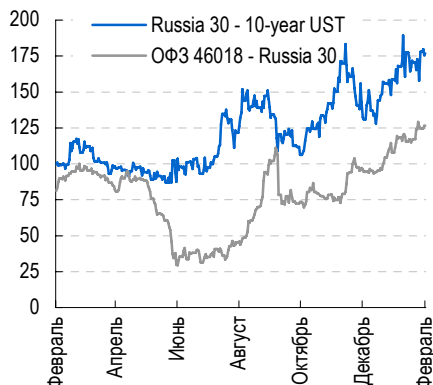


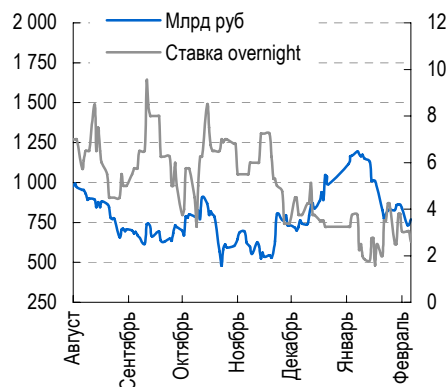
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 13 февраля 2008 г.

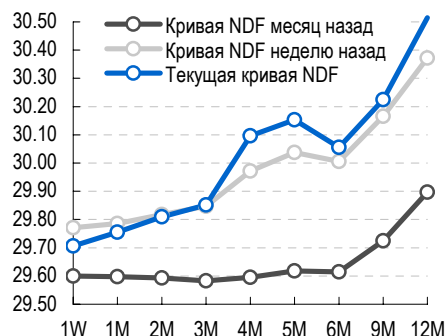
## Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



## Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



## Календарь событий

13 фев	Размещение руб. обл. ТГК-10-2
13 фев	Статистика по розн. продажам в США
14 фев	Публикация торгового баланса США
14 фев	Размещение руб. обл. Микоян-2
15 фев	Индекс цен на импорт в США
15 фев	Индекс Empire Manufacturing
15 фев	Уплата акцизов, ЕСН
20 фев	Размещение ОФЗ-46020 (15 млрд. руб.)

## Рынок еврооблигаций

- Позитивная реакция рынка на предложение **У. Баффета** выкупить часть портфелей у **monolines** – попытка выдать желаемое за действительное
- О рассуждениях по поводу динамики **5-летних UST**, предсказывающих скорый конец рецессии в США (стр. 2)

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Продажи продолжились, **30-летние ОФЗ** пробили вверх отметку в 7.00%. Будет ли **ЦБ** вновь поддерживать котировки госбумаг?
- **ВТБ** разместился «мимо рынка». О сегодняшних доразмещениях **ОФЗ** и новых купонах по корпоративным бумагам. (стр. 2)

## Новости, комментарии и идеи

- **Зампред ЦБ Константин Корищенко** сделал несколько интересных заявлений по поводу политики Центробанка. Наш комментарий на стр.3.
- **Вкратце: Экспобанк (B3) находится в процессе продажи британской финансовой группе Barclays (Aa1/AA/AA+).** Об этом со ссылкой на свои источники сообщает сегодня газета Ведомости. Однако при этом газета приводит слова ключевых акционеров Экспобанка, которые опровергают сообщения о сделке. На наш взгляд, в любом случае заработать на облигациях Экспобанка практически невозможно. У банка есть один небольшой, короткий и малоликвидный рублевый выпуск, потенциал роста котировок которого минимален (bid 12.3% offer 10.5% к оферте в июле 2008 г.).
- **Вкратце: Татфондбанк (B2) планирует увеличить капитал на 2 млрд. руб. до 7.3 млрд. руб.** Вопрос об этом будет рассмотрен акционерами на внеочередном собрании в марте (Источник: Интерфакс). Очевидно, что укрепление капитализации окажет позитивное влияние на кредитный профиль банка. Новость может поддержать котировки рублевых (YTP 12.0%) и еврооблигаций (YTM 12.4%) Татфондбанка.

## КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.66	+0.04	-0.13	-0.37
EMBI+ Spread, бп	280	-6	+25	+41
EMBI+ Russia Spread, бп	178	0	+18	+31
Russia 30 Yield, %	5.42	+0.01	+0.05	-0.09
ОФЗ 46018 Yield, %	6.68	+0.02	+0.23	+0.21
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	580.5	+79.1	-113.6	-308.0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	189.6	-44.6	-310.6	+74.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-3.2	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.08	+0.41	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.68	-0.06	+0.06	+0.04
Нефть (брент), USD/барр.	92.9	-0.6	+1.8	-1.0
Индекс РТС	1981	+63	-333	-310

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

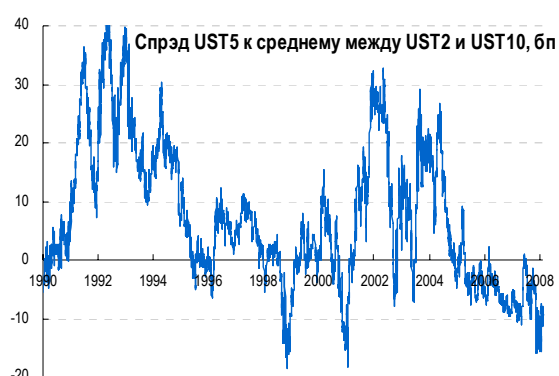
### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Вчера на лентах новостей появились два сообщения, воспринятые рынком как позитивные. Во-первых, консорциум банков во главе с **Bank of America** и **Citigroup** объявил о намерении предоставить заемщикам отсрочки по ипотечным кредитам. На наш взгляд, это кардинально не изменит ситуацию. **Financial Times Asia** недавно публиковала заметку о том, что заемщики в США сами не хотят продлевать кредиты и покидают заложенные дома, а уровень дефолтов по ипотеке в отдельных портфелях достигает 20-26% (со ссылкой на отчет **Fitch**).

Еще более обсуждаемой новостью стало предложение главы фонда Berkshire Hathaway и миллиардера **Уоррена Баффетта** о покупке у испытывающих проблемы AAA-страховщиков (т.н. «monocline insurers» MBIA, Ambac, FGIC) портфелей гарантий по муниципальным облигациям. Рынки отреагировали на новости позитивно, фондовые индексы в США и Европе завершили день «в плюсе», а доходности **US Treasuries** резко выросли с небольшой коррекцией в конце дня.

На наш взгляд, энтузиазм по поводу предложения г-на **Баффетта** – это попытка сыграть на повышение, выдавая желаемое за действительное. Если же вникнуть в суть предложения, то становится понятно, что Баффет предлагает купить у **monolines** их наиболее ценные активы, собственно, их ключевой бизнес (лишь в последние годы **monolines** начали заниматься страхованием структурированных бумаг) и оставить их с наиболее проблемными активами. Для принявшей такое предложение **monolines** это означало бы конец бизнеса. Насколько мы понимаем, одна из **monolines** уже ответила на предложение потенциального конкурента отказом, остальные пока молчат.

Тем временем уже не первый раз на рынке слышны рассуждения о переоцененности **5-летних US Treasuries** относительно среднего значения между **2-летними** и **10-летними UST**:



Как следует из графика, спред между доходностью **5-летних UST** и средним из доходности **UST2yr** и **UST10yr** снижается в период наибольших опасений рецессии, а затем начинает восстанавливаться. Последнее некоторые эксперты воспринимают как косвенное свидетельство завершения рецессии в течение 6-ти месяцев. Мы пока несколько скептически относимся к таким рассуждениям.

Долговой сегмент **Emerging Markets** вчера сократил спреды к **US Treasuries**, в основном на росте котировок облигаций стран Латинской Америки. «Хуже рынка» выглядели бумаги **Турции**. Спред **EMBI+** сузился до 280 бп. (-6 бп.). В российских облигациях все куда более спокойно: котировки **RUSSIA 30** (YTM 5.42%) не изменились, спред к **UST10** сузился до 176 бп. из-за продаж в **US Treasuries**. В корпоративных облигациях – небольшие продажи в первом эшелоне, биды продолжают «сползать» вниз.

Сегодня в **США** публикуется статистика по розничным продажам и товарным запасам. Мы ожидаем возобновления тенденции «бегства в качество» на переосмыслении новости о сути предложения г-на **Баффетта** и вероятных новых сообщениях о разрастании кома проблем, связанных с кредитным кризисом в США.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Резкий рост объемов прямого репо с ЦБ (до 50 млрд. руб.) вчера усилил негативные настроения участников рынка рублевых облигаций. В **гособлигациях** и выпусках **1-го эшелона** котировки снизились на 30-50бп. Любопытно, что выпуск **30-летних ОФЗ** «пробил» вверх отметку 7.00%. Интересно, будет ли на этот раз ЦБ проводить интервенции с целью поддержки котировок госбумаг? В сентябре 2007 г. **Центробанк** вмешался на уровне 7.15% и резко «осадил» доходности госбумаг вниз. Учитывая предпринятые 1 февраля меры по повышению ставок и риторику представителей **ЦБ** в последние дни (см. в т.ч. комментарий ниже), мы полагаем, что взгляды регулятора на это несколько изменились.

Сегодня Минфин проведет доразмещение 2-х выпусков – **ОФЗ 46021** (УТМ 6.41%) на 3 млрд. рублей и **ОФЗ 46022** (УТМ 6.54%) на 3.15 млрд. рублей. Мы полагаем, в текущих рыночных условиях вряд ли стоит рассчитывать на высокий рыночный спрос, особенно если вспомнить нежелание **Минфина** идти на предоставление премий. Прогнозировать рынок госбумаг, на наш взгляд, все сложнее из-за роста на нем рыночной доли нескольких госинститутов, и, как следствие, – все менее рыночного характера торгов.

### НОВЫЕ КУПОНЫ И ПРОШЕДШИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

В ходе размещения выпуска **ВТБ 24-2** ставка купона была определена в размере 7.7% (УТР 7.85%), в то время как первый выпуск торгуется на уровне 8.25%. Скорее всего, весь выпуск ушел не в рынок. Напомним, что версий относительно «схемы» подобных размещений у нас по-прежнему две: либо это продажа богатым ликвидностью "институтам развития", либо обмен с другим госбанком с последующим рефинансированием в **Центробанке**.

По выпуску **МитлэндФуд-1** (УТР 16.05%) была определена новая годовая oferta с купоном 15%. Кроме того, по облигациям **СЗ Телеком-3** (УТР 9.48%) была установлена процентная ставка до погашения в размере 8.60% (ранее 9.25%), что соответствует доходности к погашению на уровне 8.89% по номиналу. Снижение купона после offerты в последнее время – редкое явление, однако, в этом случае, вероятно, это оправдано – более длинный **СЗ Телеком-4** торгуется около 8.10% по доходности.

## Зампред ЦБ К.Корищенко прокомментировал политику регулятора

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

Во вчерашнем интервью агентству Reuters зампред ЦБ Константин Корищенко прокомментировал недавние действия регулятора по ужесточению денежно-кредитной политики, а также приоткрыл завесу тайны над тем, как эта политика будет выстраиваться в будущем. Вот коротко наиболее важные из сделанных им заявлений (в нашей интерпретации):

1. Рынок не совсем верно оценил меры, предпринятые 1 февраля, с точки зрения их важности. Изменение ставок – лишь символическая, сигнальная мера. А вот повышение нормативов ФОР приведет к реальному сужению денежного предложения.
2. Более резкое повышение нормативов резервирования по обязательствам банков в иностранной валюте (на 50бп против 25бп по остальным) отражает желание ЦБ ограничить активность российских банков по привлечению заемных средств на внешних рынках.
3. Аукционная ставка репо ЦБ – это не «желаемая ставка» денежного рынка, а лишь некий нижний предел ставок, по которым регулятор готов давать деньги. Ориентиром для рынка должна быть ставка, которая аналогична FED RATE или ставке ЕЦБ, т.е. желаемая ставка денежного рынка.

4. Утверждение о том, что российская экономика находится на грани перегрева, справедливо. Повышение ставок – здоровый способ охладить экономику. Однако рост ставок не обязательно приведет к снижению темпов экономического роста, эффект может ограничиться снижением рентабельности. Модель развития экономики, основанная на безудержной экспансии за счет дешевых кредитов, неэффективна.
5. Курсовая политика как элемент антиинфляционной политики сегодня практически себя исчерпала. Переход к таргетированию инфляции, т.е. внятная процентная политика и плавающий курс рубля – целевая модель для ЦБ. Однако, пока «массовое сознание» (вероятно, подразумеваются ключевые экономические и политические элиты) не готово воспринять эти новшества.

Что мы думаем по этому поводу? Не все из сказанного г-ном Корищенко нам понятно, и не со всем мы готовы согласиться. На наш взгляд, с точки зрения влияния на стоимость денег, повышение депозитных ставок и ставки репо все же важнее, чем повышение нормативов резервирования на 25-50бп, т.к. последнее увеличивает стоимость фондирования для банков не более чем на 3-4бп (возможно, г-н Корищенко сравнивал антиинфляционный эффект, а не влияние на стоимость денег). Что же касается валютных заимствований, то у российских банков пока нет альтернативы внешнему рынку как источнику длинных денег, и Центробанк это понимает. Поэтому банки продолжают фондироваться на международных оптовых рынках капитала, правда, «с оглядкой» на ЦБ. О том, как правильно называть аукционную ставку репо, мы спорить не будем. Однако вряд ли у кого-то из участников рынка облигаций есть сомнения в том, что именно эта ставка сегодня является ключевым инструментом из арсенала ЦБ, определяющим стоимость ликвидности (вместе с депозитными ставками).

Последние из перечисленных нами тезисов г-на Корищенко указывают на то, что Центробанк всерьез намерен перейти к инфляционному таргетированию и постепенно готовит «массовое сознание» к этому изменению своей политики. На наш взгляд, пока у ЦБ еще есть пространство для маневра, чтобы повысить ставки, не вступив в противоречие с текущей курсовой политикой. Во всяком случае, депозитные ставки пока находятся ниже ставок NDF (на 1 неделю – 3.5% против 4.5% NDF rate), т.е. их повышение на 50-75бп не приведет к притоку спекулятивного капитала и давлению на рубль.

В целом, вчерашняя риторика представителя ЦБ наверняка будет умеренно-негативно воспринята рынком рублевых облигаций.



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, 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.