

Центральный банк России в следующем году намерен отказаться от ценообразования курса национальной валюты только относительно доллара США и введет ценообразование российского рубля относительно корзины валют, где доля евро превысит 70%, а доля доллара будет менее 30% - пишет сегодня японская газета Nihon Keizai, не называя источников из которых была получена данная информация. Напомним, что данный подход (установление курса рубля к корзине валют) был предложен ЦБ РФ в середине 2004 г. Однако несмотря на заверения ЦБ РФ ввести новый механизм курсообразования в 2004 г., реализация данного проекта была отложена. Ранее предполагалось так же, что доля доллара в корзине будет 70%, а остальное евро.

По информации Интерфакс, налоговые органы предъявили Сибнефти претензии на сумму около 21 млрд руб в связи с недоплатой компанией налогов начиная с 2000 г. Агентство не сообщает, за какой именно период были предъявлены претензии, и входит ли эта сумма в уже предъявленные ранее компании налоговые претензии на сумму \$1 млрд.

Средневзвешенная доходность на аукционе дополнительного выпуска ОФЗ-АД 46003 составила 7.59% годовых, объем размещения по номиналу – 5.26 млрд руб.

Средневзвешенная доходность на аукционе дополнительного выпуска ОФЗ-АД 46014 составила 7.87% годовых, объем размещения по номиналу – 10.43 млрд руб.

Ярославская область полностью разместила выпуск 2-летних облигаций на 1 млрд руб на внебиржевом рынке, с 18 ноября облигации будут допущены к обращению на ММВБ в перечне внесписочных ценных бумаг.

ОАО АКБ Спурт планирует разместить сегодня дебютный 3-летний облигационный заем общим номинальным объемом 500 млн руб под доходность 10.75 – 11.25% годовых. По облигациям выпуска выставляется поручительство ОАО Нижнекамскнефтехим в размере 600 млн руб. Уставный капитал банка 1 млрд руб, основным акционером является ОАО Нижнекамскнефтехим, которому принадлежит 16.35% акций. Банк планирует получить по итогам 2004 г прибыль по РСБУ в размере не менее 178 млн руб, прибыль по МСФО - не менее 74 млн руб. За 10 месяцев 2004 г прибыль банка по РСБУ составила 142 млн руб, по МСФО - 67 млн руб. Портфель потребительских кредитов банка на 1 ноября 2004 г составил 73 млн руб, кредиты юридическим лицам 2.7 млрд руб.

Райффайзенбанк, являясь организатором выпуска 3-летних облигаций Балтики общим номинальным объемом 1 млрд руб прогнозирует, что доходность при размещении 23 ноября установится уровне 9-9.5% годовых. Техническое размещение выпуска по закрытой подписке было проведено 26 октября 2004. Процентная ставка по первому купону утверждена эмитентом в размере 4% годовых, ставка второго-седьмого купонов составляет 8.75% годовых. Первый купонный период составляет 28 дней. Остальные купонные периоды - полгода. В дату выплаты первого купона 23 ноября эмитент выставил оферту на досрочный выкуп облигаций по номиналу.

ООО Нефтегазовая компания ИТЕРА планирует разместить дебютный выпуск 3-летних облигаций общим номинальным объемом 2 млрд руб в период с 3 по 10 декабря.

Новосибирск планирует разместить выпуск 2-летних облигаций на сумму 1.5 млрд руб в первой половине декабря.

Standard & Poor's присвоило предполагаемому выпуску облигаций ЛУКОЙЛа общим номинальным объемом 6 млрд руб рейтинг по обязательствам в национальной валюте на уровне ВВ и рейтинг по национальной шкале на уровне ruAA.

[Рублевые Облигации](#)

Подробнее стр 2.

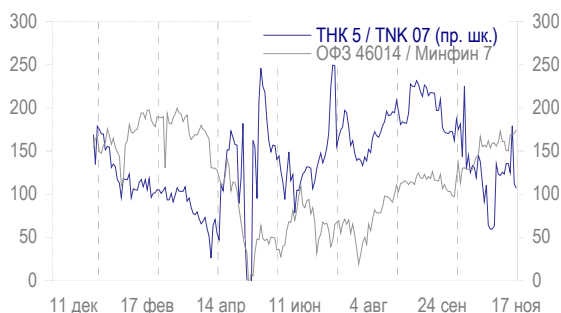
[Валютные Облигации](#)

Подробнее стр 3.

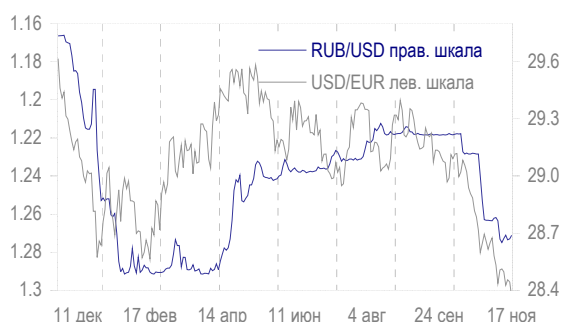
Доходности индикативных облигаций, %



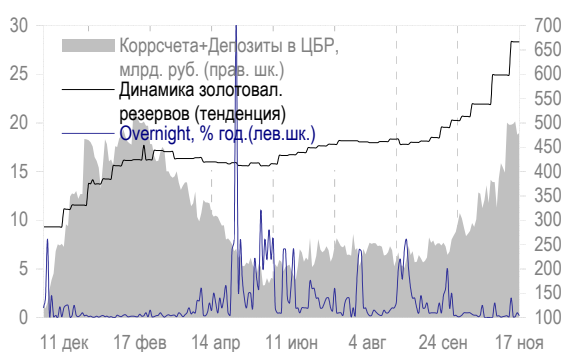
Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



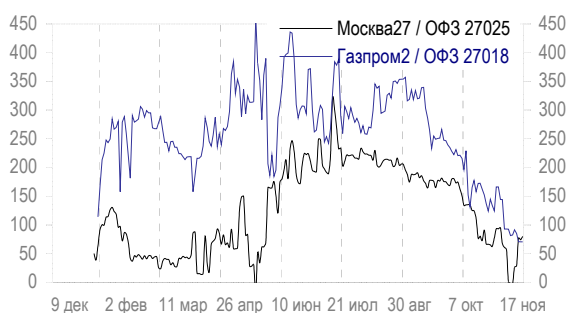
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



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



Котировки большинства выпусков первого эшелона прибавили порядка 0.2% на фоне возросшей активности торгов. Катализатором роста выступил курс рубля, который вырос вчера до 28.62 к USD и уже до 28.52 руб./USD сегодня утром. Аукционы по размещению ОФЗ прошли с премией порядка 5 б.п., что в текущей ситуации устраивает и монетарные власти, и инвесторов. Основной спрос пришелся на самый длинный выпуск ОФЗ 46014, который торгуется с дисконтом по доходности к 39-ой Москве на уровне 15-18 б.п. В секторе облигаций Москвы лидером по оборотам стал 29-ый выпуск, который торгуется с самым большим спрэдом к среднесрочной кривой доходности ОФЗ – порядка 115 б.п. Рост котировок в целом по сектору составил порядка 0.1-0.4%. Для столь беспрецедентно высокого уровня рублевой ликвидности в банковской системе обороты в секторе корпоративных «фишек» достаточно низкие. Оборот с учетом РПС по наиболее активно торговавшемуся выпуску 3-го Газпрома составил всего порядка 75 млн руб, а котировки прибавили порядка 0.2%. В секторе телекомов и втором эшелоне преобладали неагрессивные покупки на фоне средней активности торгов.

В ближайшей перспективе мы ожидаем сохранения оптимизма на рынке. Курс евро относительно доллара вырос на внешнем рынке выше психологически важного уровня 1.3. Это открывает перед ЦБ новые возможности по номинальному снижению курса доллара относительно рубля при сохранении ориентиров по реальному укреплению рубля на уровне 7%, что уже и происходит. Сегодня появилась информация (пока не подтвержденная - см. Новости) о том, что ЦБ в следующем году введет бивалютную корзину валют (вместо существующей мультивалютной), где доля евро относительно доллара будет более 70%. Если экстраполировать бивалютную корзину на 2004 год, то при инфляции 10.5% и курсе евро относительно доллара на конец года на уровне 1.35, для удержания реального укрепления рубля в пределах 7% ЦБ сможет опустить номинальный курс доллара до 28 рублей. Кроме того, позитивная динамика рынка еврооблигаций привела к существенному росту валютной премии рублевых госбумаг, которая достигла 175 б.п. при нулевых девальвационных ожиданиях (годовые NDF сейчас находятся на уровне 28.60, т.е. на уровне spot рынка). Пока что рынок ОФЗ, который является основным тормозом дальнейшего общего снижения доходности на рынке, остается стабильным. Однако нельзя исключать, что вопреки макроэкономической целесообразности, в таких условиях у основных игроков на рынке госбумаг появится соблазн опустить доходность рынка ОФЗ, что приведет к адекватному росту всего рынка.

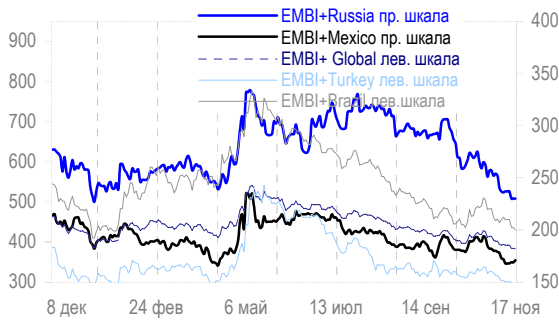
ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

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.

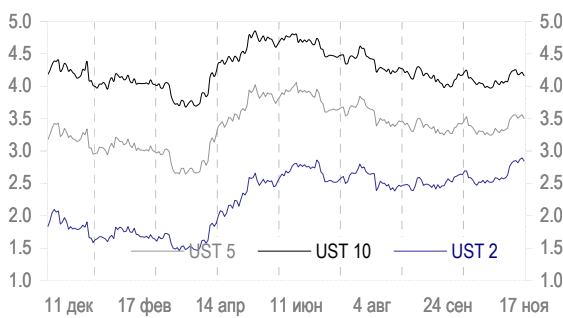
Стоит обратить внимание на неэффективное (несправедливое) ценообразование в рублевых облигациях Русского Стандарта и ЕвразХолдинга. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Несправедливое ценообразование на рынке рублевых облигаций...некоторые российские эмитенты по разному оцениваются 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.

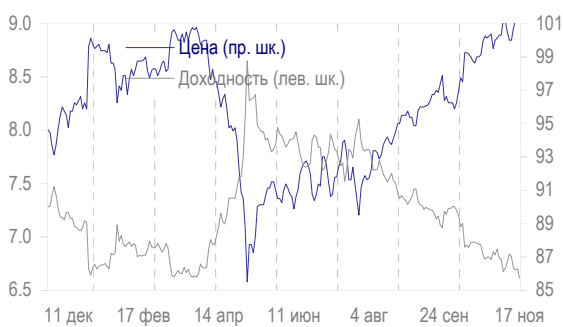
Спрэды EMBI+, б.п.



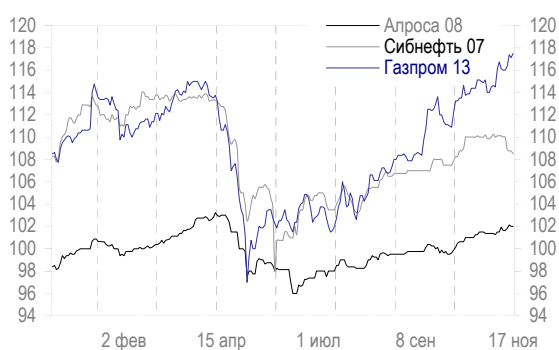
Доходности US Treasuries, %



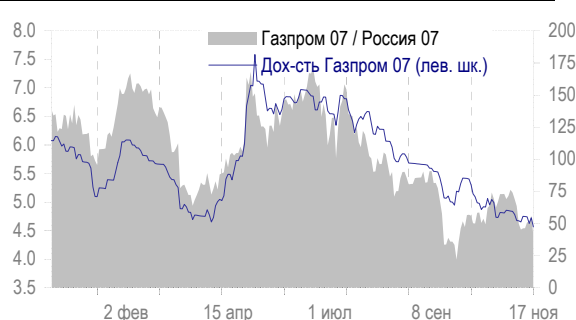
Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



Ралли в еврооблигациях РФ вчера продолжилось, что привело к росту цен до новых исторических максимумов уже сегодня утром (предыдущие максимумы были пробиты вверх), а страновой спрэд России продолжает снижаться все последние дни до все новых исторических минимумов. Поводом для дальнейшей игры на повышение в еврооблигациях РФ стал рост цен US Treasuries впервые за последние несколько дней. После того, как днем ранее индекс PPI в США вышел в 3 раза выше ожиданий, инвесторы предполагали, что и индекс CPI в США окажется крайне высоким, что будет стимулировать ФРС США к дальнейшему росту процентных ставок. Однако, вышедший вчера индекс CPI по США хоть и оказался выше ожиданий, но темп его роста был заметно ниже, чем по индексу PPI, что позитивно было воспринято инвесторами. В итоге, доходность US Treasuries, которая росла весь вчерашний день (до 4.22% годовых по 10Y UST), после выхода данных упала до 4.17% годовых и уже до 4.13% годовых по 10Y UST сегодня утром. Еврооблигации РФ вчера в первой половине дня снижались на фоне слабых US Treasuries. Россия-30 снизилась до 101.00 перед публикацией CPI. Как только вышли данные, на рынке была зафиксирована сделка по 100.750 в Россия-30, однако мгновенно цена вернулась на 101.250 и к концу дня в Лондоне цена достигла уже 102.000. Сегодня утром Россия-30 выросла уже до 102.125-102.375. Спрэд держится на уровне 242-243 б.п. Хороший рост демонстрируют корпоративные еврооблигации РФ, особенно бумаги Газпрома (выросли вчера на 1/2-3/4 п.п. и сегодня с утра резко выросли еще на 1-1 1/2 п.п.) на ожиданиях скорого присвоения инвестиционного рейтинга. И наоборот, примерно на 1/2-1 п.п. сегодня с утра упали еврооблигации Сибнефти на новости о налоговых претензиях к компании (см. Новости). Отметим, что сужение спрэдов к UST демонстрируют большинство облигаций emerging market. Спрэды Мексиканских бумаг так же снижаются агрессивно и находятся на минимальном историческом уровне. Агрессивное сужение спрэда демонстрируют и бразильские и турецкие еврооблигации. 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 расширялся 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

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.