

Россия ведет переговоры об условиях и сроках досрочного погашения задолженности России перед Парижским клубом кредиторов. По предварительной информации, на заседании клуба, которое началось 10 мая, обсуждается досрочное погашение долга России на \$12-15 млрд. По состоянию на январь 2005 года сумма российского долга Парижскому клубу составляла \$43.1 млрд.

Министр финансов РФ Алексей Кудрин высказался против чрезмерного укрепления рубля, которое, по его мнению, угрожает стабильности российской экономики. По оценкам Кудрина, за последние четыре года в реальном выражении рубль к доллару укрепился на 40%, что фактически означает 40%-ое снижение торговых барьеров для импортной продукции. В соответствии с основными направлениями денежно-кредитной ЦБР, рост реального эффективного курса рубля в 2005 году не должен был превысить 8% при инфляции 8.5%. Тем не менее, первый заместитель председателя Центробанка Алексей Улюкаев недавно заявил, что при определенных условиях темпы укрепления рубля могут возрасти до 9% для снижения темпов инфляции.

ЕвразХолдинг планирует первичное размещение акций в Лондоне в конце мая-начале июня. ЕвразХолдинг планирует направить деньги на новые поглощения и развитие сырьевой базы в России и СНГ, а также сбыта за пределами России. По предварительной информации, компания планирует получить от первичного размещения акций более \$500 млн.

Чистая прибыль Газпрома за первый квартал 2005 года по РСБУ выросла до 46.93 млрд руб с 44.57 млрд руб за аналогичный период прошлого года. В четвертом квартале прошлого года чистая прибыль компании составила 58.82 млрд руб.

Банк Зенит планирует осенью разместить 3-летние еврооблигации на сумму порядка \$150 млн.

Standard & Poor's повысило долгосрочный кредитный рейтинг и рейтинг депозитных сертификатов ИМПЭКСБАНКа с CCC+ до B-. В то же время краткосрочный рейтинг контрагента и депозитных сертификатов был подтвержден на уровне C, прогноз изменения рейтингов - стабильный.

Рублёвые Облигации

Продолжение на стр 2.

Валютные Облигации

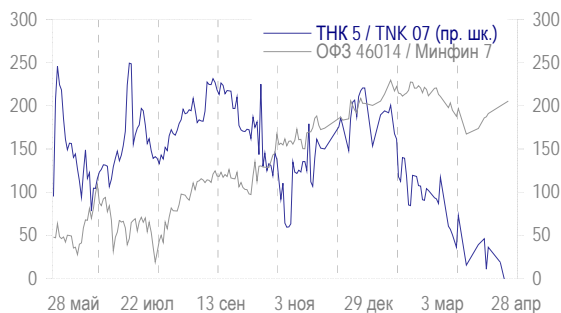
Продолжение на стр 3.

Доходности индикативных облигаций, %



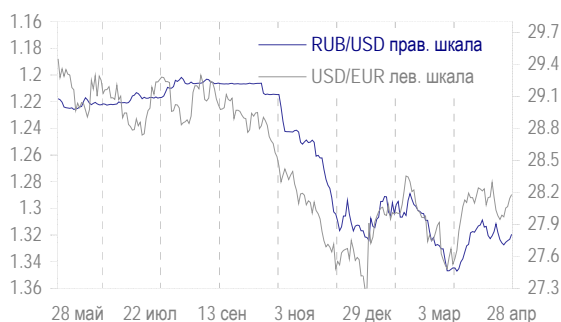
Состояние рублевой ликвидности и конъюнктура базовых рынков (валюты и евробондов) пока оказывают неплохую поддержку рынку рублевого долга. Россия – 30 сейчас торгуется в районе 107% при спреде порядка 190 б.п., а рынки валюты остаются относительно стабильными. Заявление Кудрина относительно чрезмерных темпов укрепления рубля (см новости) пока не стоит рассматривать как руководство к действию и игре против рубля. Стоит отметить, что единой позиции относительно инфляции и курса рубля нет не только внутри самого правительства, но и внутри основного инструментария для решения этих проблем - ЦБ РФ. Пока что действия монетарных властей и комментарии чиновников наводят на мысль, что правительство находится в полном замешательстве. Сам же рынок мало озабочен проблемами высокой инфляции, низких темпов роста ВВП и пром. производства и пока предпочитает играть против доллара, чему способствуют высокие цены на энергоносители и большое положительное сальдо торгового баланса России.

Валютная премия рублевых облигаций, б.п.



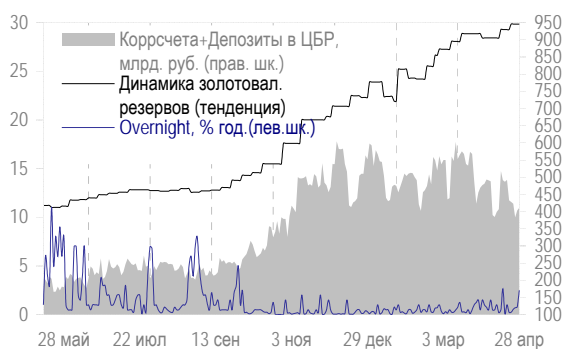
На завтра запланированы два первичных аукциона по размещению облигаций АИЖК и ОСТ, которые имеют все шансы пройти успешно. Группа ОСТ (представитель третьего эшелона), выкупив по ofercie порядка 50% первого выпуска, стала одной из первых жертв прошлогоднего летнего банковского кризиса, когда инвесторы ликвидировали позиции в высокорискованных бумагах. Сейчас же на рынке наблюдается тенденция к росту толерантности инвесторов к риску.

Динамика курса RUB/USD и USD/EUR



Новый выпуск облигаций АИЖК станет уже 4-ым выпуском эмитента на рынке. Облигации имеют 7-летний срок обращения, но объем выпуска всего 900 млн руб, что ставит под сомнение будущую ликвидность облигаций. Стоит отметить, что облигации АИЖК в принципе обладают низким free float на рынке. Основной спрос на облигации АИЖК предъявляют нерезиденты, которые рассматривают долговые обязательства агентства как квазибезрисковые долги. Тот факт, что по новому выпуску госгарантии не распространяются на купонные выплаты, вряд ли приведет к существенному росту премии при размещении.

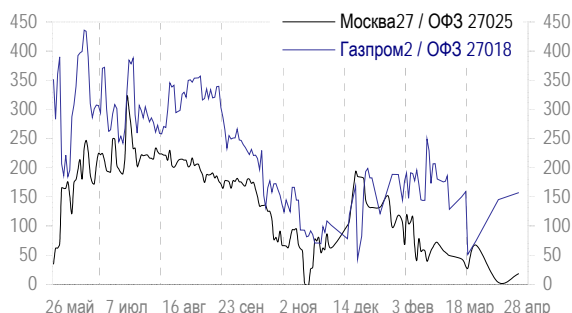
Ставки overnight и коррсчета банков в ЦБ



ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

Мы рекомендуем покупать облигации ЛенЭнерго на рынке и предъявлять их к досрочному погашению. При текущей рыночной цене доходность вложений на 1.5 мес. составит 10.25% 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 принято на внеочередном собрании акционеров 08 апреля 2005 г., поэтому владельцы облигаций могут погасить облигации ЛенЭнерго по 100% от номинала не позднее 07 июня 2005 г. [Подробнее смотрите наш специализированный обзор «Облигации ЛенЭнерго – зарабатываем на реорганизации компании» от 24 февраля 2005 года.](#)

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



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.

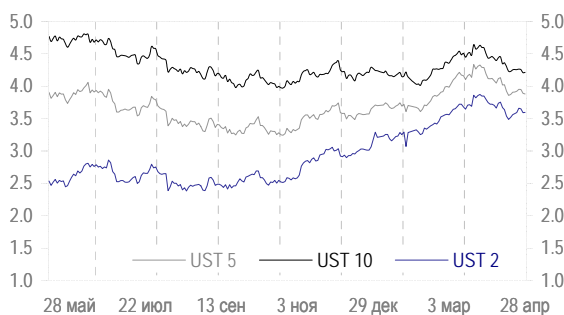
Спрэды EMBI+, б.п.



За время майских праздников еврооблигации РФ продолжили раллироваться, следуя тенденции роста US Treasuries и сужая спрэд к базовому активу. Последние несколько дней Россия-30 торговалась в диапазоне 107-108 (максимальные сделки 108.125), а спрэд сужался до 176-180 б.п.

Высокий спрос на еврооблигации РФ шел по традиционным факторам – хорошая макроэкономика и досрочное погашение долга Парижскому клубу. Однако, появился еще один фактор, который оказал в итоге позитивное влияние на еврооблигации РФ. Это снижение рейтингов облигаций компаний Ford и GM до спекулятивной категории. В итоге, многие инвесторы, стали продавать бонды американских автогигантов и перекладывать средства в том числе в еврооблигации РФ (flight to quality).

Доходности US Treasuries, %



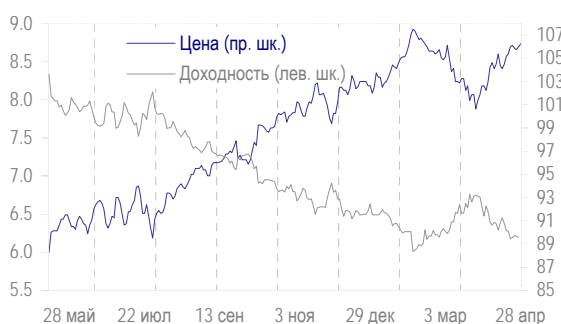
Рынок же US Treasuries остается крайне крепким и рост продолжается даже несмотря на позитивные экономические данные. Так, даже очень высокие данные по рынку труда США в апреле (данные вышли в прошлую пятницу и значительно превысили ожидания рынка) не оказали влияния на уровень доходности UST. Доходность 10Y UST находится около 4.16-4.20% годовых.

Лишь сегодня еврооблигации РФ заметно скорректировались вниз на продажах ряда хедж-фондов. Россия-30 упала до 106.625-107.00, а спрэд вырос до 185-190 б.п.

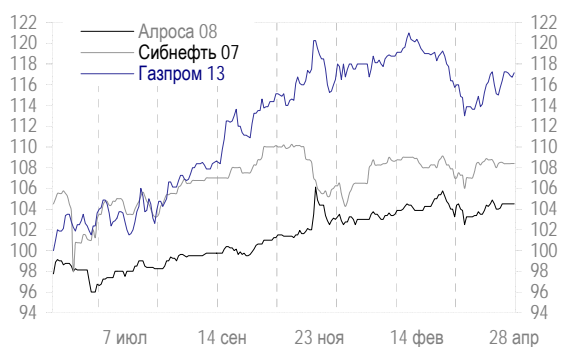
Наши ожидания по спрэду полностью оправдались. Мы с начала апреля рекомендовали инвесторам покупать еврооблигации России, когда спрэд был 200-220 б.п., а цена Россия-30 была около 101-102. Мы прогнозировали спрэд к середине мая 175-180 б.п., что полностью оправдалось.

Мы ждем дальнейшего сужения спрэда – до 150-160 к концу года, поэтому оставляем рекомендацию сохранять длинные позиции в еврооблигациях РФ. Тем не менее, если с начала года мы рекомендовали большую часть позиции держать нехеджированной, то теперь мы советуем более половины длинной позиции в еврооблигациях РФ захеджировать через короткие позиции в US Treasuries.

Динамика цены и доходности Россия-30



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.
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

Линаида Еремина (+7 095) 363 55 83 bond_sales@mdmbank.com
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

Александр Никонов (+7 095) 795 25 21 **Reuters Code: MDMB**
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.