

**Дума РФ** приняла в 1-м чтении закон о либерализации рынка акций Газпрома.

**Российская самолетостроительная корпорация Иркут** перенесла на январь размещение трехлетних кредитных нот (CLN) на \$100 млн из-за неблагоприятной конъюнктуры рынка. Ранее Иркут планировал разместить CLN под ставку 7.5-8.0% годовых. Средства, вырученные от размещения CLN, компания планирует полностью направить на рефинансирование долга компании. Организатором займа выступает МДМ-Банк.

**ОАО Нижнекамскнефтехим** планирует выпустить дебютные международные облигации объемом порядка \$200 миллионов сроком на 7-10 лет. Организатором и рейтинговым консультантом выпуска назначен российский МДМ-банк.

**Fitch** присвоило в пятницу программе выпуска еврооблигаций МДМ-банка на \$2 млрд ожидаемые долгосрочный рейтинг "BB-" и краткосрочный рейтинг "B", что соответствует собственным рейтингам банка. Одновременно Fitch присвоило ожидаемый долгосрочный рейтинг "BB-" первому траншу в рамках данной программы. Первый транш, размещение которого запланировано на начало декабря, должен составить порядка \$200-300 млн.

**Волгателеком** планирует, что ставки первого купона второго и третьего выпусков облигаций могут сложиться на аукционе 6 декабря соответственно в диапазонах 8.2-8.4% и 8.5-8.6% годовых.

**Росинтер Ресторанс** планирует разместить пятилетние облигации на 1 млрд руб под доходность к годовой оферте на уровне 11.3% годовых.

**Выручка Газпрома** за январь-июнь 2005 года по IAS выросла до 611.2 млрд руб с 471.5 млрд руб за первое полугодие 2004 года, чистая прибыль выросла до 154.0 млрд руб с 92.9 млрд руб. Кратко- и долгосрочные займы и кредиты компании на 30 июня 2005 года выросли до 616.4 млрд руб с 583.3 млрд руб на 31 декабря 2004 года. Между тем, чистая сумма долга сократилась на 7% до 466.3 млрд руб на 30 июня с 499.8 млрд руб на начало текущего года.

**Газпром** с сентября-октябре занял \$1 млрд. В сентябре компания получила кредит на сумму \$200 млн у банка BNP Paribas под ставку LIBOR + 0.92% годовых со сроком погашения в 2008 г. В сентябре группа также получила несколько кредитов от Credit Swiss First Boston (CSFB) на сумму 200 млн евро по ставке 4.05% годовых со сроком погашения в 2008 г., на сумму 200 млн евро по ставке 4.15% годовых и на сумму 200 млн евро по ставке 4.25% годовых со сроками погашения в 2009 г., а также на сумму \$200 млн по ставке LIBOR + 0.32% годовых и на сумму 200 млн евро по ставке EURIBOR + 0.16% годовых со сроками погашения в 2006 г.

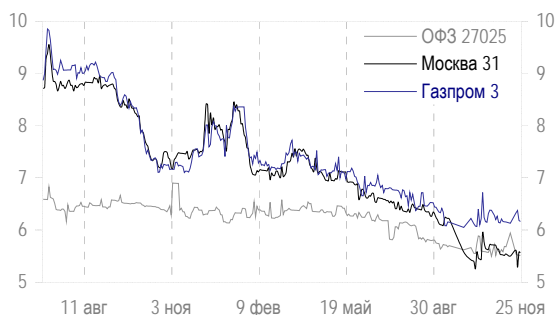
#### **Рублёвые облигации**

Продолжение на стр 2.

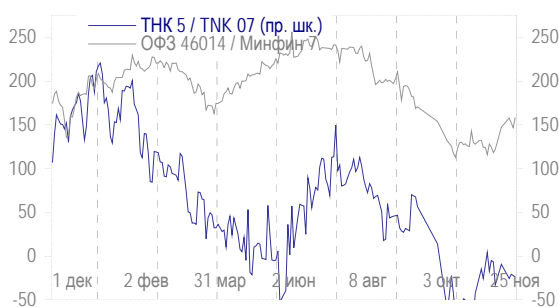
#### **Валютные Облигации**

Продолжение на стр 3.

### Доходности индикативных облигаций, %



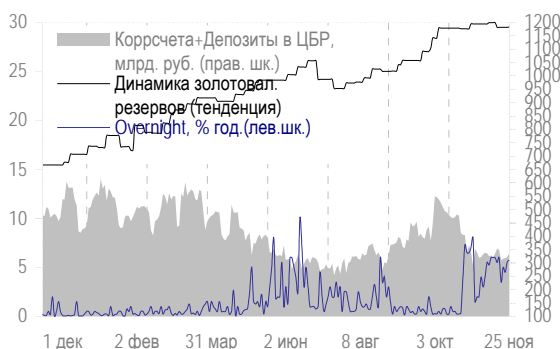
### Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



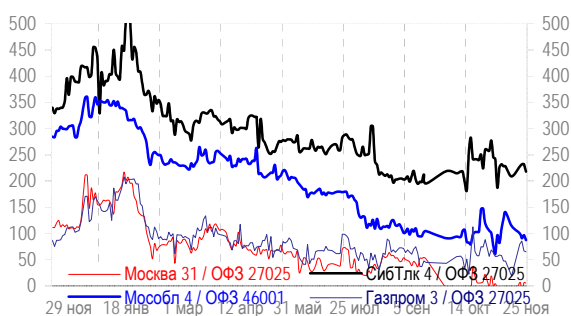
### Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



### Ставки overnight и корсчета банков в ЦБ



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



В пятницу оптимизм на рынке сохранялся: несмотря на сохраняющийся дефицит рублей в банковской системе, инвесторы постепенно продолжали удлинять дюрацию портфелей. Котировки госбумаг прибавили порядка 0.3%, доходность длинных выпусков опустилась до уровней 6.75-6.90% годовых. В секторе облигаций Москвы основной спрос инвесторов был сосредоточен в среднесрочных выпусках, котировки которых выросли в пределах 0.2-0.3% на фоне средней активности торгов. Среди корпоративных «фишек» лучшую динамику показали длинные выпуски: цены Газпром 4, 6, РЖД-3 и ФСК-2 выросли в пределах 0.1-0.2%. Во втором эшелоне активность торгов была достаточно низкой, котировки показали разнонаправленное изменение в пределах 0.3%, в длинных выпусках преобладали покупки. На этой неделе существенных событий на первичном рынке не ожидается. На вторичном рынке мы не исключаем возможной игры на повышение от оптимистично настроенных инвесторов, которые будут покупать бумаги, ожидая снижения напряженности на денежном рынке с началом нового месяца.

Ситуация на денежном рынке (основным фактором для рынка облигаций) достаточно противоречивая. С одной стороны, грядущие налоговые платежи удерживают ставки о/п на высоком уровне (с утра 7-8% годовых). С другой стороны, на валютном рынке происходит коррекция, что может спровоцировать начало фиксации прибыли по длинным валютным позициям, что в перспективе должно привести к росту уровня рублевой ликвидности. Тем не менее, если курс доллара стабилизируется или опять начнет расти, опасения повторения ситуации конца октября, когда комбинация налоговых выплат и открытие длинных позиций по доллару привели к жесточайшему дефициту рублевой ликвидности, станут сдерживающим фактором от покупки рублевых облигаций. Опасения этого достаточно сильны, так что при сохранении текущей ситуации мы вряд ли увидим возвращения устойчивого восходящего тренда на рынок в ближайшей перспективе. Тем не менее, в более отдаленной перспективе мы прогнозируем рост рынка евробондов и снижение напряженности на денежном рынке, что приведет к росту рынка рублевого долга.

### ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы не видим особых угроз для рынка рублевого долга в среднесрочной перспективе. Очередное увеличение госрасходов вместе с рекордными ценами на нефть позволяют прогнозировать если не увеличение уровня избыточной рублевой ликвидности в среднесрочной перспективе, то сохранения его на приемлемом уровне. Кроме того, мы считаем, что сейчас взаимосвязь рублевого рынка и рынков базовых активов работает только в одностороннем порядке – рынок рублевого долга растет при благоприятной конъюнктуре рынков базовых активов, практически игнорируя ухудшение конъюнктуры последних. По нашему мнению, это объясняется возросшей долей российских инвесторов в первом эшелоне, которые в меньшей степени склонны к активным спекулятивным/арбитражным операциям между рынками.

В силу этого, мы рекомендуем наращивать позиции в длинных выпусках при локальных продажах бумаг. Вероятней всего, рынок в ближайшие несколько дней будет достаточно волатильным, но в более долгосрочной перспективе можно ожидать дальнейшего снижения доходности ОФЗ.

Отдельно стоит отметить выпуск ОФЗ 46005. Длина (12 лет) и отсутствие купонов (простая, а не эффективная доходность к погашению) делает этот выпуск привлекательным и для стратегических инвесторов с длинными пассивами, которым необходимо минимизировать риск реинвестирования (амортизация/купоны), и для спекулятивных настроенных инвесторов. При стабильном или растущем рынке (что нам представляется наиболее вероятным развитием ситуации) кривая доходности длинных госбумаг в дальнем конце кривой доходности будет иметь плоский вид. Мы рекомендуем ОФЗ 46005 к спекулятивной покупке.

### Спрэды EMBI+, б.п.



Доходность на рынке US Trus стабилизировалась после 2-х недель снижения и началась консолидация на достигнутых уровнях. Доходность 10Y UST сегодня с открытия несколько подросла: с 4.42% на прошлой неделе до 4.46% годовых.

В отличие от прошлой недели, когда по экономике США практически не было статистики, на этой неделе выходят очень важные для рынка экономические данные. Так, 20 ноября выходят данные по ВВП США и дефлятору ВВП США за 3 кв. 2005 г., а в пятницу данные по рынку труда – Payrolls и Unemployment Rate.

Поэтому, рынок US Trus на предстоящей неделе может быть волатильным вслед выходящей статистикой. Тем не менее, мы полагаем, что уровень доходности 10Y UST 4.60% годовых останется мощнейшим уровнем сопротивления для роста доходности на ближайший год, а возможно и ближайшие несколько лет. Мы считаем, что цикл роста процентных ставок ФРС входит в финальную стадию, поэтому дальнейшего роста доходности длинных UST мы не ждем. Поэтому, при любой экономической статистике по США ценовой downside у рынка US Trus ограничен, по нашему мнению. Исходя из этого, мы продолжаем позитивно смотреть на рынок российских еврооблигаций.

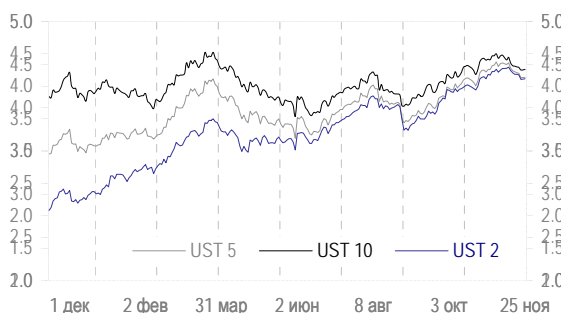
В пятницу еврооблигации РФ выросли в пределах 1/2-1 п.п. Россия-30 выросла до 113.125, а спрэд упал уже до 105 б.п.

Сегодня цена скорректировалась до 112.875-113.000. Спрэд сохраняется на уровне 104-105 б.п.

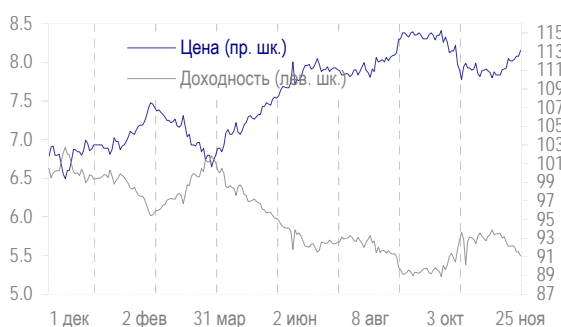
Мы сохраняем позитивный взгляд на рынок еврооблигаций РФ и советуем держать длинные позиции. В среднесрочной перспективе (до января-февраля 2006 г.) мы ждем продолжения уверенного поступательного движения вверх цен еврооблигаций РФ, как за счет дальнейшего снижения доходности US Trus, так и за счет сужения российского спрэда.

Мы последние 3 недели рекомендуем инвесторам открывать нехеджированные длинные позиции в длинных еврооблигациях РФ в расчете на то, что доходность длинных US Trus стабилизируется и начнет снижаться. Мы считаем, что через 12 мес. доходность 10Y UST снизится до уровня 3.90-4.10% годовых, а спрэд еврооблигаций Россия-30 к US Trus сузится до 70-80 б.п. При этом сценарии Россия-30 достигнет отметки 120.000.

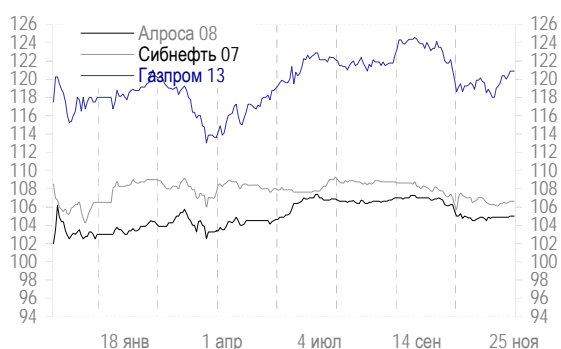
### Доходности US Treasuries, %



### Динамика цены и доходности Россия-30



### Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы рекомендуем покупать еврооблигации Алроса-14, которые остаются существенно недооцененными относительно Газпром-13. С учетом усиления госконтроля в компании Алроса спрэд Алроса-14 к Газпром-13 может сузиться минимум на 50 б.п. в ближайшие месяцы, поэтому мы рекомендуем Алроса-14 к покупке. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Евробонды ALROSA 2014» от 28 июня 2005 г.

Мы советуем инвесторам больше внимания в 2005 г. уделить рынку CLN. Данные инструменты имеют дюрацию около 1 года, а спрэды к 1Y Libor находятся в диапазоне 200-500 б.п. Данный актив выглядит крайне привлекательным в условиях потенциально агрессивного роста краткосрочных ставок в США, а крайне высокие спрэды (в 1.5-2- раза выше, чем у корпоративных еврооблигаций РФ) компенсируют риск низкой ликвидности данных активов.

**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**

<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>	Виктор Моисеев	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:Victor.Moiseev@mdmbank.com">Victor.Moiseev@mdmbank.com</a>
	Николай Богатый		<a href="mailto:Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com">Nikolay.Bogatyi@mdmbank.com</a>
<b>Анализ рынка облигаций</b>	Артур Аракелян	(+7 095) 795 25 21	<a href="mailto:arakelyan@mdmbank.com">arakelyan@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.