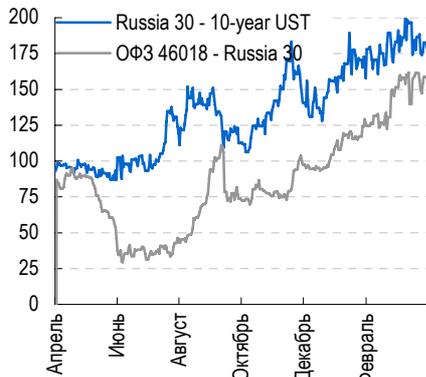
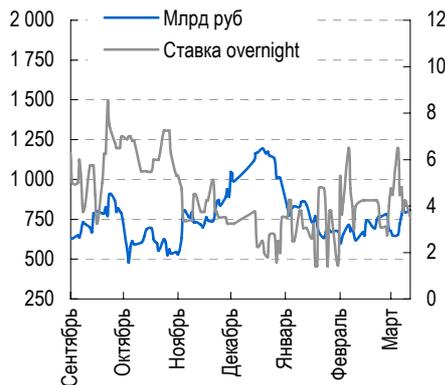


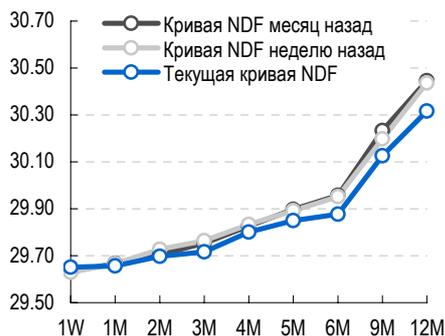
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



### NDF по корзине 0.55 доллар+0.45 евро(в рублях)



### Календарь событий

|        |   |
|--------|---|
| 7 апр  | Статистика по потреб. кредитам в США (фев.) |
| 7 апр  | Размещение руб. обл. Газкон-1               |
| 8 апр  | Стенограмма мартовского заседания ФРС       |
| 9 апр  | Аукцион ОФЗ-25062 (6 млрд. руб.)            |
| 9 апр  | Аукцион ОФЗ-46021 (9 млрд. руб.)            |
| 9 апр  | Статистика по товарным запасам за февраль   |
| 9 апр  | Размещение руб. обл. УРСИ-8                 |
| 10 апр | Статистика по розничным продажам за март    |

### Рынок еврооблигаций

- Payrolls не оставили сомнения в том, что в США наступила рецессия
- Почему наклон кривой US Treasuries не увеличивается?
- Первичный рынок: РСХБ, Грузия (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Покупки продолжаются. Обращаем внимание на Русский Стандарт-5
- Ликвидности много, но она не решает проблемы развития банков (стр. 3).

### Новости, комментарии и идеи

- **Вкратце: Группа Н-Транс (бывшая Северстальтранс; Moody's Ba3) намерена провести к июлю IPO одной из своих операционных компаний** (Источник: Ведомости, Коммерсантъ). Очевидно, что эта сделка оказала бы позитивное влияние на кредитный профиль Н-Транса. В данном случае неважно, будут ли размещаться «новые» или «старые» акции, т.к. деньги так или иначе попадут в группу. Летом прошлого года Н-Транс разместила выпуск CLN, oferta по которому состоится в июне 2009 г. На наш взгляд, на текущих уровнях (YTM 9.6%) этот долларový выпуск выглядит интересно.
- **Вкратце: Желдорипотека (NR) получила в управление от материнской группы РЖД 640 гектаров под застройку** (Источник: Ведомости, Коммерсантъ). Новость свидетельствует о том, что ЖДИ является основной «платформой» для реализации девелоперских проектов РЖД. Короткие облигации ЖДИ, в т.ч. готовящийся к размещению новый выпуск, предлагают доходность на уровне 13.5%. Мы уверены в том, что РЖД в случае необходимости окажет финансовую поддержку своим ключевым «дочкам», поэтому считаем эту доходность вполне адекватной (премия к кривой РЖД – более 650бп).
- **Вкратце: Росимущество выдвинуло против группы Ист Лайн (В-) новые иски.** Они преследуют своей целью повышение платы за аренду аэродромного комплекса (Источник: Ведомости, Коммерсантъ). Мы прогнозируем, что судебные разбирательства растянутся на несколько месяцев, а их итогом станет увеличение арендных платежей, уплачиваемых Ист Лайном. Кредитный риск по остаткам погашаемых в мае облигаций КААД (12%) мы по-прежнему считаем умеренным.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

|                          | Закрытие | Изменение |         |               |
|--------------------------|----------|-----------|---------|---------------|
|                          |          | 1 день    | 1 месяц | С начала года |
| UST 10 Year Yield, %     | 3.47     | -0.11     | -0.20   | -0.56         |
| EMBI+ Spread, бп         | 293      | +5        | +9      | +54           |
| EMBI+ Russia Spread, бп  | 185      | +3        | +4      | +38           |
| Russia 30 Yield, %       | 5.30     | -0.04     | -0.06   | -0.21         |
| ОФЗ 46018 Yield, %       | 6.88     | 0         | +0.03   | +0.41         |
| Корсчета в ЦБ, млрд руб. | 546.4    | -31.1     | +80.5   | -342.1        |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 260.9    | +45.3     | +108.8  | +146.2        |
| Сальдо ЦБ, млрд руб.     | 38.6     | -         | -       | -             |
| MOSPRIME O/N RUB, %      | 3.92     | -0.01     | -       | -             |
| RUR/Бивалютная корзина   | 29.62    | +0.01     | -0.02   | -0.02         |
| Нефть (брент), USD/барр. | 104.9    | +2.4      | +2.5    | +11.0         |
| Индекс РТС               | 2059     | +6        | +46     | -232          |

## Рынок еврооблигаций

Аналитики: Дмитрий Смелов, Максим Коровин, Михаил Галкин e-mail: Dmitry.Smelov@mdmbank.com

### *PAYROLLS НЕ ОСТАВИЛИ СОМНЕНИЙ В ТОМ, ЧТО В США НАСТУПИЛА РЕЦЕССИЯ*

В марте экономика США лишилась 80,000 рабочих мест. С учетом серьезных пересмотров данных за январь и февраль можно констатировать, что в первые два месяца 2008 г. занятость в **США** сокращалась примерно такими же темпами. Как пишут коллеги из **Capital Economics**, такого никогда не наблюдалось «за пределами» периодов рецессии. Более того, если проводить параллели, то чуть позже в 2008 г. нас практически наверняка ждут цифры в 200,000 потерянных рабочих мест за 1 месяц.

Неудивительно, что на этих откровенно слабых данных доходности **US Treasuries** снизились. В сегменте **Emerging Markets** и российских бумагах в пятницу ничего интересного не происходило. Обращаем внимание на откровенно дешевый выпуск **ALLIBK 12 EUR (18%)** – его котировки постепенно начали расти.

### *ПОЧЕМУ НАКЛОН КРИВОЙ US TREASURIES НЕ УВЕЛИЧИВАЕТСЯ?*

Интересно, что наклон кривой **US Treasuries**, вопреки нашим прогнозам, за последнюю неделю снизился. Спрэд **UST10yr-UST2yr** составил в пятницу 165 бп (-20 бп. к уровню начала недели). По идее, рецессионные данные увеличивают вероятность снижения **FED RATE**, что должно вести к более динамичному падению доходностей на коротком конце кривой.

Возможную причину такой динамики называют эксперты из все той же **Capital Economics**. В течение последних недель в рамках своих действий по регулированию ликвидности (в т.ч. в ходе аукционов по обмену **MBS** на **UST**) **ФРС** продавала в основном именно короткие казначейские бумаги. Их запас постепенно истощается, поэтому не исключено, что в какой-то момент регулятору придется начать продавать и длинные **US Treasuries**. Получается, что для успешной игры на наклоне кривой **UST** необходимо следить за отчетами **ФРС** о структуре портфеля госбумаг.

### *НОВАЯ НЕДЕЛЯ*

На предстоящей неделе ожидается немного экономической статистики, а также публикация стенограммы последнего заседания **ФРС** (во вторник) и пара выступлений **Бена Бернанке**.

### *НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ*

**РСХБ (A3/BBB+)** в пятницу завершил-таки размещение еврооблигаций, номинированных в швейцарских франках. Судя по тому, что размещение шло несколько недель, а объем 5-летнего выпуска составил лишь CHF100 млн. (купон 6.263%; MS+325бп), и этот сегмент инвесторов (швейцарские private banks) сейчас не готов увеличивать портфели.

Сегодня утром появилась информация о том, что **Грузия (NR/B+/BB-)** выходит на рынок с дебютным 5-летним выпуском. Ориентиры – 7.50-7.75% (по нашим оценкам, это ≈MS+400/425бп).

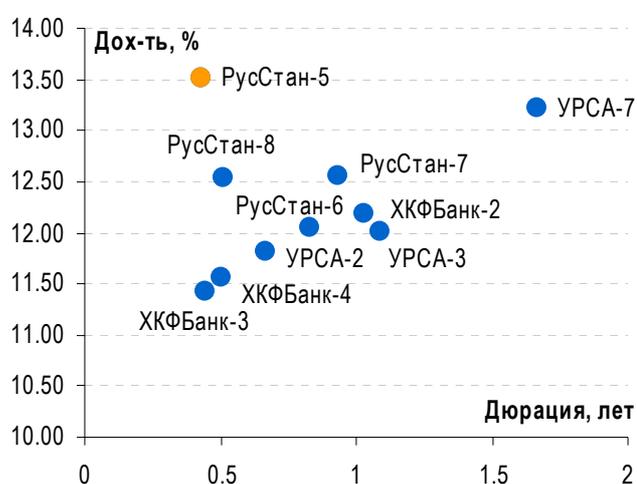
## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин, e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

### ПОКУПКИ ПРОДОЛЖАЮТСЯ

Прошлую неделю рублевый долговой рынок закончил на подъеме. В пятницу котировки облигаций продолжили расти. Наибольшим спросом по-прежнему пользуются выпуски **1-го и 2-го эшелонов** с небольшой дюрацией. Мы отметили особенно высокий интерес к выпуску **АФК Система** (9.0%). На длинном конце продолжают покупки в облигациях **АИЖК**, которые в пятницу прибавили в цене еще около 30-40бп.

Среди прочего спросом пользуются банковские облигации, входящие в **список репо ЦБ – УРСА-3** (УТМ 12%, +25бп), **ХКФБанк-2** (УТР 12.19%, +15бп), **ХКФБанк-3** (УТР 11.42%, +10бп), **ХКФБанк-4** (УТР 11.57%, +11бп). В связи с этим мы бы хотели обратить внимание инвесторов на выпуск **Русский стандарт-5** (УТР 13.50%, -28бп): он торгуется с существенным спрэдом к сравнимому по дюрации **8-му выпуску** (УТР 12.54%):



**Минфин** в пятницу объявил, что 9 апреля проведет 2 аукциона **ОФЗ** на 15 млрд. рублей (**46021** – на 9 млрд., **25062** – на 6 млрд.). Одновременно с этим, **Москва** проведет аукцион по **46-му выпуску** (УТМ 6.70%) на 5 млрд. рублей.

Оптимизм инвесторов поддерживается достаточно комфортной ситуацией с ликвидностью. Ставки денежного рынка в пятницу продолжили снижаться, опускаясь в отдельные моменты до 3%. На фоне текущего объема ликвидности (около 800 млрд. руб.) история с квартальным **НДС** становится все менее страшной. Тем не менее, мы остаемся верны высказывавшейся нами ранее точки зрения: короткая ликвидность решает проблемы платежеспособности, но не проблемы развития российских банков. Банки не будут активно наращивать активы за счет короткого кредитования. Одновременно спрос на деньги со стороны заемщиков остается высоким. Поэтому, на наш взгляд, ожидать снижения доходностей облигаций пока не стоит (см. нашу стратегию от 24 марта).

### НОВЫЕ КУПОНЫ

По облигациям **Жилсоципотека-2** (УТР 22.98%) были определены купоны в размере 12% на год. Мы полагаем, что желающих исполнить пут-опцион будет достаточно много, т.к. другая «дочка» **РЖД** с похожим кредитным профилем – **Желдорипотека** – сейчас маркетировывает новый выпуск с доходностью 13.5%.



МДМ-Банк  
Корпоративно-  
Инвестиционный Блок  
Котельническая наб., 33/1  
Москва, Россия 115172  
Тел. 795-2521

#### Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

##### Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

#### Отдел продаж: bond\_sales@mdmbank.com

|                    |                  |
|--------------------|------------------|
| Линаида Еремина    | +7 495 363 55 83 |
| Дмитрий Омельченко | +7 495 363 55 84 |
| Наталья Ермолицкая | +7 495 960 22 56 |
| Коррадо Таведжиа   | +7 495 787 94 52 |
| Дарья Грищенко     | +7 495 363 27 44 |

#### Отдел торговли долговыми инструментами

|                  |                              |
|------------------|------------------------------|
| Николай Панюков  | Nicolay.Panyukov@mdmbank.com |
| Александр Зубков | Alexander.Zubkov@mdmbank.com |
| Евгений Лысенко  | Evgeny.Lysenko@mdmbank.com   |

#### Отдел РЕПО

|                 |                            |
|-----------------|----------------------------|
| Алексей Базаров | Alexei.Bazarov@mdmbank.com |
| Денис Анохин    | Denis.Anokhin@mdmbank.com  |

#### Анализ рынка облигаций

|                 |                             |                |                           |
|-----------------|-----------------------------|----------------|---------------------------|
| Михаил Галкин   | Mikhail.Galkin@mdmbank.com  | Максим Коровин | Maxim.Korovin@mdmbank.com |
| Ольга Николаева | Olga.Nikolaeva@mdmbank.com  | Дмитрий Смелов | Dmitry.Smelov@mdmbank.com |
| Мария Радченко  | Maria.Radchenko@mdmbank.com |                |                           |

#### Анализ рынка акций

|                      |                                  |                |                             |
|----------------------|----------------------------------|----------------|-----------------------------|
| Джордж Лилис         | George.Lilis@mdmbank.com         | Мария Шевцова  | Maria.Shevtsova@mdmbank.com |
| Екатерина Генералова | Ekaterina.Generalova@mdmbank.com | Андрей Кучеров | Andrew.Kucherov@mdmbank.com |

#### Редакторы

|                   |                                |                  |                              |
|-------------------|--------------------------------|------------------|------------------------------|
| Михаил Ременников | Mikhail.Remennikov@mdmbank.com | Александр Бесков | Alexander.Beskov@mdmbank.com |
| Эндрю Маллиндер   | Andrew.Mullinder@mdmbank.com   |                  |                              |

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2007, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.