

По информации СМИ, Германия будет настаивать на выплате премии в 5-10% в случае достижения Россией договоренности со странами-кредиторами Парижского клуба по досрочному погашению внешнего долга. Министра финансов ФРГ Ханс Айхель заявил, Берлин в текущем году в случае достижения договоренности рассчитывает получить от Москвы выплаты на сумму 5.5 млрд евро, а не 4.8 млрд евро, как это предлагает российская сторона. При этом, 700 млн евро составляет именно эта премия. По оценкам Минфина ФРГ, Россия выплачивала свой долг перед Германией, исходя из 6.7% годовых. По информации СМИ, в случае отказа Москвы от предложенного варианта, Берлин может пойти на выпуск новых гособлигаций под российские долги, которые будут проданы частным вкладчикам. Официальных заявлений правительства ФРГ пока не последовало. Долг России перед Парижским клубом кредиторов на 1 января 2005 г составлял \$43.1 млрд, общая задолженность РФ перед Германией - 14 млрд евро.

Министр финансов РФ Алексей Кудрин заявил, что "укрепление рубля сделало негативное дело и мы испытываем трудности конкурентоспособности российских товаров, как на внешнем, так и внутреннем рынке". Он подчеркнул, что в настоящее время спрос в России опережает предложения и именно здесь возникают проблемы, так как производство внутри страны недостаточно динамично реагирует на рост спроса. Таким образом, по его словам, наблюдаются элементы перегрева экономики. Кудрин напомнил, что расходы на конечное потребление домашних хозяйств с 1990 г приросли на 31%, в то время как валовые накопления увеличились только на 28%. В ближайшее время это выльется в росте импорта, который более конкурентоспособен в условиях укрепления рубля. Кудрин заметил, что импорт РФ будет расти более высокими темпами и по темпам будет опережать экспорт.

Ставка 1 купона по облигациям ООО "ПИТ Инвестментс" установлена на аукционе на уровне 14.25% годовых.

Сегодня начинается размещение второго выпуска 4-летних облигаций ТМК с 2-летней офертой объемом 3 млрд руб

Центральный банк РФ проведет 31 марта аукцион по продаже второго выпуска облигаций Банка России (ОБР) в объеме 10 млрд руб. Предыдущий аукцион ОБР-2 состоялся 24 марта, когда ЦБР разместил облигации на 8.12 млрд руб при максимальном объеме продажи в 10 млрд. Средневзвешенная доходность к выкупу 15 сентября 2005 года составила 3.88% годовых.

Размещение 3-летних облигаций с 1.5-годовой офертой объемом 750 млн руб ООО "Хайленд Голд Финанс" планируется начать 6 апреля. Поручительство по выпуску предоставило HIGHLAND GOLD MINING LIMITED (Хайлэнд Голд Майнинг Лимитед). Средства, полученные от размещения рублевого займа, будут направлены на расширение и развитие золотых месторождений Майское и Ново-Широкинское.

ООО "Нижне-Ленское-Инвест" приняло решение разместить 3-летние облигации объемом 400 млн руб. Обеспечение по облигациям предоставляется ОАО "Нижне-Ленское" (г. Якутск, добыча алмазов).

Прокуратура Нижегородской области обвинила ЦБК "Волга" в уклонении от уплаты налогов в 2001-2003 гг. на сумму 253 млн руб.

ТНК погасила облигации 4-го выпуска объемом 3 млрд руб. и выплатила по ним последний купон в размере 180.48 млн руб.

Иркут погасил облигации 1-го выпуска объемом 600 млн руб. и выплатил по ним последний купон в размере 23.934 млн руб.

Рублёвые Облигации

[Продолжение на стр 2.](#)

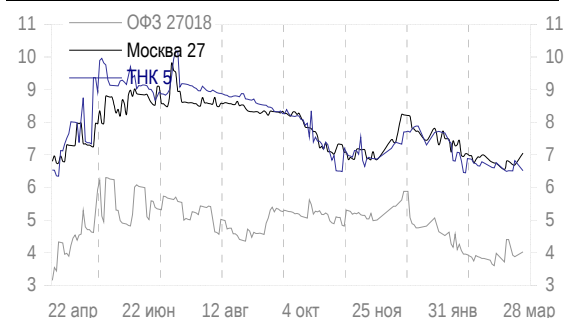
Валютные Облигации

[Продолжение на стр 3.](#)

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.

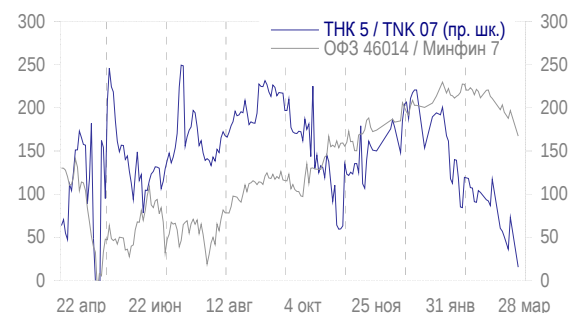
Доходности индикативных облигаций, %



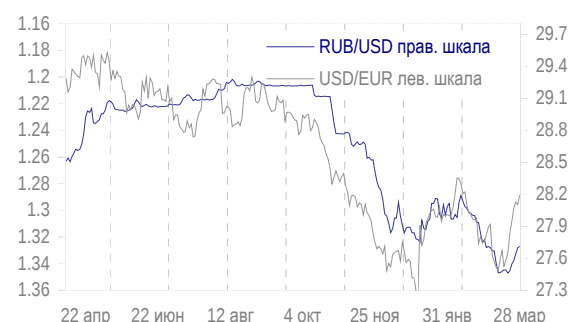
Вчера на рынке преобладали продажи, что стало следствием роста курса доллара и сохраняющейся напряженности на рынке евробондов. Кроме того, ставки МБК находятся на непривычно высоком уровне 1-2%. Вероятней всего, рост ставок МБК во многом связан именно со сменой настроений игроков на валютном рынке, а не с реальным дефицитом рублей в банковской системе. Голоса пессимистов на рынке евробондов и валюты слышны все сильнее, что приводит к сохранению продаж рублевых облигаций, так как внятных идей у инвесторов уже долгое время нет.

Стоит отметить, что сейчас ситуация практически полностью повторяет динамику рынка в 2004 году. В конце первого квартала в прошлом году усилились ожидания роста мировых ставок, что привело к росту курса доллара и обвалу рынка евробондов. Тогда это привело к достаточно быстрому оттоку «горячих» иностранных средств и сужению рублевой ликвидности, что привело к росту доходности рублевых бумаг. Ситуация сейчас практически такая же, но есть одно (самое важное) отличие. Сейчас уровень рублевой ликвидности находится на кардинально других уровнях, а меры ЦБ по стабилизации банковской системы позволяют говорить о том, что существенная доля свободных рублей имеет российское происхождение. Даже если нерезиденты выведут свои средства с рынка, существенную поддержку рынку уже могут оказать российские инвесторы, которым выводить средства все же некуда. Для массового же бегства нерезидентов-спекулянтов с рынка рублевых бумаг нужен устойчивый рост ставок и четкая уверенность в развороте валютного тренда на внешнем рынке. Мало того, у инвесторов должна быть уверенность того, что пара рубль/доллар будет следовать паре доллар/евро, а не будет принесена в жертву борьбы с инфляцией. Все это пока очень неочевидно. Рост ставок на рынке рублевого долга неизбежен в долгосрочной перспективе. Однако мы продолжаем считать, что позиции рынка рублевого долга достаточно устойчивые, а для резкого обвала сейчас нет предпосылок.

Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



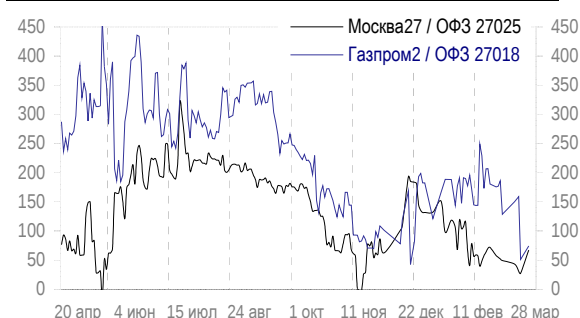
Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



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

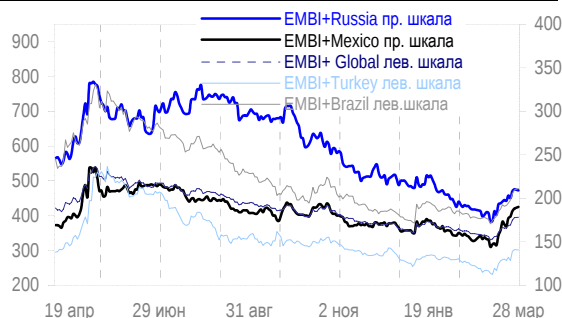


ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

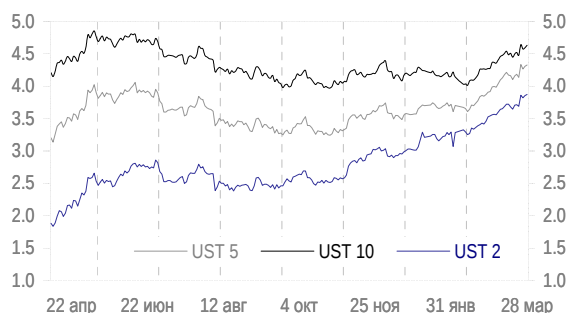
Мы рекомендуем покупать облигации ЛенЭнерго на рынке и предъявлять их к досрочному погашению. При текущей рыночной цене доходность вложений на 3.5 мес. составит 13.5% годовых. В соответствии со статьей 6 закона «Об АО» крайний срок досрочного погашения обязательств реорганизуемой компанией составляет не более 60 дней после принятия решения о реорганизации. Решение о реорганизации ЛенЭнерго будет принято на внеочередном собрании акционеров 09 апреля 2005 г. (вероятность принятия решения мы оцениваем как 99%), поэтому владельцы облигаций могут погасить облигации ЛенЭнерго по 100% от номинала не позднее 08 июня 2005 г. *Подробнее смотрите наш специализированный обзор «Облигации ЛенЭнерго – зарабатываем на реорганизации компании» от 24 февраля 2005 года.*

Среди качественных эмитентов мы по-прежнему выделяем облигации АИЖК, которые по нашему мнению имеют лучшие перспективы среди большинства облигаций в 2005 г. Смотрите специализированный обзор МДМ-Банка на эту тему «Облигации АИЖК: Самые недооцененные облигации на рынке...и огромный потенциал для роста.» от 13 сентября 2004 г.

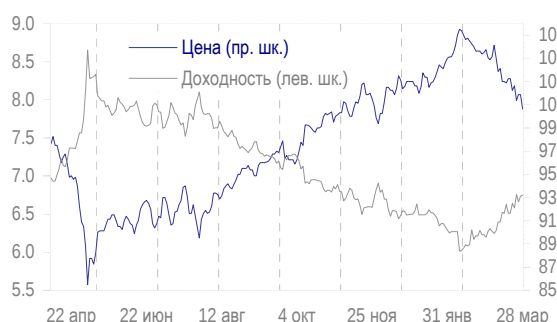
Спрэды EMBI+, б.п.



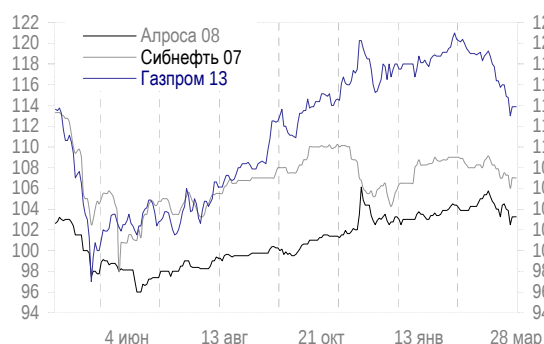
Доходности US Treasuries, %



Динамика цены и доходности Россия-30



Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



На прошлой неделе цены еврооблигаций РФ упали до минимального уровня с ноября 2004 г. после очередного роста процентной ставки ФРС и ожиданий, что растущая инфляция приведет к необходимости более быстрого роста процентных ставок в будущем. На этом фоне заметно выросла доходность 10Y UST (до 4.60-4.68% годовых). Россия-30 падала в середине недели до 100.375 (спрэд 220 б.п.). Тем не менее, к концу недели Россия-30 подросла до 101.500 (спрэд около 210 б.п.). Так же заметно упали корпоративные еврооблигации РФ, спрэд доходности которых к суверенным бумагам вырос за неделю на 10-20 б.п., а за месяц уже на 30-50 б.п.

На этой неделе выходит крайне важная статистика для рынка US Treasuries и ожиданий на Fed Funds Rate. В частности, это данные по ВВП и дефлятору ВВП США (30/03/05) и главное, данные по рынку труда США – безработица и количество новых созданных рабочих мест в США (01/04/05). Если данные выйдут выше ожиданий, то вероятно, доходность 10Y UST достаточно быстро вырастет до прошлогоднего максимума 4.80-4.85% годовых. В обратном случае, доходность 10Y UST будет стремиться к 4.40% годовых.

Вчера с открытием Америки Россия-30 снижалась до 100.500 (спрэд вырастал выше 220 б.п.). Сегодня же цена подросла до 101.00-101.375 (спрэд 210 б.п.).

Очевидно, что негативную динамику еврооблигаций РФ в последние дни определяет не только конъюнктура US Treasuries, но и противоречивая информация о переговорах России и Парижского клуба. Требования Германии выплатить премию при досрочном погашении в размере 5-10% способны серьезно затруднить переговоры. Отсутствие компромисса негативно воспринимается инвесторами и приводит к расширению странового спрэда. Мы считаем, что сделка России с Парижским клубом состоится в любом случае, т.к. выгодна обеим сторонам. Единственно, у нас вызывает вопрос сроки достижения договоренности, но вероятно сделка все же будет завершена в 2005 г. Поэтому, сделка позитивно повлияет на рынок еврооблигаций РФ – вопрос когда.

Мы остаемся умеренными оптимистами и считаем, что в условиях нынешней волатильности инвесторам предоставляется хорошая возможность купить. Мы расцениваем случившийся sell-off как хорошую возможность купить подешевевшие еврооблигации РФ. Мы считаем, что спрэд по Россия-30 достаточно быстро вернется на уровень ниже 200 б.п. и в дальнейшем сузится до 150 б.п. Блестящие фундаментальные и долговые показатели страны перевесят все риски и инвесторы достаточно быстро возобновят активные покупки еврооблигаций РФ.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы позитивно смотрим на конъюнктуру рынка еврооблигаций РФ в 2005 г., ожидая заметного падения спрэдов к US Treasuries по итогам года. *Подробнее смотрите нашу Долговую Стратегию на 2005 г.*

Покупать длинные еврооблигации РФ. Мы ждем сокращения спрэдов длинных еврооблигаций РФ минимум на 60-80 б.п. к концу года на позитивной рейтинговой и экономической динамике РФ в 2005 г. Риск роста доходности длинных US Treasuries мы оцениваем как умеренный в 2005 г. (не более 70 б.п. к концу года - до 4.90% годовых по 10Y UST). Поэтому, большую часть покупок еврооблигаций РФ мы рекомендуем делать напрямую без хеджирования и лишь незначительную часть можно захеджировать через короткие позиции в US Treasuries.

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 500-900 б.п. Данный актив выглядит крайне привлекательным в условиях потенциально агрессивного роста краткосрочных ставок в США, а крайне высокие спрэды (в 2-3- раза выше, чем у корпоративных еврооблигаций РФ) компенсируют риск низкой ликвидности данных активов.

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		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	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.