

Игнатъев Леонид
Ignatiev_LA@mmbank.ru

Михарская Анастасия
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Долговые рынки

Ралли без пит-стопа

На внешних долговых рынках июль превзошел наши самые смелые ожидания. Позитивным сигналам удалось полностью заслонить сохраняющиеся угрозы, поэтому мы наслаждались очередной волной ралли и укреплением положения на мировых денежных рынках.

В российском сегменте росли практически все еврооблигации. Средний рост котировок более чем на 5 п.п. сделал идею фиксации прибыли в обращающихся выпусках весьма актуальной для консервативных инвесторов. Тем не менее, мы приводим торговые рекомендации для более спекулятивных инвесторов, одновременно призывая обращать внимание на рынок первичного долга.

В июле снижение ставок на рынке рублевых облигаций продолжилось. Средневзвешенная доходность корпоративных облигаций упала более чем на 200 б. п. до 16.44 % годовых. Снижение доходностей происходило на фоне рекордной активности на первичном рынке: совокупный объем размещений корпоративных облигаций в мае-июле 2009 г. достиг 300 млрд руб. (+63% год-к-году). На вторичные торги даже недавно размещенные облигации выходят по цене, значительно превышающей номинал.

Судя по темпам, с которыми снижаются доходности blue chips на вторичном рынке, вложение в инструменты скоро не будет нести спекулятивной составляющей, а маржа над ставкой РЕПО (ЦБ или на МБК) будет сокращаться. Поэтому помимо традиционного совета участвовать в первичных размещениях и покупать выпуски 1-2-го эшелонов, мы рекомендуем инвесторам начинать уже присматриваться к облигациям эмитентов слабого 2-го – сильного 3-го эшелонов.

В июле количество обнадеживающих сигналов, подаваемое мировой экономикой, стало настолько заметным, что практически полностью перекрыло негативный эффект от сохраняющихся угроз. Green shoots в мировом масштабе видны невооруженным взглядом. Начало фазы роста мировой экономики уже не подвергается большому сомнению.

Глобальные рынки: позитивные сигналы

Мировые денежные рынки в июле по ряду характеристик достигли докризисных уровней. Спрэд LIBOR-OIS опустился с 364 б. п. на пике кризиса осенью 2008 г. до 26 б. п. сейчас. Покорение важного уровня в 15 б. п. уже не выглядит заоблачной перспективой.

Цены на недвижимость в США впервые с июня 2006 г. показали рост (индекс S&P Case/Shiller), что создает очень серьезные предпосылки для нормализации ситуации в банковском секторе США.

Предварительный прогноз по ВВП США за 2-й квартал 2009 г. (-1.0 %) заставил рынки пересматривать свои прогнозы в сторону улучшения. Голосов и мнений о том, что крупнейшая экономика мира уже во 2-м полугодии возобновит рост, все больше. ФРС – в их числе.

Еще месяц назад динамика индексов PMI в разрезе отдельных стран позволяла говорить о начале роста в мировой промышленности. Июльские данные уже не оставляют сомнений в том, что промышленный сектор находится на подъеме.

Важнейшая статистика в США вышла лучше прогнозов: обращения за пособиями по безработице, расходы населения, данные по продажам жилья на первичном и на вторичном рынке.

В целом неплохая отчетность компаний, отчитавшихся за 2-й квартал 2009 г. в США и Европе. Среднее превышение чистой прибыли над прогнозом для компаний из индекса S&P 500 составило почти 15 %.

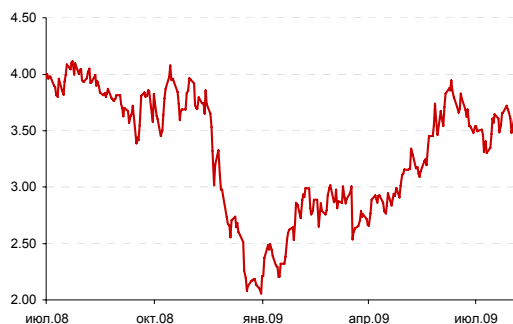
Рынки акций США и Европы в июле несколько раз обновляли месячные и даже годовые максимумы по продолжительности ралли, его интенсивности. Было достигнуто несколько важных

психологических уровней, в том числе для S&P 500.

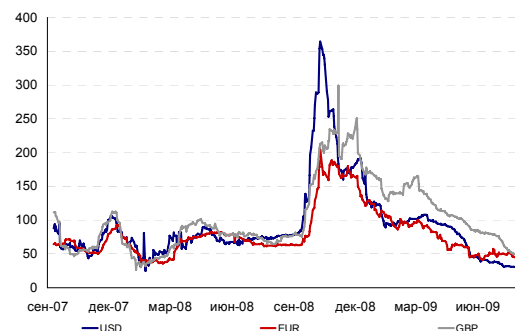
Экономика Китая начинает показывать более высокие темпы роста, чем ожидалось ранее. Правительство Китая, а затем и МВФ существенно повысили прогнозы по ВВП Китая на 2009-2010 гг.

Индикаторы аппетита к риску (iTraxx Crossover, TED-spread, EMBI+, VIX) демонстрировали в июле отличную динамику.

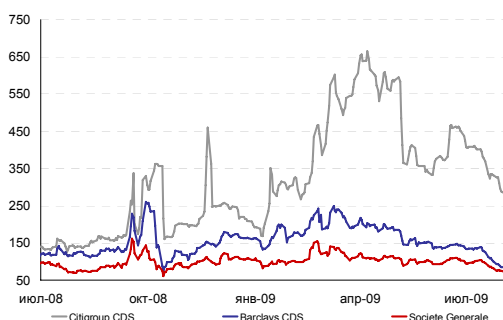
Динамика доходности UST-10



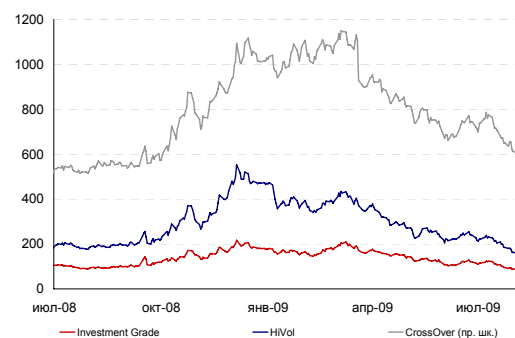
Спрэд LIBOR-OIS



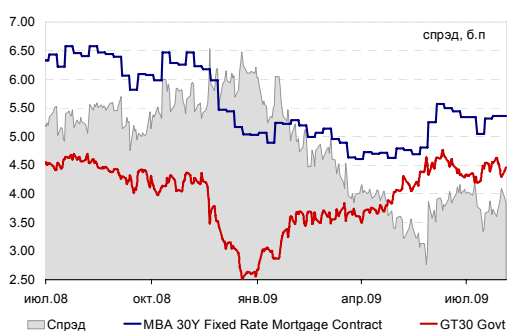
Динамика CDS глобальных банков



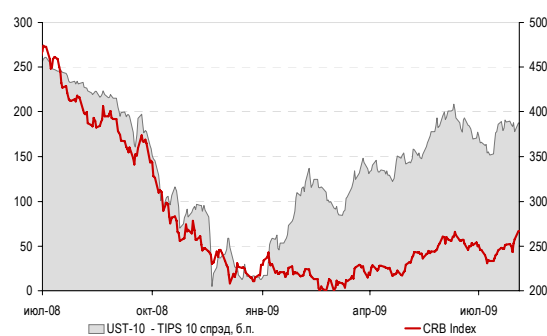
Динамика индексов iTRAXX



Долгосрочные UST и ставки по ипотеке, %



Инфляционные ожидания в США



Источник: Bloomberg

Глобальный долговой рынок

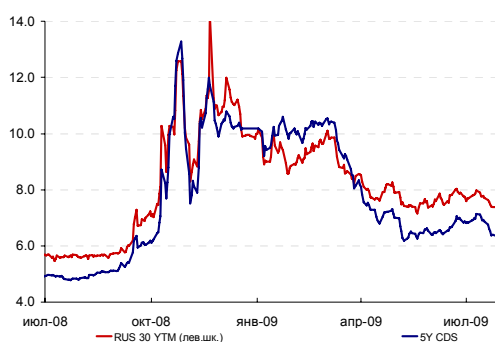
За первые 7 месяцев 2009 г. первичный еврооблигационный рынок в части сегмента emerging markets побил уровни прошлого года. Если за 12 месяцев 2008 г. эмитенты из ЕМ разместили бонды на \$ 57.7 млрд, то чуть более чем за полгода в 2009 г. объем размещений достиг \$ 59.0. Рекорда 2007 г. (\$ 156 млрд) рынкам, по-видимому, не достичь, но планка в \$ 80 или даже \$ 90 млрд покориться сможет. Едва ли кто-то мог ожидать подобных достижений еще 3-4 месяца назад.

В структуре заемщиков заметен существенный перекося в сторону риска эмитентов High Grade: 75 % объема всех эмиссий пришлось на госкомпании и банки, только 11 % эмиссий не имели кредитного рейтинга инвестиционной категории. Примечательно, что по территориальному признаку больше всего средств привлекли страны региона ЕМЕА, куда входит и Россия, причем наша страна лидирует в своем регионе. Неприятно лишь то, что эмитенты из Латинской Америки и Азии разместили больше бондов, чем за весь 2008 год, а европейские и российские эмитенты выполнили только 60 % этой нормы.

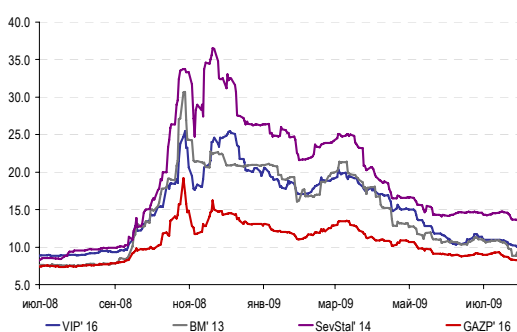
Еврооблигации: итоги июля 2009 г.

В нашей прошлой стратегии мы не без оснований предполагали, что ралли, подобного июньскому и майскому, в июле ожидать уж точно не стоит и что даже в случае позитивных настроений на глобальных долговых рынках наиболее вероятно стабилизация, а в худшем случае – даже небольшая коррекция. Но прошедший месяц превзошел все наши самые смелые ожидания. Стремительное ралли в российских еврооблигациях продолжилось: в целом по вселенной еврооблигаций корпоративных заемщиков котировки подросли на 5.5 % относительно уровней начала июля. Индикативный российский евробонд Russia' 30 вырос почти на 4 п.п., покорил высоту в 102 % от номинала и сократил спрэд к UST-10 ниже докризисных осенних 350 б. п. (-70 б. п.).

Россия: премия за суверенный риск



Россия: доходность корпоративных еврооблигаций



Источники: Bloomberg, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Рост вторичного рынка проходил на фоне нескольких случаев доступности рынков капитала для российских компаний и банков, причем не только из 1-го эшелона. Евразу удалось провести эмиссию 5-летних конвертируемых облигаций на сумму \$ 600 млн с купонным доходом в 7.25 % и размещение GDR на сумму \$ 300 млн со значительной переподпиской. АЛРОСА разместила очередной транш еврокоммерческих бумаг (ECP) на \$ 28.25 млн.

Финальным ярким аккордом в конце месяца стало выпуск Газпромом 5-летних еврооблигаций на сумму \$ 1.3 млрд и 5.5-летних бондов объемом € 850 млн. Спрос на бумаги газовой монополии был настолько велик (\$ 7.3 млрд спрос на евробонды в долларах и € 5 млрд на евробонды в евро), что позволил снизить ориентиры размещения. Результирующая доходность новых бумаг – 8.125 % – оказалась на 3/8-5/8 п.п. ниже изначальных ориентиров.

Изменение цен

Еврооблигации финансового сектора					Еврооблигации нефинансового сектора				
Лидеры роста / падения (июль 2009г.)					Лидеры роста / падения (июль 2009г.)				
	Price ch, %	Yield	Y ch, bp	M Dur		Price ch, %	Yield	Y ch, bp	M Dur
TRUST' 09	28.0	53.56 YTM	-11582	0.14	NKNH' 15	17.3	12.52 YTM	-579	4.55
TransCap' 17	22.7	19.13 YTM	-1073	2.16	TMK' 11	15.7	13.72 YTM	-436	1.71
Loko' 10	20.0	16.79 YTM	-3503	0.49	KazanOrg' 11	14.7	42.45 YTM	-1651	1.58
TatFond' 10	19.5	19.08 YTM	-2932	0.63	Alrosa' 14	12.8	9.57 YTM	-222	4.03
Souz' 10	18.9	16.06 YTM	-3447	0.46	Evrz' 15	12.8	11.45 YTM	-214	4.52
RusStand' 11	17.0	16.57 YTM	-1266	1.48	Sinek' 15	12.5	16.33 YTM	-170	2.48
MezgProm' 10	17.0	22.72 YTM	-3108	0.43	NovorosPort' 12	10.1	8.12 YTM	-210	2.42
MezgProm' 10	17.0	22.72 YTM	-3108	0.43	KuzbassUgol' 10	9.3	18.82 YTM	-55	0.82
MezgProm' 10	16.5	17.84 YTM	-2203	0.78	GAZP' 14-2€	9.1	6.62 YTM	-209	4.21
Rosbank' 12	15.3	17.02 YTM	-785	2.32	Lukoil' 22	8.8	8.01 YTM	-46	8.13
Bank St.Pet' 17s	14.0	16.05 YTM	-483	2.07	VIP' 18	8.8	9.88 YTM	-151	5.70
Bank St.Pet' 17s	14.0	16.05 YTM	-483	2.07	TNK-BP' 16	8.6	8.82 YTM	-144	5.22
RusStand' 10	13.6	16.20 YTM	-1267	1.02	TNK-BP' 17	8.5	8.91 YTM	-132	5.56
VTB' 15	13.5	7.18 YTM	-327	0.46	GAZP' 14€	8.4	6.47 YTM	-223	3.82
RusStand' 15	12.0	17.68 YTM	-438	4.14	GAZP' 13-4£	8.3	7.60 YTM	-257	3.37

Лидеры роста / падения (с начала 2009 г.)					Лидеры роста / падения (с начала 2009 г.)				
	Price ch, %	Yield	Y ch, bp	M Dur		Price ch, %	Yield	Y ch, bp	M Dur
MezgProm' 10	62.0	22.72 YTM	-14 145	0.43	EuroChem' 12	43.4	10.13 YTM	-323	2.22
MezgProm' 10	61.5	17.84 YTM	-12 393	0.78	NovorosPort' 12	42.9	8.12 YTM	-423	2.42
TransCap' 10	61.3	17.57 YTM	-10 683	0.67	TNK-BP' 16	39.5	8.82 YTM	-180	5.22
TatFond' 10	57.5	19.08 YTM	-9 785	0.63	TNK-BP' 18	39.0	9.15 YTM	-154	5.83
Bank St.Pet' 17s	49.0	16.05 YTM	-3 399	2.07	TMK' 11	38.3	13.72 YTM	-983	1.71
RusStand' 10	48.6	16.20 YTM	-5 238	-	VIP' 18	37.8	9.88 YTM	-170	5.70
Souz' 10	46.9	16.06 YTM	-7 317	0.46	VIP' 16	37.0	9.46 YTM	-178	4.95
TransCap' 17	46.4	19.13 YTM	-4 387	2.16	TNK-BP' 17	36.9	8.91 YTM	-176	5.56
RusStand' 11	45.3	16.57 YTM	-3 841	1.48	Raspadskaya' 12	36.2	10.94 YTM	-166	2.38
RusStand' 15	44.5	17.68 YTM	-2 794	4.14	TNK-BP' 13	34.8	7.85 YTM	-120	3.00
RusStand' 16	43.8	16.71 YTM	-2 710	-	Evrz' 15	33.6	11.45 YTM	-346	-
RenCap' 09	43.0	26.10 YTM	-7 814	-	SevStal' 13	33.5	12.36 YTM	-228	-
PromSvyaz' 11	40.7	13.44 YTM	-2 667	1.86	Alrosa' 14	33.3	9.57 YTM	-344	4.03
URSA' 10-2	39.5	14.03 YTM	-5 517	0.49	SevStal' 14	32.8	12.63 YTM	-71	3.51
Alfa' 15	38.2	13.50 YTM	-1 455	1.11	Evrz' 13	32.7	13.12 YTM	-252	2.92

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Рекомендации

После продолжения стремительного ралли в июле 2008 г. мысль о неизбежной приостановке роста в еврооблигациях стала выглядеть все более и более реалистичной идеей. Поэтому в конце прошлого месяца мы стали рекомендовать консервативным инвесторам начинать фиксировать прибыль в инструментах, особенно находящихся в портфелях более 2-3 месяцев.

Мы считаем, что по объективным причинам покупка еврооблигаций на вторичном рынке стала еще менее привлекательной, чем месяцем ранее. Поэтому наши торговые идеи, приведенные ниже, должны рассматриваться как руководство к действию для инвесторов, склонных к риску, то есть больше спекулянтов, нежели buy-and-hold игроков. Консервативным инвесторам мы рекомендуем проявлять осторожность и не увлекаться покупками на вторичном рынке, а обращать больше внимания на рынок первичный. Многие бумаги достаточно сильно подорожали и не имеют явного потенциала для роста, так что фиксация прибылей в большинстве «выстреливших» выпусков – это тоже торговая идея.

В сегменте еврооблигаций госбанков и квазигосбанков мы обращаем внимание на привлекательность субординированных еврооблигаций Банка Москвы и выпуска VTB' 18. Кроме того, мы находим, что кривая евробондов ВТБ в целом слишком недооценена относительно прочих имен.

Торговые рекомендации в еврооблигациях госбанков

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц		Рейтинг
							Цена, %	YTM, б.п.	
BM' 15s	USD	300	25.11.15	87.3	10.04	1.1	6.49	-129	- / Baa2 / BB+
BM' 17s	USD	400	10.05.17	77.7	11.86	2.3	7.84	-134	- / Baa2 / BB+

Несмотря на 7-8-процентный рост котировок за последний месяц, субординированные еврооблигации Банка Москвы - самые доходные инструменты в валюте в сегменте госбанков и квазигосбанков. Выпуски BM' 15s и BM' 17s привлекательны с точки зрения спреда к кривой БМ: 300-400 б.п. по сравнению с 50-150 б.п. в случае других банков. Они также интересны и исходя абсолютного спреда к субординированным выпускам ВТБ, РСХБ, Сбербанка (вплоть до 400 б.п. - для BM' 17s), хотя обычные еврооблигации Банка Москвы в \$ торгуются с символической премией к инструментам прочих госбанков.

VTB' 18	USD	2000	29.05.18	93.0	9.05	3.2	1.91	-54	BBB / Baa1 / BBB
----------------	-----	------	----------	------	-------------	------------	------	-----	------------------

С доходностью в 9.1% годовых евробонд VTB' 18 - самый дешевый несубординированный евробонд госбанков с дюрацией до 3.5 лет. Его спред над кривой ВТБ превышает 100 б.п., а премия над сопоставимыми по дюрации RSHB' 13 и Sberbank' 13 - свыше 200 б.п. Инвесторами этот выпуск с точки зрения кредитного риска оценен выше, чем сопоставимый по дюрации VIP' 13 (8.90%), что явно противоречит здравому смыслу. В более широком контексте для покупок небезынтересна вся еврооблигационная кривая ВТБ: несмотря на негативную отчетность в 2009 г., государство полностью оправдывает фактор господдержки, новых еврооблигаций от ВТБ в 2009 г. не будет, а премия над кривой Сбербанка-РСХБ достигает 100 б.п.

Источник: Bloomberg

К нашим традиционным фаворитам в сегменте частных банков – коротким еврооблигациям Русского Стандарта – мы добавляем выпуск Promsvyaz' 11, который выглядит интересно с точки зрения relative value. Несмотря на уже зафиксированное лидерство в росте котировок, бонды Русского Стандарта привлекательны для нас как с точки зрения дальнейших спекуляций (ожидаемый рост котировок в краткосрочном периоде), так и с точки зрения инвестиций до погашения.

Торговые рекомендации в еврооблигациях частных банков

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц		Рейтинг
							Цена, %	YTM, б.п.	
PromSvyaz' 11	USD	225	20.10.11	91.3	13.42	1.9	3.94	-184	B+ / Ba2 / B+

С точки зрения relative value, 13.5% - неплохая доходность для кредитного риска 11-го по размерам российского банка (2-го крупнейшего частного банка без контролирующего иностранного акционера). Спред над кривой Сбербанка-РСХБ - более 700 б.п. Бонды PromSvyaz' 11 торгуются по доходности выше чем субординированные евробонды МДМ-банка или обычные еврооблигации Номос-банка, что, на наш взгляд, неоправдано.

RStand' 10	USD	500	07.10.10	91.1	16.14	1.0	3.01	-222	B+ / Ba3 / -
RStand' 10-2	USD	400	29.06.10	94.0	15.90	0.8	2.16	-197	B+ / Ba3 / BB-
RStand' 11	USD	350	05.05.11	88.1	16.76	1.5	1.05	-38	B+ / Ba3 / -

Нашими фаворитами в секторе еврооблигаций частных банков продолжают оставаться короткие еврооблигации Банка "Русский Стандарт" с дюрацией не более 1.5 лет. Доходность 16-17% и текущий уровень котировок еще позволяют прилично сыграть на росте курсовой стоимости и, на наш взгляд, вполне оправдывают текущие кредитные риски розничного банка с короткими активами. Наиболее консервативным инвесторам мы, скорее, порекомендовали бы выпуск RusStandard' 10.

Источник: Bloomberg

В части валютных публичных долгов корпораций в августе мы рекомендуем сыграть на улучшении новостного фона и рыночных настроений в отношении российской металлургии, а также обращаем внимание на текущее ценовое несоответствие в инструментах Газпрома и все еще относительную привлекательность евробонда Распадской.

Торговые рекомендации в еврооблигациях компаний

Выпуск	Валюта	Валюта	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц		Рейтинг
							Цена, %	YTM, б.п.	
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	108.0	7.06	2.9	4.35	-143	BBB / Baa1 / BBB
Достаточно ликвидный евробонд Газпрома с погашением в 2013 г. торгуется с самой заметной премией над кривой госмонополии - почти 60 б.п. В текущий момент имеет смысл воспользоваться данным ценовым отклонением, вызванным, очевидно, июльским размещением долларowego евробонда Gazprom' 14 (доходность сейчас - 7.68% при 5-летней дюрации).									
Evrz' 13	USD	1300	24.04.13	87.6	13.19	2.9	3.90	-119	BB- / B1 / BB-
SevSta' 13	USD	1250	29.07.13	90.4	12.90	3.1	6.92	-207	BB- / Ba3 / B+
SevSta' 14	USD	375	19.04.14	86.8	13.08	3.5	5.61	-146	BB- / Ba3 / B+

Наша рекомендация покупать среднесрочные еврооблигации Северстали и Евраза предназначена больше для агрессивных инвесторов.

Кредитные риски компаний сложно назвать низкими, но в то же время среди прочих корпоративных евробондов в принципе только они предлагают доходность в районе 13%. Ожидаемый нами рост котировок в этих бумагах определяется успешными сделками по реструктуризации долга, выделением новых кредитов и доступностью рынков капитала для них, а, самое главное, заметным улучшением ситуации со спросом на рынке черной металлургии. Успешным погашением еврооблигаций Evraz' 09 компания дала сигнал, что реструктуризация пока не ее путь. Важно, что сами компании предупреждают держателей о возможном нарушении финансовых ковенантов по итогам отчетности по МСФО. На наш взгляд, инвесторам либо будет предложена хорошая премия за пересмотр условий, либо рыночная цена "выхода" из бумаги (вариант ТМК).

Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	91.7	11.00	2.4	5.17	-197	- / B1 / B+
------------------------	-----	-----	----------	------	--------------	------------	-------------	-------------	-------------

Среди среднесрочных евробондов компаний с однозначно крепким кредитным профилем и низкими рисками рефинансирования (Еврохим, НМТП, Распадская) именно инструменты последней росли медленнее своих "коллег", о чем говорит доходность в 11% годовых против 8.2% у НМТП и чуть больше 10.1% - у Еврохима. Кредитоспособность Распадской не вызывает у нас сомнений. Если конъюнктура в августе останется хорошей, то котировки рискуют вырасти на несколько п.п., но, очевидно не выше 5 п.п., как в июле.

Источник: Bloomberg

Внутренний долговой рынок

В июле снижение ставок на рынке рублевых облигаций продолжилось. Совокупный доход от вложения в рублевые корпоративные облигации составил 2.3 % годовых, доходность за период владения – 27.6 % годовых. Средневзвешенная доходность корпоративных облигаций упала более чем на 200 б. п. до 16.44 % годовых.

Доходность облигаций blue chips по состоянию на 31 июля достигла 12.2 % годовых (дюрация индекса – 1.4 года). По нашим оценкам, быстрее всего снижалась ставка облигаций эмитентов 3-го эшелона (-314 б. п.), которая впервые с начала кризиса опустилась ниже 30 % годовых до 28.5 %. Средняя доходность облигаций Москвы снизилась на 131 б. п. до 13.05 % годовых.

В конце июля номинальный объем попадающих в расчет индекса корпоративных облигаций превысил отметку 1.0 трлн руб., что в последний раз наблюдалось в начале ноября 2009 г. Капитализация корпоративных облигаций составила 965 млрд руб. (соответствует данным на начало октября 2008 г.).

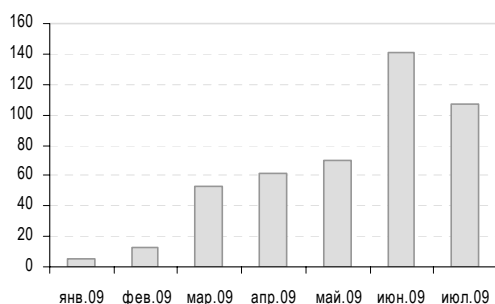
BMBI: динамика основных индексов в июле 2009 г*

Сегмент	31.07.2009					Динамика BMBI июле 2009 г.				
	Объем, млрд. руб.	Капитализация, млрд. руб.	YTM, %	M.dur	Спрэд, б.п.	Ценовой, %	Цена + купон, %	HPR, % год.	Спрэдч., б.п.	Доходность, б.п.
Корпоративные облигации	1 000.7	965.5	16.4	1.1	673	1.3	2.3	27.6	-240	-203
Blue chips	516.0	503.9	12.2	1.4	210	1.5	2.5	29.1	-149	-115
2-й эшелон	345.4	330.6	18.1	0.7	882	1.3	2.3	26.8	-161	-125
3-й эшелон	139.4	131.0	28.5	0.6	1 938	0.8	2.0	23.9	-347	-314
Муниципальные облигации	263.6	245.5	14.5	1.6	391	1.3	2.3	26.6	-55	-45
Москва	165.6	155.6	13.0	2.4	191	4.0	4.9	57.7	-138	-131
Облигации др. регионов	93.0	85.0	15.1	1.4	462	0.6	1.5	17.3	-6	5
Государственные облигации										
ОФЗ	812.0	697.8	11.2	3.1	-	-0.9	-0.2	-2.0	-	48

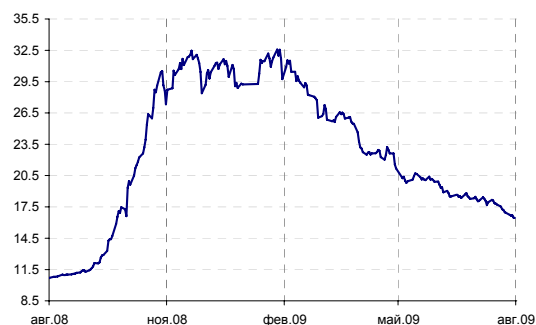
* - Мы отмечаем, что индексы BMBI очищены от влияния динамики distressed debt. При объявлении технического дефолта / предложения о реструктуризации мы исключаем как дефолтный выпуск, так и все выпуски, связанные с данным эмитентом. Реструктуризация, объявленная до дефолта, также является поводом для исключения бумаг эмитента из индексов. Индексы BMBI отражают динамику портфеля облигаций, обязательства которого исполняются в полном объеме.

ВМБИ: корпоративные облигации

Объем размещений (кроме ОФЗ)



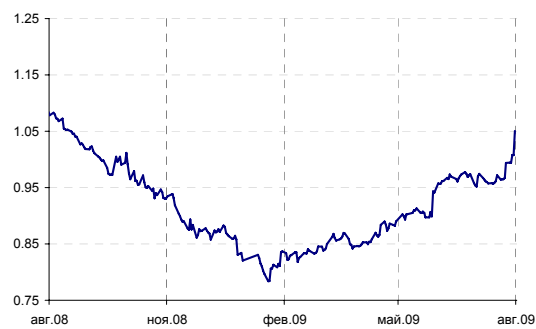
Средневзвешенная доходность



Ликвидность



Дюрация



Источники: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Объем размещений остается высоким

Июль занял вторую строчку по объемам размещений за всю историю рынка, уступив лишь рекорду прошлого месяца. В июле 15 корпоративных эмитентов разместили облигации на сумму 102 млрд руб. Этот показатель превысил объем новых выпусков прошлого июля на 4 млрд руб. Разумеется, часть займов (например, РЖД) носит схемный характер, однако, как показывает практика, сбрасывать со счетов их не стоит – бумаги часто довольно активно торгуются на вторичном рынке.

Совокупно за май-июль 2009 г. сектор корпоративных облигаций пополнился выпусками на сумму чуть менее 300 млрд руб., что на 63 % больше, чем за аналогичный период прошлого года. Помимо корпоративного сектора и Москомзайма с размещениями на рынок выходил Минфин. Объем размещений ОФЗ составил 35 млрд руб.

Ключевые размещения июля

Выпуск	Дата	Объем, млн руб.	Доход-ть	Оферта/ Погашение	Прочие детали
ТГК1_02	07.07.2009	5 000	17.71	2 года	book building
Банк Зенит-7	07.07.2009	3 000	15.56	1 год	-
Москва-63	07.07.2009	20 000	15.58	4.4 года	объем размещения в июле - 5.6 млрд руб.
НомосБанк-11	08.07.2009	5 000	15.56	1 год	-
Вымпелком-3	21.07.2009	10 000	15.13	2 года	-
Газпром нефть-3	21.07.2009	8 000	15.3	3 года	book building
Дальсвязь БО-5	21.07.2009	1 500	15.56	2 года	book building
РЖД-17	27.07.2009	15 000	14.05	4 года	ставка недельного РЕПО ЦБ + 405 б.п.
РЖД-18	27.07.2009	15 000	14.25	5 лет	
РЖД-19	27.07.2009	10 000	13.95	2 года	-
Энел ОГК-5 БО 01-02	28.07.2009	4 000	12.57	1 год	book building
МТС-5	28.07.2009	15 000	14.25	3 года	book building
Мечел-4	30.07.2009	5 000	20.40	3 года	-
Москва-61 и Москва-62	июл.2009	7 711	-	-	доразмещение на вторичном рынке
Итого:		124 211			

Источники: информация организаторов, Cbonds, Reuters, Интерфакс
курсивом обозначены размещения, относительно рыночности которых у нас нет четкой уверенности

Идущие размещения

Выпуск	Аукцион	Объем	Оферта/Погашение	Ставка купона/ цена, %	УТМ/УТР, %	Дюрация, лет
СЗТ-6*	05.08.2009	3 000	2 года	11.7	13.45	1.5
Москва_25056*	05.07.2009	20 000	7 лет	72.4	14.11	5.1
ОФЗ_25067*	05.08.2009	15 000	3 года	99.65	11.93	2.4
ЛУКОЙЛ БО1-БО5	07.08.2009	25 000	3 года	13.5 / 14.25	13.96 / 14.76	2.2
Петроком-6	15.08.2009	3 000	1 год	14.2 / 14.4	14.7 / 14.92	0.8
Петроком-7	15.08.2009	3 000	1.5 года	14.7 / 14.95	15.24 / 15.51	1.2
Итого:			59 000			

Источники: информация организаторов, Cbonds, Reuters, Интерфакс

* результаты уже известны

Кто покупает?

Спрос на рублевые облигации имеет внутреннюю природу и не связан с притоком спекулятивного капитала из-за рубежа. Об этом свидетельствуют и ставки NDF, которые неуклонно снижаются, однако остаются слишком высокими для того, чтобы позволить нерезидентам хеджировать рублевый риск при покупке облигаций с доходностью 12-15 %.

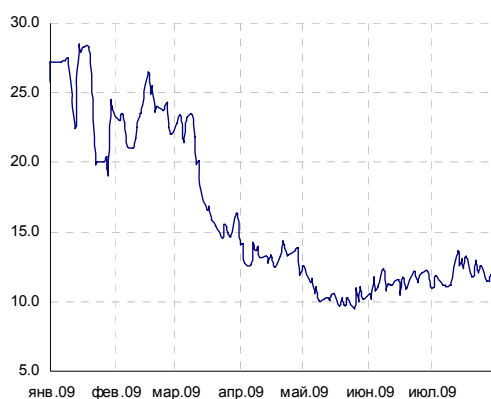
Российские участники, в том числе институциональные инвесторы и крупнейшие банки, продолжают наращивать позиции на рынке внутреннего долга, о чем в частности свидетельствует отчетность, например, Сбербанка.

Согласно опубликованным данным ЦБ, увеличение вложений в облигации российских банков в июне практически совпало с объемом чистого размещения облигаций корпоративного сегмента. Что касается сегмента госбумаг и муниципальных облигаций (в основном представленных облигациями правительства Москвы), то здесь основными покупателями часто выступают институциональные инвесторы (впрочем, возможно, здесь присутствует и небольшое число нерезидентов).

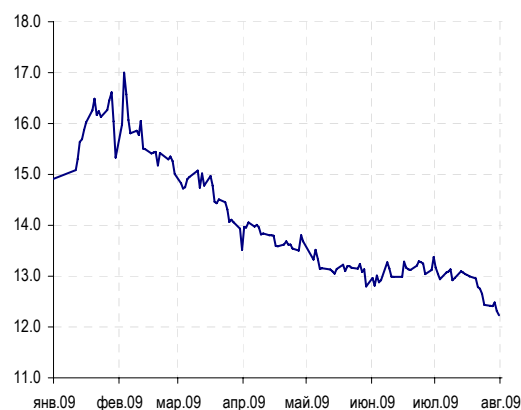
Доходность облигаций как ориентир ставок на кредитных рынках

Учитывая, что кредитные рынки в этом году отходят после кризиса значительно медленнее, мы считаем, что именно доходности рублевых облигаций должны стать ориентиром справедливой стоимости привлечения ресурсов для заемщиков. То есть вслед за снижающимися ставками купонов корпоративного сегмента должно последовать снижение ставок по банковским кредитным продуктам.

Вообще, для банков механизм кредитования реального сектора путем покупки облигаций и последующего привлечения средств под залог этих инструментов оказался очень удобным, более подходящим для быстрого привлечения средств, чем долгая процедура оформления кредитов или векселей для последующего РЕПО в ЦБ. В свою очередь, налаженный механизм способствовал росту популярности рублевых облигаций и рекордным объемам размещений облигаций в текущем году.

Стоимость хеджирования
рублевого риска, %

Источник: Bloomberg

Доходность корпоративных облигаций
blue chips, % (BMBI)

Источники: ММББ, Аналитический департамент Банка Москвы

Прогнозы и рекомендации по рублевым облигациям

Судя по темпам, с которыми снижаются доходности blue chips на вторичном рынке, вложение в инструменты скоро не будет нести спекулятивной составляющей, а маржа над ставкой РЕПО (ЦБ или на МБК) будет сокращаться.

В данной связи, помимо традиционного совета участвовать в первичных размещениях и покупать выпуски 1-2-го эшелонов, мы рекомендуем инвесторам присматриваться к облигациям эмитентов слабого 2-го – сильного 3-го эшелонов. Примеров таких эмитентов на рынке немного: из возможных инструментов для инвестиций можно отметить облигации Мечела, Белона, Синтерры, Дикси. Финансовое положение этих эмитентов небезупречно: Мечел вел переговоры о пролонгации синдицированных кредитов, Белон нарастил высокую долговую нагрузку и собирался выплачивать дивиденды, несмотря на кризис в отрасли, но передумал. Синтерра может лишиться выгодных условий аренды оптоволоконных сетей, Дикси борется и, похоже, справляется с проблемами в логистике. Однако все эти эмитенты пока держатся на плаву, исправно обслуживают свой долг и имеют шансы выйти из текущих непростых условий победителями.

Хороший потенциал дальнейшего роста котировок мы видим в облигациях Москвы. До кризиса спред инструментов столицы к кривой ОФЗ в среднем составлял 50 б. п., поэтому, скорее всего, котировки Москвы будут расти опережающими темпами. Самыми привлекательными бумагами мы считаем выпуски среднесрочного и долгосрочного сегмента кривой – Москва-56, -62 и -63.

Вслед за снижением ставок для наиболее качественных заемщиков кредитный рынок откроется для эмитентов с более слабым кредитным профилем. Мы не ждем вала размещений компаний из 3-го эшелона, доступ на рынок капитала будет открыт лишь для самых лучших эмитентов, которые собираются мигрировать во 2-й эшелон. Наиболее вероятными заемщиками при сохранении «окна» в ближайшее время мы считаем компании МРК, потребительского сектора и энергетики.

Рублевые облигации, торговые идеи

Выпуск	Номинальный объем	Оферта/Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur
Мечел-4	5 000	25.04.2011	100.0	20.40	2.0
Покупать на форвардном рынке, поскольку бумага скорее всего будет торговаться выше номинала на вторичном рынке					
Белон-2	2 000	27.08.2009	98.6	37.00	~1.7
Мы оцениваем риски рефинансирования обязательств Белона как умеренные; возможность повышения ставки купона до более высоких уровней в ходе оферты					
Москва-56	20 000	22.09.2016	73.1	13.91	4.5
Ликвидные, качественные и доходные субфедеральные облигации					
Москва-63	20 000	08.06.2014	106.5	13.66	2.9
Ликвидные, качественные и доходные субфедеральные облигации					
Москва-62	15 000	10.12.2013	105.0	13.39	3.1
Ликвидные, качественные и доходные субфедеральные облигации					
Синтерра	3 000	19.05.2011	100.0	18.30	0.8
Высокая доходность при хорошем кредитном качестве, возможна продажа одному из 3 крупнейших сотовых операторов					
Дикси	3 000	17.03.2011	79.2	28.00	1.2
Курпный публичный ритейлер 2-го эшелона, поддержка акционеров.					

Осторожно – ОФЗ!

До сих пор в этом году политика размещений ОФЗ была весьма сдержанной, особенно по сравнению с корпоративным сектором, – регуляторы аккуратно тестируют привлекательные уровни доходности и пытаются нащупать рыночный спрос. Однако, как недавно сообщил Минфин, программа госзаимствований РФ в 2009-2011 гг. довольно велика: 586.5 млрд руб. – в 2009 г., 1 133.8 млрд руб. – в 2010 г., 1398 млрд руб. – в 2011 и 968 млрд руб. – в 2012 г. (нетто-привлечения).

Средняя ставка, которую закладывает Минфин на 2010г. составляет 13% - по рублевым инструментам сроком 1-3 года (сейчас – менее 12 %).

Разумеется, что не весь объем будет привлечен на внутреннем долговом рынке, более того, министр финансов Алексей Кудрин ранее сообщал, что за счет внешних займов РФ привлечет 808 млрд руб. в 2010 г. и 814 млрд руб. в 2011 г. Тем не менее, мы ожидаем, что объемы размещений ОФЗ будут весьма значительными и окажут давление на доходности вторичного рынка рублевых облигаций.



Контактная информация

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Управление рынка акций

Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

ТЭК

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Металлургия, Химия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kuchеров_AA@mmbank.ru

Потребсектор, телекоммуникации

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Банки

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@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 единственно 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 также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств 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.