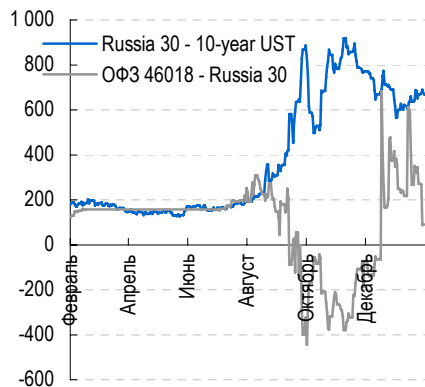
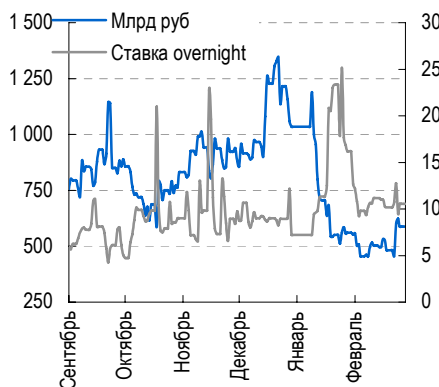


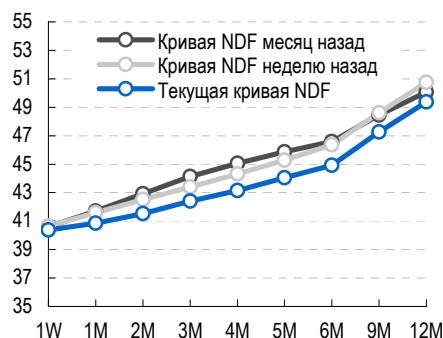
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

2 мар	Доходы/расходы домохозяйств (США)
2 мар	Индекс ISM-Manufacturing (США)
2 мар	Статистика по ВВП (Россия)
3 мар	Данные по рынку жилья (США)
4 мар	"Бежевая книга"
5 мар	Решение ЕЦБ по ставке
5 мар	Производительность труда (США)
6 мар	Уровень безработицы в США

### Рынок еврооблигаций

- «Кровопролитие» продолжается
- **Emerging Markets:** облигации ВЭБа (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Рубль слабеет
- Покупатели во 2-м эшелоне (стр. 3)

### Новости, комментарии и идеи

- **А.Дворкович:** Никого спасать не будем. Нужно брать на себя ответственность и работать более эффективно (стр. 3)
- **Группа Разгуляй (NR)** ищет способы рефинансировать или реструктурировать долги. Компания также надеется найти equity-инвестора среди иностранных с/х корпораций. Об этом сообщает служба DebtWire со ссылкой на источник, близкий к компании. Мы продолжаем считать, что сейчас кредитоспособность Разгуляя фактически является функцией от характера взаимоотношений компании с госбанками (РСХБ, Газпромбанк). Оценить этот фактор риска, не будучи «инсайдером», чрезвычайно сложно. Долг компании в конце 2008 г. составлял около 1 млрд. долл. и практически весь был краткосрочным. При этом показатель EBITDA, рассчитанный консервативно, в 1-м полугодии 2008 г. составлял менее 500 млн. руб. Подробнее о Разгуляе можно почитать в нашем комментарии от 17 ноября 2008 г.
- **Группа ГАЗ (NR)** подготовила предложения о реструктуризации долга. В них говорится, что убыток группы в 2008 г. составил 5.2 млрд. руб., а в 2009 г. он достигнет 16.7 млрд. руб. ГАЗ предлагает банкам пролонгировать кредиты на 5 лет. При этом решение о госгарантиях по кредитам группы пока не принято. В расщорчку до конца 2010 года. (Источник: Коммерсантъ). Мы не уверены в том, что банки согласятся поставить себя в менее выгодные условия по сравнению с держателями облигаций. Новости весьма неутешительны для последних, особенно в свете новых тезисов г-на Дворковича (см. стр. 3).

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.02	+0.03	+0.35	+0.81
EMBI+ Spread, бп	649	+3	-9	+410
EMBI+ Russia Spread, бп	643	+9	+26	+496
Russia 30 Yield, %	9.71	+0.04	+1.40	-0.14
ОФЗ 46018 Yield, %	8.45	-2.12	-3.70	0
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	451.2	+8.9	-19.3	-417.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	137.1	-8.6	+56.0	-27.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-477.7	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	10.54	1.04	-7.13	3.34
RUR/Бивалютная корзина	40.06	-0.29	+0.03	+5.25
Нефть (брент), USD/барр.	46.4	-0.1	+1.5	+0.8
Индекс РТС	545	-3	-1	-87

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### *«КРОВОПРОЛИТИЕ» ПРОДОЛЖАЕТСЯ*

Прошедшая неделя закончилась на минорной ноте. В пятницу утром инвесторов разочаровал отчет, показавший снижение промпроизводства в **Японии** на 10% в месячном выражении. Однако наибольший «ущерб» рынкам нанесла уточненная статистика по ВВП США за 4-й квартал 2008 г.: цифры были пересмотрены в худшую сторону – до -6.2% (-3.8% ранее).

Из менее важных новостей можно отметить запрос от **Fannie Mae** в **Минфин США** о дополнительном кредите в размере 15.2 млрд. долл. для покрытия убытков от растущего количества дефолтов. А **Citigroup** выступила с инициативой конвертировать часть привилегированных акций, выпущенных ранее в пользу государства, в обыкновенные. Фактически, это шаг к национализации.

На этом фоне акции по всему миру продолжили падение. Одновременно заметно увеличился наклон кривой **US Treasuries**: на волне «бегства к качеству» доходности на коротком конце снизились примерно на 10бп, а вот доходности **10-летних нот** превысили 3.00% из-за «навеса» новых размещений.

Предстоящая неделя обещает быть весьма насыщенной. В США выйдут данные по рынку труда (**Payrolls**), а **ЕЦБ** и **Банк Англии** примут решения относительно ключевых процентных ставок.

### *EMERGING MARKETS: ПРОДАЖИ, ОБЛИГАЦИИ ВЭБА*

Падающие рынки акций в пятницу потянули за собой и еврооблигации **Emerging Markets**. Котировки наиболее ликвидных выпусков потеряли в цене около 1пп, а спред **EMBI+** расширился до 649бп (+3бп).

Котировки **RUSSIA 30** (УТМ 9.71%) снизились примерно на 1/2. В корпоративном сегменте заметно выросло число продавцов, но из-за не очень высокой торговой активности сколько-нибудь существенного изменения цен мы не отметили.

**Глава ВЭБа В.Дмитриев** заявил, что банк вскоре приступит к размещению валютных облигаций на 5 млрд. долл. Ставка ожидается на уровне LIBOR+1%, а **ЦБ** будет предоставлять рефинансирование под их залог (Источник: Интерфакс). Основной спрос, как ожидается, обеспечат российские банки. К сожалению, о сроке облигаций ничего сказано не было. Даже если это будут 3-месячные бумаги, а «реповать» их в **ЦБ** можно будет по ставке **LIBOR**, мы не уверены, что они вызовут высокий спрос. Еврооблигации **Газпрома** с погашением через 6 месяцев торгуются под 6% годовых.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### РУБЛЬ НЕМНОГО СЛАБЕЕТ

Ожидания завершения периода налоговых выплат в сочетании с притоком ликвидности из бюджета и снижением цены на нефть способствуют покупкам валюты. К концу пятничных торгов стоимость бивалютной корзины выросла примерно на 10-15 копеек до 40.20-40.25 руб. А сегодня утром она достигла 40.35. О том, что рублевая ликвидность поступила именно из бюджета, а не от ЦБ, свидетельствует вот эта табличка:

млрд. рублей	24 февраля	27 февраля	Разница
Прочие кредиты (под залог активов, векселей и т.д.)	447	557	+110
Ломбардные кредиты	49	45	-4
РЕПО на аукционной основе (без недельного)	196	126	-70
РЕПО по фиксированной ставке	157	128	-30
Итого приток ликвидности от роста рефинансирования в ЦБ			+6
Остатки банков на корсчетах и депозитах в ЦБ	456	588	+132

### ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Как и накануне, большинство участников рынка в пятницу, по понятным причинам, были заняты «маркированием» облигаций для целей «приукрашивания» портфелей на отчетную дату. В связи с этим существенно увеличилось число «нерыночных сделок», затрудняющих анализ общей ситуации. В целом же, можно отметить, что второй день подряд спрос на бумаги **2-го эшелона** был на достаточно высоком уровне. Однако в связи с громкими заявлениями **А.Дворковича**, а также тревожными новостями о группах ГАЗ и Разгуляй (см. комментарий ниже и на стр.1) тренд в этом сегменте может быстро смениться на противоположный.

## А.Дворкович: «Никого спасать не будем»

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

Корпорациям больше не стоит рассчитывать на помощь государства, заявил помощник президента Аркадий Дворкович. «Никого спасать не будем. Нужно брать на себя ответственность и работать более эффективно», – сказал он, выступая на Красноярском экономическом форуме. Газета Коммерсантъ пишет сегодня о том, что выступление г-на Дворковича знаменует собой изменение политики государства. Отныне помощь корпорациям будет предоставляться в исключительных случаях и в основном через системные меры. Примерно об этом же, т.е. о дисциплинированной бюджетной политике с расчетом на продолжительный кризис, идеологами которой выступают А.Дворкович и министр финансов А.Кудрин, – редакционная заметка в Ведомостях: [www.vedomosti.ru/newspaper/article.shtml?2009/03/02/184041](http://www.vedomosti.ru/newspaper/article.shtml?2009/03/02/184041).

О том, насколько оправданным является такой подход с макроэкономической точки зрения, вероятно, порассуждает в своих обзорах наш экономист Николай Кашеев (нам – аналитикам по облигациям – интуитивно кажется, что вполне оправданным).

Для держателей же облигаций российских компаний это (по меньшей мере, в краткосрочной перспективе) – плохие новости. Похоже, что теперь стоит свести к минимуму надежды на спасение тех или иных крупных и не очень компаний (на случай если кто-то этого еще не сделал), а вместо этого готовиться к новым дефолтам и реструктуризациям.

Итак, что мы имеем на сегодня: через кредиты госбанков «спасены» несколько оборонных компаний (НПО Сатурн, МиГ) и крупных продуктовых сетей (вполне устойчивые бизнесы), а также по меньшей мере одна крупная строительная корпорация (Су-155 получила поддержку Москвы). Правительственный список из 295 компаний сам по себе «не работает», а вот получившийся на его основе список из 116 компаний, составленный Центробанком (их обязательства можно рефинансировать по Положению 312-П) – должен оказаться более-менее «рабочим». Кроме того, выделены средства на госгарантии (около 300 млрд. руб.), а также гораздо более скромные суммы – на субсидирование процентных ставок и рекапитализацию оборонных предприятий.

Наша основная торговая рекомендация остается неизменной (см. спец. обзор от 15 января). Если Вы хотите попытать счастья в облигациях за пределами 1-го эшелона (бумаг эмитентов с рейтингами в категориях 'BBB'/BB'), то в настоящее время с точки зрения риск/доходность чуть ли не единственным интересным сегментом являются банковские облигации. Мы имеем в виду выпуски банков, которые располагаются между 10-м и 80-м местами в рэнкинге крупнейших по величине активов и имеют кредитные рейтинги в категории "B" (B+; B; B-). Их выбор особенно широк среди еврооблигаций. Доходность – от 30% и выше.



МДМ-Банк  
Корпоративно-  
Инвестиционный Блок  
Котельническая наб., 33/1  
Москва, Россия 115172  
Тел. 795-2521

#### Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

##### Константин Рогов

Konstantin.Rogov@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

#### Отдел торговли долговыми инструментами

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

#### Отдел РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
--------------	---------------------------

#### Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

#### Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кащеев	kni@mdmbank.com
----------------	-----------------

#### Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@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 письменного разрешения МДМ-Банка запрещается полностью или по частям 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, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.