

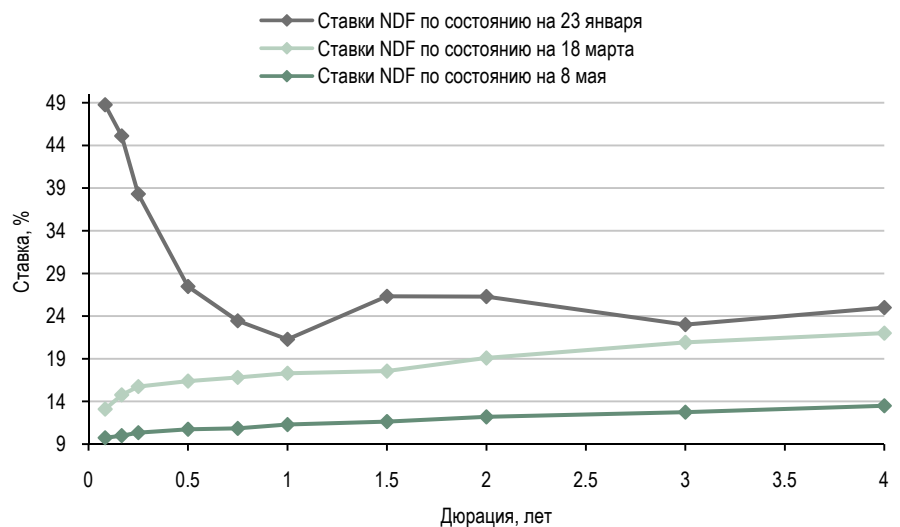
Облигации Москвы

Лучший выбор в первом эшелоне

- **Рублевые облигации снова в почете.** Первый квартал 2009 г., возможно, стал переломным с точки зрения перспектив рынка рублевых облигаций в глазах инвесторов. С улучшением ситуации на мировых рынках тенденция к укреплению рубля может сохраниться до конца года. Мы подтверждаем наш прогноз валютного курса на конец 2009 г. на уровне 28.9 руб. за доллар США, что предполагает дальнейшее снижение ставок NDF.
- **Поддержка со стороны Банка России.** Мы прогнозируем снижение показателя инфляции до 11.0-12.0% к концу года, что меньше официального прогноза правительства (13.0%). С учетом прогноза инфляции мы ожидаем дальнейшего понижения ключевых ставок Банка России в течение года на 150-200 б. п.; соответственно, ставка РЕПО Банка России, по нашим прогнозам, составит 7.5-8.0% к концу 2009 г.
- **Главная инвестиционная стратегия.** Доходность наиболее ликвидных выпусков первого эшелона (13.0-18.0%) и возможность рефинансировать их на межбанковском рынке по ставкам на уровне 9.0-10.0% создают отличный потенциал для реализации стратегии *carry trade*. Именно эта торговая стратегия, по нашему мнению, в ближайшие месяцы станет основной на рынке рублевых облигаций.
- **Облигации Москвы – лучший инструмент для *carry trade*.** Самыми привлекательными долговыми обязательствами первого эшелона мы по-прежнему считаем выпуски Москвы. В настоящее время это самый ликвидный и хорошо рефинансируемый инструмент на внутреннем долговом рынке. Банк России учитывает облигации Москвы с минимальным дисконтом 2.5% против 10.0% для инструментов других эмитентов первого эшелона.
- **Программа заимствований на 2009 год фактически исполнена.** По состоянию на шестое мая можно с уверенностью утверждать, что за первые четыре месяца исполнение текущей программы внутренних заимствований фактически завершено. В 2009 г. планировалось разместить рублевые облигации Москвы на 54.2 млрд руб. По данным Финансового агентства города Москвы, за период с 1 января по 30 апреля 2009 г. объем размещения составил 59.1 млрд руб.
- **Москомзайм может взять паузу в размещении новых облигаций.** Дальнейшее регулярное предложение больших объемов облигаций Москвы на первичном рынке возможно только в случае корректировки программы заимствований на 2009 г., т. е. внесения изменений в городской бюджет. Это требует исполнения соответствующих законодательных процедур, что, по нашим оценкам, может занять не менее полутора-двух месяцев.
- **Ралли облигаций Москвы может продолжиться.** На наш взгляд, сейчас складываются весьма благоприятные условия для продолжения ралли котировок долговых обязательств Москвы. Доходности соответствующих выпусков могут снизиться на 200-300 б. п. уже в ближайшие недели. Мы рекомендуем к покупке инструменты с самой высокой дюрацией, в частности, выпуски Москва-54, Москва-45, Москва-50 и Москва-54.

Рублевые облигации снова в почете. Первый квартал 2009 г., возможно, стал переломным с точки зрения перспектив рынка рублевых облигаций в глазах инвесторов. Поворотным моментом, как представляется, стало завершение плавной девальвации курса национальной валюты в конце января. По мере стабилизации курса рубля девальвационные ожидания ослабели, что выразилось в резком снижении ставок NDF. С улучшением ситуации на мировых рынках, сопровождающимся уверенным ростом цен на основные товары российского экспорта, тенденция к укреплению рубля может сохраниться до конца года. Мы подтверждаем наш прогноз валютного курса на конец 2009 г. на уровне 28.9 руб. за доллар США. Это предполагает дальнейшее снижение ставок NDF, и вполне вероятно, что уже к середине года они достигнут однозначных величин. Такое развитие событий, безусловно, является мощным фактором поддержки для внутреннего рынка облигаций.

Рисунок 1. Ставки NDF



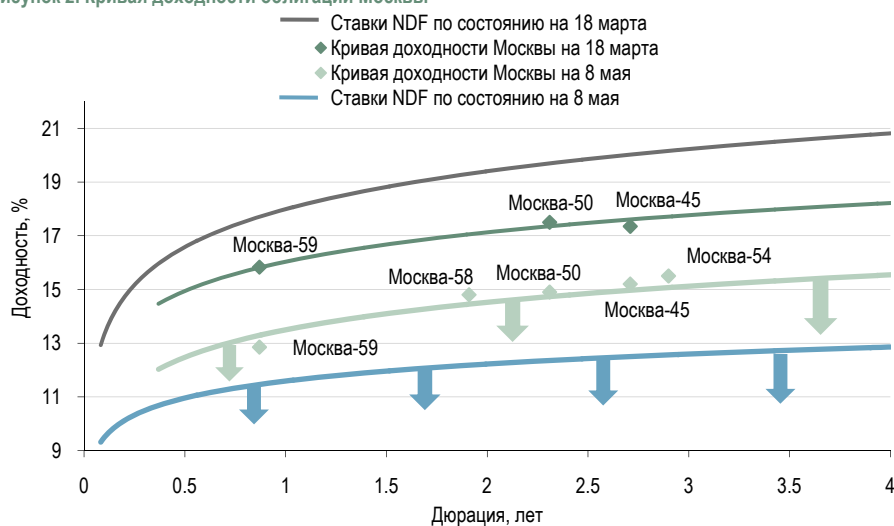
Источник: Bloomberg

Поддержка со стороны Банка России. Еще одним благоприятным фактором для рынка рублевых долговых обязательств в течение года может стать политика Банка России, направленная на снижение ключевых процентных ставок. 23 апреля, через три месяца после завершения девальвации рубля, регулятор понизил ключевые ставки на 50 б. п., и в настоящее время минимальная аукционная ставка РЕПО Банка России составляет 9.5%. Дальнейшие решения о снижении ставок центральный банк будет принимать на основании прогнозной динамики инфляции. По нашему мнению, тенденция к замедлению инфляции, проявившаяся в марте-апреле, сохранится до конца 2009 г. Мы прогнозируем снижение показателя до 11.0-12.0% к концу года, что меньше официального прогноза правительства (13.0%). В таком случае можно ожидать уменьшения ключевых ставок Банка России в течение года на 150-200 б. п.; соответственно, ставка РЕПО Банка России, по нашим прогнозам, составит 7.5-8.0% к концу 2009 г.

Главная инвестиционная стратегия. На данном этапе восстановления инвестиционной привлекательности рынка рублевых облигаций основной интерес вызывают долговые инструменты первого эшелона, важными преимуществами которых являются низкий уровень кредитного риска, ликвидность и хорошая возможность рефинансирования. Доходность наиболее ликвидных выпусков первого эшелона (13.0-18.0%) и возможность рефинансировать их на межбанковском рынке по ставкам на уровне 9.0-10.0% создают отличный потенциал для реализации стратегии *carry trade*. Именно эта торговая стратегия, по нашему мнению, в ближайшие месяцы станет основной на рынке рублевых облигаций. Несмотря на вероятное оживление на первичном рынке и увеличение предложения новых долговых обязательств со стороны первоклассных заемщиков, мы ожидаем дальнейшего снижения доходностей рублевых инструментов в среднем на 200-400 б. п. в течение года.

Облигации Москвы – лучший инструмент для carry trade. Самыми привлекательными долговыми обязательствами первого эшелона мы по-прежнему считаем выпуски Москвы. За короткое время Москомзайму удалось вернуть облигациям Москвы утерянный в последние годы статус индикативных. В настоящее время это самый ликвидный и хорошо рефинансируемый инструмент на внутреннем долговом рынке. Банк России учитывает облигации Москвы с минимальным дисконтом 2.5% против 10.0% для обязательств других эмитентов первого эшелона. Размещение рублевых облигаций Москвы было начато в середине марта с годового выпуска; в дальнейшем Москомзайм предложил инвесторам двух- и трехлетние инструменты. Если в середине марта кривая доходности облигаций Москвы находилась существенно ниже кривой NDF, то в настоящее время премия выпусков Москвы к кривой NDF составляет 200-250 б. п. Мы полагаем, что ралли в ближайшие недели продолжится. По мере дальнейшего снижения ставок NDF мы прогнозируем уменьшение доходностей обязательств Москвы с нынешних 14.0-15.0% до 11.0-12.0% к середине года.

Рисунок 2. Кривая доходности облигаций Москвы



Источники: ММББ, Bloomberg

Программа заимствований на 2009 год фактически исполнена. Закон о бюджете города Москвы в последней редакции от 11 февраля 2009 г. предусматривает бюджетный дефицит в объеме 59.9 млрд руб. Финансирование городского бюджета должно в значительной степени осуществляться путем эмиссии рублевых облигаций. В 2009 г. Москва планировала разместить рублевые долговые обязательства на сумму 54.2 млрд руб. (чистый объем привлечения средств должен составить 33.2 млрд руб.). По состоянию на шестое мая можно с уверенностью утверждать, что за первые четыре месяца исполнение текущей программы внутренних заимствований фактически завершено. По данным Финансового агентства города Москвы, за период с 1 января по 30 апреля 2009 г. объем размещения облигаций составил 59.1 млрд руб. Основная доля пришлась на новые выпуски Москва-59, Москва-58, Москва-50, Москва-54, Москва-45.

Москомзайм может взять паузу в размещении новых облигаций. По нашим оценкам, дальнейшее регулярное предложение больших объемов облигаций Москвы на первичном рынке возможно только в случае корректировки программы заимствований на 2009 г., т.е. внесения изменений в городской бюджет. По итогам первого квартала бюджет Москвы сведен с профицитом: доходы составили 232 млрд руб. (105.3% плана), а расходы – 209.6 млрд руб. (78.8% плана). Внесение изменений в бюджет требует исполнения соответствующих законодательных процедур, что, по нашим оценкам, может занять не менее полутора-двух месяцев. Таким образом, в мае-июне Москомзайм, скорее всего, не будет проводить регулярных аукционов по размещению облигаций Москвы. Намеченное на 13 мая размещение выпуска Москва-53 с погашением в 2013 г. вполне может оказаться техническим, т.е. сколько-нибудь значимых объемов облигаций инвесторам предложено не будет.

Ралли облигаций Москвы может продолжиться. На наш взгляд, сейчас складываются весьма благоприятные условия для продолжения ралли котировок долговых обязательств Москвы. Доходности соответствующих выпусков могут снизиться на 200-300 б. п. уже в ближайшие недели. Мы рекомендуем к покупке инструменты с самой высокой дюрацией, в частности, выпуски Москва-54, Москва-45, Москва-50 и Москва-54. Также отметим, что, согласно последним комментариям представителей Москомзайма, эмитент предпримет шаги для включения соответствующих выпусков Москвы в котировальный список ММВБ первого уровня, что дополнительно повышает их привлекательность для покупок.

Таблица 1. Облигации Москвы в обращении

Выпуск	Дюрация, лет	Доходность, %	Цена, % от номинала	Объем выпуска, млн руб.	Объем в обращении, млн руб.	Ставка купона, %	Дата погашения	Рейтинг (S&P/ Moody's/Fitch)	Листинг
Москва-46	0.20	10.30	99.62	10 000	8 564	8.000	25 июл. 2009 г.	BBB/Baa1/BBB	вне списка
Москва-59	0.81	12.88	98.19	15 000	15 000	10.000	15 мар. 2010 г.	BBB/Baa1/BBB	вне списка
Москва-41	1.16	11.75	96.19	10 000	10 000	8.000	30 июл. 2010 г.	BBB/Baa1/BBB	A1 (ММВБ)
Москва-38	1.48	11.80	97.87	5 000	5 000	10.000	26 дек. 2010 г.	BBB/Baa1/BBB	A1 (ММВБ)
Москва-58	1.84	14.88	92.77	15 000	15 000	10.000	1 июн. 2011 г.	BBB/Baa1/BBB	вне списка
Москва-50	2.30	15.00	86.33	15 000	15 000	8.000	18 дек. 2011 г.	BBB/Baa1/BBB	вне списка
Москва-45	2.70	15.22	83.68	15 000	15 000	8.000	27 июн. 2012 г.	BBB/Baa1/BBB	вне списка
Москва-54	2.89	15.49	82.01	15 000	15 000	8.000	5 сен. 2012 г.	BBB/Baa1/BBB	вне списка
Москва-39	4.10	14.27	77.87	10 000	10 000	8.000	21 июл. 2014 г.	BBB/Baa1/BBB	A1 (ММВБ)
Москва-44	4.55	15.00	72.72	20 000	20 000	8.000	24 июн. 2015 г.	BBB/Baa1/BBB	A1 (ММВБ)
Москва-49	5.33	15.96	64.35	25 000	2 354	8.000	14 июн. 2017 г.	BBB/Baa1/BBB	вне списка

Источники: ММВБ, Москомзайм

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

Ренессанс Капитал

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш

+ 7 (495) 258 7916

RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский

+ 7 (495) 258 7904

ABurgansky@rencap.com

Начальник отдела макроэкономики и анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

NZagvozdina@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

RNash@rencap.com

Томас Манди

Ованес Оганисян

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

DNangle@rencap.com

Милена Иванова-Вентурини

Медиа и ИТ, сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 4350

Дэвид Фергусон

DFerguson@rencap.com

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

REdwards@rencap.com

Борис Красноженов

Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

ABurgansky@rencap.com

Ирина Елиневская

Потребительский сектор и сельское хозяйство

+ 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

NZagvozdina@rencap.com

Ульяна Типсина

Телекоммуникации и транспорт

+ 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

AKazbegi@rencap.com

Иван Ким

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова

MAlexeenkova@rencap.com

Электротехника

+ 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг

DWeaving@rencap.com

Владимир Скляр

Макроэкономика и рынок долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

AMoiseev@rencap.com

Николай Подгузов

Петр Гришин

Максим Раскоснов

Андрей Марков

Елена Шарипова

Антон Никитин

Рынок Средней Азии

+ 7 (727) 244 1544

Милена Иванова-Вентурини

Рынок Украины

+ 38 (044) 492 7383

Анастасия Головач

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 258 7785

Александра Волдман

AWaldman@rencap.com

Патриция Сомервилль

Мичико Фокс

Марк Портер

Иван Алешин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова

EMalakhova@rencap.com

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216

Юлия Попова

Екатерина Лизунова

© 2009 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.