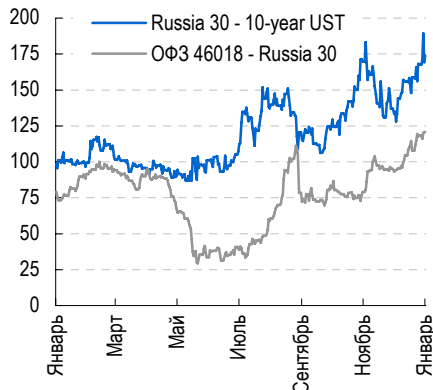
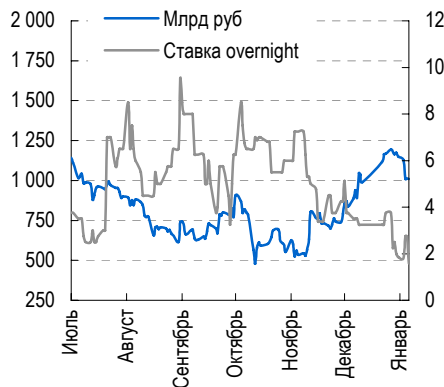


четверг, 24 января 2008 г.

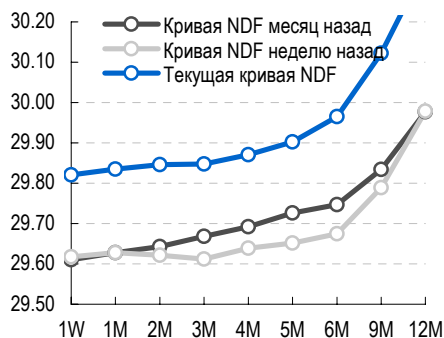
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

24 янв	Статистика по вторичному рынку жилья США
25 янв	Уплата акцизов, НДС
28 янв	Статистика по первичному рынку жилья США
28 янв	Уплата налога на прибыль
29 янв	Статистика по товарам длительного пользования
29 янв	Индекс цен на недви-сть S&P/CaseSchiller
30 янв	Заседание ФРС
31 янв	Индекс PCE за декабрь

### Рынок еврооблигаций

■ Такой волатильности рынок **US Treasuries** не видел давно. **30-летние ноты** коснулись исторического минимума доходности! Вероятно дальнейшее увеличение наклона кривой **UST** (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

■ Нам показалось, что вчерашние размещения **ОФЗ** были не совсем «рыночными». Об облигациях **Газпром-6**, **МОЭСК-1**, а также перспективах рублевой ликвидности (стр. 2)

### Новости, комментарии и идеи

■ **Вкратце: РЖД (A3/BBB+/BBB+)** планирует зарегистрировать рублевые облигации на 80 млрд. руб., а также программу еврооблигаций на 7 млрд. долл. (Источник: Коммерсантъ). Насколько мы понимаем, планы по наращиванию долга связаны с масштабной инвестпрограммой РЖД. На наш взгляд, беспокоиться за кредитное качество компании не стоит. По нашим оценкам, соотношение «Долг/ЕБИТДА» у РЖД в среднесрочной перспективе не превысит 1.5-2.0x. Рейтинговые агентства тоже в курсе планов РЖД. При этом Fitch и S&P буквально недавно подтвердили рейтинги компании. В то же время, рост предложения рыночного долга РЖД может повлечь за собой расширение спрэдов уже обращающихся выпусков по «техническим причинам», т.к. объемы доступных торговых лимитов на компанию не безграничны. В сегменте рублевых облигаций квазисуверенных эмитентов мы отдаем предпочтение выпускам АИЖК (Ваа2), предлагающим наиболее широкие спрэды к ставке однодневного репо ЦБ.

■ **Вкратце: Минфин предлагает ввести контроль за внешними заимствованиями госкомпаний и госбанков** (Источник: Коммерсантъ). Насколько мы понимаем, чиновников беспокоит инфляционный эффект от притока капитала через валютные займы. На наш взгляд, введение такого рода регулирования маловероятно. Во-первых, члены правительства представлены в органах управления госкомпаний и госбанков и, таким образом, вовлечены в формирование их финансовой политики. Во-вторых, действия крупнейших госкорпораций и финансовых институтов на долговых рынках не выглядят абсурдными – локальный рынок просто не может удовлетворить их потребности в финансировании, да и показатели долговой нагрузки этих компаний умеренно-консервативны. Тем не менее, если бы подобные меры были приняты и они привели бы к снижению объемов заимствований госкорпораций на внешних рынках, это технически поддержало бы котировки облигаций соответствующих эмитентов.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.60	+0.16	-0.61	-0.43
EMBI+ Spread, бп	295	+5	+63	+56
EMBI+ Russia Spread, бп	191	+2	+48	+44
Russia 30 Yield, %	5.29	-0.04	-0.26	-0.22
ОФЗ 46018 Yield, %	6.50	-0.03	+0.02	+0.03
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	549	-40.8	-284.6	-339.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	460.4	+38.2	+354.7	+345.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	88.7	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	2.92	-0.54	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.74	-0.08	+0.13	+0.10
Нефть (брент), USD/барр.	86.6	-1.9	-6.1	-7.3
Индекс РТС	1891	-77	-412	-400

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

**Такой волатильности рынок US Treasuries не видел давно.** Взять хотя бы **2-летние UST**, доходность которых вчера колебалась в интервале шириной более чем 30 бп! Но, обо всем по порядку.

В первой половине дня мы наблюдали продолжение тенденции «бегства к качеству». Котировки акций и доходности облигаций обновили минимумы. Любопытно, что **30-летние UST** достигли вчера своего абсолютного исторического минимума по доходности – 4.10%! Так низко доходность **30-летки** не опускалась с 1977 г., когда эта бумага впервые появилась на рынке.

Однако поздно вечером по московскому времени на рынках повеяло оптимизмом. Поводом стало сообщение о возможной господдержке испытывающих проблемы финансовых страховщиков **MBIA** и **AMBAC** (за счет поручительств этих компаний поддерживаются AAA-рейтинги у огромного числа бумаг). Инвесторы восприняли эту новость с воодушевлением, рынки акций начали расти, а с ними и доходности казначейских бумаг. **10-летние UST** отскочили от своих минимумов сразу на 30бп, завершив день с доходностью 3.60%.

В сегменте **Emerging Markets** ценовая волатильность традиционно низка, в то время как спреды к **UST** очень нестабильны. Так, дистанция между российским бенчмарком **RUSSIA 30** (YTM 5.29%) и **UST** вчера достигала 200бп, а сегодня утром сократилась до 177бп. В корпоративном секторе ситуация не меняется: интерес инвесторов сохраняется в более высокодоходных и коротких бумагах. В первом эшелоне сделок почти нет.

Мы не считаем, что оптимизм надолго воцарился на рынках. Котировки фьючерсов на **FED RATE** указывают на 100%-ю вероятность снижения **ставки ФРС** еще на 50 бп. на ближайшем заседании 30 января. Кроме того, публикуемая сегодня вечером **статистика по вторичному рынку жилья в США** вполне может вызвать очередную волну «бегства к качеству». На наш взгляд, в текущей ситуации разумной торговой стратегией может быть игра на увеличении наклона кривой доходности **UST**, т.е. ставка на расширение спреда между короткими и длинными **Treasuries**. Этот процесс всегда сопровождает циклы снижения ключевой ставки. Формируя позицию, убедитесь, что она нейтральна с точки зрения DV01.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

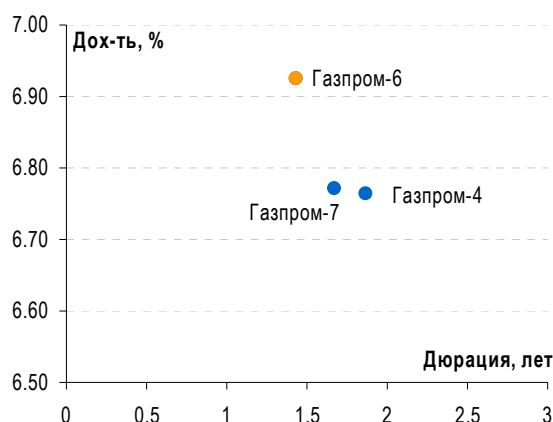
Аналитики: *Максим Коровин, Михаил Галкин, e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com*

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Центральным событием вчерашнего дня стали аукционы по размещению **ОФЗ**. Минфину удалось продать бумаги на 15.6 млрд. рублей из совокупного предложенного объема в 25 млрд. рублей. Удивили итоги размещений: средневзвешенная доходность по самым длинным облигациям **ОФЗ 46022** сложилась в размере 6.53%, **ОФЗ 26200** – 6.22%, **ОФЗ 46021** – 6.38%. Наши прогнозы по доходности были на 5-8бп выше. Насколько мы понимаем, размещения были в значительной степени «нерыночными», а ключевыми приобретателями бумаг стали государственные финансовые институты. Реестр сделок на аукционах косвенно подтверждает эту догадку. Заметим, что сегмент **ОФЗ** становится все менее рыночным. Первым «тревожным звонком» в этом смысле стали интервенции **Центробанка** в сентябре прошлого года.

В корпоративном сегменте некоторые выпуски **1-го эшелона** даже прибавили в цене. Это **РСХБ-3** (YTM 8.35%,+20бп), **ВТБ-Лизинг-1** (YTP 7.94%,+17бп), **ЛУКОЙЛ-3** (YTM 7.25%,+10бп) и т.д. Однако объемы торгов были более чем скромными, поэтому рост котировок выглядел скорее как попытка маркет-мейкеров «передвинуть» рынок немного повыше.

Обращаем внимание на выпуск **Газпром-6** (УТМ 6.92%) – он примерно на 10-15бп выбивается из собственной кривой и может стать хорошей альтернативой чуть более длинным выпускам **Газпром-7** (УТМ 6.77%) и **Газпром-4** (УТМ 6.76%):



Во **2-м эшелоне** вчера примерно на 10бп просели котировки **МОЭСК-1** (УТМ 8.64%). Мы связываем это с появлением новости о планах компании разместить до лета рублевые еврооблигации на 10 млрд. рублей. Мы считаем, что «качественным» эмитентам (с рейтингами, удовлетворяющими критериям **Ломбардного списка**) сейчас гораздо выгоднее размещать простые рублевые займы, чем еврооблигации. Поэтому, на наш взгляд, весьма вероятно, что еврооблигационный займ **МОЭСК** так и не состоится. В любом случае, держателям рублевого выпуска бояться нечего – еврооблигации рассчитаны на совершенно иную базу инвесторов.

Ставки денежного рынка по-прежнему сохраняются на достаточно низком уровне, 2.5-3.0%. Однако слышны опасения по поводу вероятного сокращения объема рублевой ликвидности. Во-первых, нас ожидает отток около 70 млрд. руб. в связи с восстановлением нормативов обязательного резервирования (**ФОР**). Во-вторых, появились спекуляции на тему возможного оттока средств, временно размещенных на межбанковском рынке **Банком Развития** (см. сегодняшнюю заметку в **RBCDaily**). Мы сомневаемся, что **Банк Развития** действительно будет сейчас предпринимать какие-то действия, которые могут привести к ухудшению конъюнктуры денежного рынка. В то же время, мы согласны, что тучи над рублевой ликвидностью действительно сгущаются. Во всяком случае, текущее положение курса бивалютной корзины (выше беда ЦБ) подразумевает, что интервенций со стороны Центробанка на валютном рынке нам пока ждать не стоит. А ведь без этого привычного источника «свежей» ликвидности деньги достаточно быстро могут подорожать.



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.