

*По прогнозам главы экспертного управления администрации президента РФ А. Дворковича*, инфляция в ноябре будет сопоставима с уровнем октября, когда цены выросли на 1.1%. Общий рост цен в январе-октябре 2004 г составил 9.3%. Таким образом, за 11 месяцев 2004 г инфляция может достигнуть 10.4%.

*S&P поместило рейтинг Газпрома ВВ- в список на пересмотр с развивающимся прогнозом* после заявления компании о возможном участии в аукционе по продаже Юганскнефтегаза. ООО Газпромнефть примет участие в аукционе 19 декабря по продаже 76.79% акций Юганскнефтегаза. Начальная цена продажи пакета акций установлена в размере 246.753 млрд руб. "Положение компании в списке CreditWatch отражает неопределенность будущей стратегии Газпрома и политики его основного акционера, РФ, в отношении этой и других возможных крупных сделок по поглощениям компаний, аппетитов Газпрома в сфере долгового финансирования, а также возможностей компании в будущем рассчитывать на финансовую поддержку российского правительства", - отметила кредитный аналитик S&P Елена Ананькина. Рейтинги Газпрома могут быть повышены, если появятся весомые признаки государственной поддержки, особенно когда правительство осуществит план увеличить свой пакет акций Газпрома до 51% с 38% путем обмена казначейских акций на активы принадлежащей государству Роснефти. Рейтинги Газпрома могут быть понижены, если Газпром под давлением правительства будет вынужден осуществлять крупные политически мотивированные, рискованные и экономически невыгодные инвестиции, которые еще больше увеличат и без того высокий уровень долга, и если при этом не будет признаков того, что увеличение уровня рисков и рост обязательств скомпенсируются поддержкой государства. Возможные плюсы от победы в аукционе будут зависеть, с одной стороны, от того, насколько выгодной окажется цена Юганскнефтегаза для Газпрома, с другой - от того, какой объем заимствований потребуется для финансирования покупки и какие обязательства возникнут перед налоговыми органами и перед лицами, например, акционерами ЮКОСа, которые могут оспорить правомерность продажи.

*Доходность 5-летних дебютных еврооблигаций МегаФона* - третьего по величине оператора сотовой связи в России - составит около 8.25% годовых, сообщили источники, близкие к размещению. Объем выпуска может составить до \$375 млн. Размещение может состояться завтра. S&P присвоило облигациям и самому МегаФону долгосрочный кредитный рейтинг "В+" со стабильным прогнозом. МегаФон, контролируемый шведской TeliaSonera, планирует использовать вырученные средства для финансирования инвестиционной программы.

*Министерство финансов РФ* проведет 1 декабря аукционное доразмещение выпусков ОФЗ-АД 46003 и 46014, объем доразмещения на каждом аукционе составит 3.5 млрд руб.

*ОАО РТК-Лизинг* планирует разместить 4-й выпуск 2-летних облигаций на сумму 2.25 млрд руб до конца года.

*ОАО НОВАТЭК прогнозирует, что в 2004 году объем чистой прибыли по МСФО составит 4.4 млрд руб, а в 2005 г – 5.2 млрд руб. Ожидаемая выручка в 2004 году составит 23 млрд руб, в 2005 г - 32 млрд рублей.*

*АИЖК* планирует в период 2005-2010 гг увеличить объем выкупа закладных по ипотечным кредитам до 400 тыс шт на сумму 230 млрд руб. На конец 2005 г этот показатель планируется на уровне 17.5 млрд руб, на конец 2004 г – 5.5 млрд руб. В настоящий момент средний размер кредита - 370 тыс руб, средний срок кредита - 190 месяцев, а единая процентная ставка – 15% годовых.

#### [Рублевые Облигации](#)

Продолжение на стр 2.

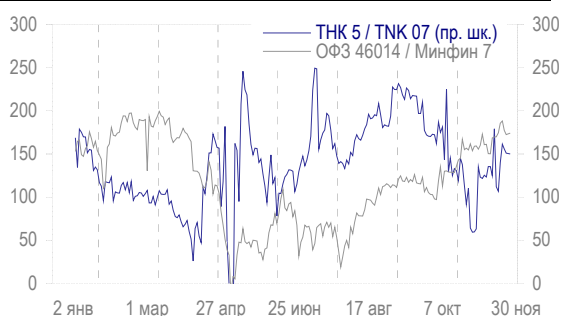
#### [Валютные Облигации](#)

Продолжение на стр 3.

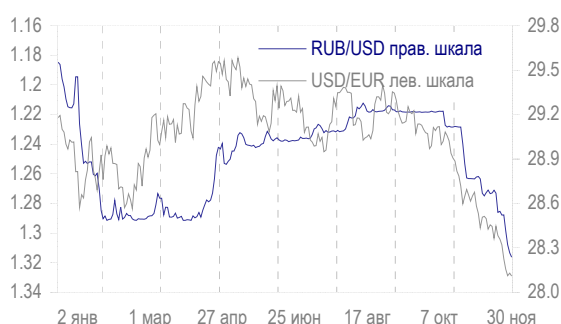
### Доходности индикативных облигаций, %



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



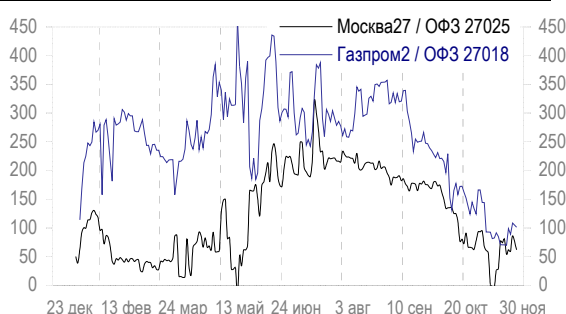
### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



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



Котировки большинства среднесрочных выпусков ОФЗ снизились в пределах 0.1-0.2% на фоне возросшей активности торгов, кривая доходности длинных выпусков индикативно выросла на 5-8 б.п. до уровня 7.58-7.83% годовых. Котировки облигаций Москвы несколько восстановились после существенного снижения в понедельник, спрэд в доходности к ОФЗ длинных выпусков сузился на 5-7 б.п. до 28-33 б.п. Среди субфедеральных выпусков основной торговый оборот традиционно был сосредоточен в облигациях Московской области, котировки которых потеряли 0.2%. В секторе корпоративных «фишек» уровень доходности существенно не изменился, наиболее активно торговался 3-ий выпуск Газпрома, цены которых снизились на 0.2%. Ценовые изменения в остальных «фишках» были индикативным. В секторе второго-третьего эшелона возросла ценовая волатильность, активность инвесторов остается достаточно низкой.

Сегодня с утра курс доллара опускался ниже 28 рублей, что соответствует уровню декабря 2000 года. Относительно недавно ЦБ заявил, что ослабление доллара относительно евро на 1 цент на внешнем рынке соответствует укреплению рубля относительно доллара на внутреннем рынке на 10-15 копеек. Кроме того, вчера МЭРТ повысило прогноз по инфляции на 2004 год уже до уровня 11.5%. В свете этого, текущая конъюнктура внешнего валютного рынка пока не оставляет шансов на усиление позиции доллара относительно рубля. Монетарные власти сейчас в очень тяжелой ситуации, а после существенного повышения ориентиров по инфляции (на 1.5%), снижение ориентиров ЦБ по курсу доллара на конец 2004 года до уровня ниже 28 рублей уже не выглядит нереальным. Позитивный эффект для вторичного рынка рублевых облигаций нивелируется стагнацией в секторе госбумаг. 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.

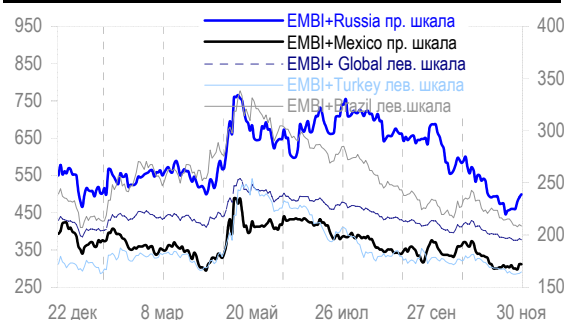
Спрэд длинных выпусков негосударственных облигаций первого эшелона к ОФЗ сузился практически до исторических минимумов, что уже привело к стагнации на рынке. В текущих условиях мы рекомендуем переключаться из корпоративных и субфедеральных «фишек» с минимальными спрэдами к ОФЗ в госбумаги. До последнего 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).

### 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.

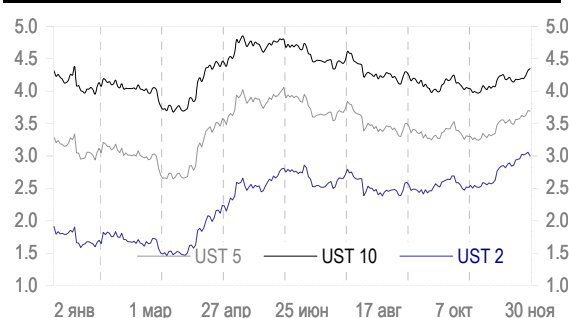
Облигации АИЖК де-юре являются корпоративными облигациями, однако де-факто несут в себе суверенный риск России благодаря наличию полной гарантии по купонам и основной сумме со стороны Минфина РФ. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Облигации АИЖК: Самые недооцененные облигации на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

### Спрэды EMBI+, б.п.



Рынок US Treasuries вчера остался на прежних уровнях после выхода относительно нейтральной экономической статистики по США. С одной стороны темп роста ВВП США в 3 кв. оказался выше ожиданий (+3.9% против ожидаемых 3.7%), однако дефлятор ВВП – показатель инфляции – не вырос, что фактически означает, что экономический рост не приводит к инфляционным последствиям, что понижает вероятность роста ставок ФРС. Одновременно, индекс потребительского доверия так же оказался заметно ниже прогнозов. В итоге, доходность 10Y UST сохранилась на уровне 4.35% годовых – 4-мес. максимуме. Многие инвесторы отмечают, что этот уровень доходности может быть интересным для покупок US Treasuries.

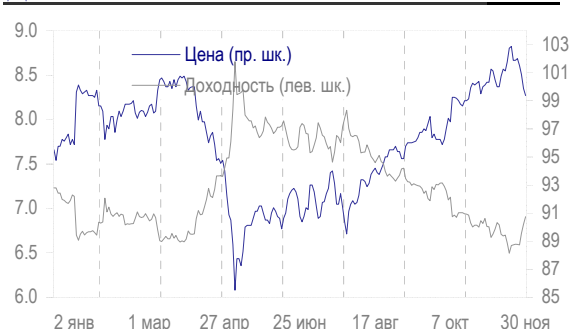
### Доходности US Treasuries, %



На этом фоне еврооблигации РФ тем не менее упали еще на 1/2-1 п.п., показав дальнейшее расширение спрэдов к UST на 3-8 б.п. Россия-30 упала к закрытию Лондона до 99.375, а спрэд вырос до 258 б.п. На этом фоне выросли все выпуски Agies, позитивно реагируя на выкуп Россией долга Парижскому клубу. Спрэд Agies-14 к Россия-30 сузился уже до 15 б.п. – при их эмиссии в июле 2004 г. спрэд был 180 б.п. Досрочное погашение долга Парижскому клубу фактически делает риск по Agies и еврооблигациям эквивалентным, что означает отсутствие премии по доходности. В корпоративных еврооблигациях по фоне общего падения выросли бонды Системы-08, 11. (+1/4-3/8 п.п.).

Сегодня рынок несколько вырос с утра. Россия-30 поднялась до 99.625-99.750.

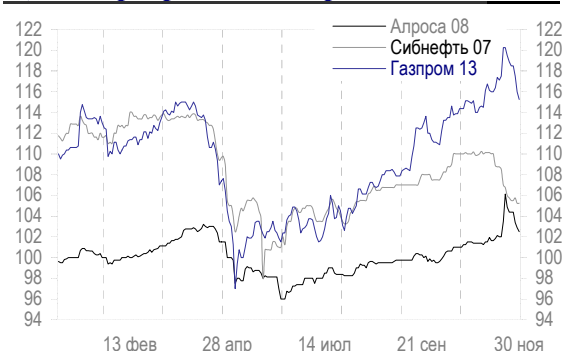
### Динамика цены и доходности Россия-30



На этой неделе ожидается крайне важная статистика по экономике США, которая предопределяет дальнейшее движение базового актива. В частности, 03/12/04 будут обнародованы важнейшие для рынка данные по уровню безработицы и количеству новых рабочих мест в экономике (PayRolls), что во многом предопределяет 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.

### 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.



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