

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %		Выпуск	Close	Изм-е, %	YTM, %	Изм-е, б.п.
Нефть (Urals)	88.10	2.40	2.80	↑	UST 10	0.00	-100.00	3.65	-12
Золото	918	9.20	1.01	↑	РОССИЯ 30	114.13	0.11	5.46	-2
EUR/USD	1.4509	0.0026	0.18	↑	Газпром 34	119.89	-0.74	6.96	6
RUB/USD	24.6466	-0.0240	-0.10	↓	Банк Москвы 09	102.97	-0.13	6.05	8
FF Fut. апр.08	2.425	-0.02		↓	ОФЗ 25057	102.03	-0.97	6.44	55
FF Fut. Prob (2.5%). апр.08	100.0	0.0		↑	ОФЗ 25058	100.30	-0.01	5.06	1
EMBI+	431.29	-3.15	-0.73	↓	ОФЗ 46020	101.10	-0.50	6.93	4
EMBI+, спрэд	283	17		↑	МГор39-об	106.36	-0.44	6.78	8
EMBI+ Россия	485.85	-1.79	-0.37	↓	Мос.обл.6в	105.22	-0.33	7.27	12
EMBI+ Россия, спрэд	181	19		↑	Мос.обл.7в	103.60	-0.60	7.40	13
MIBOR, %	3.68	0.32		↑	КОМИ 8в об	97.50	1.28	7.75	-25
Счета и деп. в ЦБ, млрд. руб.	838.8	-22.4	-2.60	↓	РЖД-07обл	102.85	0.00	6.95	0
MICEX RCBI	99.36	-0.03	-0.03	↓	ИКС5Фин 01	97.60	0.00	8.91	0
MICEX объемы, млн.руб.	Биржа	РПС	Сумм.	РЕПО	МОЭСК-01	99.05	0.05	8.53	-2
Корпоративные	2695.3	6059.1	8754.4	34696.8	МартаФин 3	99.52	-0.38	17.23	91
Муниципальные	390.7	2435.7	2826.4	7160.8	ГлСтрой-2	100.55	0.20	9.23	-36
Государственные	975.9	0.0	975.9	0.0	ЮТК-03 об.	99.80	0.00	8.71	0

Ключевые события

Долговые рынки

Что посеешь, то и пожнешь

Два факта, подтверждающих переоценку внутреннего долгового рынка

Первичный рынок

ТМК-03: хорошая премия при неизвестных переменных

Новости коротко

- **Банк Москвы** разместил 5-летние облигации объемом 10 млрд руб. Ставка первого купона установлена на уровне 7.85 % годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 8 %. / ММВБ
- **Микояновский мясокомбинат** 14 февраля 2008 г. разместит 2-й выпуск облигаций объемом 2 млрд руб. Срок обращения выпуска – 5 лет. По выпуску предусмотрена 1,5-годовая оферта. Справедливый уровень доходности можно оценить в 11.25-11.5 % годовых. Однако с учетом негативной рыночной конъюнктуры эмитент готов предоставить премию к справедливым уровням, в связи с этим ориентиры по купону – 11.5-12 %./ Инвестиционный блок Банка Москвы
- **Россельхозбанк** 22 февраля 2008 г. разместит облигационный выпуск 6 серии объемом 5 млрд руб. с годовой офертой. Ориентиры по купонной ставке – в диапазоне 8.2-8.5 %. Это соответствует доходности к оферте на уровне 8.37-8.6 %, что дает небольшую премию (порядка 10-20 б. п.) к кривой РСХБ. РСХБ-03 с офертой в феврале 2010 г. в пятницу закрылся с доходностью 8.58 %, РСХБ-04 с офертой в октябре 2008 г. – с доходностью в 8.26 %. / Рейтер
- Генерирующая компания **ТГК-1** может привлечь банковский кредит в размере 7-8 млрд руб. в конце 2008 г., как сообщил в пятницу генеральный директор компании Валерий Рогов. По его словам, в этом году компания не планирует размещение новых рублевых облигаций. / РИА Новости
- **Холдинговая компания «СЗНК»** планирует размещение дебютного выпуска облигаций объемом 1 млрд руб. сроком обращения 3 года. / Прайм-ТАСС
- Министр финансов России **Алексей Кудрин** выразил уверенность в том, что Организация экономического сотрудничества и развития повысит рейтинг России в своей квалификации и поместит ее в категорию с пониженным риском, когда мировые финансовые рынки стабилизируются после текущего финансового кризиса. ОЭСР переместила Россию из четвертой группы риска в третью – более низкую категорию риска – в январе 2007 г. после того, как была погашена большая часть коммерческих долгов, унаследованных от бывшего Советского Союза. / Интерфакс
- **Банк Москвы** разместил 5-летние облигации объемом 10 млрд руб. Ставка первого купона установлена на уровне 7.85 % годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 8 %. / ММВБ

Долговые рынки**Что посеешь, то и пожнешь**

Облигации голубых фишек в пятницу закрылись в минусе. Котировки подверглись сильному прессингу в результате оттока иностранного капитала. Несколько наших источников сообщили, что российские «дочки» глобальных банков снова начали фиксировать позиции в рублевых облигациях аналогично августовскому сценарию. Причиной для таких действий стало ожидание ухудшения ситуации с рублевой ликвидностью в течение следующих месяцев.

Российские власти и банковское сообщество обеспокоены выплатой внешнего долга в условиях ухудшающейся кредитной конъюнктуры на мировом рынке капитала. Главную угрозу для рублевой ликвидности несут выплаты по внешнему долгу. По данным ЦБ, только в течение 1-го квартала 2008 г. российским финансовым и нефинансовым институтам придется выплатить более \$ 30 млрд. Большая часть платежей приходится на март.

Доходности рублевых облигаций в январе сохраняли довольно стабильные позиции, при том что мировые финансовые рынки демонстрировали противоположную динамику. В результате рынок рублевых облигаций стал переоцененным относительно сегмента российских долларовых еврооблигаций с таким же риском и дюрацией.

Два факта, подтверждающих переоценку внутреннего долгового рынка

1. Кривая еврооблигаций гораздо круче кривой рублевых облигаций.
2. Существует огромный разрыв между стоимостью рублевого хеджирования (около 300 б. п.) и разницей уровней рублевых облигаций и долларовых еврооблигаций (около 100 б. п.)

Тем не менее, мы считаем, что некоторые внутренние факторы (структура инвесторов и система РЕПО) могут обеспечить системе относительную стабильность. Маловероятно, что резиденты внутреннего долгового рынка станут первыми переоценивать свои активы.

Внутренний тренд негативен

Антиинфляционные меры ЦБ, вступившие в силу на прошлой неделе, привели к коррекции на внутреннем долговом рынке. Повышение базовых процентных ставок (включая ставку РЕПО) имело место на фоне противоположных по вектору попыток увеличить ликвидность в денежной системе США и возрастающих дискуссий по смягчению монетарной политики в Европе. ЦБ смешал карты большинству участников рынка и вызвал больше психологические, чем фундаментально обоснованные распродажи.

Тем не менее, с точки зрения участников рынка, использующих механизм РЕПО, повышение базовых ставок увеличило стоимость заимствования на денежном рынке, а пессимистичные ожидания по снижению ликвидности в марте лишь усилили негативный эффект.

В пятницу голубые фишки упали на 50-75 б. п. Котировки 4-го выпуска облигаций ЛУКОЙЛа снизились на 65 б. п. Котировки выпуска АИЖК-07 опустились на 70 б. п. Ценовой индекс корпоративных облигаций, рассчитываемый нами по всему сектору, просел на 23 б. п. Долговые выпуски Москвы испытали наибольшее давление после слабых итогов по размещению 49-го выпуска. Котировки Москва-44 снизились на 143 б. п. Доходность выпуска Москва-49 выросла до 7.0 %. Облигации Москва-39 просели на 121 б. п.

На наш взгляд, дальнейшая переоценка внутреннего долгового рынка неизбежна.

Несмотря на то что первичный рынок находится в плачевном состоянии, мы продолжаем получать убедительные сигналы о премиях, которые требуют инвесторы при размещении обычных корпоративных бондов. Исходя из сделок, которые планируется зарыть в ближайшее время (например, размещение 2-го выпуска облигаций ТГК-10), размер этой премии для эмитентов 2-го эшелона достигает до 150 б. п. Премия для эмитентов 3-го эшелона ограничена более высокими уровнями.

На наш взгляд, на этой неделе негативные тенденции сохранятся в силу специфики внутреннего рынка России. Большая часть выпусков ликвидных облигаций находится в качестве залога по краткосрочным операциям РЕПО, и переоценка по ним начнется с отставанием от 1 до 7 дней.

Егор Федоров

Первичный рынок

ТМК-03: хорошая премия при неизвестных переменных

В пятницу всего лишь один выпуск вызвал интерес со стороны инвесторов. Группа ТМК, крупнейший производитель и экспортер труб, объявила купонную ставку по 3-му выпуску облигаций на уровне 9.6 % годовых на следующий 1.5-годовой период. Компания должна исполнить оферту по выпуску объемом 5.0 млрд руб. 22 февраля.

Мы полагаем, что может быть несколько причин, которые повлияли на установление столь высокой ставки:

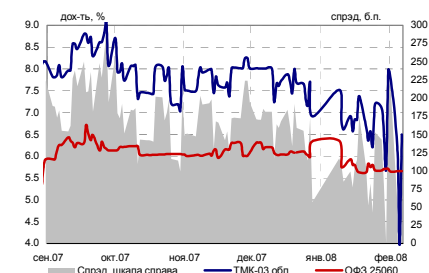
- 1) Похоже, что ТМК обеспокоена плохими рыночными условиями, которые могут помешать ее программе заимствования на \$ 1.5 млрд.
- 2) Большой процент владельцев рублевых облигаций компании составляют нерезиденты, требующие уровень рублевой доходности, рассчитываемый с учетом доходности евробондов ТМК и стоимости хеджирования рублевого риска.
- 3) Наконец, третья причина – компания не хочет использовать схему с обратным выкупом при прохождении оферты, которая популярна у эмитентов 3-го эшелона, и предоставила (на ее взгляд) премию в размере 150 б. п. к справедливой кривой рублевой доходности.

Объявленная доходность по ТМК-03 на уровне 9.8 % выглядит весьма привлекательной, поскольку, исходя из стоимости хеджирования рублевого риска и доходности еврооблигаций ТМК, доходность 1.5-годового рублевого риска может быть оценена в размере 9.4 % годовых:

- доходность еврооблигаций ТМК-09 составляет 6.5 % (mid price);
- текущая стоимость хеджирования рублевого риска на год составляет (2.9 %).

К закрытию в пятницу доходность ТМК-03 сократилась до почти 9.1 %. Инвесторы на внутреннем рынке помнят предыдущие уровни кривой доходности ТМК (около 8 %) и не преминули воспользоваться «подарком». Безусловно, с этой точки зрения доходность ТМК выглядит крайне привлекательно, однако неизвестно, насколько быстро ТМК планирует привлечь \$ 1.5 млрд, с какой премией будут размещены ее еврооблигации и насколько долго рублевые облигации будут продолжать быть переоцененными относительно еврооблигаций.

Егор Федоров

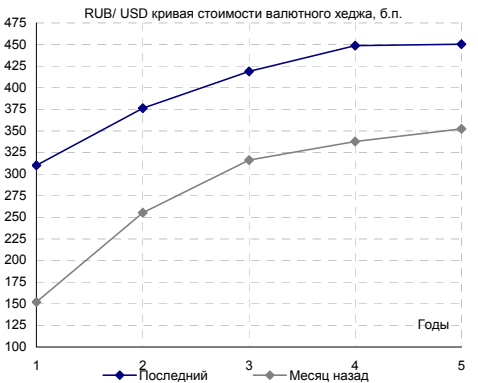
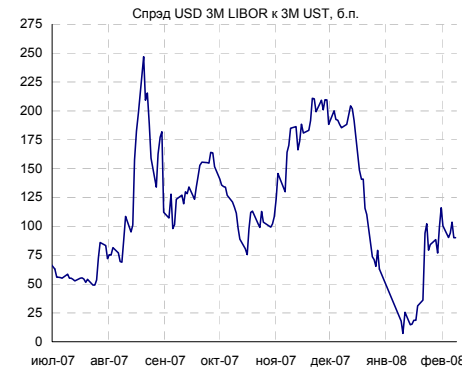
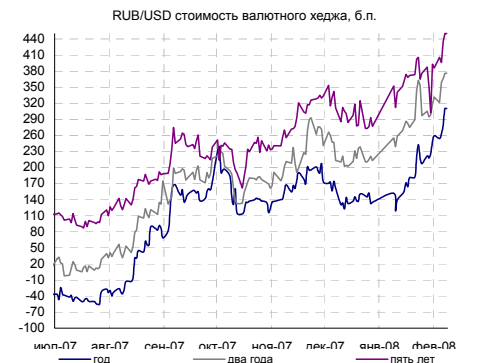
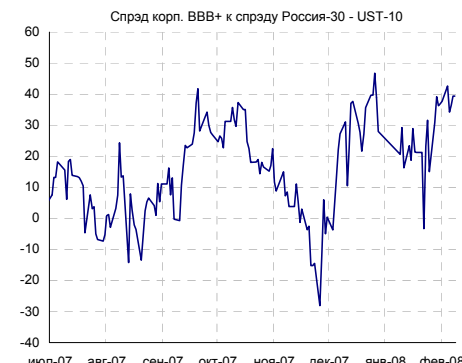
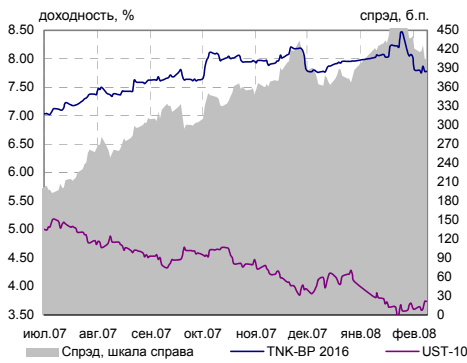
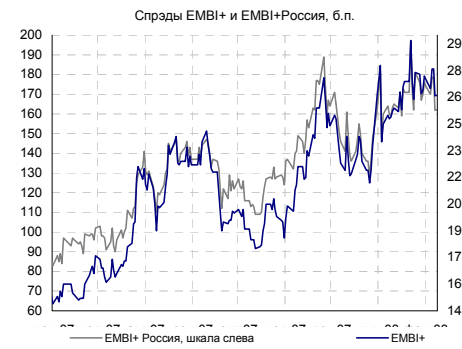
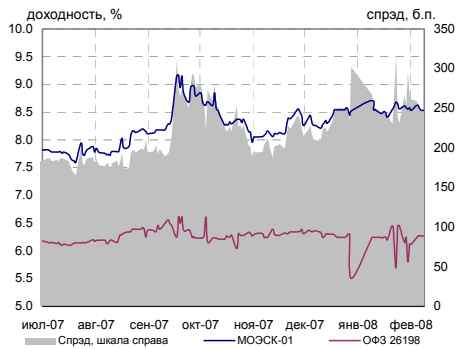
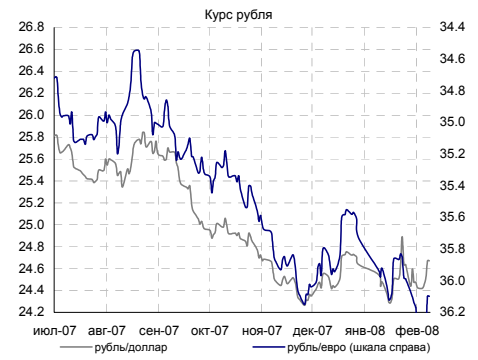
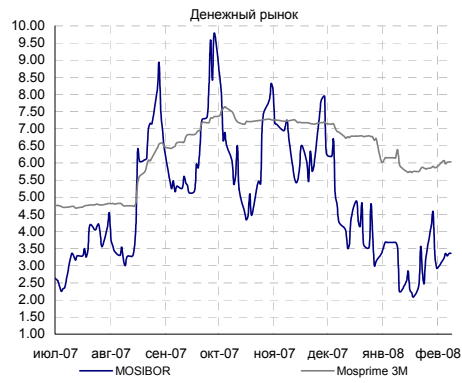
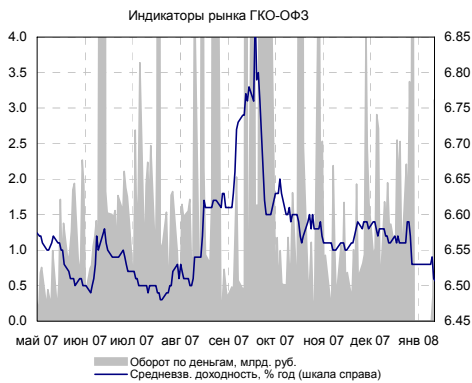


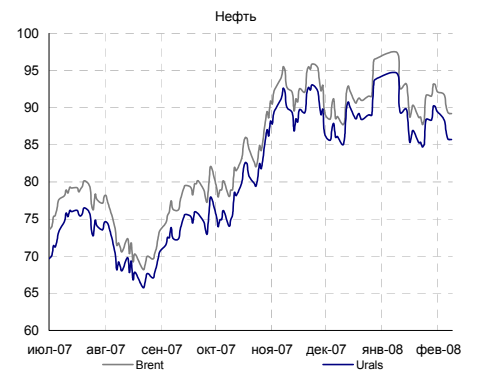
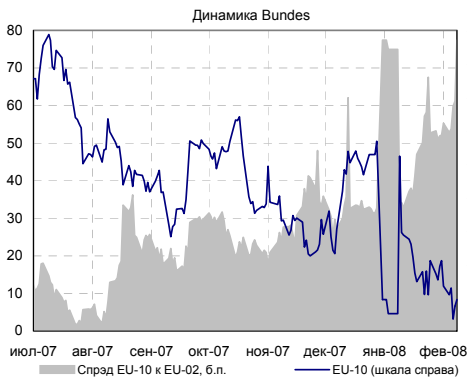
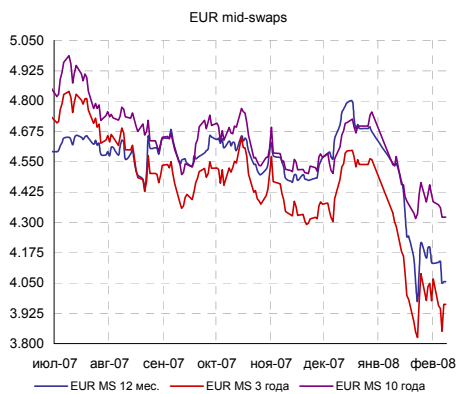
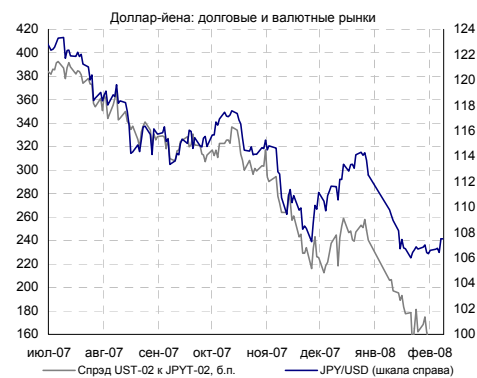
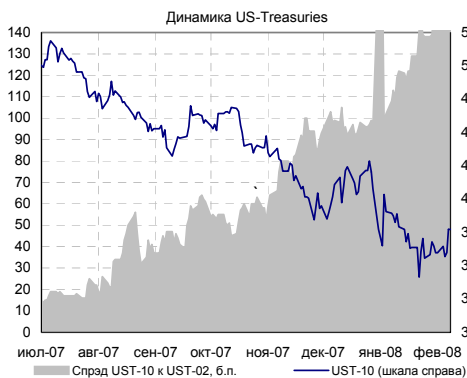
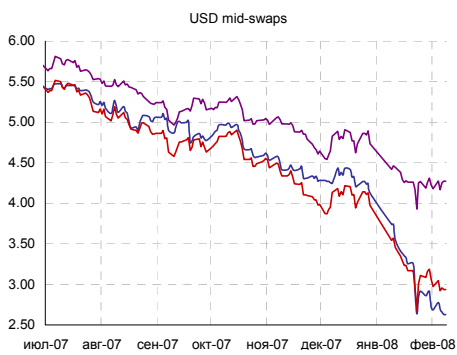
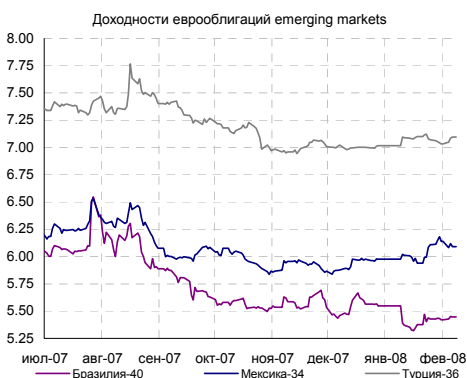
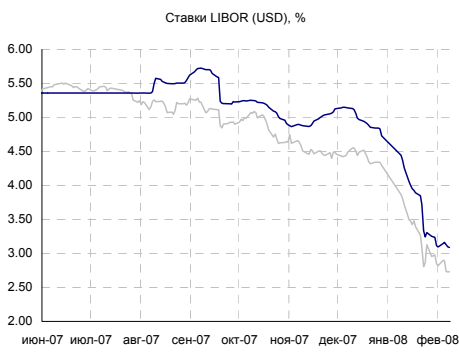
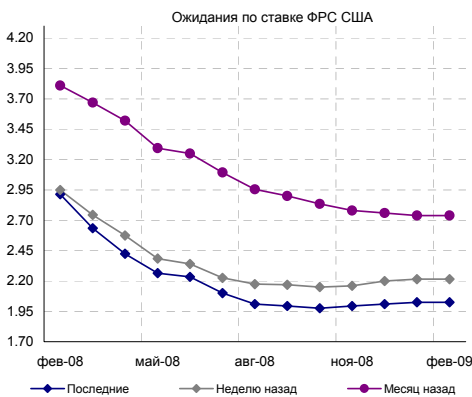
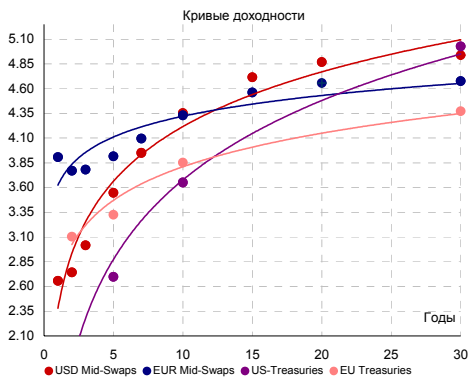
Доходность и спред за последние 20 торгов. дней*

	ср.знач	ст.откл.	min	max
ТМК-03 обл	6.64	0.82	3.97	7.97
ОФЗ 25060	5.72	0.08	5.63	5.93
Спред	91	85	-169	226

*По состоянию на 06.02.08

Источники: ММВБ, Банк Москвы





КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

СЕГОДНЯ

14.02.08	Очередное заседание Банк Японии. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки
15.02.08	
21.02.08	Очередное заседание ЕЦБ.
05.03.08	
06.03.08	Очередное заседание Банка Англии. Рассмотрение вопроса об изменении учетной ставки.

Календарь размещений

Дата	Эмитент, серия выпуска	Объем, млн.	Срок обращения	УТР/ УТМ (прогноз организаторов)	Разброс
СЕГОДНЯ					
10.02.08	Престиж-Экспресс-Сервис, 1	63	5 лет	-	-
12.02.08	ВТБ-24, 3	6000	5 лет	-	-
12.02.08	Далур-Финанс, 1	520	5 лет/ год	-	-
13.02.08	ТГК-10, 2	5000	5 лет/ год	9.99	0.52
14.02.08	Микоян, 2	2000	5 лет/ 1.5 года	куп. 11.5 - 12	0.50
22.02.08	Россельхозбанк, 6	5000	10 лет	куп. 8.2 - 8.5	0.30

Статистика США

Дата	Показатель	Посл. период	Ожидаемое значение	Прошрое значение	Фактическое значение
29.01.08	Статистика продаж товаров длительного пользования тыс. ед.	дек.07	1.5%	-0.1%	5.2%
30.01.08	Прогнозная оценка ВВП (GDP-advance)	IV кв. 2007	1.2%	4.9%	0.6%
31.01.08	Индекс потребительских расходов (PCE core)	дек.07	0.2%	0.2%	0.2%
01.02.08	Индекс Деловой активности (Manufacturing ISM)	янв.08	47.30	47.70	50.70
01.02.08	Статистика рынка труда - Число новых рабочих мест в непромышленном секторе (Non-farm payrolls), тыс	янв.08	63.00	82.00	-17.00
01.02.08	Статистика рынка труда - Уровень безработицы (Unemployment)	янв.08	5.0%	5.0%	4.9%
05.02.08	Индекс Деловой активности в сфере услуг (ISM non-manufacturing)	янв.08	53.00	54.40	41.90
06.02.08	Производительность рабочей силы, (Productivity)	IV кв. 2007	0.4%	6.3%	1.8%
06.02.08	Стоимость рабочей силы, (Labor cost)	IV кв. 2007	3.5%	-2.0%	2.1%
СЕГОДНЯ					
12.02.08	Сальдо федерального бюджета, млрд. долл.	янв.08	20.00	38.24	
13.02.08	Retail sales, исключая автомобили, m-t-m	янв.08	0.2%	-0.4%	
13.02.08	Розничные продажи (Retail sales), m-t-m	янв.08	-0.2%	-0.4%	
14.02.08	Торговый баланс (сальдо, млрд. долл.)	дек.07	-61.50	-63.12	
15.02.08	Экспортные цены	янв.08	0.3%	0.4%	
15.02.08	Импортные цены	янв.08	0.4%	0.0%	
15.02.08	Индекс промышленного производства	янв.08	0.1%	0.0%	

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Экономика**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Телекоммуникации**

Мусиенко Ростислав

Musienko_RI@mmbank.ru**Химическая промышленность**

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru**Банковский сектор**

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE@mmbank.ru**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Металлургия**

Скворцов Дмитрий

Skvortsov_DV@mmbank.ru**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru**Начальник отдела анализа рынка облигаций**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Кредитный анализ**

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru**Стратегия**

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.