



Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Выпуск	Close	Изм-е, %	YTM, %	Изм-е, %
Нефть (Urals)	93.82	-0.41	-0.44	⬇️ UST 10	97.66	1.00	3.79	-11
Золото	944.5	0.00	0.00	⬆️ РОССИЯ 30	112.88	0.11	5.62	-2
EUR/USD	1.4812	0.0100	0.68	⬆️ Газпром 34	116.65	0.00	7.20	0
RUB/USD	24.5486	0.0280	0.11	⬆️ Банк Москвы 09	102.84	0.00	6.10	0
FF Fut. апр.08	2.49	-0.03	-1.18	⬇️ ОФЗ 25057	102.35	0.00	6.23	0
Fed Funds Fut. Prob (2.5%) Mar.08	54%	0.02	0.04	⬆️ ОФЗ 25058	100.15	-0.01	5.61	4
EMBI+	432.02	0.99	0.23	⬆️ ОФЗ 46020	99.00	-0.06	7.11	1
EMBI+, спред	277	9	3.33	⬆️ МГор39-об	110.12	4.67	6.05	-89
EMBI+ Россия	481.36	0.38	0.08	⬆️ Мособл.бв	103.30	-0.45	7.95	17
EMBI+ Россия, спред	182	5	2.86	⬆️ Мособл.7в	101.10	-0.40	7.92	9
MIBOR, %	4.52	-0.34	-7.39	⬇️ КОМИ 8в об	96.45	-2.05	7.95	40
Счета и деп. в ЦБ, млрд. руб.	0.6813	-0.0058	-0.84	⬇️ РЖД-07обл	101.30	-0.45	7.35	12
MICEX RCBI	98.80	-0.19	-0.19	⬇️ ИКС5Фин 01	97.95	-0.17	8.75	9
MICEX объемы, млн.руб.	Биржа	РПС	Сумм.	РЕПО МОЭСК-01	98.95	-0.15	8.57	5
Корпоративные	2296.6	8211.7	10508.3	34195.3 Мартафин 3	99.00	-0.40	18.63	105
Муниципальные	1431.6	309.2	1740.8	9011.6 ГлСтрой-2	100.00	0.00	10.22	0
Государственные	6173.5	0.0	6173.5	0.0 ЮТК-03 об.	99.30	0.00	9.05	0

Ключевые события

Долговые рынки

Нет просвета после распродаж

РСХБ-06: скроен по последней моде

Новости эмитентов

РуссНефть: конец истории еще близко

Стратегия

Наилучшая защитная стратегия – участие в первичных размещениях

Новости коротко

- Второй ипотечный агент (дочерняя компания **Агентства по ипотечному жилищному кредитованию**) 27 февраля 2008 г. выпустит ценные бумаги, обеспеченные ипотечными обязательствами, в размере 10.7 млрд руб. АИЖК ориентирует рынок на купонную ставку на уровне 8.2%. Старший транш объемом 9.44 млрд руб. и второй транш объемом 590.3 млн будут размещены по открытой подписке. Третий транш в размере 697.317 млн руб. будет выкуплен самим агентством. При этом АИЖК также будет участвовать в аукционах по размещению старшего и второго траншей. / Прайм-ТАСС
- Еще один облигационный выпуск **Москвы** объемом 5 млрд руб. с погашением в 2010 г. будет размещен 5 февраля 2008 г. Глава Москкомзайма Сергей Пахомов сказал, что займы, предлагаемые к размещению, будут укорачиваться. Однако «руководство не готово идти на повышение доходности, поскольку большой объем сейчас не требуется». / Рейтер
- Рейтинговое агентство Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента **Evraz Group SA's** и рейтинг приоритетного необеспеченного долга на уровне «BB». Рейтинговое действие последовало вслед за объявлением компанией своего согласия выкупить долю в размере до 51% китайского производителя стали с листингом на сингапурской бирже - компании Delong Holdings Limited. Прогноз по рейтингам – «стабильный». / Fitch
- Рейтинговое агентство Standard & Poor's подтвердило долгосрочный корпоративный кредитный рейтинг «BB+» оператора мобильной связи **Vimpel-Communications** после его победы в тендере по покупке **Golden Telecom Inc.**, по итогам которого ВымпелКом приобрел около 90.5% акций. В то же время, долгосрочный корпоративный кредитный рейтинг GT был повышен до уровня «BB+» с «BB», уравняв его рейтинг с рейтингом ВымпелКома. Прогноз по рейтингам обеих компаний – «стабильный». / Standard & Poor's
- **Тройка Диалог** и **Deutsche Bank AG** завершили сделку по формированию и продаже второго рублевого **CDO** (collateralized debt obligations) на портфель из облигаций российских эмитентов, полностью размещенного среди рыночных инвесторов. Структура CDO включает три транша: старший, средний и младший. Базовый актив CDO - кредитные свопы (Credit Default Swap) на различные рублевые облигации с разными датами погашения./ Финмаркет
- Российское правительство поддержало решение, разрешающее **Фонду развития ЖКХ** инвестировать часть своих средств в акции и облигации, сообщила в четверг пресс-служба правительства. В частности, фонд может инвестировать в гособлигации, корпоративные облигации и бумаги, обеспеченные ипотечными обязательствами./Прайм-ТАСС

- Dresdner Bank AG, третий крупнейший банк Германии, объявил об экстренной помощи своему инвестиционному фонду K2 в размере \$18.8 млрд, позволит фонду провести выплаты по задолженности по ряду облигаций. Таким образом, Dresdner Bank AG вынужден был пойти на значительные расходы с тем, чтобы не допустить дефолта одной из аффилированных инвестиционных структур (SIV) (ранее так делали Citigroup Inc. и HSBC Holdings Plc). / Прайм-ТАСС
- **Красноярская область** планирует выпустить облигационный выпуск в размере 4 млрд руб. в третьем квартале текущего года. Облигации размещаются на 5 лет. /Рейтер
- **Березниковский Азот** привлечет кредит ЮниКредит Банка в размере \$100 млн. Соглашение между банком и компанией будет подписано на внеочередном собрании акционеров 21 февраля 2008 г./ АКМ

Долговые рынки

Нет просвета после распродаж

Внутренний рынок

Котировки рублевых облигаций вчера продолжили свободное падение. Газпром-А4 потерял порядка 30 б. п. Хорошему прессингу со стороны продавцов накануне размещения очередного выпуска подверглись котировки обращающихся облигаций Россельхозбанка: доходность РСХБ-03 выросла до 9.15 %, доходность РСХБ-4 – составила 8.54 %.

Во втором эшелоне стали заметны продажи в облигациях Метзавода Серова (-103 б. п.), доходность выросла до 13.1 %, а также розничных сетей: облигации Виктория-01 (12.61 %) потеряли 81 б. п., Магнит-02 (9.61 %) потеряли 57 б. п.

В третьем эшелоне по-прежнему высокий интерес в выпусках ТД «Копейка». Инвесторы поверили в поддержку со стороны сильного акционера (УРАЛСИБ).

Денежный рынок

Ситуация на денежном рынке вчера временно стабилизировалась. Ставки overnight составили порядка 3.5-4.0 %. Объем операций РЕПО с ЦБ застыл на уровне 40 млрд руб.

Стоит отметить резко выросший вчера объем РЕПО с корпоративными и субфедеральными бумагами на ММВБ. Совокупный объем сделок выстрелил с привычной отметки в 30-40 млрд руб. до 52.7 млрд руб. Чуть более высокий уровень наблюдался только в первых числах августа и ноября 2007 г. Не исключено, что такой рост частично связан с сегодняшним размещением РСХБ-06. Впрочем, повышение данного показателя больше говорит о нарастающих проблемах с ликвидностью.

РСХБ-06: скроен по последней моде

Сегодня Россельхозбанк начнет размещение очередного выпуска объемом 5 млрд руб. Срок обращения – 10 лет, оферта (естественно) через год. Ориентир по доходности организаторов (ВТБ) составляет 8.4-8.6 % годовых. Как мы уже упоминали раньше, синдикат выпуска довольно внушительный, что позволяет говорить о его рыночном характере.

Глобальный кризис ликвидности вносит изменения не только в динамику ставок, но и в культуру размещения выпусков на первичном рынке.

Отметим два интересных момента, которые стали использовать организаторы для маркетинга выпуска:

- 1) Статус ключевых соорганизаторов повышен до «стратегических партнеров».
- 2) В качестве фактора, повышающего привлекательность выпуска, используется факт включения обращающихся бумаг эмитента в ломбардный список ЦБ. Не важно, что решение включать или не включать ту или иную бумагу принимает сам ЦБ.

Внешний фактор

Никаких позитивных новостей извне вчера не поступало. Индекс деловой активности США Philly Fed упал до уровня -24? в феврале вслед за неутешительными данными в январе (-20.9). Такое снижение индекса спровоцировало рост дискуссий относительно усиливающейся рецессии в США. Доходность UST-10 снизилась на 12 б. п. и составила 3.78 %. Спред индекса EMBI+ Россия расширился на 10 б. п. и составил 184 б. п.

Егор Федоров

Новости эмитентов

РуссНефть: конец истории еще близко

Вчера глава федеральной антимонопольной службы РФ Игорь Артемьев пролил свет на некоторые детали процесса по РуссНефти, которые не раскрывались с середины ноября. Отметим, что ФАС до конца ноября должна была определиться с решением в отношении заявок на покупку РуссНефти структурами Базэл и Glencore, однако принятие решения было отложено. Артемьев вчера сказал журналистам, что вердикт будет вынесен только после завершения всех судебных процессов в отношении РуссНефти. Конкретные сроки он назвать отказался, аргументировав тем, что не может прогнозировать развитие конкретных дел.

Сейчас в Московском арбитражном суде в производстве находятся несколько исков в отношении РуссНефти. Федеральная налоговая служба настаивает на признании незаконными сделок по акциям РуссНефти. Летом прошлого года Московский суд также принял решение о взыскании с РуссНефти 20 млрд руб. в качестве налогового штрафа.

В нашем понимании инвесторы получили еще одну неутешительную новость, касающуюся РуссНефти. Облигации компании с погашением в декабре просели на 3.3 %, а доходность к оферте выросла до 28.8 %. Мы считаем, что в сложившихся условиях есть только один позитивный сигнал для инвесторов – смена руководства. Ранее было объявлено о переходе в РуссНефть представителей Базэла. Тем не менее, мы по-прежнему видим сильную неопределенность относительно дальнейшего развития процесса РуссНефти. Чем больше времени займет судебные разбирательства, тем больше времени потребует процесс смены собственников, тем больше риска мы видим в случае с РуссНефтью.

Судя по сообщениям СМИ, Дерипаска уже инвестировал в РуссНефть около \$ 3 млн (по крайней мере, в такую сумму оценивалась сделка с Гуцериевым), однако его структуры до сих пор не получили юридических прав собственности на бизнес. Возникает вопрос: почему мы должны полагать, что структуры Базэла будут выполнять долговые обязательства компании, право собственности на которую они еще не получили?

[Егор Федоров](#)

Стратегия

Наилучшая защитная стратегия – участие в первичных размещениях

Не считая загадочного выпуска Газкон объемом 30 млрд руб., ФСФР вчера зарегистрировала проспекты эмиссий сразу 6 выпусков общим объемом 14.630 млрд руб. Среди зарегистрированных бумаг находится выпуск Системы объемом 6 млрд руб. Напомним, что ранее компания неоднократно заявляла о планах разместить рублевые облигации.

Повысившаяся активность по регистрации выпусков облигаций указывает на то, что, несмотря на довольно сложную обстановку на долговом рынке, эмитенты все же планируют выйти с рублевыми выпусками облигаций, возможно, уже в ближайшее время.

По сравнению с двумя предыдущими месяцами в феврале первичный рынок рублевого долга начал восстанавливаться. И хотя не все выпуски носили рыночный характер, оживление на рынке напомнило эмитентам об их давно забытых планах относительно публичного долга. В возросших объемах предложения на первичном рынке эмитенты углядели «окно».

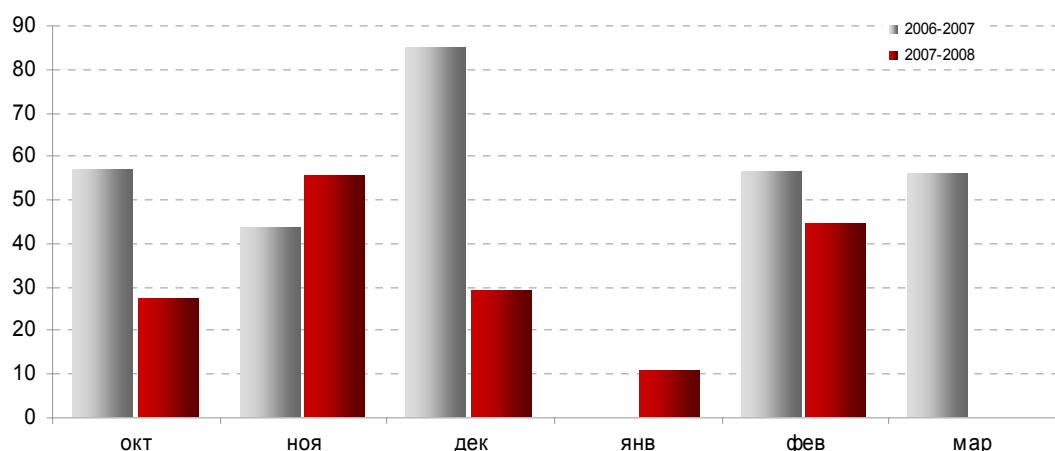
Мы считаем, что участие в первичных аукционах выпусков второго эшелона является наилучшей защитной стратегией. В противовес медленно растущим доходностям вторичного рынка необходимость размещения бумаги толкает эмитентов на предоставление высокой премии. Именно на основании этой премии впоследствии будут переоценены другие выпуски данного эмитента, а зачастую и целого сегмента, поэтому держать позицию в этих «других выпусках данного эмитента» может быть крайне опасно.

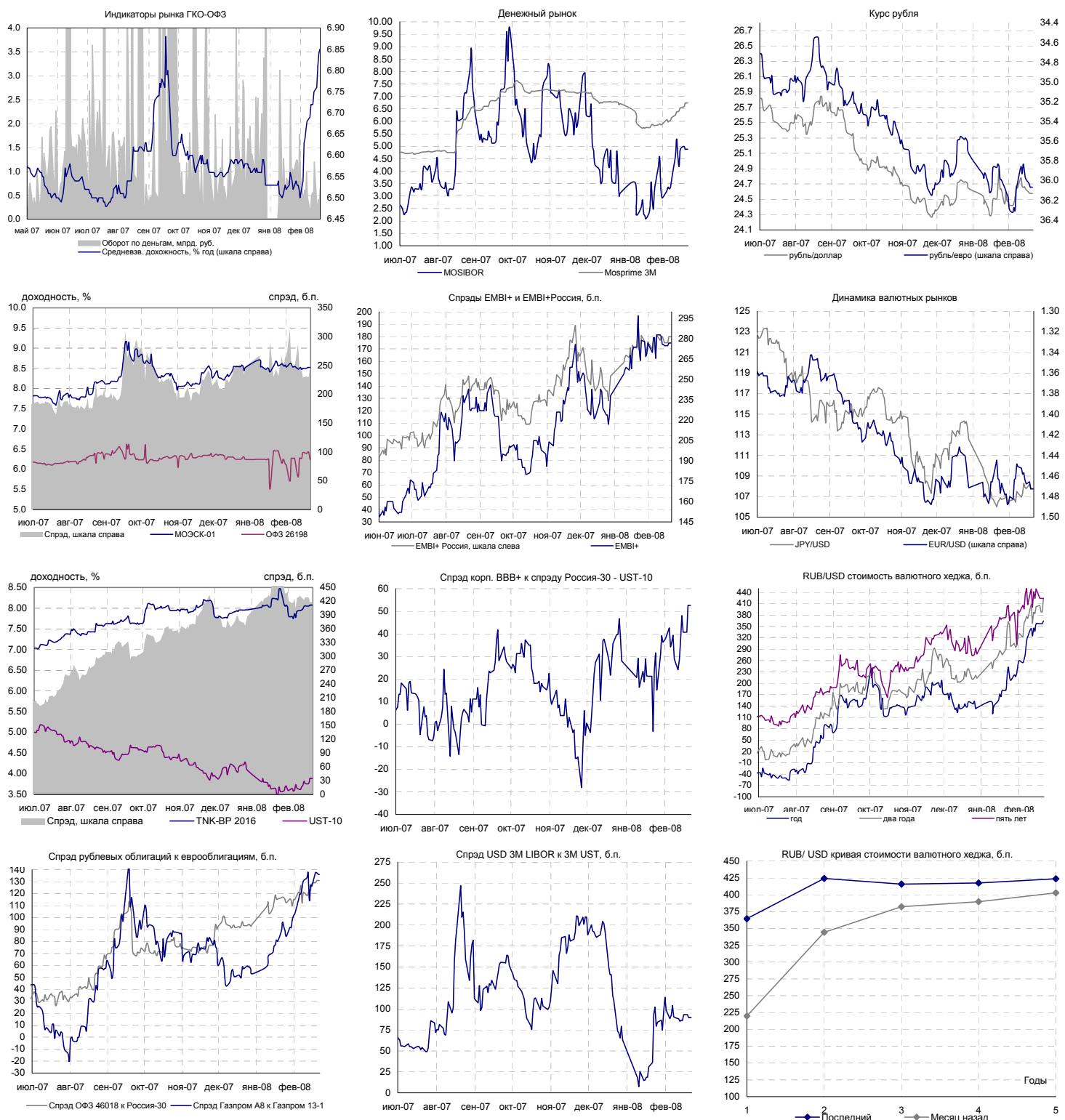
Другую опасность таят в себе оферты, которые де-факто также являются аналогами размещений, поскольку практически аналогичен процесс обновления справедливой ставки купона для эмитента.

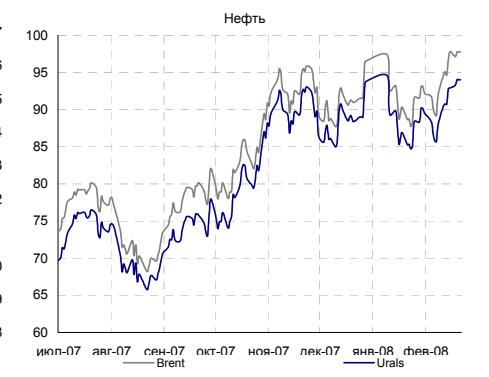
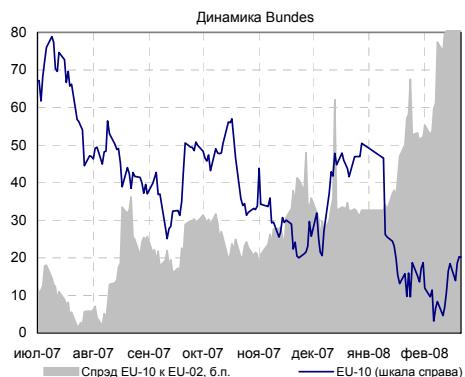
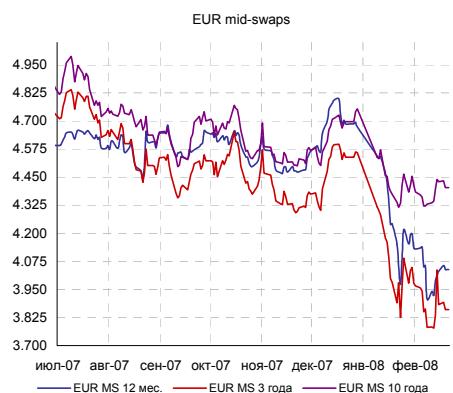
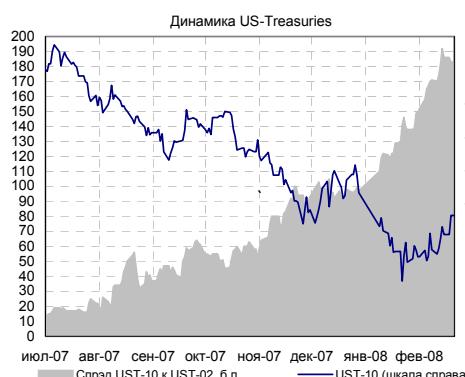
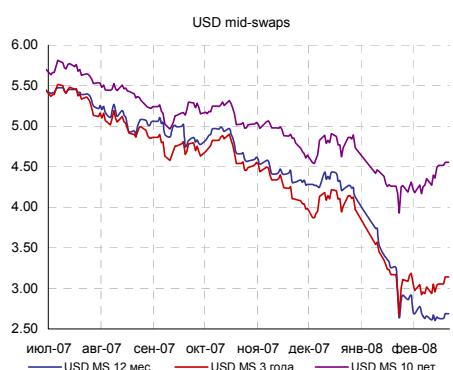
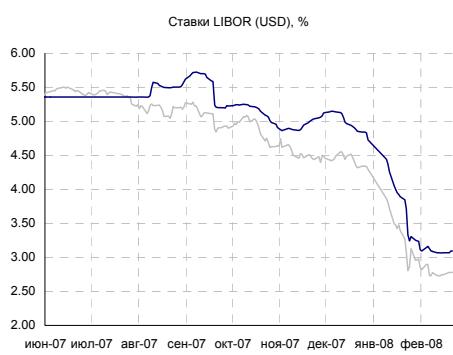
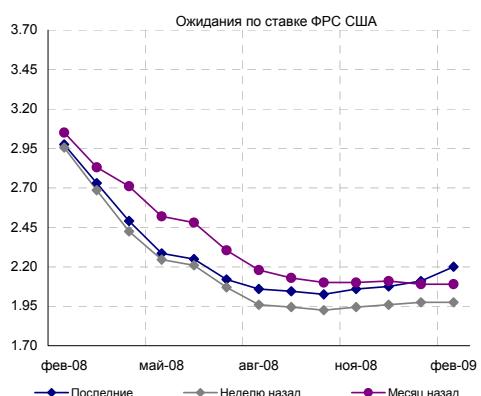
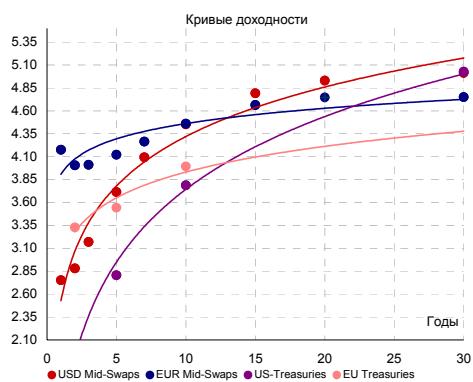
Хорошими примерами подобных неприятностей представляются случаи с ТГК, ВБД и ТМК. Судя по навесу, который мы имеем на текущий момент (совокупный pipeline рублевых облигаций составляет около 1.5 трлн руб., из них 624 млрд руб. приходится на уже зарегистрированные выпуски), мы ожидаем, что подобных ситуаций будет немало. Следовательно, инвесторам следует держаться подальше от выпусков эмитентов, которым предстоит пройти оферту или разместить очередной выпуск. Причем, непосредственно выпуск серии, по которому предстоит оферта, несет в себе наименьший риск. Следует оговориться, что данное заключение справедливо лишь в случае если речь идет о первом-втором эшелонах.

Таким образом, в общем случае оптимальной стратегией является участие в офертах и первичных размещениях качественных эмитентов при условии предоставления премии в 100-150 б. п. к уровням вторичного рынка. При этом в каждом конкретном случае размер требуемой премии может варьироваться в зависимости от дюрации, качества эмитента и прочих параметров.

Анастасия Михарская







КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

СЕГОДНЯ

05.03.08	Публикация Бежевой Книги США
05.03.08	Очередное заседание Банка Англии. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки.
06.03.08	Очередное заседание ЕЦБ. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки
06.03.08	Очередное заседание Банк Японии. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки
07.03.08	
18.03.08	Очередное заседание комиссии FOMC. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки

Календарь размещений

Дата	Эмитент, серия выпуска	Объем, млн.	Срок обращения	YTP/ YTM (прогноз организаторов)	Разброс
СЕГОДНЯ					
22.02.08	Россельхозбанк, 6	5000	10 лет	8.50	0.20
27.02.08	Стройальянс, 1	600	11 лет	-	-
27.02.08	АИЖК-Ипотека, 2	9440	12 лет	8.20	-
03.03.08	Мортон-РСО, 1	500	13 лет	-	-
04.03.08	ТрансКонтейнер, 1	3000	14 лет	куп. 9.75	0.50
04.03.08	Макромир-Финанс, 1	1000	15 лет	12.15	0.30

Статистика США

Дата	Показатель	Посл. период	Ожидаемое значение	Прошлое значение	Фактическое значение
14.02.08	Торговый баланс (сальдо, млрд. долл.)	дек.07	-61.50	-63.12	-58.80
15.02.08	Экспортные цены	янв.08	0.3%	0.4%	1.2%
15.02.08	Импортные цены	янв.08	0.4%	0.0%	1.7%
15.02.08	Индекс промышленного производства	янв.08	0.1%	0.0%	0.1%
20.02.08	Количество новостроек, тыс.	янв.08	1 010	1 006	1 012
20.02.08	Количество разрешений, выданных на строительство новых домов, тыс.	янв.08	1 040	1 068	1 048
20.02.08	Инфляция - Индекс потребительских цен (CPI)	янв.08	0.3%	0.4%	0.4%
20.02.08	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core CPI)	янв.08	0.2%	0.2%	0.3%
СЕГОДНЯ					
25.02.08	Статистика продаж на вторичном рынке жилья, тыс. ед.	янв.08	4 820	4 890	
26.02.08	Инфляция в промышленном секторе (PPI)	янв.08	0.3%	-0.1%	
26.02.08	Инфляция, без учета цен на энергоносители и продовольствие (core PPI)	янв.08	0.2%	0.2%	
26.02.08	Индекс потребительской уверенности Conference Board	фев.08	85	88	

Аналитический департамент
 Тел: +7 495 624 00 80
 Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Начальник управления анализа рынка акций

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Телекоммуникации

Мусиенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Химическая промышленность

Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Банковский сектор

Хамракулов Дмитрий
Hamrakulov_DE@mmbank.ru

Стратегия

Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Электроэнергетика

Сквортцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Металлургия

Сквортцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Начальник отдела анализа рынка облигаций

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Кредитный анализ

Михарская Анастасия
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Стратегия

Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.