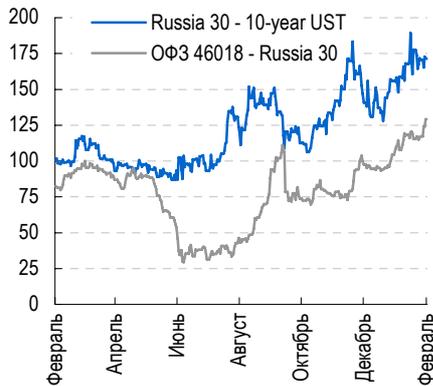


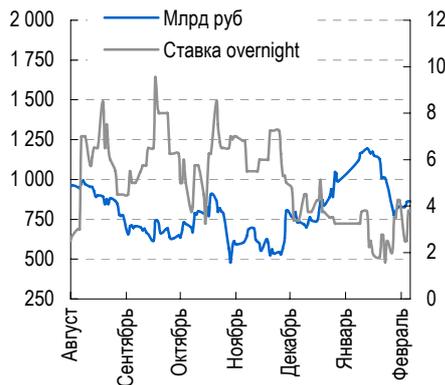
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

пятница, 8 февраля 2008 г.

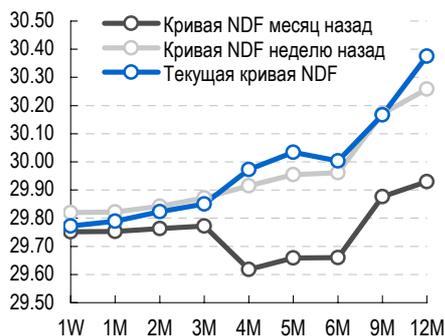
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



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

- Аукцион по **30-летним нотам** показал, что доходности длинных **UST** «нащупали дно». Одновременное снижение котировок американских акций и длинных **US Treasuries** – негативный сигнал для **EM** и российских облигаций. (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Сегодня, возможно, мы увидим негативный эффект от перерасчета нормативов **ФОР**. Price-talk по новому **РСХБ** – еще один повод продавать «дорогую длину». О сегодняшнем размещении **Банка Москвы** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **Банковское лобби, требующее поддержки за счет средств бюджета и «институтов развития», усиливает давление на правительство и ЦБ.** Однако последние, похоже, пока не готовы пойти на уступки, т.к. не наблюдают кризисных явлений. Первый зампред Центробанка А. Улюкаев считает небольшое «охлаждение» экономики даже полезным. Об этом, а также о некоторых самых свежих статистических данных из выступлений А. Улюкаева и из февральского «Обзора банковского сектора РФ» см. наш комментарий на стр. 3.

- **Вкратце: Розничная сеть ДИКСИ (NR) намерена развиваться более агрессивно.** В 2008 г. компания планирует инвестировать в открытие магазинов 150-180 млн. долл. Размещение акций возможно, но только для финансирования M&A. Об этом сообщил новый гендиректор компании, назначенный после перехода контроля над ДИКСИ к группе Меркурий (Источник: RBCDaily). На самом деле мы бы не назвали план по инвестициям на 2008 г. в 150-180 млн. долл. слишком агрессивным. Цифра, которую нам называла компания летом 2007 г., подразумевая сохранение Долг/ЕВITDA в пределах 3.0x – 160 млн. долл. (см. наш специальный обзор от 17 августа 2007 г.). Однако, в целом сигнал о том, что новый акционер намерен ускорить темпы роста ДИКСИ, должен насторожить держателей облигаций компании (13.3%). Несмотря на то, что сейчас они выглядят лучше выпусков других сильных ритейлеров (X5, Магнит), мы не считаем их привлекательными в текущей конъюнктуре. На наш взгляд, инвесторы в ближайшее время продолжат сокращать дюрацию портфелей, т.к. все длинные выпуски находятся под давлением в связи с «навесом» новых размещений.

- **Вкратце: S&P опубликовало свежий краткий отчет по рейтингу X5 Retail Group (BB-).** Насколько мы поняли из отчета, S&P пока не собираются совершать никаких позитивных действий в отношении рейтинга X5. А вот изменение прогноза рейтинга на «Негативный» возможно в случае, если показатели покрытия долга X5 будут ухудшаться. В текущей конъюнктуре облигации X5 кажутся нам непривлекательными (9.0%).

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

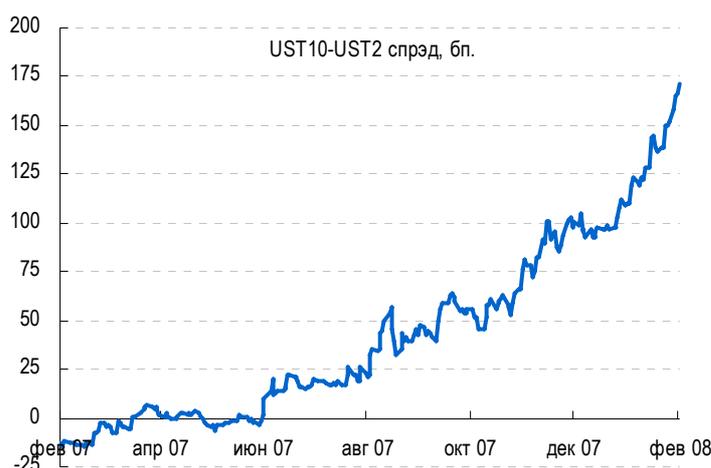
Рынок еврооблигаций

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В течение большей части вчерашнего дня волатильность в **US Treasuries** была невысокой, доходности понемногу снижались. Даже макроэкономическая статистика из **США** не сильно повлияла на котировки: вышедшие данные по рынку труда оказались слабыми, но все же лучше цифр недельной давности, равно как и данные по продажам жилья.

Однако вечером, уже после закрытия российского рынка, ситуация резко изменилась. Прошедший **аукцион по 30-летним UST** показал на редкость слабые результаты: соотношение спроса к предложению составило всего 1.82 (против 2.98 на последнем аукционе в августе), причем банки-нерезиденты (так называемые «indirect bidders») купили всего 10% размещаемых бумаг. Участники рынка, по всей видимости, решили, что доходности **US Treasuries** «нащупали дно» и вряд ли имеют потенциал дальнейшего снижения, поэтому начали спешно продавать бумаги. Масла в огонь подлил **глава ФРБ Далласа, Ричард Фишер**, упомянувший в своем выступлении об инфляционной угрозе. Как результат – на длинном конце кривой доходности выросли на 16 бп, на коротком – на 12 бп. **Спрэд между 10-летними и 2-летними UST достиг отметки в 170 бп.** Мы уже писали, что ожидаем его дальнейшего расширения (правда, мы были не первыми, кто сделал эту рекомендацию).



Это, впрочем, вполне логично: участники рынка ждут дальнейшего снижения ставки (фьючерсы указывают на 100%-ю вероятность ее снижения на 50 бп на следующем заседании), но верят в то, что в долгосрочной перспективе экономика США сумеет выйти из рецессии. Кстати, вчерашним же вечером были опубликованы весьма слабые **цифры по розничным продажам и потребительским кредитам**, зато **Сенат** наконец-то принял закон о **налоговых льготах** – теперь дело лишь за подписью президента.

Сегмент **Emerging Markets** в течение дня выглядел довольно уверенно; по итогам торгов спрэд **EMBI+** сузился на 10 бп. до 270бп. На самом деле, просто не все бумаги успели отреагировать на продажи в US Treasuries. Бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.34%), завершивший день со спрэдом 160 бп, сегодня наверняка будет падать в цене, расширяя дистанцию к **UST**. В «корпоративках» в конце дня появилась слабость в длинных выпусках blue chips. В то же время, спрос на отдельные бумаги **2-го эшелона** (например, **KZOSRU11**(9.34%), **MDMBK10** (YTM 8.66%)) остается достаточно крепким.

На наш взгляд, сегодня в сегменте **EM** (и, соответственно, в российских бумагах) будут преобладать продажи. Если и котировки американских акций, и котировки **US Treasuries** снижаются одновременно, то это указывает на явный пессимизм участников рынка и, как следствие, – обострение «**risk aversion**».

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Котировки рублевых облигаций снижаются четвертый день подряд. Похоже, что по итогам недели снижение цен в **1-м эшелоне** составит от 1.0 до 1.5п.п. Вчера заметно активизировались продавцы в сегменте ОФЗ. Выпуски серий **25059** (УТМ 6.24%), **46020** (УТМ 6.92%), **46017** (УТМ 6.35%) и **26199** (УТМ 6.30%) вчера потеряли порядка 30-40бп.

Инвесторы перемещаются в короткие бумаги **2-3 эшелонов**, где цены потихоньку подрастают.

Ситуация с рублевой ликвидностью пока остается достаточно благоприятной. Сумма корсчетов и депозитов – почти 840 млрд. руб. Ставки **overnight** держатся около 3.0-3.5%. Насколько мы понимаем, сегодня банки будут пересчитывать **нормативы обязательного резервирования** по «докризисным» уровням (15 января истек 3-месячный льготный период, на который **ЦБ** снизил нормативы, чтобы поддержать ликвидность). По нашим оценкам, это может привести к «уходу» из банковской системы порядка 60-70 млрд. рублей.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Вчера стало известно, что 22 февраля **РСХБ** (BBB+/A3) намерен выйти на рынок с новым выпуском на 5 млрд. рублей с годовым пут-опционом. Ориентиры по купону озвучены на уровне 8.20-8.50% (УТР 8.37-8.68%). Сейчас чуть более короткий **РСХБ-4** торгуется на уровне 8.15%. Мы воспринимаем подобные сообщения как еще один повод ожидать роста доходностей переоцененных облигаций **1-2 эшелонов** (Газпром, ФСК, Москва, Мособласть, РЖД, ГидроОГК, ТГК/ОГК) и сокращать дюрацию портфелей.

На сегодня намечен аукцион по новому выпуску **Банка Москвы** на 10 млрд. рублей с годовой офертой. Насколько мы понимаем, купон ожидается на уровне 8.0-8.40% (УТР 8.16-8.58%). С учетом вчерашнего **price-talk** по новому **РСХБ**, который в евробондах торгуется с небольшим отрицательным спрэдом к **Банку Москвы**, инвесторы, вероятно, будут рассчитывать на купон по облигациям **Банка Москвы**, близкий к верхней границе обозначенного диапазона, или выше его. В любом случае, как мы уже писали вчера, с точки зрения спрэдов к свопам для **Банка Москвы** это будет более дешевый заем, чем «оптически» недорогие еврооблигации, размещенные на этой неделе в швейцарских франках.

Банковское лобби требует господдержки; ЦБ и правительство сопротивляются

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

Вчера премьер-министр Виктор Зубков провел совещание представителей правительства с членами совета Ассоциации российских банков. Помимо представителей банковского сообщества, на встрече присутствовали главы ЦБ, Минфина, МЭРТ, ФСФР и другие чиновники. Банкиры в очередной раз ссылались на ухудшение конъюнктуры на мировых рынках капитала и в связи с этим просили разместить в банковской системе средства государственных фондов и госкорпораций, а также остатки бюджетных средств.

Как отмечает Коммерсантъ, никаких заявлений по итогам встречи сделано не было. Однако, со ссылкой на свои источники газета сообщает, что де-факто было принято решение не предпринимать мер «господдержки» (т.е. не размещать деньги госкорпораций и не проводить депозитные аукционы) вплоть до появления реальных кризисных симптомов. Проблемы дефицита краткосрочной ликвидности будут решаться силами Центробанка.

Таким образом, можно констатировать, что, по итогам этого раунда «противостояния», правительство и Центробанк выдержали напор банковского лобби.

Похоже, что в решении дилеммы «экономический рост – инфляция» ЦБ сейчас настроен более жестко, чем мы предполагали, когда анализировали действия Центробанка от 1 февраля. Во всяком случае, первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев в своем вчерашнем выступлении сказал, что считает неочевидной необходимость дальнейшего наращивания темпов экономического роста (действительно, рост ВВП на уровне 8% в 2007 г. – это уже очень быстро). «Некоторое охлаждение темпов роста экономики и банковских активов было бы, на мой взгляд, не так и вредно» – цитирует г-на Улюкаева газета Коммерсантъ.

Кстати, в этом же контексте чиновник Центробанка назвал оценку январского оттока капитала из России: около 9 млрд. долл. По нашим оценкам, сейчас отток капитала продолжается – ЦБ уже давно не покупал валюту, т.к. курс бивалютной корзины держится на 15-20 коп. выше «бида» регулятора (т.е. отток капитала «съедает» все потоки от чистого экспорта).

Если же говорить о том, насколько действительно необходима банкам помощь в виде бюджетной ликвидности, то, на наш взгляд, пока – не очень. Достаточно взглянуть на текущие значения рублевых ставок overnight (3.0%), а также на динамику прибыли и активов российских банков. На днях на сайте ЦБ был опубликован свежий «Обзор банковского сектора РФ», из которого следует, что во 2-м полугодии (в т.ч. в октябре-декабре) российские банки продолжали успешно увеличивать активы. В основном, конечно, за счет более агрессивного привлечения средств клиентов, но в этом нет большой проблемы. Судя по позитивной динамике показателей рентабельности в 4-м квартале 2007 г., банки более чем успешно переносят возросшую стоимость фондирования на заемщиков (см. табл.).

Конечно, если отток капитала не прекратится, то апрельская выплата НДС заставит банки вновь возобновить рефинансирование в ЦБ в крупных объемах. Но в этом тоже нет ничего критичного. А вот если к лету ситуация еще усугубится, то здесь правительству наверняка придется «подкачать» ликвидность.

Подводя итог, мы считаем, что позиция правительства и ЦБ в вопросе поддержки банковской системы в настоящее время достаточно разумна и сбалансирована.

Динамика ключевых показателей российских кредитных организаций, РСБУ

Млрд. руб.	2004 г.	2005 г.	2006г.	6 мес. 2007 г.	9 мес. 2007 г.	2007 г.
Активы	7 136.9	9 750.3	14 045.6	17 202	18 231.3	20 241.1
Чистая прибыль	177.9	262.1	371.5	221.1	343.5	508
ROAA	2.5%	3.1%	3.1%	2.8%	2.8%	3.0%

Источник: ЦБР, оценка МДМ-Банка



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.