

Fitch повысило долгосрочный суверенный рейтинг РФ в иностранной и национальной валютах с уровня BB+ до BBB-. Прогноз по рейтингу - Стабильный. Повышение агентством Fitch суверенного рейтинга России до инвестиционного уровня свидетельствует о значительном улучшении кредитоспособности страны за последние годы. Исключительные макроэкономические показатели, которым способствуют высокие цены на нефть и в целом консервативная налогово-бюджетная политика, ведут к дальнейшему заметному снижению показателей общего государственного и государственного внешнего долга, к накоплению значительных золотовалютных резервов и увеличению Стабилизационного фонда Российской Федерации. Данные факторы привели к существенному повышению способности российского правительства обслуживать свои долговые обязательства даже в случае резких потрясений, - заявил Эдвард Паркер, директор в аналитической группе агентства Fitch по суверенным рейтингам. Агентство отмечает, что рейтинг по-прежнему отражает баланс между улучшающимися макроэкономическими показателями страны и ее структурными недостатками (в том числе «дело Юкоса»).

Агентство Fitch ожидает, что бюджетный профицит в размере 3.5% от ВВП, укрепление реального курса рубля и рост ВВП на 7% в этом году приведут к снижению общего государственного долга до 25% от ВВП к концу 2004 г, что ниже среднего уровня 40%, характерного для стран с рейтинговой категорией BBB. Несмотря на некоторое ослабление налогово-бюджетной политики в будущем году, сохраняющиеся на высоком уровне цены на нефть должны позволить России создать Стабилизационный фонд в размере 550 млрд. руб. к концу 2004 г и 850 млрд. руб. к концу 2005 г. Средства в объеме, превышающим потолок в 500 млрд руб, могут быть использованы для погашения задолженности, что было бы дополнительным благоприятным фактором для рейтинга.

Снижение долговой нагрузки и увеличение Стабилизационного фонда предоставят существенную защиту России даже в случае резкого и длительного падения цен на нефть. Внешние позиции России также усиливаются со значительным профицитом платежного баланса, растущими золотовалютными резервами и снижающимися показателями внешнего долга. Fitch ожидает сокращение чистого внешнего долга страны до уровня 28% от текущих поступлений в иностранной валюте к концу 2004 г., что ниже среднего уровня в 44%, характерного для стран с рейтингом категории BBB.

Эксперты рейтингового агентства Standard & Poor's в интервью BBC заявили, что "учитывая нынешние цены на нефть, дальнейшее укрепление внешнеторгового баланса России может создать основу для будущего повышения долговременного кредитного рейтинга России".

Россия может досрочно погасить долг перед МВФ и Парижским клубом кредиторов, т.к. заинтересована в снижении процентных расходов – заявил президент РФ Владимир Путин на встрече с главой МВФ Родриго де Рато. По данным Минфина РФ, на 1 января 2005 года долг России перед МВФ составит \$3.5 млрд., Парижскому клубу - \$46 млрд. из общего государственного внешнего долга России \$114 млрд. на 1 января 2005 г. Руководство Минфина ранее говорило, что дополнительные доходы страны, полученные от беспрецедентно высоких цен на нефть, правительство будет, в первую очередь, тратить на досрочное погашение самой дорогостоящей категории внешнего долга - перед Парижским клубом стран-кредиторов. В настоящее время Минфин РФ ведет с Парижским клубом соответствующие консультации. По предварительным данным, Минфин и Парижский клуб уже достигли предварительной договоренности о методике установления дисконтов при досрочном погашении Россией долга Парижскому клубу. Детали договоренностей могут быть объявлены уже в декабре 2004 г. По оценкам Минфина РФ, в 2006-2007 гг. Россия может использовать на досрочное погашение гос. внешнего долга до \$11-12 млрд. ежегодно (избыточные средства Стаб.фонда). По оценкам Минфина РФ, в случае, если не использовать средства Стаб.фонда, а цена на нефть будет \$28/барр., то к 2010 г. объем Стаб. фонда вырастет до \$88 млрд. с \$20 млрд., которые ожидаются на начало 2005 г.

России удалось встать на путь прочного экономического роста – заявил директор-распорядитель МВФ Родриго де Рато после встречи с президентом РФ. Так же он заявил, что МВФ приветствует желание России досрочно погашать внешний долг. "Мы поддерживаем осмотрительную бюджетную политику, которую российские власти проводят в последние годы, в частности сбережение дополнительных доходов нефтяного сектора. Эта осторожная политика позволила предотвратить перегрев экономики и помогла сохранить конкурентоспособность", - сказал глава МВФ. При этом, глава МВФ заявил, что Россия должна активизировать борьбу с инфляцией и проводить более жесткую бюджетную политику.

Основные новости

Продолжение на стр 2.

Банк России планирует ввести бивалютный индекс, привязанный к курсу доллара и евро, в 2005 г. заявил зам председателя Банка России Константин Корищенко. По его словам, механизм перехода на бивалютный индекс прописан в Основных направлениях денежно-кредитной политики ЦБ РФ на 2005 г. При этом доля евро в корзине валют доллар-евро будет постепенно повышаться и в перспективе доля евро и доллара в корзине будет 50:50%. Бивалютный индекс будет являться операционным ориентиром для целей денежно-кредитной политики ЦБ РФ. При этом после установления бивалютного индекса волатильность доллара заметно возрастет при соответствующем снижении волатильности евро на российском валютном рынке.

Корищенко так же заявил, что ЦБ РФ не может удерживать курс рубля от роста по отношению к доллару, пока сохраняется тенденция к снижению американской валюты на мировых рынках. Он также сообщил, что удельный вес евро в структуре золотовалютных резервов увеличился за последние два года до примерно 25-30%. Корищенко также считает, что Россия должна рассмотреть возможность оценки своего экспорта в рублях, если она хочет, чтобы национальная валюта стала конвертируемой в ближайшие несколько лет.

Объем золотовалютных резервов РФ на 12 ноября 2004 вырос до \$113.1 млрд со \$112.8 млрд на 5 ноября.

Объем иностранных инвестиций в экономику России в январе-сентябре 2004 года составил \$29.1 млрд, что на 39.4% больше, чем за аналогичный период 2003 года.

Fitch пересмотрело прогноз изменения основных рейтингов Газпрома в иностранной и местной валюте, находящихся на уровне ВВ, на "позитивный" с "в развитии". Прогноз рейтингов Газпрома был изменен после повышения Fitch рейтингов РФ до инвестиционного уровня ВВВ- и отражает высокую вероятность повышения рейтинга газового монополиста, учитывая его стратегическую связь с государством и положительный эффект от слияния с Роснефтью. По словам агентства, рейтинг Газпрома и государственных банков может быть пересмотрен в ближайшее время, хотя "это не произойдет автоматически".

Standard & Poor's подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг ОМЗ на уровне "ССС+", исключив его из списка на пересмотр, куда он был помещен 19 декабря 2003 года. Прогноз изменения рейтинга - стабильный. S&P также подтвердило рейтинг ОМЗ по российской национальной шкале на уровне "ruBB".

ОМЗ примет решение об объеме и сроках выпуска евробондов в феврале-марте 2005 года. Гендиректор ОМЗ Сергей Липский отметил, что евробонды будут выпущены в том случае, если компания убедится, что они на тот момент будут более выгодным инструментом, чем рублевые заимствования. Кроме того, Липский заявил, что ОМЗ компания намерена поддерживать уровень публичного долга на уровне \$50 млн, чтобы "находиться на рынке".

Вице-президент ЛУКОЙЛа Леонид Федун заявил, что компания не отказывается от планов выпуска еврооблигаций, но разместит их после получения инвестиционного рейтинга. По оценкам ЛУКОЙЛа, общая сумма заимствований компании на сегодня составляет порядка \$4.1 млрд. В будущем компания будет стремиться к увеличению доли заимствований в рублях и увеличивать эту долю до \$800 млн - \$1 млрд в рублевом эквиваленте.

Стальная группа Мечел намерена начать 25 ноября размещение 3-летних рублевых облигаций на общую сумму 2 млрд руб. Поручителями по облигациям выступают компании, входящие в группу Мечел, - ООО Торговый Дом Мечел и ОАО Челябинский металлургический комбинат.

Аукцион по продаже 76.79% акций основного добывающего актива НК ЮКОС Юганскнефтегаза состоится 19 декабря, начальная цена 246.8 млрд руб, ограничений на участие иностранных инвесторов не установлено. Срок окончания приема заявок - 18 декабря, задаток - 49.4 млрд руб.

Чистая прибыль ВымпелКома по стандартам GAAP, выросла в третьем квартале 2004 года до \$102.19 млн с \$90.96 млн во втором квартале 2004 года и \$72.19 млн в третьем квартале 2003 года.

Банк Спурт полностью разместил дебютный 3-летний облигационный заем на 500 млн руб, ставка первого купона установлена на уровне 11.03%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 11.495% годовых.

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.

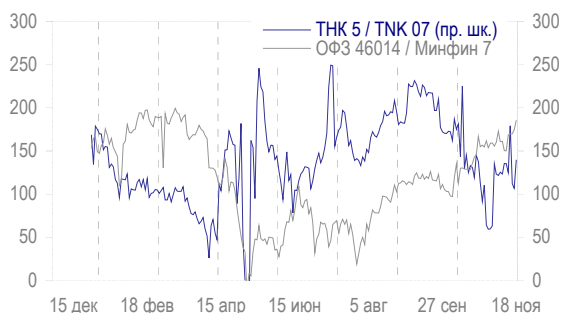
© 2004, МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, опубликовывать, переводить на другие языки, распространять и совершать любые другие действия.

Доходности индикативных облигаций, %



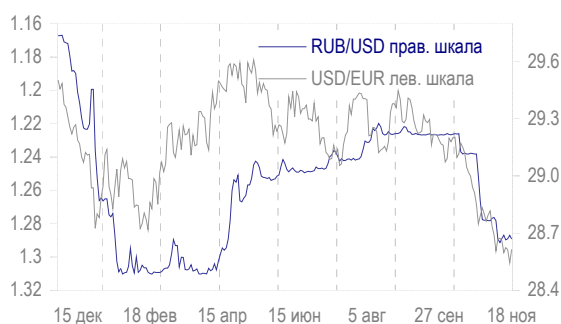
Реакция рынка рублевых негосударственных облигаций на повышение рейтинга была более сдержанной, чем на рынке евробондов и валюты, котировки наиболее ликвидных выпусков выросли всего на 0.2-0.5%. Кривая доходности ОФЗ сдвинулась с устоявшихся уровней, а из-за более короткой дюрации рынка снижение доходности длинных госбумаг было сопоставимо со снижением доходности Россия-30 – порядка 10 б.п. В силу опережающего снижения доходности госбумаг спрэд между длинными выпусками Москвы и ОФЗ расширился на 5-7 б.п., с 16-24 б.п. до 21-33 б.п. В секторе корпоративных «фишек» наиболее активно торговались длинные выпуски Газпрома и ТНК. В секторе телекомов наибольшим спросом пользовались самые доходные среди МРК облигации ЦТК-4, среди остальных корпоративных выпусков преобладала покупка на фоне средней активности торгов.

Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



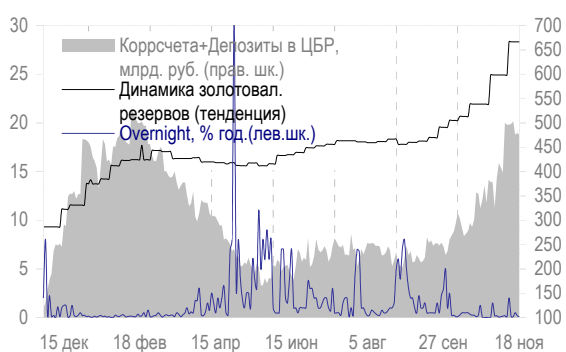
Спрэд длинных выпусков негосударственных облигаций первого эшелона к ОФЗ сузился практически до исторических минимумов, что уже привело к стагнации на рынке. В текущих условиях мы рекомендуем переключаться из корпоративных и субфедеральных «фишек» с минимальными спредами к ОФЗ в госбумаги. До последнего 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 и прогнозная низкая доля (порядка 50%) доллара в бивалютной корзине 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. 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. На рынке еврооблигаций очевидным образом происходит переоценка российского риска. Уже в краткосрочной перспективе мы ожидаем сужение спреда суверенных бумаг к US Treasuries с текущих 235 б.п. до 200 б.п. Это означает, что валютная премия может достигнуть значения 200-220 б.п. при умеренных девальвационных ожиданиях (годовые NDF сейчас находятся практически на уровне spot рынка).

Динамика курса RUB/USD и USD/EUR

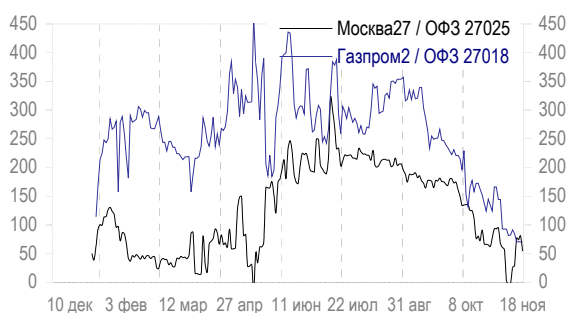


Стоит отметить, что средний уровень доходности за 10 последних торговых дней по длинным выпускам ОФЗ превышает уровень доходности начала года на 5-10 б.п., а инвестиции «buy&hold» принесли доход всего на уровне 7-10% (без реинвестирования) годовых, что не покрывает даже инфляции. Это наводит нас на мысль, что в таких условиях у основных игроков на рынке госбумаг появится соблазн опустить доходность рынка ОФЗ как минимум для переоценки портфелей. В конечном итоге это приведет к адекватному снижению уровня доходности всего рынка, но первоначальное движение будет происходить именно в ОФЗ.

Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



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



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.

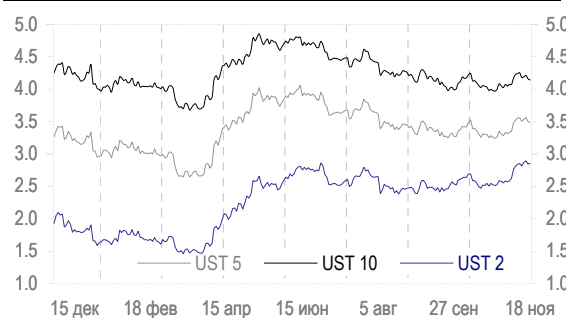
Облигации АИЖК де-юре являются корпоративными облигациями, однако де-факто несут в себе суверенный риск России благодаря наличию полной гарантии по купонам и основной сумме со стороны Минфина РФ. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Облигации АИЖК: Самые недооцененные облигации на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

Спрэды EMBI+, б.п.



Основополагающими факторами для рынка еврооблигаций РФ вчера стали 2 новости: присвоение инвестиционного рейтинга России от Fitch и прогресс по вопросу досрочного погашения долга РФ (см. Новости). В итоге, еврооблигации РФ показали мощное повышательное движение цен до новых исторических максимумов, а страновой спрэд упал на 10 б.п. до 220 б.п. по EMBI+ Russia. Россия-30, открывшись на уровне 102.25 (спрэд 243 б.п.), выросла до 103.50 (спрэд 230 б.п.) после новости о рейтинге. К концу дня фиксация прибыли опустила цену до 102.750 (спрэд 235 б.п.). В целом, по итогам дня длинные еврооблигации РФ выросли на 1-3%, а спрэды к US Treasuries упали на 10-16 б.п.

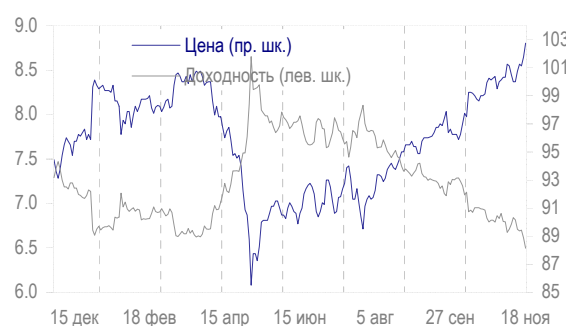
Доходности US Treasuries, %



В корпоративных еврооблигациях так же был бурный рост цен при резком падении ликвидности на стороне продажи. Лидерами роста стали длинные еврооблигации Газпрома, выросшие на 3%. Спрос в бумагах Газпрома, в том числе, стимулируется ожиданием повышения рейтинга корпорации до инвестиционного уровня. Остальные корпоративные бумаги выросли на 1/2-2%.

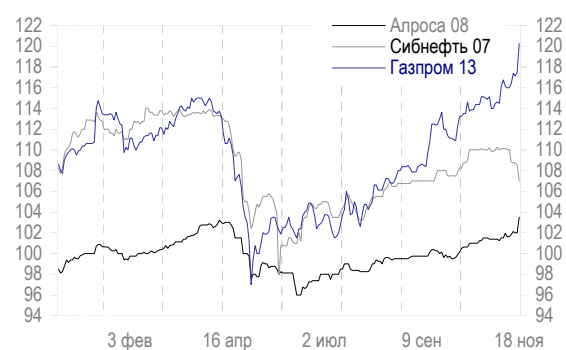
После фиксации прибыли вчера вечером, сегодня еврооблигации РФ восстановились, вернувшись на уровни цен, близкие к историческим максимумам. Россия-30 торгуется по 103.125 (спрэд 232 б.п.).

Динамика цены и доходности Россия-30



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.

Цены корпоративных еврооблигаций РФ

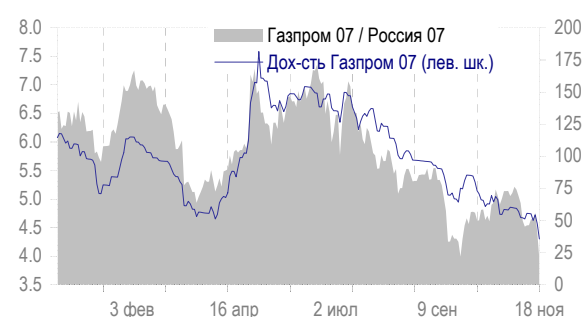


ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

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.

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

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.