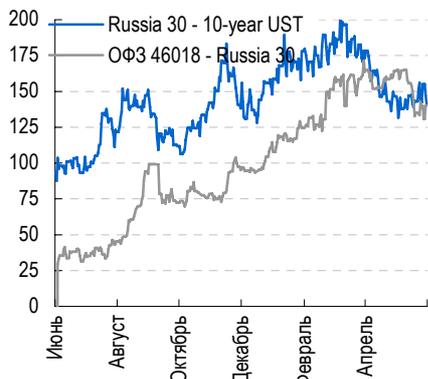


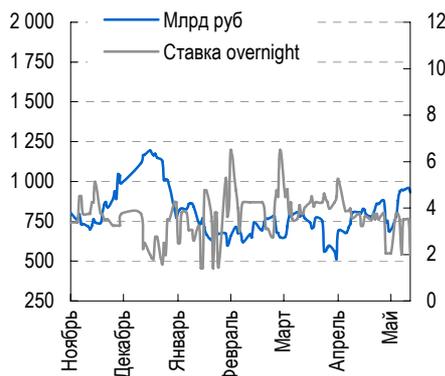
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

вторник, 10 июня 2008 г.

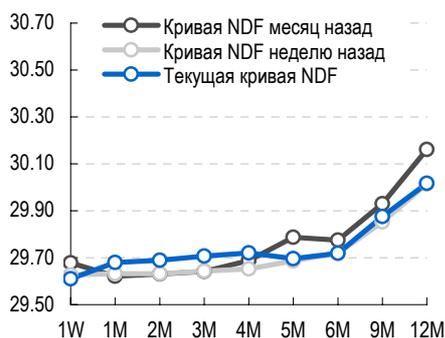
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

10 июня	Размещение руб. обл. Чувашия-34007
10 июня	Размещение руб. обл. Банк Зенит-5
11 июня	"Бежевая Книга" ФРС
12 июня	Статистика по розничным продажам в США
13 июня	Индекс CPI в США
17 июня	Размещение руб. обл. РСХБ-7
19 июня	Размещение руб. обл. РенКап-3
19 июня	Размещение руб. обл. Кредит Европа-2

Рынок еврооблигаций

- Риторика **ФРС** вчера оказалась важнее проблем у **Lehman**. Наконец-то появились ориентиры по **АК БАРСУ** (стр. 2).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Рынок спокойно отреагировал на повышение ставок. **ЦБ** снизил нижнюю границу коридора бивалютной корзины. И снова о новых бумагах и новых купонах (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Как сильно еще могут вырасти ключевые рублевые ставки **ЦБ**? (стр. 3)
- Банк Санкт-Петербург (Ва3/NR/B)** планирует осенью провести **SPO** и привлечь в капитал около **400 млн. долл.** (Источники: Коммерсантъ, Ведомости). Безусловно, это позитивная новость для кредиторов банка. На наш взгляд, облигации **БСП** в настоящий момент оценены справедливо. Наибольшую доходность сейчас предлагает субординированный выпуск **STPETE 17_12** (12.4% к дате колл-опциона). Однако покупать такие выпуски сейчас довольно опасно из-за рисков неисполнения колл-опциона и возможного роста базовых долларовых ставок. Кроме того, после недавних законодательных изменений снизился локальный спрос на субординированные бонды – наши банки должны уменьшать свой капитал в случае покупки таких инструментов.
- Французский Ашан (А от S&P)** проявляет интерес к сибирской продуктовой сети **АЛПИ (NR)** (Источник: Коммерсантъ). Детали возможного альянса пока неизвестны. Новости позитивны для кредиторов **АЛПИ**. К сожалению, спекулятивный потенциал в облигациях компании (**YTP 14.9%**) весьма ограничен из-за их короткой дюрации.
- Доля **Goldman Sachs** в **Банке Тинькофф Кредитные Системы (NR)** составляет **10%**. Еще два крупных инвестфонда, кредитующих Банк ТКС, имеют опционы на покупку его акций (Источник: Ведомости). Напомним, что ранее информация о доле **GS** в **ТКС** Банке не раскрывалась. Собственно, новые данные не меняют нашей оценки кредитного профиля банка. Мы не думаем, что в стресс-сценарии **GS** или фонды окажут банку поддержку. В то же время, мы полагаем, что такая поддержка весьма вероятна со стороны ключевого акционера – **О. Тинькова**. Мы знакомимся с операционной моделью **ТКС**, и она показалась нам весьма разумной. Банк, конечно же, пока выглядит слабо из-за небольших размеров и короткой «истории операций». Тем не менее, доходность его облигаций (**21%** к оферте чере 4 мес.), на наш взгляд, компенсирует эти риски.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	4.00	+0.09	+0.23	-0.03
EMBI+ Spread, бп	256	+2	-11	+17
EMBI+ Russia Spread, бп	160	+1	+5	+13
Russia 30 Yield, %	5.47	+0.01	+0.23	-0.04
ОФЗ 46018 Yield, %	6.87	+0.10	-0.01	+0.40
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	583	+27.0	+6.3	-305.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	348.3	-54.4	+121.1	+233.6
Сальдо ЦБ, млрд руб.	89.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.52	+0.02	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.65	-0.04	+0.04	+0.01
Нефть (брент), USD/барр.	133.9	-3.8	+8.5	+40.0
Индекс РТС	2358	+15	+74	+67

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

РИТОРИКА ФРС ВАЖНЕЕ ПРОБЛЕМ LEHMAN

В первой половине вчерашнего дня ключевой темой для обсуждения были проблемы **Lehman Brothers**, который отчитался об убытках и начал размещать с дисконтом допэмиссию акций на 6 млрд. долл. На этом доходности **US Treasuries** даже попытались снизиться.

Однако картина рынка резко изменилась, как только началось выступление главы **ФРС Бена Бернанке**. Он вновь говорил об инфляционной угрозе, заявив на этот раз, что **ФРС** будет действовать решительно. Ему вчера вторил глава **ФРБ Далласа Ричард Фишер**. Участники рынка расценили выступления чиновников как довольно явный намек на скорое повышение ключевой ставки и ринулись продавать **US Treasuries**. Доходность **2-летних казначейских бумаг** выросла сразу на 34бп до 2.71%, а утром на торгах в **Азии** – еще на 20бп до 2.91%! **10-летняя нота** выглядела более стабильно – вчера доходность выросла на 9бп до 4.0%, утром – до 4.06%.

Исходя из котировок фьючерсов на **FED RATE**, вероятность повышения ставки на июньском заседании остается практически нулевой. А вот к августу участники рынка уже ждут действий со стороны **ФРС** – вероятность повышения ставок в последнем месяце лета достигла 30% (неделю назад она также была около нуля).

Интересно, что рост инфляционных ожиданий и, соответственно, повышения ставок так или иначе затронул весь мир: **ЦБ Бразилии** вчера повысил прогноз по инфляции, чем спровоцировал продажи во фьючерсах на бразильскую ставку **Selic**. Опубликованный вчера индекс потребительских цен **Мексики** также оказался выше ожиданий. Объемы торгов в сегменте **EM** были невелики, но котировки снизились довольно резко. Спрэд **EMBI+** расширился на 2бп до 256бп, что редко происходит в моменты роста доходностей **UST**.

Продаж не избежал и российский бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.47%) – его котировки снизились примерно на 1/8, спрэд составил порядка 145бп. Вероятно, сегодня продажи продолжатся. В корпоративных облигациях сделок немного, но котировки наиболее ликвидных бумаг снизились на 1/4-1/2пп. Сильнее всего упали бонды Газпрома - выпуск **GAZPRU 34** (YTM 7.35%) потерял почти 1пп.

В **США** сегодня публикуются торговый баланс и индекс экономического оптимизма.

НАКОНЕЦ-ТО ПОЯВИЛСЯ ОРИЕНТИР ПО АК БАРСУ

Очевидно, что в текущей ситуации «бегства от рисков» продавать новые выпуски непросто. Скорее всего, именно по этой причине размещения российских банковских выпусков проходят так неспешно. Вчера наконец-то появились первые ориентиры по купону новых 3-летних еврооблигаций **АК БАРСа** – они были озвучены на уровне 9.25%-9.5%. На наш взгляд, такой купонный диапазон отражает довольно неплохую премию к рыночным значениям – сейчас выпуск **АКВАРС 10** торгуется с доходностью 8.4%. Насколько мы понимаем, премия отражает не только непростую рыночную ситуацию, но и возросшие опасения инвесторов относительно прочности связи **АК БАРСа** с правительством **Республики Татарстан** (банк контролируют физические лица, «ассоциированные» с **Республикой**). Мы думаем, что участвовать в выпуске имеет смысл.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

РЫНОК СПОКОЙНО ОТРЕАГИРОВАЛ НА ПОВЫШЕНИЕ СТАВОК

Причины столь спокойной реакции рынка (небольшие продажи в **ОФЗ, АИЖК**) на вчерашнее действие **Центробанка** вполне очевидны. Рынок ожидал повышения ставок, поэтому в котировках ликвидных бумаг это решение уже более-менее учтено, а в менее ликвидной части рынка ключевые держатели успешно сопротивляются снижению котировок, контролируя ценообразование.

На наш взгляд, более четко эффект от повышения ставок будет виден на первичном рынке и в новых купонах по бумагам, «проходящим» оферты.

Из вчерашних событий на вторичном рынке, «не относящихся» к реакции на повышение ставок **ЦБ**, мы отметили продажи в облигациях **Арбат-Престиж-1** в последний день перед блокировкой бумаги. Котировки опускались до 60% от номинала. Мы предполагаем, что инвесторов в последний момент испугало отсутствие покупок со стороны эмитента. Ведь если у компании есть деньги на погашение облигаций, то ей было бы гораздо выгоднее (пусть это и неэтично с точки зрения культуры рынка, но весьма распространено) выкупать облигации на вторичном рынке ниже номинала, чем погашать их через несколько дней по номиналу.

Мы также обратили внимание на покупки в выпусках **Москва-39** (УТМ 6.51%), **Москва-41** (УТМ 6.11%). Вчера **Москомзайм** объявил об очередном аукционе двухнедельного репо с облигациями выпусков 39, 41, 46 и 47, и, видимо, некоторые участники рынка решили принять в нем участие. Похоже, что репо **Москомзайма** действительно пока помогает ему удержать собственную кривую доходности от неминуемого смещения вверх на фоне общего роста ставок.

Что же касается событий на денежном/валютном рынке, то, по оценкам наших дилеров, **ЦБ** вчера вновь приобрел уже традиционную сумму в 400 млн. долл. А сегодня утром регулятор опустил до 29.55 нижнюю границу коридора бивалютной корзины, позволив рублю немного укрепиться.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ И НОВЫЕ КУПОНЫ

По выпуску **ТВЗ-3** вчера были объявлены 5-й и 6-й купоны: они составили 10% (против предыдущих 9.25%). На наш взгляд, это недостаточная компенсация за стоимость ликвидности и кредитного риска в текущих условиях.

Вчера были также объявлены дата и параметры размещения облигаций **Банка Кредит Европа**. Аукцион пройдет 19 июня, ставка купона к годовой оферте составит предположительно 8.75%-9.25% годовых. На фоне 10%+ по коротким облигациям **Русфинанс Банка** (тоже «дочка» иностранного банка с высокими рейтингами) это предложение от **Кредит Европы** выглядит неконкурентоспособным. В принципе, **Кредит Европа** известен умением продавать выпуски по низкой доходности.

О планах по размещению облигаций вчера заявили **Удмуртия** и **Северо-Западный Телеком**. Сроки размещения пока не называются.

Сегодня состоится размещение облигаций **Чувашии** (1 млрд. руб.), а также **Банка Зенит** (5 млрд. руб.). Ориентиры по купону **Зенита** озвучены на уровне 10.25-10.50%, что, на наш взгляд, вполне адекватно.

Как сильно еще могут вырасти ключевые рублевые процентные ставки?

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

Напомним, что последний раз (до вчерашнего дня) Центробанк повышал ставки чуть более месяца назад. После этого мы проводили опрос, который выявил, что более половины участников рынка ожидали повышения ставок до конца года не менее чем на 25бп, примерно 35% ждали их роста не менее чем на 50бп и 8% полагали, что ставки останутся неизменными. Собственно, и сами представители ЦБ в последние недели неоднократно заявляли о возможности такого шага. Поэтому можно с уверенностью сказать, что вчерашнее событие не стало для инвесторов сюрпризом.

Вместе с тем, мы думаем, что кого-то могла удивить возросшая «скорость» повышения ставок. Действительно, пауза между первым и вторым повышением была гораздо более продолжительной (4 месяца).

Если регулятор столь решителен, а инфляционная угроза столь серьезна, то, может быть, нас ждет повышение ключевых ставок еще на 50, 75 или даже 100бп до конца года?

Главный аргумент против этого – так называемая угроза «carry trades», т.е. притока капитала в попытке сыграть на разнице в процентных ставках. Мол, с повышением рублевых ставок привлекательность таких стратегий возрастет, а инфляционный эффект от притока капитала сведет «на нет» антиинфляционные меры ЦБ. Мы думаем, что риск «carry trades» действительно существует, поэтому бесконечно повышать ставки ЦБ конечно же не может и будет действовать с «оглядкой» на базовые ставки в долларах и евро (кстати, последние сейчас тоже смотрят скорее «вверх», чем «вниз» из-за возросших глобальных рисков инфляции). Тем не менее, этот риск не следует преувеличивать:

- во-первых, чистый «carry trade» пока практически невозможен (без принятия на себя нерезидентом рублевого риска), если только фондирование не обходится нерезиденту дешевле LIBOR, т.к. вмененные ставки NDF не ниже депозитных ставок Центробанка (4.0% на 1 неделю). Если же речь идет о реализации «carry trades» в других рублевых активах (облигациях), то их доходности и вовсе выглядят заниженными с точки зрения спредов к свопам/NDF по сравнению с еврооблигациями, о чем мы неоднократно говорили;
- во-вторых, инфляционный эффект от притока средств на депозиты ЦБ отсутствует (насколько мы понимаем);
- в-третьих, у ЦБ есть инструменты (нормативы резервирования), которые позволят сделать «carry trades» менее выгодными;
- в-четвертых, мировая финансовая система сейчас находится не в самой лучшей форме, чтобы инвестировать десятки миллиардов долларов в рублевые «carry trades».

Поэтому мы думаем, что до конца года Центробанк вполне может повысить ключевые ставки еще на 50бп (на 25бп – наверняка). Повышение на 75бп возможно в случае, если инфляция во 2-м полугодии не снизится, а ФРС и ЕЦБ займут более «агрессивную» позицию. Конечно же, наш ЦБ будет параллельно использовать и другие антиинфляционные меры, в т.ч. повышение нормативов ФОР. Мы продолжаем считать маловероятным существенное укрепление номинального курса рубля (сегодняшнее расширение нижней границы курса бивалютной корзины на 4-5 коп. «не в счет»).

Инвесторам в рублевые облигации мы по-прежнему рекомендуем придерживаться коротких бумаг и фокусироваться на новых размещениях и выпусках, по которым перед офертами устанавливаются новые купоны. Именно в таких бумагах есть возможность получить щедрую компенсацию за стоимость ликвидности и кредитного риска.



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

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@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		

Анализ рынка акций

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com	Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com	Андрей Кучеров	Andrew.Kucherov@mdmbank.com
Елена Зенкова	Elena.Zenkova@mdmbank.com	Джеймс Льюис	James.Lewis@mdmbank.com

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Александр Бесков	Alexander.Beskov@mdmbank.com
Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@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.

© 2008, 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.