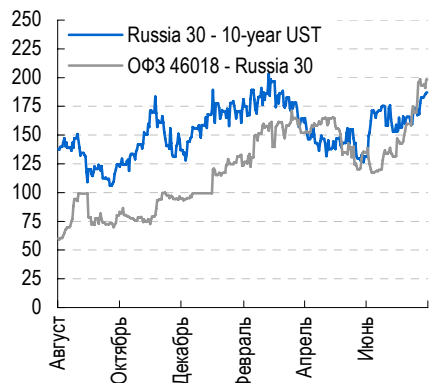


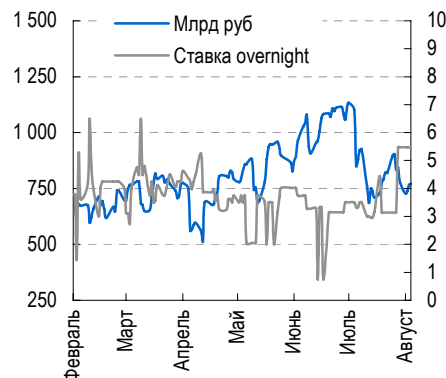
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 21 августа 2008 г.

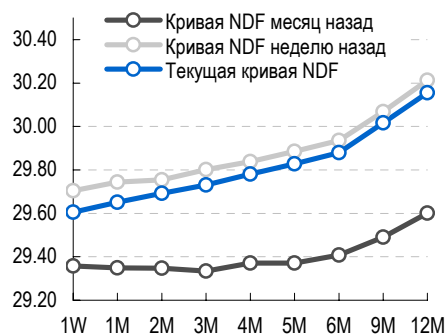
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

21 авг	Индекс Philadelphia Fed.
21 авг	Индекс Leading Indicators
21 авг	Размещение руб.обл. НовГоризонты-БО-1
25 авг	Уплата акцизов, НДС
25 авг	Статистика по втор. рынку жилья в США
26 авг	Индекс цен на недвижимость S&P/CS
28 авг	Уплата налога на прибыль
28 авг	Размещение руб.обл. АМЕТ-Финанс-1

Рынок еврооблигаций

- Газеты вновь сообщают неутешительные новости о Fannie, Freddie и Lehman. В Emerging Markets интересного мало (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Ключевые события на рынке: аукционы по ОФЗ; oferty Москоммерцбанка и Копейки; укрепление рубля; пополнение в Ломбардном списке (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- Проблемы ЭйрЮнион (NR) усугубляются: наш комментарий (стр. 3).
- Инфляция в России с 12 по 18 августа составила 0.1%, с начала месяца – 0.2%, с начала года – 9.5% (Источник: Росстат). На наш взгляд, эти данные скорее нейтральны для долгового рынка, в т.ч. ожиданий в отношении дальнейшей динамики ключевых ставок ЦБ. Инфляцию в текущем месяце пока нельзя назвать ни высокой, ни низкой. Темпы роста потребительских цен пока совпадают с динамикой августа 2007 г. Самыми важными станут две последние недели месяца. В прошлом году в конце августа была отмечена дефляция.
- Облигации Копейки (ССС+) 3-й серии по ofercie фактически выкупил Банк Уралсиб (Источник: Reuters). На наш взгляд, это еще одна иллюстрация действия фактора поддержки Копейки со стороны акционера. В ближайшие недели мы ожидаем повышения рейтинга компании.
- Трансконтейнер (NR) опубликовал сильные результаты за 2007 г. по МСФО. В отчетном периоде «дочка» РЖД отразила выручку в объеме 13.4 млрд. руб. и рентабельность по EBITDA на уровне 33%. Чистый долг Трансконтейнера на конец 2007 г. был отрицательным, т.к. первая крупная долговая сделка этой молодой компании – размещение облигационного займа объемом 3 млрд. руб. – состоялась только в марте 2008 г. Кредитный профиль компании выглядит очень крепко, и в будущем мы не ожидаем его ослабления. В то же время, облигации Трансконтейнера не кажутся нам привлекательными на текущих уровнях (YTP 9.01%), в т.ч. потому, что их нельзя гарантированно рефинансировать в ЦБ.
- S&P присвоило Банку Возрождение рейтинг на уровне ВВ-. Банк уже достаточно давно имеет рейтинг от Moody's, который сейчас находится на уровне Ва3. Получение второго рейтинга поможет банку в привлечении фондирования.
- S&P подтвердило рейтинги Мосэнерго (ВВ) и Норникеля (ВВВ-).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.80	-0.03	-0.24	-0.23
EMBI+ Spread, бп	306	+4	+22	+67
EMBI+ Russia Spread, бп	194	+2	+33	+47
Russia 30 Yield, %	5.67	-0.02	+0.04	+0.16
ОФЗ 46018 Yield, %	7.65	+0.05	+0.70	+1.18
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	680.3	+21.0	+218.4	-208.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	91.6	-14.6	-298.4	-23.1
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-9.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	5.72	+0.19	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.65	-0.05	+0.32	-0.08
Нефть (брент), USD/барр.	114.4	+1.1	-18.2	+20.5
Индекс РТС	1714	+28	-430	-577

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

И ЧОБА FANNIE И FREDDIE, А ТАКЖЕ LEHMAN

В среду, в отсутствие более-менее значимой макроэкономической статистики, настроения на рынках определяли слухи о грядущих проблемах американских финансовых институтов. В **Wall Street Journal** появилась заметка о том, что готовится встреча руководства **Fannie Mae** и **Freddie Mac** с представителями **Казначейства**, чтобы обсудить перспективы поддержки ипотечных агентств со стороны государства. Оптимизма эти слухи, конечно же, не прибавили: котировки акций этих компаний упали за вчерашний день более чем на 20%.

На этом негативном фоне мы наблюдали классический эффект «бегства к качеству» - доходности **US Treasuries** вдоль всей кривой снизились на 2-5бп, причем на коротком конце – более значительно. 2-летние ноты завершили день с доходностью 2.25% (-5бп), 10-летние – 3.80% (-3бп).

Сегодня с самого утра негативный настрой уже задан: **Financial Times** опубликовала статью о неудавшейся сделке инвестбанка **Lehman Brothers** по продаже чуть ли не половины бизнеса инвесторам из **Китая** и **Кореи**. Вечером сегодня выйдут американская статистика по безработице, а также промышленные индексы **Philadelphia Fed** и **Leading Indicators**.

EMERGING MARKETS

В сегменте развивающихся рынков настроения скорее нейтральны. Спрэд **EMBI+** расширился до 306бп (+6бп), правда, преимущественно из-за снижения доходностей **UST**. Одновременно несколько сузились **CDS-спрэды**: 5-летний контракт на российский кредитный риск торговался вчера около 127бп (-4бп), украинский – около 455бп (-7бп).

В российских облигациях все еще преобладает пессимизм. «Биды» немного подтянулись вверх к «офферам», но покупателей практически нет. Бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 5.67%) вырос в цене примерно на 1/8пп, но спрэд остается широким – около 186бп. В корпоративном сегменте мы видели единичные сделки в **CHMFRU 13** (YTM 9.37%) и **RASPAD 12** (YTM 9.24%).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

АУКЦИОНЫ ОФЗ, ОФЕРТЫ МОСККОММЕРЦА И КОПЕЙКИ

На наш взгляд, весьма показательно вчера прошли два аукциона **ОФЗ** и исполнение оферт по облигациям **Копейки** (CCC-) и **Москоммерцбанка** (NR).

Чуть ли не впервые за последний год размещения **ОФЗ** прошли в «рыночном ключе» – инвесторы купили порядка 78% нового выпуска **26201** и около 85% серии **46020**. Неудивительно, ведь **Минфин** пошел на предоставление существенных премий. Средневзвешенная доходность по **ОФЗ 26201** сложилась на уровне 6.99%, в то время как чуть более короткий выпуск **26200** торговался накануне около 6.74%. Премия при доразмещении **ОФЗ 46020** составила порядка 10бп (в терминах цены это около 87.43пп, то есть примерно на 50бп ниже, чем облигации торговались накануне).

После аукционов вниз пошли котировки и остальных гособлигаций – большинство из них, по итогам дня, подешевели примерно на 30-40бп. Причем, похоже, не исключено, что процесс репрайсинга в **ОФЗ** продолжится. Так, к закрытию торгов доходность **46020** выросла до 8.35% (цена около 86.15пп). Более того, «реальные биды» мы видели на уровне 82% от номинала и ниже.

Что касается прошедших оферт, то **Копейка**, несмотря на предоставление инвесторам нового годового пут-опциона по цене 104пп (УТР 15.52%), была вынуждена выкупить порядка 3/4 займа. Видимо, **Уралсиб**, профинансировавший выкуп, разумно дожидается повышения рейтинга **Копейки** от **S&P** или нового рейтинга от **Moody's/Fitch**, чтобы на фоне хороших новостей попытаться вернуть бумаги обратно в рынок. А **Москоммерц** инвесторы предъявили к выкупу весь выпуск, справедливо сочтя новые купоны на уровне 12.5% неконкурентоспособными в текущих условиях.

В целом, ситуация в рублевых облигациях вчера ничуть не изменилась – продавцы по-прежнему доминируют, а котировки подавляющего большинства бумаг снижаются.

РУБЛЬ УКРЕПИЛСЯ, НО ОБЪЕМ ИНТЕРВЕНЦИЙ ЦБ ОСТАЛСЯ ПРЕЖНИМ

Ситуация с ликвидностью медленно улучшается: с начала недели остатки на корсчетах и депозитах банков в ЦБ выросли на 43.5 млрд. до 772 млрд. рублей. Объем операций **прямого репо** с ЦБ вчера снизился до 34.55 млрд. рублей. Интересно, что рубль окреп по отношению к бивалютной корзине – ее стоимость снизилась где-то на 5 копеек до 29.65 рублей. Скорее всего, это связано с более активными продажами валюты в преддверии надвигающихся налоговых выплат. Однако на объем интервенций ЦБ это не повлияло – регулятор вчера купил традиционные 350 млн. долл.

ПОПОЛНЕНИЕ В ЛОМБАРДНОМ СПИСКЕ

Вчера появилась информация о том, что ЦБ включил в **Ломбардный список** выпуски **Москва-50** (УТМ 8.70%), **Томская область-4** (УТМ 9.91%), **МИА-4** (УТР 9.39%), **Банк Ренессанс Капитал-2** (УТР 12.81%) и, как было известно еще на прошлой неделе, **Новосибирск-3** (УТМ 9.04%), **Новосибирск-4** (УТМ 8.81%). Вместе с тем, в **Списке репо** ЦБ эти облигации не появятся, как минимум, до тех пор, пока не будут заведены на госсекцию.

Проблемы ЭйрЮнион (NR) усугубляются: наш комментарий

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

Информационные агентства и газеты сообщают об усугублении проблем авиаальянса ЭйрЮнион. Практически все рейсы группы вчера были задержаны из-за просроченной задолженности перед поставщиками топлива, наземными службами и другими контрагентами. В связи с этим отраслевой регулятор – Росавиация – пригрозил лишить компании альянса необходимых для операционной деятельности свидетельств, разрешений и даже лицензий. Сообщается также, что госкорпорация Ростехнологии, которая, согласно указу президента, должна получить контроль над ЭйрЮнион, продолжает аудит компании, но при этом не спешит с оказанием финансовой поддержки.

Очевидно, самый главный вопрос, на который хотелось бы найти ответ всем кредиторам ЭйрЮнион, – это позиция Ростехнологий в части поддержки альянса. Если разделить этот вопрос на две составляющие – «желание» и «возможности» – то, по нашему мнению, проблемы у Ростехнологий скорее лежат в плоскости возможностей по поддержке. Ведь по идее госкорпорация должна быть весьма заинтересована помочь ЭйрЮниону – это по сути государственные активы (правительству принадлежит контрольный пакет в КрасЭйр и некоторых других компаниях альянса), которые передаются в управление Ростехнологиям. Вряд ли госкорпорации будет на руку банкротство и гибель этих активов – это может нанести удар по репутации Ростехнологий, и, как следствие, осложнить привлечение финансирования в другие многочисленные активы, которые уже находятся в управлении или в скором времени будут переданы госкорпорации. Собственно, Ростехнологии неоднократно публично заявляли о желании поддержать альянс.

Что же касается возможностей по поддержке, то, по нашим предположениям, единственным реальным инструментом, имеющимся сейчас в арсенале Ростехнологий, является помощь в переговорах с банками и

другими кредиторами ЭйрЮнион. Вряд ли у госкорпорации есть свободные денежные средства, которые она могла бы предоставить альянсу в виде кредита. А лимиты банков (в первую очередь – государственных «чемпионов») на группу ЭйрЮнион и/или риск, аффилированный с Ростехнологиями, вполне может быть близок к исчерпанию.

Если пытаться рассуждать о дальнейших вариантах развития событий, то, на наш взгляд, наиболее вероятным представляется сценарий, при котором государство все-таки выступит «спасителем», предоставив дополнительное финансирование ЭйрЮниону, и альянс продолжит свою операционную деятельность, выполнив или реструктурировав обязательства перед кредиторами. Возможно, в результате доля частных акционеров в альянсе резко уменьшится.

Сценарий, при котором ЭйрЮнион проходит через процедуру банкротства, кажется нам менее вероятным. В этом случае не избежать серьезных сбоев в авиаперевозках (ЭйрЮнион – очень крупный игрок в отрасли), а также можно будет забыть об идее создания конкурента главной авиакомпании страны – Аэрофлоту.

Подводя итог, мы считаем, что кредитный риск по облигациям ЭйрЮниона (31.4%) в свете последних событий увеличился. Однако сценарий дефолта по ним нам все еще не кажется базовым, т.е. его вероятность, по нашим оценкам, ниже 50%.



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
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52
Роберто Пеццименти	

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	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@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.Kuchеров@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, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.