

По предварительным данным, Парижский клуб кредиторов готов согласиться на досрочное погашение долга России по номиналу. Изначально Москва рассчитывала на 10% дисконт, однако в условиях высоких цен на нефть и получения Россией инвестиционного рейтинга от трех рейтинговых агентств кредиторы обсуждали не дисконт, а премию порядка 5%. Планируется, что заместитель министра финансов Германии (крупнейшего кредитора России) Кайо Кох-Везер обсудит вопрос о досрочной выплате долга Россией с российским министром финансов Алексеем Кудриным в Москве в четверг.

Потребительские цены в РФ выросли в марте 2005 года на 1.3% по сравнению с ростом на 1.2% в феврале 2005 года и 0.8% - в марте 2004 года. С начала 2005 года инфляция составила 5.3% по сравнению с 3.5% в январе-марте 2004 года. Глава ЦБР Сергей Игнатьев заявил, что Центральный банк намерен проводить курсовую и денежно-кредитную политику в 2005 году для достижения целевого показателя инфляции на уровне 8.5%. Министерство финансов РФ и Министерство экономического развития уже не исключили, что рост потребительских цен в этом году может достичь 10%.

Трубная металлургическая компания планирует в 2005 г выпустить CLN на сумму более \$100 млн. По словам заместителя генерального директора по экономике и финансам ТМК Александра Ширяева, в этом году компания не планирует больше выпускать рублевые облигации. ТМК планирует увеличить чистую прибыль в 2005 г 3 раза до \$187 млн по сравнению с ожидаемыми результатами 2004 г (\$62 млн). Выручка от реализации в 2005 г увеличится на 40% до \$2.558 млрд. Совет директоров ТМК планирует в конце апреля утвердить программу техперевооружения до 2010 г, объем инвестиций составит \$800-850 млн.

ТМК определила процентную ставку по четвертому купону облигаций серии 01 в размере 10.3% годовых, или 51.74 руб на одну облигацию.

Ленэнерго 23 мая прекратит прием требований акционеров, несогласных с реформированием энергокомпании, о выкупе акций. Завершение сделок по выкупу акций должно состояться не позднее 22 июня текущего года. Срок принятия требований кредиторов Ленэнерго о досрочном выполнении финансовых обязательств истекает 7 июня 2005 года. Генеральный директор Ленэнерго Андрей Лихачев ранее заявил, что менеджмент энергокомпании ведет переговоры с держателями облигаций, которые "в основном известны", чтобы определить их позицию по предъявлению облигаций к досрочному выкупу в рамках реформы Ленэнерго. Ленэнерго направит 4 млрд рублей на выкуп акций у акционеров, не согласных с реформированием энергокомпании, и на досрочное выполнение обязательств перед кредиторами в связи с разделением Ленэнерго.

Чистая прибыль Центртелекома (РСБУ) сократилась в 2004 году до 397.7 млн руб с 1.5 млрд руб в 2003 году. Выручка компании выросла за этот период до 24.96 млрд руб с 20.89 млрд руб в 2003 году. Прибыль от продаж составила 5.261 млрд руб по сравнению с 5.241 млрд руб в 2003 году, EBITDA – 5.377 млрд рублей, рентабельность по EBITDA в 2004 году составила 27.3%.

Рублёвые Облигации

Продолжение на стр 2.

Валютные Облигации

Продолжение на стр 3.

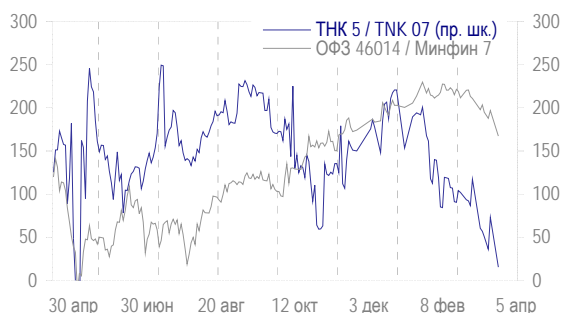
Доходности индикативных облигаций, %



Во вторник котировки рублевых бумаг торговались без четко выраженного тренда на фоне относительно низкой активности торгов. Кривая доходности длинных выпусков ОФЗ осталась на уровне 7.58-8.73% годовых. В секторе облигаций Москвы относительно активно торговался только 37-ой выпуск, доходность которого незначительно выросла (7.68%). В секторе корпоративных «фишек» активность инвесторов была минимальной, котировки практически не изменились. Во втором эшелоне (где стоит отдельно отметить рост котировок облигаций ВБД до 102%) сохраняются выборочные покупки.

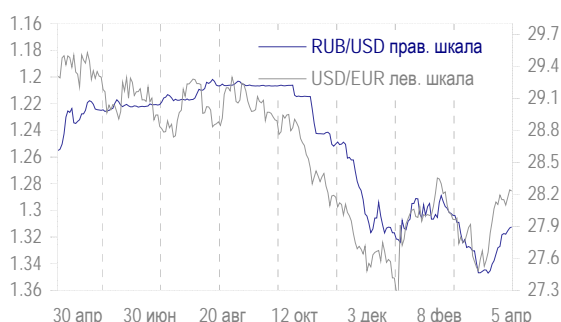
Последние данные по инфляции (5.3% за квартал) пока укладываются в наш пессимистичный сценарий темпов инфляции (см. нашу аналитическую записку "Облигации ВБД: Точка роста на падающем рынке" от 26.01.05). Добиться существенного снижения темпов инфляции правительству обычно удается только в летние месяцы, что, вероятней всего, произойдет и в этом году. Исходя из текущих котировок и пессимистичного сценария темпов инфляции в первом полугодии (которое и служит базой для формирования купона по ВБД), доходность облигаций ВБД сейчас составляет порядка 9.7% годовых (при оптимистичном и уже маловероятном сценарии – 8.6%). Это несет существенную премию по доходности к близким по дюрации и кредитному качеству телекомам, которые торгуются на уровне 7.5-8.5% годовых. Короткая дюрация и большая премия к сопоставимым выпускам делает облигации ВБД как минимум защитным активом. В то же время, облигации ВБД сохраняют потенциал курсового роста при сохранении высоких темпов инфляции.

Валютная премия рублевых облигаций, б.п.

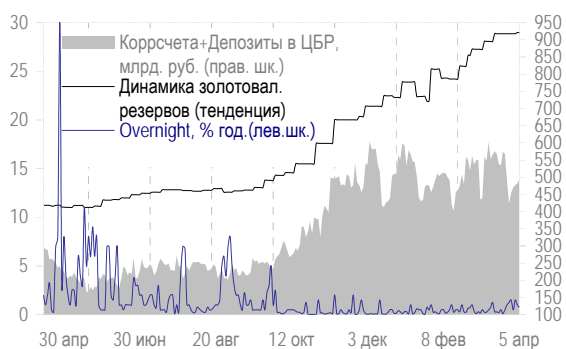


Аукцион по размещению 5-го выпуска Мособласти прошел со значительной переподпиской и небольшой премией, доходность сложилась на уровне 9.2%, после чего пошла вниз. Уже сегодня на рынке идут сделки под доходность 9.13%. Основным событием сегодня на рынке станут аукционы по облигациям 36 и 24 выпусков Москвы. Benchmark при размещении 36-го выпуска Москвы (дюрация порядка 3.1 года) выступает Москва-29 (дюрация 2.7 года, УТМ порядка 7.68%), ориентирами для 42-го выпуска (дюрация порядка 2.1 года) являются Москва-31 (дюрация 1.9 года, УТМ 7.43%) и Москва-40 (дюрация 2.3 года, УТМ 7.61%). Эмитент явно не испытывает необходимости в средствах, а объем и структура выпусков не предполагают предоставления какой-либо премии к рынку. Вероятней всего, доходность на аукционах сложится на уровне 7.5% по Москва-42 и 7.7-7.8% по Москва-36.

Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ

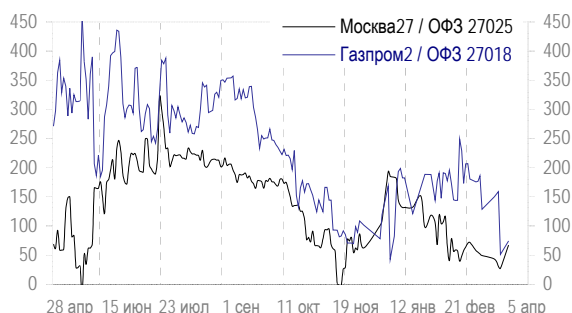


ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

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 дох-сти мун. и корп. облигаций, б.п.



Спрэды EMBI+, б.п.

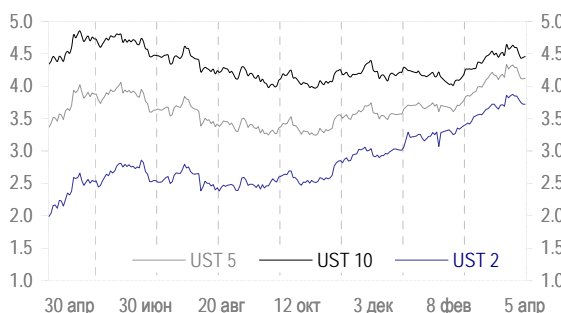


Основным драйвером роста еврооблигаций РФ вчера стало сообщение о том, что Парижский клуб и Россия близки к согласию о досрочном выкупе Россией своего долга по номинальной стоимости. В итоге, суверенные еврооблигации РФ показали заметный рост, прибавив по итогам дня около 1-2% в длинном сегменте. Россия-30 выросла с 102.375 вчера утром до 103.1875 к закрытию Москвы и скорректировалась до 102.875 ближе к закрытию Лондона. Спрэд сузился на 10 б.п. до 210 б.п. к 10Y UST. Рынок US Treasuries находился в нейтральном состоянии, не оказав на рынок облигаций emerging markets какого-либо влияния. Так, доходность 10Y UST колебалась внутри дня в узком диапазоне 4.45-4.47% годовых.

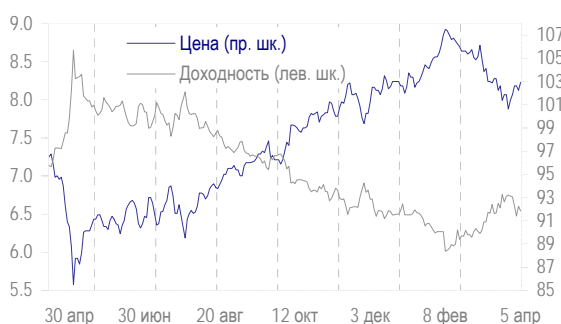
В корпоративных еврооблигациях РФ активность была незначительной, а цены не проследовали динамике суверенных выпусков и в большинстве своем остались на прежних уровнях.

Новости о соглашении Парижского клуба и России станут ключевыми для рынка еврооблигаций РФ в ближайшую неделю. Так, на этой неделе состоится заседание Парижского клуба, где, возможно, будет объявлено о достижении окончательной договоренности между сторонами о досрочном выкупе Россией своего \$43 млрд. долга по номинальной стоимости в ближайшие 3 года. Одновременно, зам. министра финансов Германии прилетит в Москву так же на этой неделе, где состоится его переговоры с министром финансов России А. Кудриным на эту же тему. Судя по утечкам информации, можно предположить, что стороны действительно близки к соглашению.

Доходности US Treasuries, %

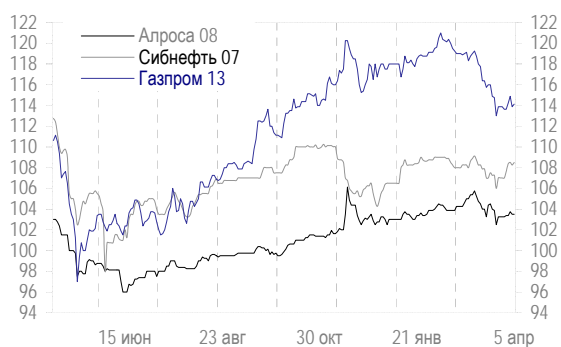


Динамика цены и доходности Россия-30

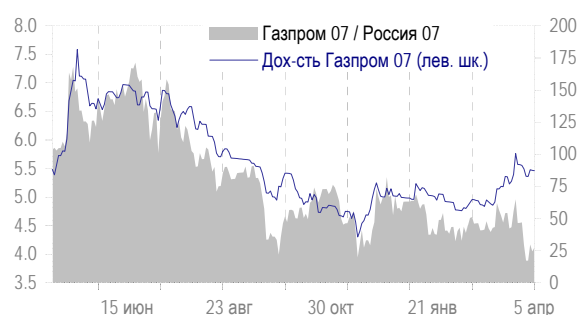


Мы полагаем, что в случае официального объявления о сделке, еврооблигации РФ имеют все шансы продолжить ралли, а страновой спрэд может вновь достичь исторических минимумов.

Цены корпоративных еврооблигаций РФ



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



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.
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

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	hlabrova@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.