

Россия официально предложила Парижскому клубу погасить свой долг (\$46 млрд.) в течение 3 лет - сообщил в понедельник анонимный источник в правительстве Германии. По его словам, Парижский клуб может согласиться на досрочное погашение Россией части ее обязательств на сумму около \$10 млрд. уже в январе 2005 г., из которых на долю Германии придется \$5-\$6 млрд. Парижский клуб стран-кредиторов состоит из 19 государств, включая Россию. В январе 2005 г. Россия рассчитывает завершить переговоры о принципах поэтапного погашения долга перед Парижским клубом. Досрочный выкуп будет производиться с дисконтом. Предварительные переговоры России с членами Парижского клуба кредиторов показывают, что кредиторы России предпочитают досрочное погашение долга "живыми деньгами" даже с рассрочкой во времени перед секьюритизацией (обмен на еврооблигации) - сказал министр финансов РФ А. Кудрин. Кудрин так же добавил, что "если исходить из гипотезы, что весь рост стабилизационного фонда свыше 500 млрд. будет направлен на досрочное погашение внешнего долга, то в 2005 г это может быть от \$7 млрд. и даже более \$10 млрд. в случае, если цена на нефть будет превышать запланированную (в среднем \$28/барр. по российской нефти в 2005 г)". Одновременно, источник в Минфине РФ вчера сказал, что долг России перед МВФ, который составляет около \$3.5 млрд., так же может быть погашен в 2005 году в полном объеме при благоприятных условиях. Окончательное решение о размере средств из стабфонда, которые будут направлены на досрочное погашение долга Парижскому клубу, пока не принято, и находится в компетенции правительства т. По словам Кудрина, стабилизационный фонд РФ на конец ноября 2004 г. вырос до 462.5 млрд. руб. (+ 58 млрд. за месяц), и к концу года может оказаться выше официального прогноза, который был установлен на уровне 574 млрд. руб. На 1 января 2006 г Минфин РФ ожидает, что объем стабилизационного фонда составит 719 млрд. руб. (\$25.7 млрд.) с учетом того, что часть поступлений в стабилизационный фонд будет расходоваться на замещение внешних заимствований и погашение долга, а также финансирование дефицита Пенсионного фонда России.

S&P может присвоить России инвестиционный рейтинг в начале 2005 г. - мнение министра финансов РФ А. Кудрина. В частности, досрочное погашение Россией внешнего долга в 2005 г. улучшит кредитный рейтинг РФ - добавил он.

Минэкономразвития РФ повысило прогноз инфляции в России по итогам 2004 года с 11% до 11.5%. Ранее МЭРТ повысило прогноз с 10.5-10.8% до 11%. Согласно закону о бюджете на 2004 г инфляция планировалась на уровне 10%.

Министр финансов РФ Алексей Кудрин ожидает чистый приток капитала в Россию в 2005 г в случае сохранения позитивных тенденций конца текущего года. Благодаря притоку капитала в четвертом квартале, денежные власти улучшили прогноз оттока капитала из РФ по итогам года до \$9 млрд против \$12 млрд, которые прогнозировались ранее МЭРТ и ЦБ. По оценкам ЦБ, в октябре приток капитала (в основном спекулятивного, который вызван динамикой курса рубля) составил порядка \$6 млрд, а сальдированный результат оттока по итогам 10 месяцев составил порядка \$9 млрд. По оценкам министра финансов РФ Алексея Кудрина, в четвертом квартале приток капитала может составить до \$2 млрд. Ранее ЦБР сообщил, что чистый вывоз частного капитала из России в третьем квартале 2004 года составил, по предварительным данным, \$2.9 млрд. По уточненным данным ЦБ, чистый вывоз частного капитала в первом квартале этого года составил \$4.1 млрд, во втором - \$3.9 млрд. Чистый вывоз частного капитала из России в 2003 году составил \$2.3 млрд, в 2002 - \$8.1 млрд.

По оценкам МЭРТ, рост ВВП в январе-октябре 2004 года составил 6.7%, в октябре 2004 года к аналогичному периоду прошлого года +5%. С учетом сезонных и календарных факторов средние ежемесячные темпы роста ВВП в третьем квартале составляли 0.4%, а в октябре месячный прирост составил 0.6%. По оценкам МЭРТ, роста ВВП по итогам года может не достичь прогнозных значений 6.8-6.9%.

По оценкам МЭРТ, реальный эффективный курс рубля снизился в октябре 2004 года на 0.4%, а за январь-октябрь укрепление составило 4.9%, что означает, что в целом по году укрепление будет немногим более 5%. За январь-октябрь 2004 года рубль в реальном выражении укрепился к доллару на 6.9%, к евро - на 6.7%.

По оценкам Минфина РФ, золотовалютные резервы РФ концу 2004 года составят порядка \$120 млрд, превысив размер внешнего долга - \$115.7 млрд.

Инвестиции в основной капитал в октябре текущего года по сравнению с октябрём 2003 г выросли на 7.8%, а в январе-октябре на 11.2%. По оценкам МЭРТ, темпы роста инвестиций замедляются, и по итогам года, скорее всего, не удастся достигнуть запланированный на 2004 г показатель в 11.5%.

[Продолжение на стр 2.](#)

Министерство финансов РФ проведет 1 декабря аукционное доразмещение ОФЗ, а 15 декабря - аукционы двух дополнительных выпусков ОФЗ на общую сумму 13 млрд руб.

АИЖК планирует 2 декабря разместить третий выпуск 6-летних амортизируемых облигаций объемом 2.25 млрд руб со ставкой купона на уровне 9.5-9.85% годовых. Размер госгарантии по данному выпуску составляет не более 3.6 млрд руб, включая номинальную стоимость облигаций в размере 2.25 млрд руб, а также сумму купонного дохода в размере 1.35 млрд руб.

Компания Росхлебпродукт, входящая в агропромышленный комплекс (АПК) Агрос, планирует 8 декабря начать размещение однолетних облигаций общим объемом 1 млрд руб.

Moody's присвоило рейтинг B1 нотам участия в кредите (LPN) Промсвязьбанку на \$100 млн с погашением в 2006 году. Ноты должны быть выпущены компанией Promsvyaz Finance S.A. по ставке 10.25% годовых.

Выручка Газпрома на 2005 г планируется в объеме 1.422 трлн руб, инвестпрограмма запланирована в объеме 300 млрд руб. Газпром планирует заимствовать в 2005 г. 100 млрд. руб. (\$3.6 млрд.) - заявил министр промышленности и энергетики В. Христенко.

Рублевые Облигации

[Продолжение на стр 3.](#)

Валютные Облигации

[Продолжение на стр 4.](#)

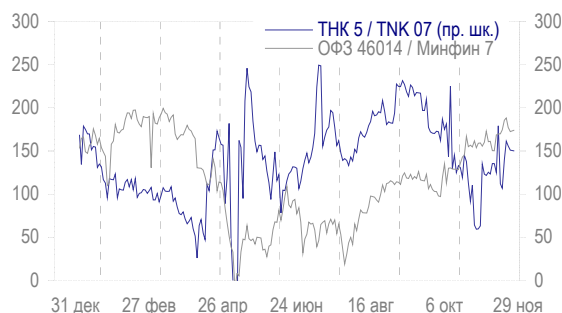
Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Настоящий документ основан на общедоступных источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. МДМ-Банк оставляет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

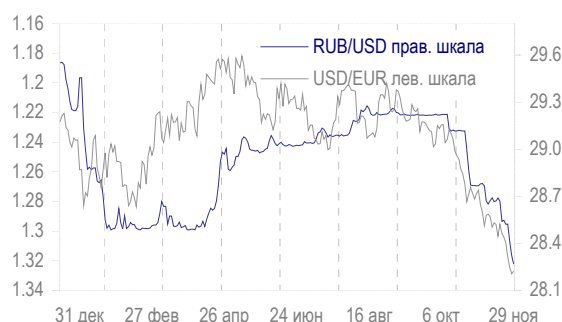
Доходности индикативных облигаций, %



Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



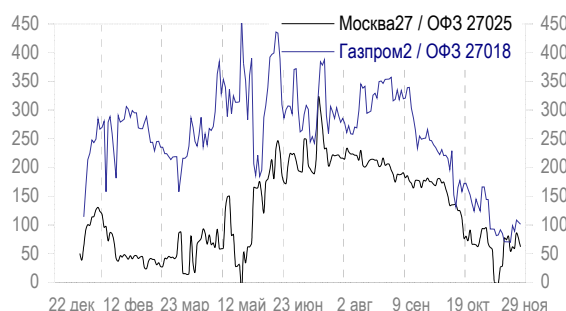
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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



Котировки большинства наиболее ликвидных выпусков снизились в пределах 0.2-0.5% на фоне средней активности торгов. Кривая доходности длинных выпусков ОФЗ осталась на прежних уровнях 7.5-7.8%, изменение котировок носило индикативный характер. Падение цен длинных выпусков облигаций Москвы достигало 0.9%, спрэд в доходности к ОФЗ расширился на 7-10 б.п. до 35-38 б.п. Для действительно серьезной коррекции на рынке пока предпосылок нет, при дальнейшем расширении спрэдов можно рекомендовать облигации Москвы к покупке. В секторе корпоративных «фишек» наиболее активно торговался 3-ий выпуск Газпрома, котировки которого, следуя динамике облигаций Москвы, потеряли 0.2%. В остальных корпоративных выпусках преобладали продажи, точечные покупки наблюдались только в некоторых высокодоходных бумагах 3-го эшелона. Формальным поводом для достаточно агрессивной фиксации прибыли вчера стал локальный «провал» на рынке евробондов. Основной же причиной продаж на рынке остается стагнация в секторе госбумаг, которая практически полностью нивелирует фактор избыточной рублевой ликвидности и позитивный эффект для рынка от стремительного укрепления рубля. Минимальные спрэды негосударственных выпусков к ОФЗ на вторичном рынке заставляют инвесторов фиксировать прибыль и идти либо на первичный рынок, либо повышать в портфелях долю акций.

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 спрэдами 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).

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

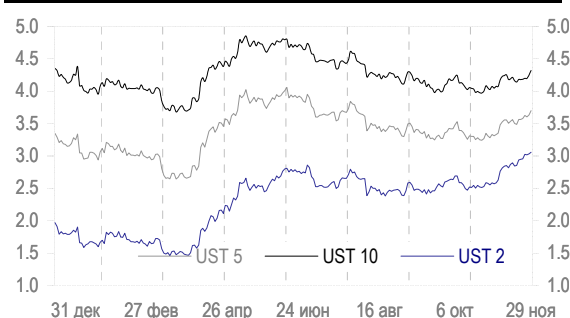
Стоит обратить внимание на неэффективное (несправедливое) ценообразование в рублевых облигациях Русского Стандарта и ЕвразХолдинга. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Несправедливое ценообразование на рынке рублевых облигаций...некоторые российские эмитенты по разному оцениваются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

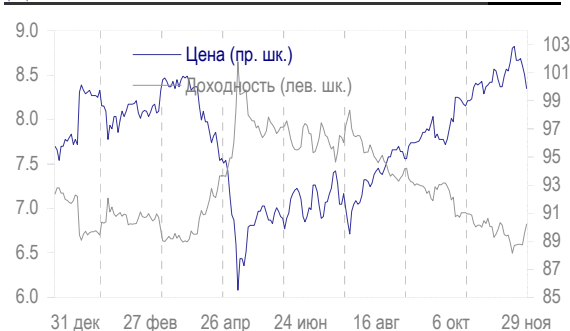
Спрэды EMBI+, б.п.



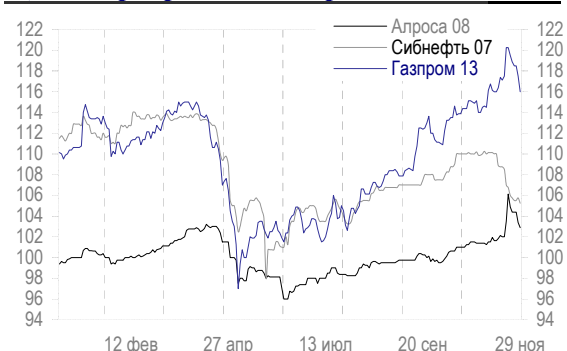
Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



Вчера еврооблигации РФ вновь ощутимо упали на фоне действия двух факторов – заметного падения рынка US Treasuries и кризиса на Украине. В итоге, цены еврооблигаций РФ оказались вчера на 5-недельном минимуме.

Доходность 10Y UST вчера выросла на 10-12 б.п. Причиной продаж стали ожидания хороших макроэкономических данных по экономике США (в частности по рынку труда) на этой неделе, что повышает вероятность очередного повышения ставки ФРС, и нежелание инвесторов владеть долларовыми активами на фоне мнения о дальнейшем падении курса доллара. Нестабильность же на Украине, которая является главной транзитной страной для экспорта российских энергоносителей, так же привели к охлаждению инвесторов к российским облигациям.

В итоге, Россия-30 открывшись вчера на уровне 100.500, упала к концу дня до 99.875, а спрэд вырос до 252 б.п. (+4 б.п.). В итоге, за неделю цена упала уже практически на 4 п.п., а спрэд к UST вырос с 230 до 255 б.п. Однозначно позитивные новости о желании России досрочно погасить долг Парижскому клубу (\$46 млрд.) в течении 3 лет, что приведет к снижению внешнего долга РФ сразу на 6-7% ВВП и слова министра финансов о инвестиционном рейтинге от S&P (см. Новости) не были восприняты рынком. Но в среднесрочной перспективе эти новости явно могут стать драйверами дальнейшего сужения российского спрэда. На фоне такого падения суверенного сегмента, все банковские и корпоративные евробонды РФ упали на 1/2-1 п.п. Сегодня рынок остался на уровнях вчерашнего закрытия. Россия-30 торгуется в диапазоне 99.750-99.875.

На этой неделе ожидается крайне важная статистика по экономике США, которая предопределил дальнейшее движение базового актива. В частности, 30/11/04 выйдут данные по ВВП и дефлятору ВВП за 3 кв. 2004 г. и Consumer Confidence, а 03/12/04 будут обнародованы важнейшие для рынка данные по уровню безработицы и количеству новых рабочих мест в экономике (PayRolls), что во многом предопределил следующее решение ФРС по процентным ставкам на комитете 14 декабря.

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 спрэда. Так, мы считаем, что Россия-30 необходимо покупать при росте спрэда 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 спрэду.

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.		
Телефон / Факс	Инвестиционный департамент МДМ-Банка	http://invest.mdmbank.ru/	
	(+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		
	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		
	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.