

Инфляция в РФ в ноябре 2004 г не составила 1.1% (в октябре 2004г – 1.1%), рост цен с начала года составил 10.5%. В ноябре 2003 года инфляция составила 1%, в январе-ноябре 2003 года – 10.8%.

Федеральный бюджет России в январе-ноябре 2004 года, согласно предварительной информации Минфина, был исполнен с профицитом 540.1 млрд рублей, или 3.6% ВВП. Доходы федерального бюджета за 11 месяцев этого года составили 3.077 трлн руб (20.5% ВВП), расходы – 2.537 трлн руб (16.9% ВВП). Первичный профицит в январе-ноябре 2004 года сложился в сумме 730.3 млрд руб, или 4.9% ВВП. Объем ВВП, по предварительной оценке, за одиннадцать месяцев составил 15.029 трлн руб.

ООО Финанс Интернэшнл Инвест, которое входит в Finans International Holding N.V., планирует начать 21 декабря размещение дебютного выпуска облигаций объемом 1 млрд руб. Финансбанк, который также входит в Finans International Holding и является платежным агентом по выпуску, прогнозирует, что облигации будут размещены под доходность порядка 10% годовых.

АИЖК планирует во 2-м полугодии 2005 г выпустить облигации с ипотечным покрытием на сумму 1.5 млрд руб.

Нижегородский и Западно-Сибирский меткомбинаты, которые входят в ЕвразХолдинг, до 7 декабря досрочно погасят задолженности перед кредиторами по мировым соглашениям в общей сумме 4.352 млрд руб. В соответствии с мировым соглашением между НТМК и кредиторами задолженность в размере 6 млрд руб была реструктурирована на 8 лет (с 2001 г по 2008 г). До настоящего момента комбинатом выплачено порядка 3.305 млрд руб. В соответствии с мировым соглашением между ЗСМК и кредиторами задолженность в размере 5.8 млрд руб была реструктурирована на период 25 лет (с 2002 г по 2026 г). До настоящего момента комбинат выплатил около 1.332 млрд руб. ЕвразХолдинг недавно заявил, что досрочное погашение задолженности позволит повысить инвестиционную привлекательность предприятий, что необходимо ввиду продолжающейся коренной модернизации производства.

Рублевые Облигации

Продолжение на стр 2.

Валютные Облигации

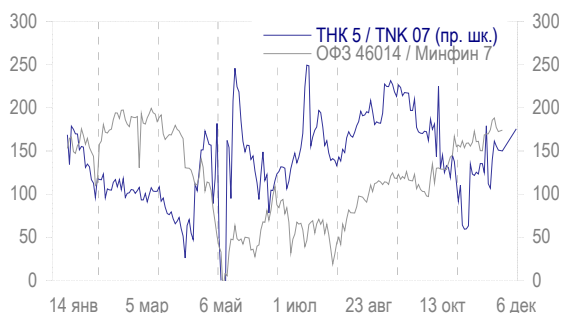
Продолжение на стр 3.

Доходности индикативных облигаций, %



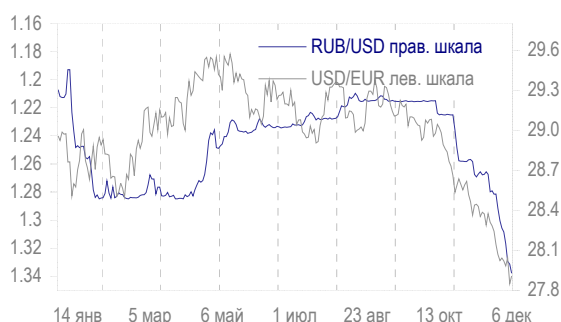
Доллар продолжает терять свои позиции как на внешнем, так и на внутреннем рынке. Уровень ликвидности банковской системы достиг рекордного уровня, объем корсчетов и депозитов банков в ЦБ превысил 600 млрд руб. Активность инвесторов в секторе госбумаг несколько возросла, основной оборот пришелся на ОФЗ 27022, котировки которого к закрытию выросли на 1.15%. По остальным бумагам преобладали неагрессивные продажи. Кривая доходности длинных выпусков выросла на 3 б.п. до уровней 7.6-7.91%. В секторе облигаций Москвы наиболее активно торговался вышедший из блокировки перед выплатой купона среднесрочный 29-ый выпуск. Спрэды в доходности длинных выпусков несколько расширились, но остаются в пределах 15-30 б.п. Котировки большинства наиболее ликвидных негосударственных выпусков прибавили в пределах 0.1-0.3% на фоне возросшей активности торгов.

Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



Заметно активизировался рынок по облигациям Су-155, оборот по которым составил порядка 131 млн руб. Тот факт, что крупные сделки (порядка 10-15 тыс бумаг) проходят именно «в стакане», а не в режиме РПС или внебиржевом рынке может говорить о том, что компания масштабно откупает собственные облигации с рынка, доходность которых превышает сейчас 40% годовых. Это может служить косвенным доказательством того, что недавняя инициатива правительства Москвы по помощи строительной отрасли в пределах \$2 млрд. через кредитование банком Москвы уже реально работает, а финансовое положение компании далеко не так плачевно, как это может показаться, исходя из уровней доходности по ее облигациям.

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 корсчета банков в ЦБ



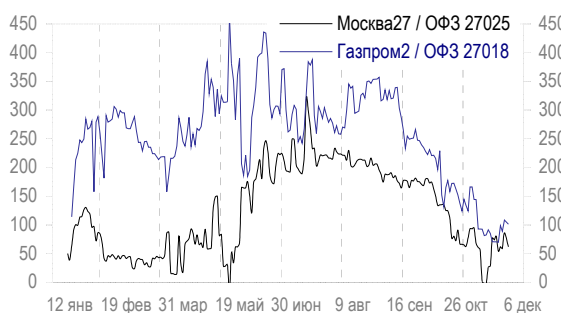
В таких условиях у основных игроков на рынке госбумаг появится соблазн опустить доходность рынка ОФЗ. В конечном итоге это приведет к адекватному снижению уровня доходности всего рынка, но первоначальное движение будет происходить именно в ОФЗ.

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.

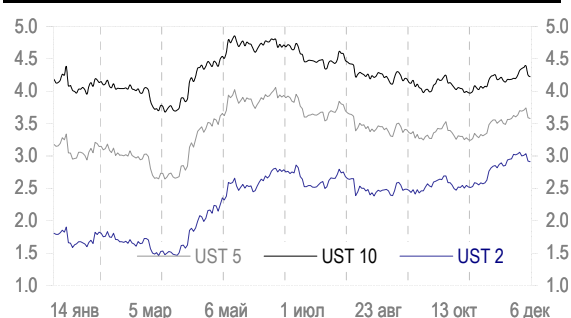
Спрэды дох-сти мун. и корп. облигаций, б.п.



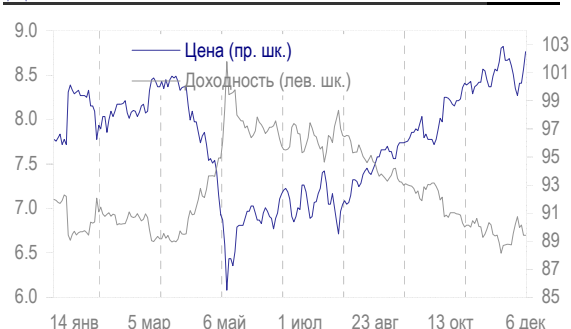
Спрэды EMBI+, б.п.



Доходности US Treasuries, %



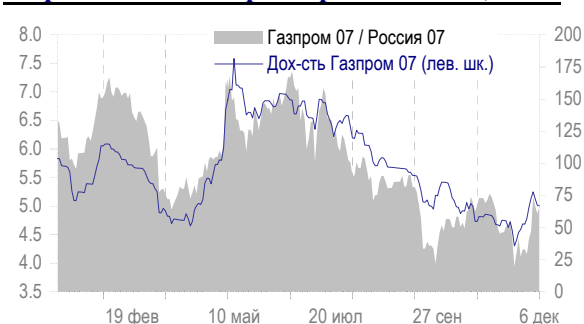
Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



Большую часть вчерашнего дня рынок US Treasuries, а вслед за ним и рынок еврооблигаций РФ был стабилен и малоактивен. Доходность главного индикатора мирового рынка облигаций – 10Y UST – была на уровне закрытия пятницы 4.27% годовых, а Россия-30 торговалась в диапазоне 101.125-101.250. Однако, уже после закрытия Москвы – ближе к 19.00 – рынок резко оживился. Появился слух о том, что S&P уже достаточно скоро может присвоить России инвестиционный рейтинг (об этом несколько дней назад намекал глава S&P в России). На этом фоне, еврооблигации РФ резко пошли вверх. Россия-30 взлетела до 102.625-102.750 к 22.00 по Москве, а спрэд Россия-30 к 10Y UST упал до абсолютного исторического минимума в 229 б.п. Еще 2 дня назад спрэд был на уровне 255-260 б.п., а Россия-30 стоила 99.500 (последние 2 недели мы отмечали, что покупка Россия-30 при спреде выше 250 б.п. выглядит привлекательно). Одновременно, рынок US Treasuries после пятничных разочаровывающих данных по рынку труда продолжил показывать снижение доходности. Доходность 10Y UST упала до 4.23% годовых. Среди корпоративных еврооблигаций РФ резко выросли длинные бумаги Газпрома, прибавившие 1.5-2 п.п. Судя по мощной повышательной ценовой динамике еврооблигаций РФ шансы на повышение рейтинга от S&P в ближайшие недели крайне высоки.

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

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 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.

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.