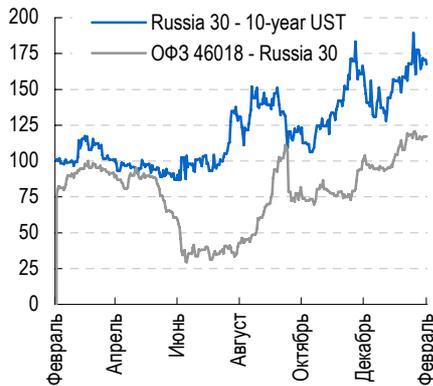
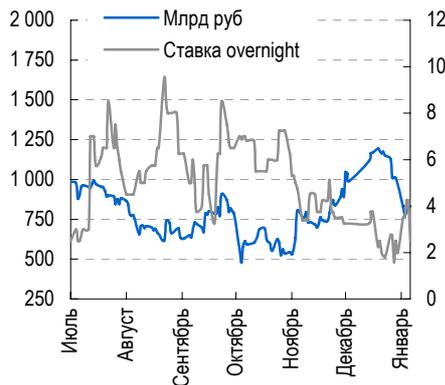


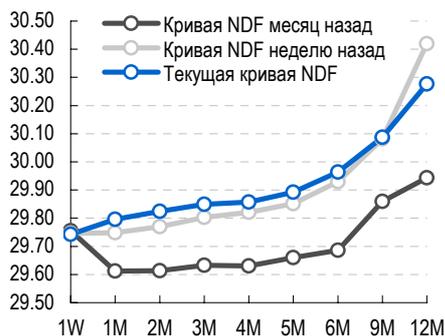
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

5 фев	Индекс ISM в сфере услуг
6 фев	Размещение ОФЗ-46021 (10 млрд. руб.)
6 фев	Размещение ОФЗ-25062 (10 млрд. руб.)
7 фев	Статистика по потреб. кредитам в США
8 фев	Размещение руб. обл. Банк Москвы-2 (10 млрд. р)
8 фев	Размещение руб. обл. Банк Москвы-3 (10 млрд. р)
12 фев	Размещение облигаций ВТБ24-2
14 фев	Публикация торгового баланса США

### Рынок еврооблигаций

- В США вышли очень противоречивые экономические данные. Приказ ФРСФ может привести к временному снижению активности локальных десков (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- В пятницу ничто не предвещало беды, поэтому торги прошли позитивно (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

- Центробанк предпринял ряд мер по ужесточению денежно-кредитной политики. Наш комментарий на стр. 3.
- Холдинг Марта (NR) продал акции девелоперской «дочки», чтобы расплатиться по облигациям. Наш комментарий на стр. 4.
- Вкратце: Группа СОК (NR) сделала АВТОВАЗу (NR) официальное предложение о покупке завода ИжАвто (NR) за 480 млн. долл. АВТОВАЗ пока изучает это предложение. (Источник: Коммерсантъ). Мы оцениваем вероятность сделки в 40-50%. На наш взгляд, новость может спровоцировать спекулятивный рост котировок облигаций ИжАвто (15.5%).
- Вкратце: Германский холдинг Celesio (NR) обсудит возможности партнерства с несколькими фармацевтическими компаниями в России. Это стало возможным после окончания периода «эксклюзивности» в переговорах Celesio с Протеком (Источник: Celesio AG). Ранее, в декабре 2007 г., Celesio заявлял, что может повременить с покупкой Протека из-за возросших рисков национализации отрасли. Мы полагаем, что новости нейтральны для держателей облигаций Протека (11.5%). Во-первых, похоже, что Celesio не потерял интереса к сделке с Протеком, и своими заявлениями пытается усилить переговорную позицию. Во-вторых, акционеры Протека, вероятно, тоже будут контактировать с другими международными игроками на предмет M&A. Даже без продажи более сильному игроку Протек остается вполне кредитоспособным заемщиком. Насколько мы понимаем, какого-либо существенного влияния на операционный и финансовый профиль компании «история с ДЛО» пока не оказала. Протек остается крупнейшим фармдистрибьютором с сильным розничным подразделением и крепким финансовым профилем.
- Вкратце: TPG больше не ведет переговоров о покупке 7 Континента (Источник: Коммерсантъ).
- Вкратце: Чешская PPF увеличила долю в НОМОС-банке до 17% (Источник: Интерфакс). Мы воспринимаем новость как свидетельство прогресса в формировании банковского альянса НОМОС-ХКФБ.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.59	-0.01	-0.32	-0.44
EMBI+ Spread, бп	276	+3	+37	+37
EMBI+ Russia Spread, бп	175	+4	+28	+28
Russia 30 Yield, %	5.30	-0.01	-0.18	-0.21
ОФЗ 46018 Yield, %	6.47	-0.01	0	0
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	495.7	-49.2	-344.6	-392.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	331	+44.6	+182.0	+216.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	24.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	2.95	+0.05	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.78	+0.01	+0.11	+0.14
Нефть (брент), USD/барр.	89.4	-2.8	-7.4	-4.5
Индекс РТС	1969	+62	-322	-322

## Рынок еврооблигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Пожалуй, давно в течение одного дня не выходило столь противоречивых макроэкономических данных. В прошедшую пятницу один из главных индикаторов здоровья экономики США, **Payrolls**, показали отрицательный прирост числа рабочих мест в январе (-17 тыс.), но при этом данные за декабрь были пересмотрены в сторону повышения, причем более чем четырехкратного – 82 тыс. вместо 18 тыс., а уровень безработицы снизился с 5.0% до 4.9%. И каким же цифрам верить? Индекс **ISM в промышленности** снова превысил 50 пунктов, что свидетельствует о продолжении экономического роста.

Неудивительно, что на смешанных данных котировки **US Treasuries** показали высокую волатильность, а завершили день почти без изменений. (UST10yr 3.59%; -1 бп.).

В сегменте развивающихся рынков видны покупки. Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.30%) немного вырос в цене, спред к **10-летним US Treasuries** пока закрепился на уровне 168-169 бп. В корпоративных выпусках сохраняется осторожный спрос.

В пятницу вступил в силу приказ **ФСФР** о запрете профессиональным участникам рынка операций с иностранными финансовыми инструментами, не квалифицированными в качестве ценных бумаг (в частности, не имеющими коды **ISIN** и **CPI**). Подробности этого приказа пока уточняются, но, по всей видимости, несколько последующих дней активность российских десков, особенно торгующих не самыми ликвидными инструментами, будет ниже средней в связи с небольшой «неразберихой».

Сегодня утром котировки акций в **Азии** растут (возможно, отыгрывая сенсационные пятничные новости о возможной покупке **Yahoo** корпорацией **Microsoft**), поэтому, вероятно, доходности **UST** тоже чуть порастут до открытия американской сессии.

### НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

**Промсвязьбанк** (Ba3/B+/B+) разместил субординированные еврооблигации по схеме 10NC5. Объем размещения составил USD100 млн., купон – 12.5%. По нашей информации, размещение носило частный характер и на рынке активно не маркетировалось. В этой связи выпуск вряд ли послужит хорошим ориентиром для остальных банков, подумывающих о выходе на первичный рынок еврооблигаций.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

В пятницу ничто не предвещало плохих новостей от регулятора, поэтому торги прошли в довольно позитивно ключе. В фаворитах по-прежнему были облигации **2-го эшелона**, кроме того, примерно на 5-10бп подросли цены **гособлигаций** и **blue chips**.

Новость о повышении ставок появилась уже после закрытия рынков, поэтому реагировать на них рынок будет только сегодня. Если коротко, то мы ожидаем роста ставок денежного рынка и продаж в наиболее ликвидных облигациях. Более подробный комментарий о нашем взгляде на действия ЦБ, последствиях для рынка и прогнозах изложен ниже.

### НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

**Банк Москвы** (BBB/A3) решил 6 февраля провести размещение своих облигаций на 10 млрд. рублей. Напомним, что в этот же день пройдет аукцион по ОФЗ на 20 млрд. рублей и размещение выпуска **Москва-49** на 5 млрд.

## ЦБ предпринял ряд мер по ужесточению денежно-кредитной политики

Аналитики: Михаил Галкин e-mail: [Mikhail.Galkin@mdmbank.com](mailto:Mikhail.Galkin@mdmbank.com)

Мы не будем перечислять все ставки и нормативы, о повышении которых было объявлено в пятницу поздно вечером. Об этом вы наверняка уже узнали из СМИ или из пресс-релизов, размещенных на сайте ЦБ ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)). Вот что мы думаем по поводу действий Центробанка:

1. **Решение ЦБ было, безусловно, неожиданным; в целом денежно-кредитная политика регулятора остается «малопредсказуемой».** Несмотря на то, что мы были, пожалуй, первыми из тех немногих, кто заговорил о возможности подобного развития событий (см. «*Риски повышения ключевой рублевой ставки возрастают*» от 30 ноября 2007 г.; и «*Рынок рублевых облигаций: о болезнях, лекарствах и рекомендациях*» от 31 января 2008 г.), мы не ожидали, что «разворот» в политике ЦБ произойдет столь быстро. Честно говоря, мы полагали, что «критическая масса» политической воли для таких действий сложится несколько позднее. Например, после президентских выборов.

Очевидно, что на сегодняшний день правительство и ЦБ «зажаты» между двумя взаимоисключающими приоритетами – защитой финансовой системы и экономического роста от внешней угрозы (т.е. глобального кризиса ликвидности) и обузданием инфляции. И в данном случае мы наблюдаем, как Центробанк, осенью 2007 г. предпринявший ряд мер по поддержке банковской системы (чего стоит только расширение Ломбардного списка и снижение ставки по валютному свопу на 2пп), сейчас неожиданно начинает ужесточать денежно-кредитную политику. При этом буквально накануне представители регулятора говорили о намерении продолжать поддержку банковской системы, а на недавней встрече с участниками рынка облигаций чиновник ЦБ вообще уверял, что ставка аукционного репо останется неизменной по меньшей мере в ближайшие 2-3 месяца.

На наш взгляд, главное, чего в этой непростой ситуации не хватает ЦБ – это прозрачности в своей политике. В специальной комментарии от 30 ноября 2007 г. мы уже подробно рассуждали об этом. Банки и иные участники финансового рынка имеют право знать, в какие дни Совет директоров ЦБ заседает на предмет принятия тех или иных мер, каковы ключевые критерии и приоритеты в принятии решений. Хорошо бы также более подробно разяснять свои действия в пресс-релизах. В общем, нашему ЦБ есть что позаимствовать у ФРС и других монетарных регуляторов.

2. **За исключением изменения «декоративной» ставки рефинансирования, не влияющей на российский денежный рынок, все остальные меры приведут к росту средней стоимости рублевой ликвидности.** Повышение ставок по депозитам и ключевой ставки однодневного аукционного репо на 25бп («бида» и «оффера» ЦБ на ликвидность) приведет к тому, что в периоды избытка ликвидности ставки overnight вряд ли будут опускаться ниже 3.00%, а в периоды дефицита получить ликвидность в ЦБ можно будет не дешевле, чем по 6.25%. Повышение нормативов резервирования для банков приведет к оттоку из банковской системы примерно 30-40 млрд. руб.
3. **Нам кажется, что более логичным было бы сужение спреда между «бидом» и «оффером» ЦБ на ликвидность, так называемого *interest rate band*.** Мы считаем, что, с точки зрения влияния на среднюю стоимость денег, более резкое повышение ставок по депозитам и сохранение ставки репо неизменной имело бы тот же эффект, что и пятничное действие ЦБ, но в меньшей степени «напугало» бы банки и участников рынка облигаций (возросшая ставка репо еще и «спутала карты» Минфину, планирующему к размещению огромные объемы ОФЗ). Если ЦБ преследовал своей целью повышение стоимости ликвидности только на 25бп, то вполне можно было обойтись действием в отношении депозитных ставок, повысив их на 50-100бп.
4. **Безусловно, новости негативны для рынка рублевых облигаций.** Неприятный сигнал от Центробанка приведет к снижению котировок облигаций, в первую очередь – в ОФЗ (если там еще

осталось «рыночное» ценообразование) и бумагах первого эшелона, которые, по понятным причинам, наиболее чувствительны к аукционной ставке репо. На наш взгляд, в выпусках, спред которых к новой ставке репо составляет 150бп и меньше (в т.ч. **Москва, Мособласть, РЖД, ФСК, ЛУКОЙЛ**), рост доходностей может составить 15-25бп. В остальных облигациях первого эшелона «запас» в спреде, в принципе, должен смягчить коррекцию и ограничить ее 5-15бп.

5. **Что будет дальше?** Как мы уже сказали выше, прогнозировать действия ЦБ очень сложно. Будем надеяться, что регулятор начнет более детально объяснять свои действия и становиться более предсказуемым. Нам все же кажется, что основной целью пятничных действий ЦБ была «демонстрация борьбы с инфляцией», и вряд ли в ближайшие 2-3 месяца регулятор будет предпринимать дальнейшие действия по «закручиванию гаек». Похоже, что действительным приоритетом №1 пока все же остается поддержка банковской системы. **Далее следует следить за статистикой по инфляции. Похоже, наступило то время, когда инфляция приобретает важное значение для российского долгового рынка.**

## Холдинг Марта продал акции РТМ для того, чтобы расплатиться по облигациям

*Аналитики: Михаил Галкин e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com*

Один из бенефициаров холдинга Г. Трефилов сообщил о том, что Марта продала 35.7% акций девелопера РТМ для исполнения оферт по своим облигациям (Источник: Интерфакс).

Насколько мы понимаем, ухудшение конъюнктуры на долговых рынках сделало невозможным для Марты продолжение агрессивной финансовой политики, т.е. сохранение высокого уровня долга. Похоже, что доступные для холдинга ставки по необеспеченным кредитам сейчас запретительно высоки, а сделка по продаже розничной сети Гроссмарт, за счет средств от которой первоначально планировалось гасить займы, по каким-то причинам затянулась.

Мы не имеем точного представления о текущем финансовом положении Марты (компания весьма закрыта), но лишь хотели бы отметить, что продажа акций РТМ вряд ли создала холдингу большой «задел» финансовой гибкости.

Во-первых, по всей видимости, сделка прошла с дисконтом к рыночной стоимости (ок. 140 млн. долл.) проданного пакета. Об этом, в частности, свидетельствует сегодняшняя публикация в Коммерсантъ. Во-вторых, насколько мы понимаем, этот пакет уже был по меньшей мере частично заложен в банках. Во всяком случае на момент публичного размещения акций РТМ это было так, и с тех пор, по нашим оценкам, ситуация со степенью обременения пакета акций вряд ли улучшилась.

Иначе говоря, на ту сумму, которую Марта получила (или получит) от продажи акций РТМ, есть и другие претенденты, помимо держателей облигаций. Поэтому, на наш взгляд, после сделки кредитный риск по облигациям Марты несколько снизился, но тем не менее, остается высоким. Мы не рекомендуем покупать облигации Марты на текущих уровнях (17-19%), тем более что потенциал роста котировок в них сейчас очень ограничен, а срок до погашения/оферты невелик.



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

### Управляющий директор, Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

#### 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		

#### Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com
----------------------	----------------------------------

#### Электроэнергетика

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com

#### Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com

#### Потребительский сектор

Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@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.