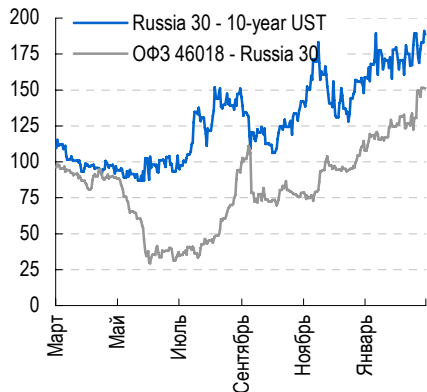
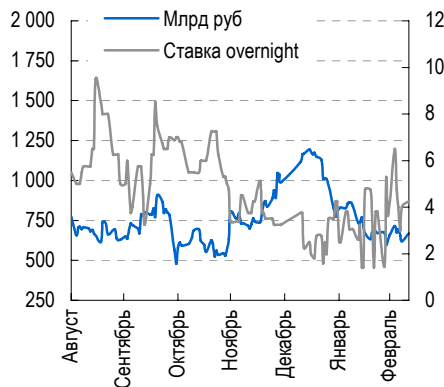


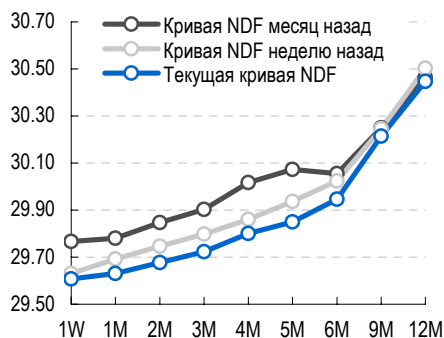
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

12 мар	Размещение ОФЗ-46020
12 мар	Размещение ОФЗ-26200
12 мар	Размещение руб. обл. ПЧРБ-1
12 мар	Размещение руб. обл. ГазСервис-1
13 мар	Статистика по розничным продажам в США
14 мар	Индекс потребительских цен в США
15 мар	Уплата акцизов, ЕСН
17 мар	Индекс Empire Manufacturing

Рынок еврооблигаций

- **ФРС** приободрила рынки... но надолго ли? Скорее нет.
- **S&P** не помогло российским облигациям (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Еще раз о сегодняшних аукционах, а также о том, где может быть полоток доходностей у длинных **ОФЗ**.
- Комментарий по **денежному рынку** и предложению от **Русфинанс Банка** (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **S&P** пересмотрело прогноз суверенного рейтинга России со «Стабильного» на «Позитивный», воздержавшись от перевода рейтинга в категорию «А». Наш комментарий на стр. 4.
- **Вкратце: Розничная сеть Холидей (NR) может привлечь в капитал около 150 млн. долл. за счет продажи допэмиссии акций инвестфонду.** (Источник: Ведомости со ссылкой на бенефициара компании). Такая сделка, безусловно, серьезно укрепила бы кредитный профиль Холидея и оказала бы поддержку облигациям компании (13.6%). По нашим оценкам, прошедший год Холидей завершил с соотношением Долг/ЕВБТДА на уровне 6х (рго foгта с учетом поглощенной сети Кора). Среди факторов поддержки кредитного профиля Холидея – сильные рыночные позиции в Сибири, неплохая рентабельность, присутствие в капитале «грамотного» акционера (Repova). Ключевые риски – высокий уровень долга и недостаточная прозрачность.
- **Вкратце: Американский фонд CIPEF III приобрел 10% акций компании Юнимилк (NR) за 150 млн. долл.** (Источник: Коммерсантъ). Из публикации Ё нам не удалось понять, продавались ли «новые» (допэмиссия) или «старые» акции компании, т.е. повлияла ли сделка на баланс Юнимилка. В любом случае, если информация о сделке подтвердится, это станет хорошей новостью для держателей облигаций (11.4%) и других кредиторов компании, которые озабочены высоким уровнем долговой нагрузки Юнимилка.

- **Вкратце: Евраз (Ва3/BB-/BB) – один из претендентов на трубный бизнес американской IpscO стоимостью до 5 млрд. долл.** (Источник: Ведомости). Учитывая неопределенность относительно того, будет ли Евраз покупать IpscO, и если да, то какой будет структура сделки, рассуждать о «кредитных последствиях» этой новости пока преждевременно. Ранее Евразу всегда удавалось сохранять рейтинги, несмотря на многочисленные M&A-сделки. Тем не менее, продажи в выпуске EVRAZ 15 на этой новости исключать нельзя.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.46	-0.07	-0.19	-0.57
EMBI+ Spread, бп	306	+10	+21	+67
EMBI+ Russia Spread, бп	199	+10	+21	+52
Russia 30 Yield, %	5.37	0	-0.05	-0.14
ОФЗ 46018 Yield, %	6.88	0	+0.21	+0.41
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	518.3	+52.4	+15.6	-370.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	150.4	-1.7	-185.7	+35.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	19.7	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	4.03	0	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.62	-0.02	-0.15	-0.02
Нефть (брент), USD/барр.	104.2	+1.8	+10.7	+10.3
Индекс РТС	2013	-37	+142	-278

Рынок еврооблигаций

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

ФРС ПРИОБОДРИЛА РЫНКИ...

Главной новостью вторника стало решение **ФРС** о введении в действие нового инструмента поддержания ликвидности – программы займов **TSLF (Term Securities Lending Facility)**. Как следует из названия, **ФРС** планирует на этот раз поддержать рынок не непосредственно вливаниями ликвидности, а возможностью занимать (на 28-дневный срок) **US Treasuries** в обмен на менее ликвидные активы – бумаги федеральных агентств и ипотечные облигации (как выпущенные федеральными агентствами, так и иные – но только с рейтингами **AAA**). Ожидается, что эта мера поможет держателям неликвидных активов рассчитаться с кредиторами. Суммарный объем предоставляемых средств составит до USD200 млрд.

Рынки бурно отреагировали на эту новость – акции по всему миру показали резкий рост (**индекс DJI** прибавил за день 3.43%), в **US Treasuries** начались активные продажи – доходность 10-летней ноты прибавила 14 бп., составив 3.59%, доходности коротких бумаг выросли и того больше – до 25 бп. Спрэд **EMBI+** сузился на 18 бп. до 288бп.

НАДОЛГО ЛИ?

Решение **ФРС** сразу породило несколько вопросов. Во-первых, означает ли это, что **ФРС** частично «заменяет» этим инструментом снижение **FED RATE**, т.е. будет снижать ставку менее агрессивно, чем ожидалось ранее? Во-вторых, долго ли продлится эффект от нового инструмента? На наш взгляд, ответ на оба вопроса – «нет».

Вряд ли уже принятые меры всерьез помогут экономике **США** развернуть негативный тренд. На самом деле, как показывают данные, банки не расширяют, а все еще сокращают свою активность по кредитованию. И действия **ФРС** в первую очередь используются банками для «зализывания ран» и «латания дыр» в балансах (фондирование становится дешевле, ставки по выдаваемым кредитам – выше, появляется возможность на время избавиться от неликвидных активов). Но этих «ран» и «дыр» будет еще много – пока банки списали лишь около 180 млрд. долл. убытков от кризиса, тогда как их общий объем оценивается брокерами с **Wall Street** на уровне не менее 600 млрд. долл.

Поэтому мы думаем, что оптимизм от вчерашних действий достаточно быстро улетучится, на заседании **ФРС** на следующей неделе **FED RATE** будет снижена на 75бп, и бегство от рисков продолжится.



Динамика спреда 3-месячных **UST** к 3-месячному **LIBOR** (т.н. TED spread, см. диаграмму) на наш взгляд, довольно точно отражает недолговечность позитивного эффекта мер по поддержке, предпринимаемых в **США**. После введения «дисконтного окна» и первого снижения ставки спрэд резко сузился – но к ноябрю на негативных новостях снова расширился. Введение аукционов **TAF** также помогло рынку – но снова

ненадолго. На наш взгляд, потенциальных источников плохих новостей в США еще достаточно, поэтому и на этот раз не следует ожидать окончания неприятностей.

S&P НЕ ПОМОГЛО РОССИЙСКИМ ОБЛИГАЦИЯМ

В российском сегменте пока что «**патовая**» ситуация: продавать облигации участникам рынка жалко, а покупать – страшно. В результате ликвидность практически иссякла. Российский бенчмарк **RUSSIA 30** (УТМ 5.36%) вчера незначительно укрепился в цене, почти не отреагировав на новость об изменении прогноза S&P по кредитному рейтингу России. Спрэд к **UST10** сузился до 178 бп. В длинных корпоративных облигациях активности никакой. На коротком конце кривой мы видели некоторые попытки фиксировать прибыль.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ГДЕ «ПОТОЛОК» ДОХОДНОСТЕЙ У ДЛИННЫХ ОФЗ?

Доходности рублевых облигаций продолжают расти. Достаточно ощутимо вчера снизились котировки длинных **ОФЗ**, что наверняка связано с предстоящими сегодня аукционами. Выпуск **46020** потерял в цене около 1п.п., обновив максимум по доходности (7.23%). Активность в сегменте госбумаг по-прежнему остается невысокой – суммарный оборот вчера составил порядка 600 млн. рублей, причем около 60% объема пришлось на выпуски серий **46020** и **46018**.

Вчера мы уже говорили о том, что не ждем большого интереса к размещениям – кому интересны длинные бумаги на падающем рынке? Кто решится покупать то, что завтра с высокой вероятностью будет стоить еще дешевле, т.е., на языке трейдеров, «ловить падающий нож»? Правда, основные игроки на рынке **ОФЗ** заинтересованы не допустить дальнейшей отрицательной переоценки своих портфелей. Но из этих соображений, наверное, разумнее повторить ситуацию прошлых аукционов, т.е. попросту «провалить» их.

Есть и еще один важный вопрос: где «потолок» доходностей (или «дно» цен) у длинных **ОФЗ**? Может быть, он уже достигнут, и имеет смысл покупать? Наиболее «примитивные» и «прямолинейные» оценки – 7.40% по 30-летней бумаге, т.е. на 176п выше текущих уровней. Ведь в сентябре **Центробанк** появился с интервенциями на вторичном рынке, когда **ОФЗ 46020** достигли отметки 7.15%. После этого ключевые ставки были повышены на 256п (7.15%+256п = 7.40%). Может ли «потолок» быть выше? Да. Ниже? Скорее нет. Можно много говорить о сомнительной «полезности» интервенций для рынка... Но мы все-таки думаем, что **ЦБ** и **Минфин** тем или иным способом не допустят затяжного «свободного падения» **ОФЗ**. По целому ряду причин эта тенденция им (а также ключевым держателям **ОФЗ**) очень не нравится.

О ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ И ОТТОКЕ КАПИТАЛА

Тем временем вчерашний день принес несколько новостей по денежному рынку. По оценкам наших дилеров, **регулятор** вчера купил порядка 1.25 млрд. долл. а объем прямого **репо** с **ЦБ** еще сократился (до 5.6 млрд. рублей).

Вчера **глава МЭРТ Э.Набиуллина**, общаясь с журналистами, сказала, что **МЭРТ** сохраняет прогноз притока капитала в Россию в 2008-м году 40-50 млрд. долл. Одновременно с этим министр финансов **А.Кудрин**, выступая в Астане, оценил отток капитала с начала года на уровне 15-20 млрд. долл. С оценкой г-на Кудрина мы согласны – действительно, отток «съел» практически весь торговый баланс за первые два месяца, поэтому **ЦБ** практически не участвовал в валютных торгах в этот период. А вот прогноз **МЭРТ** на этом фоне выглядит излишне оптимистичным. Для его выполнения за оставшиеся 10 месяцев в страну должны поступить инвестиции в объеме 55-70 млрд. долл. Т.е. должно происходить что-то, похожее на эйфорию 1-го полугодия 2007 г.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

Вчера стало известно, что **Русфинанс Банк** (Ваа2/BB+) начал собирать заявки по схеме букбилдинга на свой 5-й выпуск объемом 4 млрд. рублей. Организатор прогнозирует доходность на уровне 10-12% к годовой оферте (350-550бп к свопам). Близкий по дюрации к новому выпуску и более-менее ликвидный **Русфинанс-3** сейчас торгуется около 10.40%, хотя более длинный **Русфинанс-4** стоит на уровне 10%. На наш взгляд, с точки зрения комбинации риск/репутация/доходность, предлагаемый выпуск выглядит достаточно привлекательно, а его размещение – очередной шаг в процессе **repricing'a**, который давит на котировки на вторичном рынке и заставляет эмитентов предлагать все более высокие доходности по первичным сделкам.

S&P пока воздержалось от перевода России в категорию «А»

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

Standard & Poor's вчера пересмотрело прогноз суверенного рейтинга России (BBB+) со «Стабильного» на «Позитивный». В качестве основной причины назван продолжающийся рост бюджетных и золотовалютных резервов страны. Помимо суверенного рейтинга, аналогичное действие было совершено лишь в отношении рейтинга Москвы; рейтинги и прогнозы остальных «квазисуверенных» заемщиков остались неизменными.

Несмотря на то, что по количественным характеристикам кредитоспособности Россия уже давно заслуживает быть в категории «А», S&P посчитало необходимым не торопиться с важным рейтинговым действием. Насколько мы понимаем, вчерашним решением агентство взяло тайм-аут еще на полгода-год для того, чтобы подумать об «апгрейде». Мы полагаем, что так же может поступить и Fitch (рейтинг России – тоже BBB+). А вот агентство Moody's, оценивающее Россию на 1 ступень ниже коллег (Ваа2), вполне может в ближайшее время поднять суверенный рейтинг нашей страны. Последний раз Moody's повышало рейтинг России более 2-х лет назад.

Рынок облигаций, по нашим наблюдениям, вчера практически никак не отреагировал на решение S&P.

Мы полагаем, что важен скорее «макроэкономический» аспект новости. Речь идет об эффекте «рефлексии рынков» (о котором рассуждал Дж. Сорос) – фиксируя благополучное положение дел в стране, S&P может поспособствовать дальнейшему укреплению «кредитных» позиций России. Ведь агентство как бы напоминает инвесторам о России как о «тихой гавани» в период турбулентности на мировых рынках и тем самым может помочь развернуть неприятную тенденцию оттока капитала.



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

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		

Анализ рынка акций

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com	Мария Шевцова	Maria.Shevtsova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com	Андрей Кучеров	Andrew.Kucherov@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.

© 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.