

Сальдо положительного торгового баланса РФ в октябре 2004 составило \$8.25 млрд по сравнению с положительным сальдо в сентябре в размере \$8.41 млрд и \$5.63 млрд - в октябре 2003 года.

Денежная база РФ на 6 декабря 2004 года в узком определении повысилась до 1523.2 млрд руб с 1503 млрд руб на 29 ноября.

ЦБ оценивает укрепление реального эффективного курса рубля по итогам 2004 г на уровне 4-5%.

Министр финансов РФ Алексей Кудрин заявил, что России удастся "существенно" сократить долг Парижскому клубу кредиторов в течение трех-четырех лет, если цена на нефть на мировом рынке сложится в диапазоне \$28-31 за баррель Urals. Кудрин отметил, что уже в январе Россия достигнет договоренности с Парижским клубом об условиях досрочного погашения. В качестве основного варианта выплат рассматривается поэтапное погашение денежными средствами, а не обмен на еврооблигации. Объем долга Парижскому клубу оценивается в \$46 млрд.

Министр финансов РФ Кудрин заявил, что дальнейшее снижение курса доллара к основным мировым валютам может подтолкнуть национальные банки ведущих стран к снижению доли доллара в своих резервах. Стоит отметить, что недавно ЦБ России уже заявлял о возможном росте доли евро в ЗВР.

Standard & Poor's заявил о, что налоговые претензии ВымпелКому за 2001 год на сумму 4.4 млрд руб пока не влияют на уровень рейтингов, присвоенных компании. Агентство отметило, что пока "ситуация вокруг Вымпелкома остается в рамках нормального налогового расследования и процедур оценки. Более того, Вымпелком может справиться с суммой предварительных налоговых претензий к нему, учитывая адекватные уровни потоков наличности и ликвидные финансовые ресурсы на балансе".

Базовому подразделению третьего по величине в РФ сотового оператора Мегафон - компании Северо-Западный GSM - предъявлены налоговые претензии за 2001 год на сумму порядка 100 млн руб.

Standard & Poor's ожидает быстрого роста числа эмитентов из числа регионов и муниципальных образований и объема выпускаемых долговых обязательств, поскольку потребности в развитии инфраструктуры велики, а уровень долга низок. По мнению агентства, кредитоспособность российских регионов будет улучшаться и далее, но в ближайшие два-три года темпы замедлятся под влиянием растущей нагрузки по выплате заработной платы в общественном секторе, сильных тенденций к централизации доходов и принятия решений, замедления экономического роста и дальнейшего реформирования межбюджетных отношений.

Министерство финансов РФ планирует начать размещение ОФЗ со стандартными сроками обращения 3, 5 и 10 лет в январе 2005 года, а первый аукцион государственных сберегательных облигаций (ГСО) может состояться в феврале-марте. Минфин отметил, что "вопрос об ограничении доли одного инвестора в эталонных выпусках остается открытым". Ранее сообщалось, что Минфин хочет ограничить долю владения эталонными выпусками 30-35%. Минфин планирует, что эмиссия эталонных выпусков в 2005 году может составить 100-110 млрд руб. Объем каждого выпуска будет составлять 35-40 млрд руб. В основном Минфин планирует выпускать ОФЗ-ПД и ОФЗ-ФК. До конца декабря Минфин внесет в правительство планируемые лимиты по объемам размещения госбумаг в 2005 году, среди которых будут и ГСО, в которые будут инвестироваться средства пенсионной системы. Ранее планировалось, что объем размещения этих бумаг в 2005 году может составить 50-55 млрд рублей. В соответствии с законодательством, ГСО не будет иметь вторичного рынка, однако для инвесторов предусмотрена возможность выкупа эмитентом ГСО и обмена их на рыночные выпуски ОФЗ. Кроме того, Минфин заявил, что у коммерческих банков не возникло большого интереса к созданию института первичных дилеров на рынке госбумаг, которые были бы обязаны выкупать определенную долю госбумаг при их размещении. В этой связи введение института первичных дилеров пока не планируется. По оценкам Минфина, за 11 месяцев 2004 года Минфин привлек на рынке госбумаг более 170 млрд руб, погасил госбумаг на сумму 70 млрд, а чистое привлечение с рынка составило 100 млрд руб. В 2005 году Минфин планирует привлечь на рынке госбумаг 210 млрд руб и погасить на сумму 85 млрд. Чистое привлечение средств составит 125 млрд руб. В 2006-2008 годах Минфин ежегодно планирует привлекать с рынка 240-270 млрд руб при объеме погашения не более 100 млрд. В 2009-2010 годах Минфин сократит объем привлечения с рынка госбумаг в связи с резким уменьшением объема погашения внешнего долга.

Совет директоров Центробанка сегодня обсудит выпуск в 2005 году облигаций банка России (ОБР) с предполагаемым объемом 300 млрд руб. Заместитель председателя Банка России Алексей Улюкаев, на рассмотрение совета директоров будет вынесено о трех выпусках облигаций Банка России по 100 млрд руб каждый. По словам Улюкаева, ЦБ предполагает выпускать на рынок «достаточно длинные» выпуски.

Продолжение на стр 2.

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.

Министерство финансов проведет 15 декабря аукционы дополнительных выпусков ОФЗ-ФК 27026 на сумму 6 млрд руб и ОФЗ-АД 46014 на 7 млрд руб. Минфин должен провести 15 декабря погашение ОФЗ 27014 и выплату купонов по четырем другим выпускам ОФЗ на общую сумму 13.24 млрд руб.

Международная группа Midland, занимающаяся торговлей металлами, разместит через одну из своих российских компаний 1.5-летний облигационный заем на сумму 530 млн руб.

Совет директоров НПО Сатурн на заседании 6 декабря принял решение о размещении 3-летнего облигационного займа на сумму 1.5 млрд руб.

Красноярский край планирует в 2005 г разместить выпуск 2-летних облигаций на 3 млрд. Облигации будут размещать либо одним траншем в 3 млрд руб в четвертом квартале 2005 г либо двумя траншами по 1.5 млрд руб во втором и четвертом кварталах 2005 г.

Вложения кредитных организаций РФ в государственные долговые обязательства повысились к 1 октября 2004 года до 770.380 млрд руб с 718.558 млрд руб на 1 сентября 2004 года.

Рублевые Облигации

[Подробнее стр 3.](#)

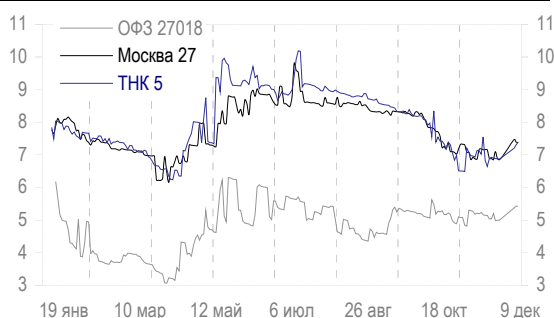
Валютные Облигации

[Подробнее стр 4.](#)

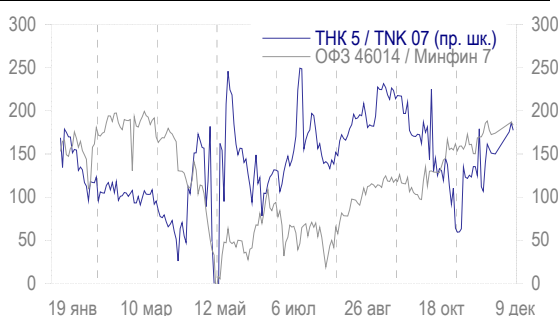
Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Настоящий документ основан на общедоступных источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. МДМ-Банк оставляет 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.

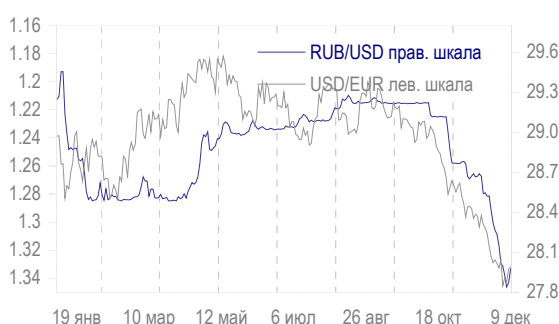
Доходности индикативных облигаций, %



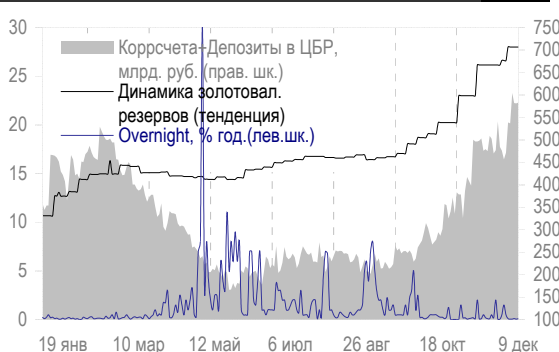
Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



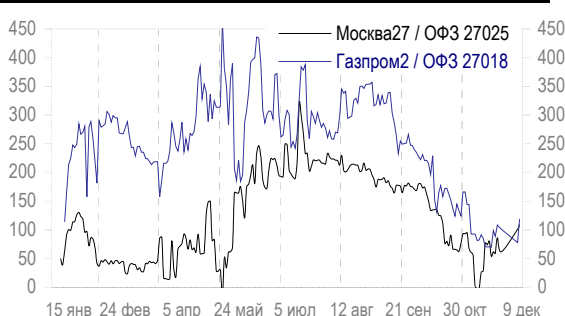
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



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



Падение котировок на рынке рублевых облигаций продолжилось, что стало повторением общей негативной динамики российского фондового рынка. Котировки большинства выпусков облигаций потеряли по 0.5-1%, аутсайдерами рынка продолжают оставаться облигации ВымпелКома, цены которых упали за два дня уже на 4.5%, а доходность выросла с 8% годовых до 11.75% годовых. Впрочем, общая активность инвесторов была достаточно низкой, так что говорить о глобальном ухудшении конъюнктуры рынка пока не приходится. В секторе госбумаг самым ликвидным выпуском стал ОФЗ 45001, оборот по которому при этом не превысил \$1 млн, а уровень доходности практически не изменился. Кривая доходности длинных выпусков выросла на 4-5 б.п. до 7.7%-7.94%, аутсайдерами сектора стали облигации ОФЗ 46014, цены которых потеряли 0.25%. В секторе облигаций Москвы котировки упали еще на 0.4-0.9%. Спрэд в доходности длинных выпусков Москвы vs ОФЗ расширился на 10 б.п. до 29-50 б.п. Среди корпоративных «фишек» худшую динамику показали облигации ТНК-5, цены которых потеряли больше 1 п.п. Общее снижение цен по «фишкам» составило 0.3-0.4%.

Ситуация вокруг ВымпелКома, которая крайне негативно оценивается инвесторами на рынке акций, стала для инвесторов на стагнирующем рынке облигаций поводом для фиксации прибыли на фоне локального разворота валютного тренда. Однако индекс РТС потерял за два дня уже более 10%, а возможное дальнейшее падение рынка акций уже напрямую угрожает рынку облигаций, на котором могут начаться ликвидации позиций для поддержаний позиций на рынке акций.

Основную опасность для рынка сейчас представляют динамика курса доллара и продолжающееся падение цен на нефть, которые и могут вызвать реальное ухудшение конъюнктуры рынка. В стране явно ощущается большое количество спекулятивного капитала, которое в перспективе может еще увеличиться, так как шансы на получение инвестиционного рейтинга от S&P оцениваются рынком достаточно высоко. До тех пор, пока не случится серьезного ухудшения конъюнктуры рынка внешнего долга и очевидного отката США от неясной политики слабости доллара относительно ведущих мировых валют, давление на рынок рублевых облигаций избыточного капитала будет сохраняться. Тем не менее, мы начинаем смотреть на перспективы рынка рублевого долга с большей долей пессимизма. Минимальный уровень ставок на рынке делает его заложником спекулятивного спроса нерезидентов, которые ориентируются на динамику валютных курсов и уровень мировых ставок. Перспективы дальнейшего ослабления доллара на мировом рынке не столь очевидны, как это может показаться. Потенциал сужения спреда российских еврооблигаций vs US Treasuries достаточно большой, но мы не исключаем того, что при этом будет происходить общий рост уровня доходности за счет роста доходности US Treasuries.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

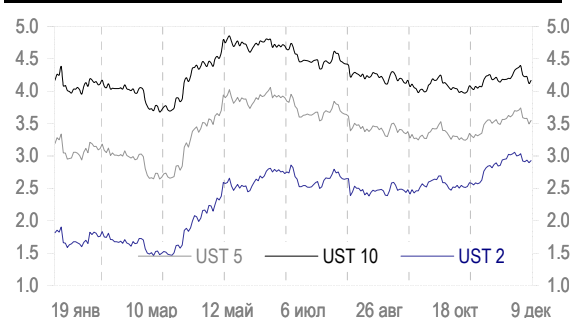
Стоит обратить внимание на неэффективное (несправедливое) ценообразование в рублевых облигациях Русского Стандарта и ЕвразХолдинга. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Несправедливое ценообразование на рынке рублевых облигаций...некоторые российские эмитенты по разному оцениваются международными и российскими инвесторами. Рекомендация – Покупать рублевые облигации ЕвразХолдинга и Банка Русский Стандарт» 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.

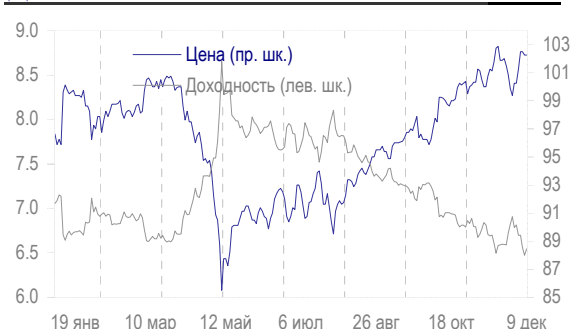
Спрэды EMBI+, б.п.



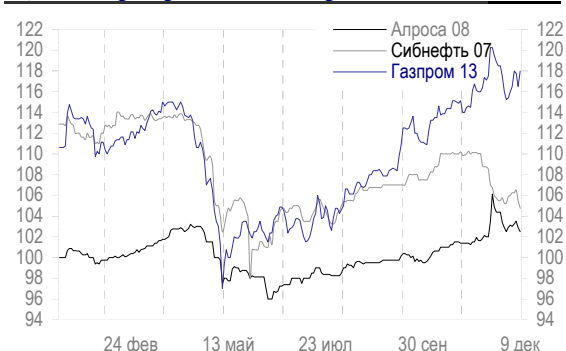
Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



Вчера вновь ситуация на рынке еврооблигаций РФ определялась паническими настроениями на рынке акций и общим ухудшением инвестиционного климата в стране после появления еще и «дела Вымпелкома». Инвесторами овладели панические настроения и желание сокращать свои позиции в российских активах. На этом фоне суверенные еврооблигации РФ оставались относительно стабильными, а в корпоративных еврооблигациях РФ шли массированные продажи, за исключением квази-суверенных бумаг (Газпром, Роснефть, Алроса). Причем начало вчерашнего дня прошло на мажорной ноте. Россия-30 выросла до 103.00-103.25 (спрэд вновь сузился до исторического минимума 230 б.п.), а длинные бумаги Газпрома выросли на 2-3 п.п. на фоне новости о инвестиционном рейтинге. Но уже к середине дня начались продажи и Газпрома-34, который утром был 119.00, упал до 117.500, а Россия-30 упала к концу дня до 102.250. Более драматические события были в остальных корпоративных еврооблигациях РФ, упавших еще на 1-2 п.п. Лидеры падения – бумаги Вымпелкома, ТНК и Альфа-банка. Но при этом неплохо выросли евробонды банка Москвы (+1%) после повышения рейтинга.

Сегодня рынок продолжил падение. Россия-30 упала до 101.375, а спрэд резко вырос до 255 б.п. В корпоративных еврооблигациях продолжаются ликвидации позиций. Сегодня заметно упали бумаги ВБД-08 – до 97.00 (-3 п.п.).

Мы попрежнему советуем инвесторам подбирать Россия-30 при спреде выше 250 б.п. В свете последних событий мы не меняем своего взгляда на рынок суверенных еврооблигаций РФ и ожидаем сужения спреда по Россия-30 до 200 б.п. в начале 2005 г. Однако, мы советуем инвесторам избегать корпоративных еврооблигаций РФ за исключением бумаг Газпрома.

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	hrabrova@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.

Министерство финансов проведет 15 декабря аукционы дополнительных выпусков ОФЗ-ФК 27026 на сумму 6 млрд руб и ОФЗ-АД 46014 на 7 млрд руб. Минфин должен провести 15 декабря погашение ОФЗ 27014 и выплату купонов по четырем другим выпускам ОФЗ на общую сумму 13.24 млрд руб.

Международная группа Midland, занимающаяся торговлей металлами, разместит через одну из своих российских компаний 1.5-летний облигационный заем на сумму 530 млн руб.

Совет директоров НПО Сатурн на заседании 6 декабря принял решение о размещении 3-летнего облигационного займа на сумму 1.5 млрд руб.

Красноярский край планирует в 2005 г разместить выпуск 2-летних облигаций на 3 млрд. Облигации будут размещать либо одним траншем в 3 млрд руб в четвертом квартале 2005 г либо двумя траншами по 1.5 млрд руб во втором и четвертом кварталах 2005 г.

Вложения кредитных организаций РФ в государственные долговые обязательства повысились к 1 октября 2004 года до 770.380 млрд руб с 718.558 млрд руб на 1 сентября 2004 года.

Рублевые Облигации

[Подробнее стр 3.](#)

Валютные Облигации

[Подробнее стр 4.](#)

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.