

**Золотовалютные резервы России** с 29 октября по 5 ноября возросли на \$5.5 млрд до рекордной величины \$112.8 млрд.

**Глава Сбербанка Андрей Казьмин** заявил, что в настоящее время абсолютный размер вложений банка в российские облигации составляет 437 млрд руб, из них 395 млрд руб приходится на государственные ценные бумаги, а остальное - на облигации российских компании и бумаги Банка России. По данным Минфина, общий объем рынка рублевых гособлигаций на начало ноября составлял 729.4 млрд руб. Казьмин отметил, что доходность этих вложений не покрывает растущую инфляцию, а для банка "это самый неинтересный сегмент рынка".

**Средневзвешенная ставка доходности на аукционе по размещению ОБР** составила 4.48% годовых. Объем спроса по деньгам составил 2.76 млрд руб, объем привлеченных средств - 1.64 млрд руб. Дата обратного выкупа ОБР - 15 июля 2005 г, дата погашения - 15 декабря 2005 г. Банк России также выставил оферту на выкуп ОБР 9 декабря 2005 г.

**Минфин проведет 17 ноября аукционы по размещению** ОФЗ-АД допвыпуска 46003 на 10 млрд руб и ОФЗ-АД допвыпуска 46014 на 11 млрд руб.

**Внешторгбанк привлек синдицированный кредит на \$300 млн** от более чем 40 иностранных банков. Кредит предоставлен на три года по ставке LIBOR +1.6 п.п.

**Внешторгбанк планирует в начале 2005 года выпустить еврооблигации**, объем выпуска составит как минимум \$500 млн.

**МегаФон переносит на 2005 год размещение дебютного выпуска еврооблигаций на сумму \$375 млн.** Ранее компания планировала разместить выпуск еврооблигаций в четвертом квартале 2004 года. Кроме того, компания планирует разместить в следующем году 3 выпуска рублевых облигации на общую сумму 6.8 млрд рублей.

**Fitch подтвердило рейтинги Международного промышленного банка.** В частности, долгосрочный рейтинг подтвержден на уровне В, краткосрочный - на уровне В, индивидуальный - на уровне D, рейтинг поддержки - на уровне 5. Прогноз - Стабильный.

**Налоговые органы начали выездные проверки деятельности нефтяных компаний** Славнефть, Роснефть, Сибнефть и Татнефть за 2001 год и уже предъявили компании ТНК-ВР предварительные претензии на сумму 2.5 млрд руб. Проверки начаты в связи с тем, что истекает срок налоговой проверки компаний за 2001 год.

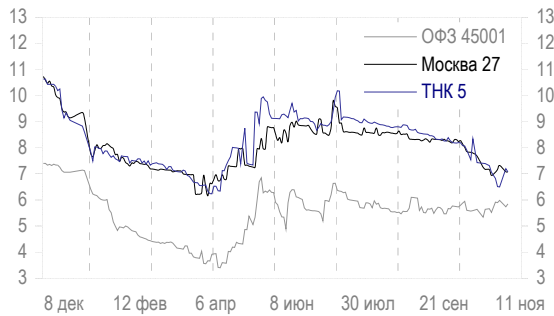
#### **Рублевые Облигации**

Подробнее стр 2.

#### **Валютные Облигации**

Подробнее стр 3.

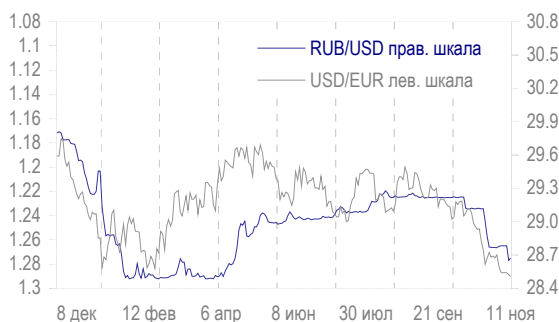
### Доходности индикативных облигаций, %



### 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.



Стабилизация (по крайней мере, временная) валютного курса и отсутствие поддержки со стороны рынка еврооблигаций привели к сохранению неагрессивных продаж наиболее ликвидных рублевых выпусков. В секторе госбумаг наиболее активно торговались облигации ОФЗ 46002, котировки которых снизились на 0.2%. По остальным выпускам изменение цен было индикативным, уровень кривой доходности длинных выпусков остался на прежнем уровне 7.55-7.85% годовых. Последние заявления Сбербанка (см. новости) еще больше укрепляют нас в мысли, что существенное снижение уровня доходности госбумаг не в интересах ни государства, ни основных участников рынка. Следовательно, потенциал роста среднесрочных и длинных выпусков облигаций Москвы и корпоративных «фишек» ограничен сузившимся до минимальных уровней спрэдом к ОФЗ. В секторе облигаций Москвы лидером по оборотам стал 40-й выпуск, котировки которого потеряли 0.3%, снижение цен по остальным выпускам составило 0.2-0.5%, спрэд к ОФЗ длинных выпусков расширился до 23-28 б.п. В секторе корпоративных «фишек» и телекомах котировки показали разнонаправленное изменение в пределах 0.2%, остальные корпоративные выпуски торговались без четко выраженного тренда на фоне низкой активности инвесторов.

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 эшелонам. 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.

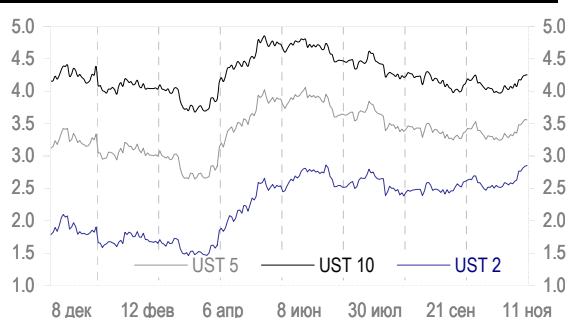


В связи с выходным днем в США активность инвесторов на рынке российских еврооблигаций была минимальной. Сегодня с утра Россия-30 открылась на уровне 100.25-100.5 и к 11 часов утра выросла до 100.5-100.625, спрэд к 10Y UST сузился до 253-254 б.п. Сегодня в США ожидается выход достаточно важных для рынка данных по розничным продажам (Retail Sales) за октябрь, а также предварительная оценка индекса потребительских настроений Мичиганского университета за ноябрь.

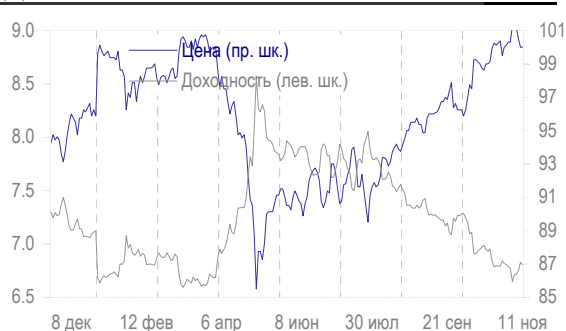
Несмотря на последние позитивные данные (особенно по рынку труда), экономика США не демонстрирует быстрых темпов роста, а высокие цены на нефть вряд ли позволят экономике ускорить темпы роста в ближайшие месяцы. Но с другой стороны, в США в 2004 г. достигнут рекордный дефицит бюджета (\$412 млрд) и он 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.

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.

### Доходности US Treasuries, %



### Динамика цены и доходности Россия-30

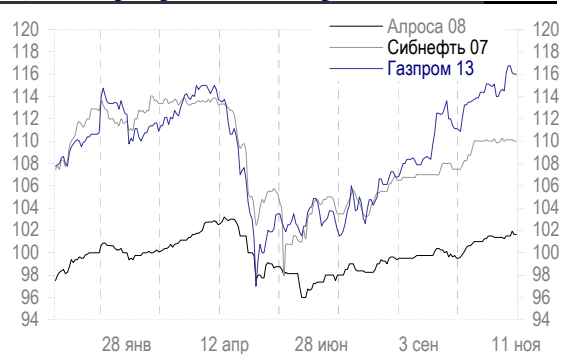


## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

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., Сибнефть-09 / Сибнефть-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.

### Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



<b>Адрес</b>	115172, г. Москва, Котельническая наб., д.33, стр.1. Инвестиционный департамент МДМ-Банка	<a href="http://invest.mdmbank.ru/">http://invest.mdmbank.ru/</a>
<b>Телефон / Факс</b>	(+7 095) 795-2521 / (+7 095) 960-2250	
<b>Reuters</b>	<b>MDMB</b>	
<b>Bloomberg</b>	<b>MDMG</b>	

**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>		<a href="mailto:bond_sales@mdmbank.com">bond_sales@mdmbank.com</a>
	Линаида Еремина	(+7 095) 363 55 83	<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>		Reuters Code: MDMB
	Александр Никонов	(+7 095) 795 25 21	<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.