует, что реальное укрепление курса рубля по отношению к доллару по итогам 2004 г может незначительно превысить 6% годовых. Улюкаев отметил, что если мировая конъюнктура останется неизменной, то номинальный курс рубля к доллару составит 28.6-29 руб за доллар.

**Минфин РФ** намерен к концу года предоставить конкретный график погашения внешнего долга с использованием средств Стабилизационного фонда. Директор департамента финансовой политики Минфина РФ Алексей Саватюгин заявил, что в первую очередь будет погашаться та часть долга, обслуживание которой стоит порядка 7% годовых. С учетом погашения внешнего долга внешний долг России в 2005 г снизится до \$93 млрд, в 2006 г до \$72 млрд, а к 2010 г он может сократиться до \$34 млрд.

**Дочерняя компания российской алмазодобывающей компании АЛРОСА - Алроса Финанс** разместила еврооблигации с погашением в 2014 г на \$300 млн. Облигации размещались по цене 99.511% от номинала, ставка купона установлена на уровне 8.875% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 8.95%.

**Центральный банк РФ** 11 ноября проведет аукцион по продаже облигаций Банка России (ОБР) в объеме 3 млрд руб.

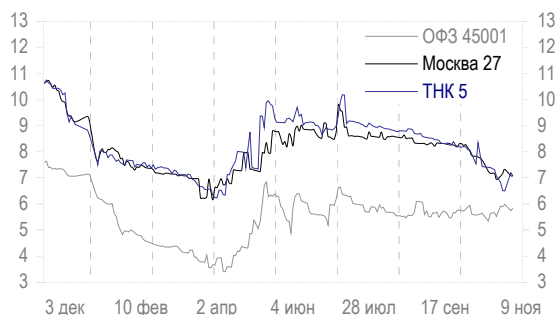
### [Рублевые Облигации](#)

Подробнее стр 2.

### [Валютные Облигации](#)

Подробнее стр 3.

### Доходности индикативных облигаций, %



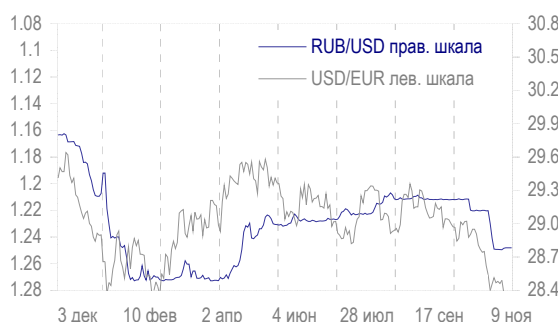
Котировки большинства наиболее ликвидных выпусков индикативно снизились на 0.1-0.2%, доходность длинных выпусков ОФЗ выросла на 1-2 б.п. до уровня 7.55-7.8% годовых. Несмотря на рекордный уровень рублевой ликвидности в банковской системе и постепенное укрепление рубля, общий низкий уровень доходности и стабильность в секторе госбумаг все же привела к небольшой коррекции на рынке. Определенное негативное давление на рынок рублевого долга оказывает и стабилизация рынка еврооблигаций, который замер в преддверии заседания ФРС. Тем не менее, цены на нефть остаются на рекордных уровнях, а правительство постепенно повышает прогнозы инфляции по итогам года. В то же время, курс доллара против евро уже практически достиг уровня 1.30, что в принципе, означает возможность для ЦБ опустить уровень поддержки доллара и при этом сохранить темпы реального укрепления рубля не выше 7%. Все это резко снижает девальвационные ожидания, что вместе с избыточной рублевой ликвидностью продолжает удерживать доходность рублевых бумаг на минимальном уровне. Для существенной коррекции предпосылок пока нет.

### Валютная премия рублевых облигаций, б.п.

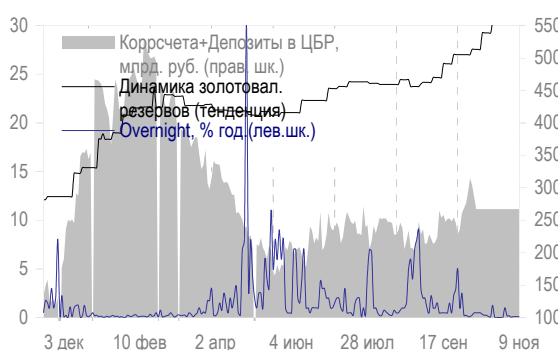


Основной торговой стратегией пока остается увеличение в портфелях доли бумаг второго эшелона, который имеет потенциал роста за счет сужения спреда с первым эшелонem. При инвестировании в данный сегмент нужно делать скидку на ограниченную ликвидность сектора, что не позволяет рассчитывать на реализацию этого потенциала в краткосрочной перспективе. □

### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



### Спреды 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.

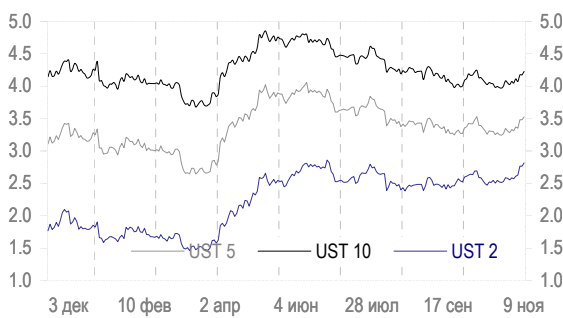


В преддверии заседания ФРС, где с большой долей вероятности будет повышена ставка рефинансирования, доходность 10Y UST выросла до максимальных с начала октября уровней в 4.22-4.23%. Мы не ожидаем дальнейшего существенного ухудшения конъюнктуры рынка US Treasuries. После выхода неожиданно позитивных данных по рынку труда в США, доходность 10Y UST выросла на 15 б.п. с 4.07% до 4.22%, так что повышение ставки ФРС на 25 б.п. уже практически полностью включено в цены. Котировки Россия - 30 к закрытию в Москве снизились до уровня 100.375-100.625, однако слабость рынка US Treasuries позволила сохранить спрэд Россия-30 к US Treasuries на близком к историческим минимумам уровне 253-257 б.п. В корпоративном секторе активность инвесторов снизилась, а спрэды между котировками на покупку расширились.

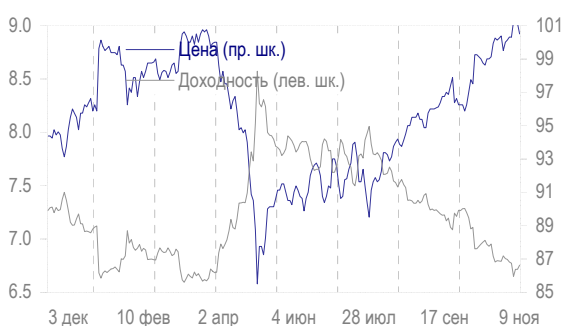
Сегодня рынок ждет результатов встречи ФРС, активность инвесторов низкая, с утра Россия-30 котировалась на уровне 100.25-100.375%, спрэд к 10Y UST находился на уровне 255 б.п.

При сузившемся спрэде к UST в ближайшее время корреляция еврооблигаций РФ с UST может вновь вырасти, хотя мы ждем что спрэд по Россия-30 к концу года будет не выше 250 б.п. Огромная денежная ликвидность правительства и ЦБ делает Россию страной с отсутствующим внешним долгом. Так, внешний долг правительства - \$115 млрд., а ЗВР ЦБР (\$107 млрд) и Стабфонд (\$20 млрд) составляют уже около \$127 млрд. По долговым показателям Россия выглядит даже лучше стран с AAA-рейтингом. Поэтому, переоценка инвесторами России имеет все шансы продолжиться. Если говорить о UST, то ситуация противоречивая, но похоже, что там продолжится боковое движение по доходности в ближайшие месяцы. С одной стороны, экономика США уже не демонстрирует быстрых темпов роста, а высокие цены на нефть вряд ли позволят экономике ускорить темпы роста в ближайшие месяцы. Поэтому, ожидания по росту ставок ФРС США сейчас умеренные. Но с другой стороны, в США в 2004 г. достигнут рекордный дефицит бюджета (\$412 млрд) и он будет высоким и в 2005 г., что означает массивные заимствования казначейством США, что будет толкать доходность UST вверх. В условиях действия этих 2-х факторов (с одной стороны низкие темпы роста, с другой стороны большие заимствования) мы считаем, что доходность 10Y UST будет в диапазоне 4-4.3% годовых в ближайшие 2-3 мес. Умеренная доходность по UST обеспечит хорошую почву для дальнейшего сужения странового спрэда РФ.

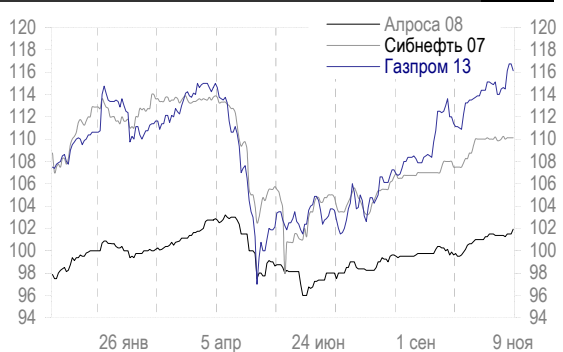
### Доходности US Treasuries, %



### Динамика цены и доходности Россия-30



### 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., 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.

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



**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**

<b>Клиентские продажи и торговля долговыми инструментами</b>	<b>Начальник управления</b>		
	Игорь Суханов	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:sukhanov@mdmbank.com">sukhanov@mdmbank.com</a>
	<b>Отдел продаж долговых инструментов</b>		
	Линаида Еремина	(+7 095) 363 55 83	<a href="mailto:bond_sales@mdmbank.com">bond_sales@mdmbank.com</a> <a href="mailto:leremina@mdmbank.com">leremina@mdmbank.com</a>
	Дмитрий Омельченко	(+7 095) 363 55 84	<a href="mailto:omelchenko2@mdmbank.com">omelchenko2@mdmbank.com</a>
	Наталья Ермолицкая	(+7 095) 960 22 56	<a href="mailto:ermolitskaya@mdmbank.com">ermolitskaya@mdmbank.com</a>
	<b>Отдел торговли долговыми инструментами</b>		
	Александр Никонов	(+7 095) 795 25 21	Reuters Code: MDMB <a href="mailto:nikonov@mdmbank.com">nikonov@mdmbank.com</a>
	Александр Зубков	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:alexZ@mdmbank.com">alexZ@mdmbank.com</a>
	Евгений Лысенко	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:lysenko@mdmbank.com">lysenko@mdmbank.com</a>
<b>Отдел РЕПО</b>			
Алексей Базаров	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:bazarov@mdmbank.com">bazarov@mdmbank.com</a>	
Наталья Храброва	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:hlabrova@mdmbank.com">hlabrova@mdmbank.com</a>	

<b>Отдел кредитных исследований</b>	Евгений Попов	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:popovE@mdmbank.com">popovE@mdmbank.com</a>
-------------------------------------	---------------	--------------------	--

<b>Анализ рынка облигаций</b>	Артур Аракелян	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:bond_research@mdmbank.com">bond_research@mdmbank.com</a>
	Денис Гусев	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:gusevD@mdmbank.com">gusevD@mdmbank.com</a>

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.