

*По оценке ЦБ*, среднемесячный реальный эффективный курс рубля за 10 месяцев 2004 г вырос на 4.8%, реальный курс рубля к доллару - на 7.1%, к евро - на 6.8%.

*Россия должна использовать доходы от благоприятной мировой конъюнктуры на энергоносители для снижения долга* (досрочное погашение долга), а приоритетом сделать борьбу с инфляцией и отказаться от политики ограничения темпов укрепления рубля – заявил глава МВФ. Отметим, что по вопросу снижения долговой нагрузки российские власти придерживаются аналогичной точки зрения, уже 5 лет проводя погашение внешнего долга без новых заимствований. Однако по вопросу инфляции и валютной политики мнение российских властей иное – власти декларируют цель снижения инфляции, однако не намерены отказываться от политики ограничения укрепления рубля, что не позволяет эффективно бороться с инфляцией. В этом году инфляция окажется выше правительственных прогнозов - ближе к 11% вместо ожидавшихся 10%.

*Президент России Владимир Путин* высказался против использования стабилизационного фонда для финансирования бюджетных расходов, предложив представителям крупного бизнеса найти пути для не инфляционного расходования средств в высоко рентабельных проектах.

*Российский бизнес будет разрабатывать предложения по использованию средств стабилизационного фонда* – заявил председатель координационного совета РСПП Александр Шохин. "Президент предложил нам подумать над формами формирования стабфонда сверх порогового значения и о механизмах неинфляционного использования этих средств", - сказал А.Шохин. По его словам, пока есть только общие идеи, как тратить эти деньги, но конкретных идей пока нет. По мнению А.Шохина, инструменты использования средств стабфонда должны быть неинфляционными и деньги должны направляться в высокорентабельные проекты.

*Чистая неконсолидированная прибыль Газпрома* за 9 месяцев текущего года по российским стандартам сократилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 6.7% и составила 102.259 млрд руб.

*Газпром* прогнозирует рост экспортной выручки в 2005 году до \$18.5 млрд с \$17.8 млрд в 2004 году.

*ОАО Салаватнефтеоргсинтез* полностью разместило 2-й выпуск облигаций объемом 3 млрд руб, ставка первых двух купонов установлена на аукционе на уровне 9.7%, что соответствует доходности к 3-х летней оферте на уровне 10.14% годовых. Основная цель размещения выпуска облигаций – это финансирование строительства новой установки каталитического крекинга мощностью 1 млн т в год. Общая стоимость проекта оценивается компанией в \$124 млн. Реализация этого проекта позволит компании увеличить производство светлых нефтепродуктов с более высокой добавленной стоимостью за счет переработки вакуумного газойля и остатков газового конденсата, получаемого в виде попутного продукта первичной переработки нефти.

*Крупнейшее предприятие Казахстана*, НК Тенгизшевройл разместила 10-летние евробонды на \$1.1 млрд. Облигации были размещены по номиналу, ставка купона установлена на уровне 6.124 п.п. Евробондам Тенгизшевройла присвоен рейтинг Ваа3 по шкале Moody's и ВВВ- по шкале Fitch.

*НК ЮКОС* выплатила к настоящему моменту \$3.9 млрд в счет погашения налоговой задолженности, общий объем которой превышает \$17 млрд.

#### [Рублевые Облигации](#)

Подробнее стр 2.

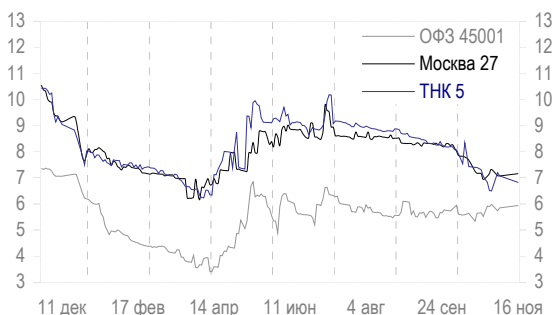
#### [Валютные Облигации](#)

Подробнее 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.

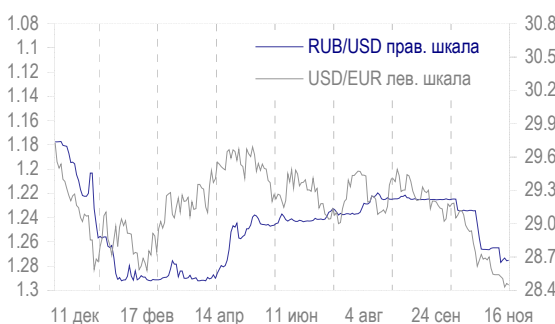
### Доходности индикативных облигаций, %



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



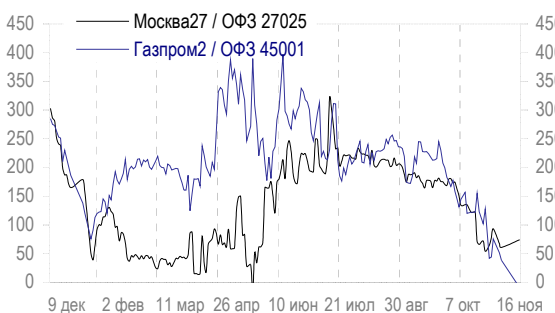
### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



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



На рынке преобладают разнонаправленные движения котировок на фоне средней активности торгов. Активность инвесторов в секторе госбумаг несколько возросла, хотя по наиболее ликвидным выпускам уровень доходности существенным образом не изменился. Длинные выпуски торгуются на устоявшихся уровнях в 7.55-7.85%. Сегодня будут проходить аукционные размещения 2-х выпусков ОФЗ 46003 и ОФЗ 46014 на общую сумму 21 млрд руб по номиналу. У инвесторов на вторичном рынке сейчас явно прослеживается кризис идей, что обещает неплохой рыночный спрос на аукционах по ОФЗ, которые выглядят достаточно интересно на фоне минимального дисконта к бумагам Москвы. Однако рынок госбумаг стабилен уже достаточно долгое время, а существенный рост доходности на фоне явно избыточного денежного предложения при общем позитивном настрое рынка был бы противоестествен. Для ЦБ сейчас первоочередной задачей является стерилизация избыточной рублевой массы, а не привлечение средств. Практика показывает, что в таких ситуациях ЦБ предпочитает не рисковать и проводит размещение среди лояльных консервативных инвесторов. Размещение САНОСа прошло достаточно успешно для эмитента, что не удивительно. Сейчас на рынке ощущается явный недостаток длинных бумаг эмитентов второго эшелона с хорошим кредитным качеством. Раньше этот пробел восполняли облигации телекомов, которые сильно потеряли свою привлекательность на фоне стремительного роста объемом заимствований, что выбрало лимиты инвесторов. Рынок рублевых облигаций находится в равновесии. С одной стороны, достаточно сильны ожидания дальнейшего укрепления рубля, а уровень рублевой ликвидности постоянно растет. Предпосылок для серьезной коррекции пока нет. С другой стороны, потенциал для роста ограничен – уровень доходности госбумаг стабилен, а ралли в негосударственных бумагах уже состоялось, спред 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 эшелона. 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, ЕвразХолдинг.*

*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.*

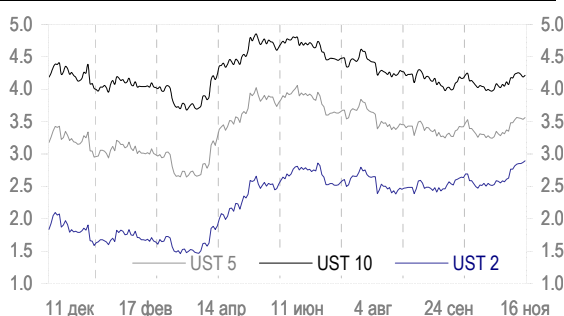
*Облигации АИЖК де-юре являются корпоративными облигациями, однако де-факто несут в себе суверенный риск России благодаря наличию полной гарантии по купонам и основной сумме со стороны Минфина РФ. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Облигации АИЖК: Самые недооцененные облигации на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

### Спрэды EMBI+, б.п.



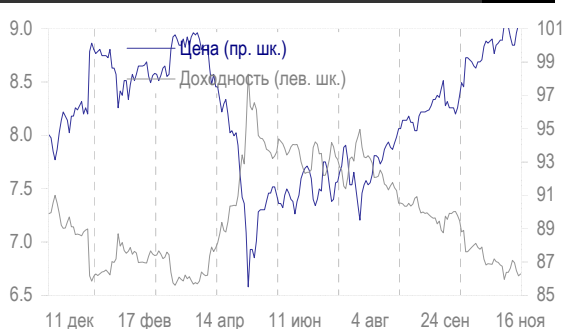
Основным событием на мировом рынке облигаций вчера стало обнародование данных по индексу цен производителей в США за октябрь 2004 г. – один из показателей инфляции. Данные оказались неожиданно высокими – цены выросли в 3 раза больше, чем ожидал рынок (+1.7% против 0.6% ожидавшихся). Эти данные говорят о том, что инфляционная угроза для экономики США все-таки существует при нынешних высоких ценах на энергоносители. В результате доходность US Treasuries выросла на 5-6 б.п., достигнув 4.22% годовых по 10-летним UST (4.17% годовых в начале дня). Тем не менее, можно констатировать, что новое понижательное движение US Treasuries практически никак не сказалось на ценах еврооблигаций РФ, которые остаются в рамках уверенного повышательного тренда, а российский спрэд продолжил снижаться. Так, Россия-30 снизилась на 1/8 п.п. до 101.125, а спрэд сузился на 2 б.п. (248 б.п. к 10Y UST). При этом цены Agies даже несколько подросли. Цены корпоративных еврооблигаций РФ остались на месте за исключением Евраз-09, который вырос еще на 1/4 п.п. на сохраняющемся значительном спросе в этом эмитенте.

### Доходности US Treasuries, %



Сегодня же рынок с утра вновь открылся в позитивном настроении и еврооблигации РФ к 11.00 выросли на 1/4-1/2 п.п. при том, что рынок US Treasuries вновь несколько снизился. Россия-30 выросла до 101.375-101.500, спрэд держится на историческом минимуме (243 б.п.)

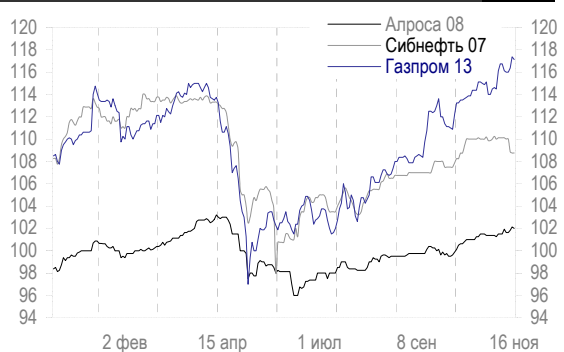
### Динамика цены и доходности Россия-30



Необходимо отметить, что страновой российский спрэд к US Treasuries достиг психологически и технически важных уровней. Так, спрэд Россия-30 к 10Y UST снизился до 249 б.п. при том, что уровень в 250 б.п. уже неоднократно достигался, после чего рынок входил в полосу фиксации прибыли. Так, спрэд 250 б.п. был в ноябре 2004, январе 2004 и был около 265 б.п. в апреле 2004 г. После этого, спрэд расширился до 300-350 б.п. Сейчас, по нашему мнению, есть все предпосылки для того, чтобы спрэд вошел в новый ценовой диапазон – 200-250 б.п. Мы полагаем, что нижняя граница (200 б.п.) может быть достигнута с ходе традиционного «новогоднего» ралли (конец декабря-январь). Факторы позитивной переоценки российского риска остаются прежними – блестящая макроэкономика, огромные золотовалютные резервы, крайне низкий уровень долга и жесткая бюджетная политика. Шансы на дальнейшее повышение кредитных рейтингов РФ от всех рейтинговых агентств постоянно увеличиваются.

## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

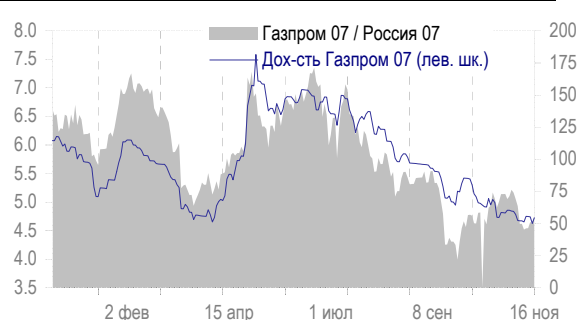
### Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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., Sibneft-09 / Sibneft-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 %.**

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.**

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



**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**

<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.