

**Сальдо торгового баланса РФ** в сентябре 2004 года было положительным и составило \$8.41 млрд по сравнению с положительным сальдо в августе в размере \$8.63 млрд и \$5.13 млрд - в сентябре 2003 года.

**По оценкам ЦБ**, рост реального эффективного курса рубля к корзине валют в январе-октябре 2004 года составил 4.8%, к доллару – 7.1%, к евро – 6.8%. Основные направления денежно-кредитной политики РФ на 2004 год предусматривают рост реального эффективного курса рубля не более чем на 7%. Последний прогноз Минэкономразвития РФ этого показателя составляет 7.2%, роста реального курса рубля к доллару – 7.9%, к евро – 6.3%.

**Директор департамента финансовой политики Минфина РФ Алексей Саватюгин** заявил, что Минфин РФ не будет давать конкретные указания Банку России по инвестированию средств Стабилизационного фонда. Саватюгин отметил, что уже в декабре может начаться инвестирование средств Стабфонда в соответствии с постановлением правительства от 30 сентября 2004 г. В соответствии с постановлением правительства средства стабфонда могут инвестироваться в ценные бумаги ряда стран (Австрия, Бельгия, Финляндия, Франция, Германия, Греция, Ирландия, Италия, Люксембург, Нидерланды, Португалия, Испания, Великобритания и США) в трех валютах, имеющих высший рейтинг надежности AAA. По прогнозам Минфина РФ, объем стабфонда на начало 2005 года достигнет 560 млрд. рублей.

**По оценкам советника президента РФ по экономическим вопросам Андрея Илларионова**, прирост Стабилизационного фонда за 2004 г составит \$15 млрд, что составит только 25% от средств, которые получены от благоприятной конъюнктуры мировых цен. По мнению чиновника, наиболее эффективным способом расходования средств Стабфонда является погашение внешнего долга России.

**АИЖК** планирует разместить 3-й выпуск 6-летних амортизируемых облигаций на сумму 2.25 млрд руб в первой декаде декабря. Выпуск будет обеспечен государственными гарантиями Российской Федерации и будет входить в ломбардный список Банка России.

**Чистая прибыль Газпромбанка** за первое полугодие 2004 г по МСФО составила \$192 млн. По итогам года планируется получить чистую прибыль в \$270-300 млн.

**Standard & Poor's** включило долгосрочный рейтинг Северстали В+, в список на возможный пересмотр после сделанного компанией предложения о покупке активов канадской Stelco Inc, проходящей процедуру банкротства.

**Федеральная служба по финансовому рынку (ФСФР)** предложила на обсуждение участникам рынка новый проект стандартов эмиссий ценных бумаг и правил раскрытия информации эмитентами. ФСФР планирует сократить срок между первичным размещением и началом вторичного обращения бумаг эмитента, дать возможность финансовым консультантам выполнять функции андеррайтера новых эмиссий и не ограничивать его в объеме выкупленных бумаг (сейчас андеррайтер может приобрести не более 25% от объема размещенной эмиссии ценных бумаг) и допустить применение на аукционе по размещению корпоративных ценных бумаг выставления как конкурентных, так и неконкурентных заявок.

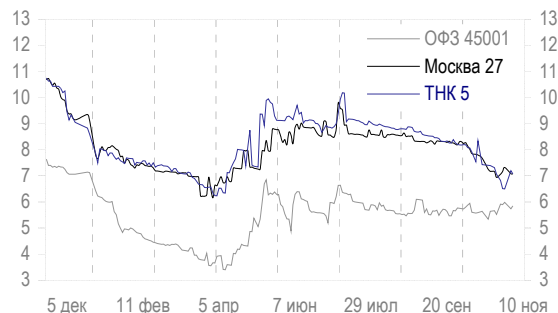
#### **Рублевые Облигации**

Подробнее стр 2.

#### **Валютные Облигации**

Подробнее стр 3.

### Доходности индикативных облигаций, %



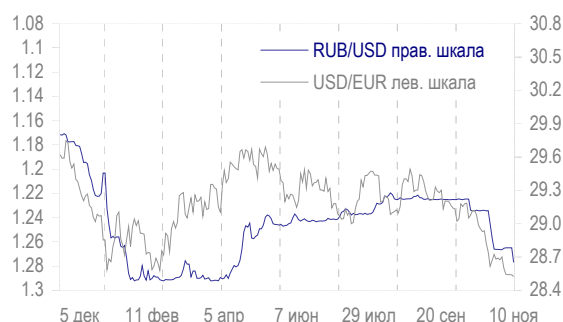
Рынок рублевых облигаций находится в равновесии. С одной стороны, достаточно сильны ожидания дальнейшего укрепления рубля, а уровень рублевой ликвидности постоянно растет. Предпосылок для серьезной коррекции пока нет. С другой стороны, потенциал для роста ограничен – уровень доходности госбумаг стабилен, 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.

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



Сектор госбумаг остается стабильным, относительно активно торговались только облигации ОФЗ 46003, доходность которых практически не изменилась. Уровень кривой доходности длинных выпусков находится на устоявшихся уровнях 7.55-7.85% годовых, причин для кардинального изменения ситуации нет. В секторе облигаций Москвы котировки большинства выпусков индикативно снизились, спред длинных выпусков к ОФЗ расширился на 5 б.п. до 20 б.п. Основной оборот был сосредоточен в коротких бумагах (лидером стал 26-ой выпуск) со ставкой купона 15%. В секторе корпоративных «фишек» и телекомах преобладали неагрессивные продажи, котировки большинства выпусков практически без объемов снизились на 0.2-0.5%. Остальные корпоративные выпуски торговались без четко выраженного тренда на фоне низкой активности инвесторов.

### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Основной торговой стратегией пока остается увеличение в портфелях доли бумаг второго эшелона, который имеет потенциал роста за счет сужения спреда с первым эшелонном. При инвестировании в данный сегмент нужно делать скидку на ограниченную ликвидность сектора, что не позволяет рассчитывать на реализацию этого потенциала в краткосрочной перспективе. □

### Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



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



### 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.*

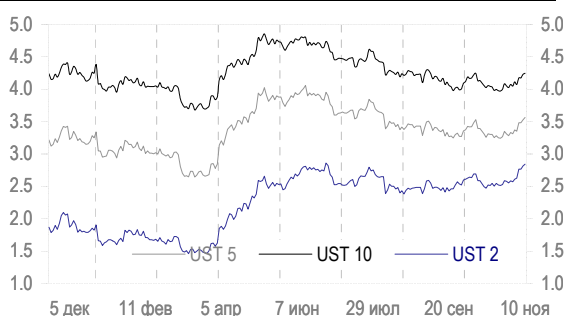
*Облигации АИЖК де-юре являются корпоративными облигациями, однако де-факто несут в себе суверенный риск России благодаря наличию полной гарантии по купонам и основной сумме со стороны Минфина РФ. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Облигации АИЖК: Самые недооцененные облигации на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

### Спрэды EMBI+, б.п.



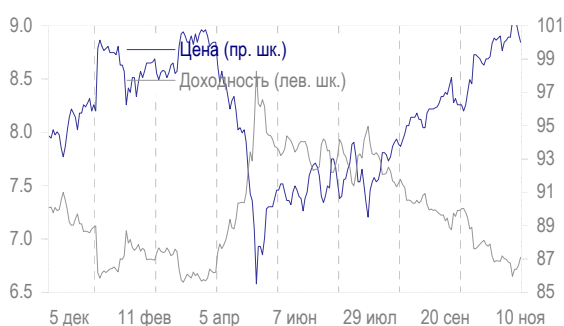
В течение дня выходили достаточно позитивные данные по макроэкономике США, что оказывало дополнительное давление на рынок US Treasuries, однако доходность 10Y UST выросла всего на 2 б.п. до 4.25%. Повышение же ставки ФРС на 25 б.п. до 2% годовых было уже учтено в ценах и не привело к существенному ухудшению конъюнктуры рынка US Treasuries. Котировки Россия - 30 следовали за рынком US Treasuries, в течение дня цены опускались ниже номинала, спрэд к 10Y UST вырастал до 257-259 б.п. Однако к закрытию в Москве котировки Россия-30 установились на уровне 100-100.187 п.п. В корпоративном секторе котировки большинства выпусков снизились на 0.125-0.375 п.п. Сегодня с утра Россия-30 открылась на уровне 100.125-100.375%, спрэд к 10Y UST сузился до 253-256 б.п. Сегодня активность на рынке будет низкой из-за выходного дня в США

### Доходности US Treasuries, %



Достаточно нейтральный комментарий ФРС по поводу дальнейших темпов повышения ставки не дает четких сигналов рынку. 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 массированные 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.

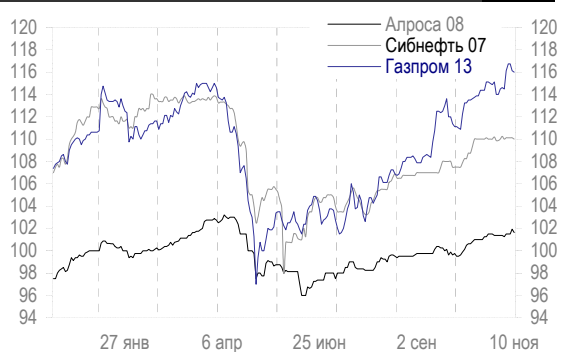
### Динамика цены и доходности Россия-30



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.

## 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., 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 %.

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



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.

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