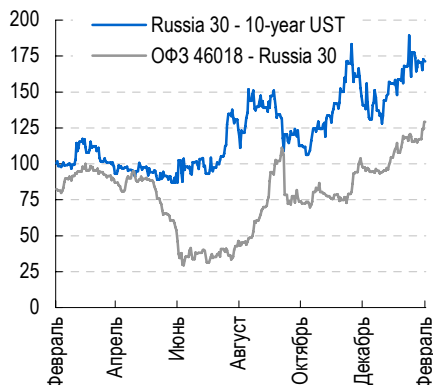


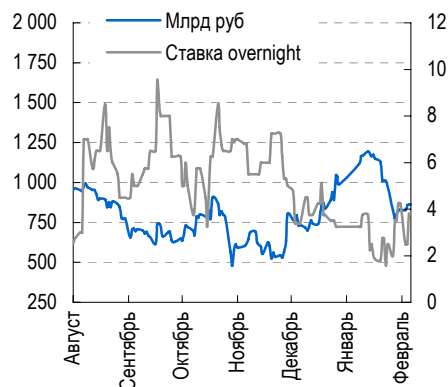
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 7 февраля 2008 г.

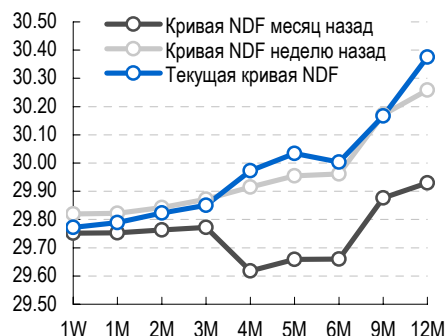
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

7 фев	Статистика по потреб. кредитам в США
8 фев	Размещение руб. обл. Банк Москвы-2
8 фев	Цифры по оптовым тов. запасам в США
12 фев	Размещение руб. обл. ВТБ24-2
12 фев	Размещение руб. обл. Далур-1
13 фев	Размещение руб. обл. ТГК-10-2
13 фев	Статистика по розн. продажам в США
14 фев	Публикация торгового баланса США

Рынок еврооблигаций

- Вчера **UST** были стабильны. **ЦБ** скоро начнет «реповать» еврооблигации. **Банк Москвы** привлекся недорого, но завтра в рублях займет дешевле. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Итоги размещения **ОФЗ** и **Москвы** не удивляют. Сегмент госбумаг продолжает терять «рыночность», а доходностям **1-го эшелона** есть куда расти (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Вопрос о том, где размещать средства «институтов развития», еще не решен** (стр.3).
- Вкратце: ФК Еврокоммерц (B2) реализует сделку по секьюритизации портфеля дебиторской задолженности объемом 8 млрд. руб.** Старшему траншу секьюритизации присвоен рейтинг «BBB» от Fitch. Кроме того, осенью 2008 г. компания планирует провести IPO и привлечь в капитал до 1 млрд. долл. (Источник: Интерфакс). Учитывать амбициозные планы IPO в котировках облигаций Еврокоммерца пока, пожалуй, преждевременно. А вот секьюритизация (фактически – продажа части кредитного портфеля) должна помочь Еврокоммерцу с фондированием/ликвидностью и снизить риски рефинансирования. В специальном комментарии от 31 января мы уже рекомендовали к покупке облигации Еврокоммерца (15-16%). На наш взгляд, это очень удачный выбор для инвесторов, которые не могут зарабатывать на репо (в т.ч. прямом репо ЦБ). Подробнее наше мнение о кредитном профиле ФК Еврокоммерц можно увидеть в ежедневном комментарии от 13 июня 2007 г.
- Вкратце: Российские акционеры ТНК-ВР (Ваа2/BB+/BBB-) официально опровергли слухи о продаже доли в нефтяной компании** (Источник: Reuters). Вероятно, эти новости охладят пыл спекулянтов, покупавших еврооблигации TMENRU на слухах о возможной покупке акций ТНК-ВР Газпромом. Тем не менее, на наш взгляд, фундаментальные и технические факторы говорят в пользу дальнейшего сужения спрэдов TMENRU-GAZPRU до средних значений, наблюдавшихся в 1-й половине 2007 г. Правда, это сужение не обязательно будет происходить за счет снижения доходностей выпусков TMENRU.
- Вкратце: Материнская компания ХКФБ (Ва3/В+) продлила краткосрочный депозит на 8 млрд. руб., ранее размещенный в банке.** Насколько мы понимаем, группа PPF имеет возможности и желание поддерживать дочерний банк до тех пор, пока ХКФБ не сможет возобновить привлечение финансирования на оптовых рынках капитала в «докризисных» объемах. Новость умеренно-позитивна для держателей облигаций ХКФБ.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.59	+0.02	-0.24	-0.44
EMBI+ Spread, бп	280	0	+24	+41
EMBI+ Russia Spread, бп	175	-1	+12	+28
Russia 30 Yield, %	5.31	+0.01	-0.08	-0.20
ОФЗ 46018 Yield, %	6.60	+0.06	+0.13	+0.13
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	513.6	+13.3	-326.7	-374.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	347.6	-14.6	+198.6	+232.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	55.3	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.34	-0.02	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.81	-0.02	+0.14	+0.17
Нефть (брент), USD/барр.	87.8	-1.0	-6.6	-6.1
Индекс РТС	1947	-20	-344	-344

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В среду в США была опубликована статистика по **производительности труда** за последний квартал прошлого года. Она оказалась значительно лучше ожиданий – рост показателя составил 1.8% (против прогноза в 0.5%). На этой позитивной новости доходности **UST** начали было расти, но затем вернулись на исходные позиции из-за снижения котировок американских акций. Вчерашний аукцион по размещению **10-летних UST** прошел без сюрпризов, показав достаточно высокий спрос на безрисковые активы.

В сегменте **Emerging Markets** котировки двигались вслед за **US Treasuries**. Спрэд **EMBI+** по итогам дня остался на том же уровне (280 бп). Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.31%) потерял в цене около 1/8 пп. В «корпоративках» тоже было отмечено небольшое снижение котировок, но в целом этот сегмент выглядит достаточно крепко.

Вчера было объявлено о том, что со следующей недели **ЦБ** планирует начать операции прямого репо с корпоративными еврооблигациями. Мы не думаем, что это спровоцирует какой-либо заметный рост котировок облигаций. Нерезидентам, которые являются основными держателями российских корпоративных евробондов, насколько мы понимаем, прямой доступ к репо **ЦБ** закрыт. Большинству же локальных участников рынка сейчас не до увеличения портфелей, тем более в еврооблигациях, которые они традиционно любят меньше рублевых бондов.

Сегодня в США ожидается аукцион по размещению **30-летних UST**, статистика по **потребительскому кредитованию, розничным продажам и рынку жилья**, а в Европе – решения по ключевым ставкам Банка Англии и ЕЦБ.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И КУПОНЫ

Банк Москвы (A3/BBB) разместил еврооблигации на сумму CHF200 млн., т.е. на 50 млн. больше, чем изначально планировалась. Ставка купона составила, как и предполагалось, 6.253% (Mid Swaps + 370 бп.). «Оптически» банк занял по низкой ставке. Однако при правильном сравнении с рублевыми ставками заем не выглядит дешево. Буквально завтра нас ожидает размещение нового выпуска рублевых облигаций **Банка Москвы** на внутреннем рынке. По нашим оценкам, его спрэд к свопам (**Cross-Currency USD/RUB Interest Rate Swaps**, тоже «эквивалент» **LIBOR** в фиксированной ставке) составит менее 200бп.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

На долговом рынке по-прежнему сохраняется давление продавцов в облигациях **1-го эшелона**, чьи котировки медленно ползут вниз. Этому отчасти способствовали и результаты вчерашних аукционов, которые были в центре внимания участников рынка.

Первым завершилось доразмещение **ОФЗ 46021** – Минфину удалось продать порядка 75% предложенного объема. Премии ко вторичным торгам инвесторы не увидели (средневзвешенная доходность сложилась в размере 6.40%). Намного более интересно прошел аукцион по **ОФЗ 25062**, в ходе которого выпуск был размещен практически полностью с доходностью около 6.25%. По нашим оценкам, премия к вторичному рынку составила порядка 20-25бп – таких цифр мы не видели уже давно. Похоже, даже помогающие Минфину «госинвесторы» в нынешних условиях не готовы покупать бумаги с отрицательным спрэдом к аукционной ставке репо **ЦБ**. Легкость, с которой Минфин пошел на предоставление премии, возможно, объясняется тем, что это новый выпуск, т.е. итоги его размещения не могли привести к отрицательной переоценке портфеля крупного держателя госбумаг (например, Пенсионного Фонда).

По завершении аукционов цена **ОФЗ 46018** (УТМ 6.60%) снизилась примерно на 40бп, хотя в целом активность на вторичных торгах вчера была минимальна. Мы продолжаем придерживаться точки зрения о том, что сегмент ОФЗ теряет «рыночность» из-за резкого усиления роли государственных финансовых институтов. Сегмент госбумаг становится все менее предсказуемым, и оттого менее интересным со спекулятивной точки зрения.

Последним вчера размещался выпуск **Москва-49** на 5 млрд. рублей. Москомзайму удалось продать бумаги на 1.7 млрд. руб., а средневзвешенная доходность составила 6.96%. Премия к близким по дюрации облигациям **Москва-44** (УТМ 6.75%) и **Москва-39** (УТМ 6.74%) составила порядка 20бп. Однако, даже это не соблазнило участников рынка. Об отсутствии интереса к облигациям **Москвы** свидетельствует и очень скромный объем заявок на аукционе – лишь 4.5 млрд. руб.

Результат московского аукциона, на наш взгляд, вполне закономерен. Госбанки с такими же, как у **Москвы**, кредитными рейтингами, сейчас предлагают годовые бумаги с доходностью выше 8%. Зачем в таком случае покупать длинные облигации по 7%? Мы полагаем, что в первом эшелоне риск роста доходностей присутствует в отношении всех сколько-нибудь длинных облигаций, торгующихся с доходностью ниже 8%. Это выпуски **Москвы**, **Мособласти**, **Газпрома**, **ФСК**, **РЖД**, **ЛУКОЙЛа**. Новые размещения от этих и других качественных эмитентов неизбежно будут толкать доходности вверх. С каждым днем «очередь» из зарегистрированных многомиллиардных выпусков заемщиков **1-го эшелона** все увеличивается.

Единственными длинными облигациями, в доходностях которых уже более-менее учтен фактор огромного «навеса» нового предложения, на наш взгляд, являются выпуски **АИЖК**.

Вопрос о том, где размещать средства «институтов развития», еще не решен

Аналитик: Михаил Галкин, e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

Сегодня в газете Коммерсантъ опубликована статья под названием «Ликвидность застревает в коридорах правительства», в которой, возможно, несколько преувеличены проблемы «недовыполнения» бюджетных расходов в начале 2008 г. и связанные с этим риски избыточной стерилизации рублевой ликвидности бюджетом. По нашим представлениям (собственно, об этом говорит высокопоставленный чиновник Минфина), в нынешнем году расходная часть бюджета будет выполняться не хуже, чем в предыдущие годы.

Гораздо более любопытной для участников рынка рублевых облигаций нам показалась другая информация, содержащаяся в статье. Газета Ъ предполагает, что вокруг порядка размещения временно свободных средств госинститутами (на появление которых в российской банковской системе рассчитывают многие участники рынка облигаций) в правительстве идет аппаратная борьба. Оказывается, Минфин выступает за то, чтобы эти средства размещались за пределами страны во избежание инфляционного эффекта от накачки дополнительной ликвидности в российскую банковскую систему. Действительно, глава департамента Минфина А. Саватюгин высказывался в этом смысле 1 февраля (мы пропустили это сообщение Интерфакса).

На наш взгляд, новости могут добавить нервозности и обеспокоенности рынку рублевых облигаций. Мы по-прежнему рекомендуем инвесторам максимально сокращать дюрацию облигационных портфелей. Наша актуальная стратегия с мыслями и рекомендациями по рынку рублевых облигаций была опубликована 31 января 2007 г.



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
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@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, опубликовывать, 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.