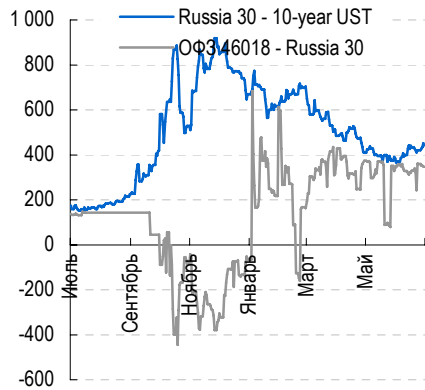
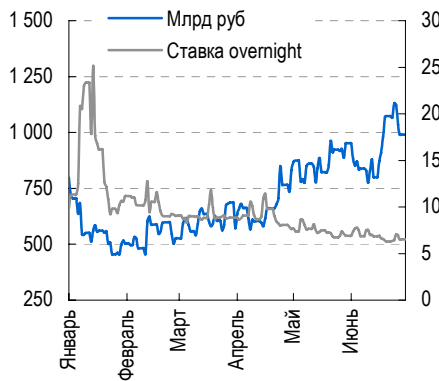


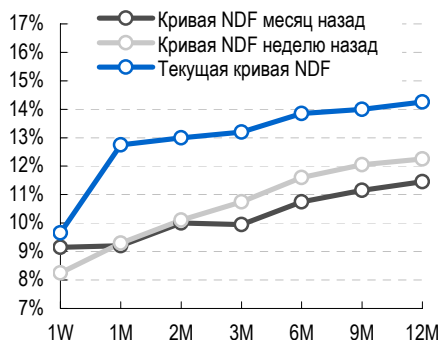
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



Кривая ставок NDF



Календарь событий

13 июл	Дефицит бюджета США
14 июл	Индекс цен производителей (США)
14 июл	Динамика розничных продаж (США)
15 июл	Индекс потребительских цен (США)
15 июл	Индекс деловой акт-ти Empire Manf.
15 июл	Объем промышленного производства (США)
15 июл	Ур-нь загрузки мощностей в пром-ти (США)
15 июл	Стенограмма июньского заседания FOMC

Рынок еврооблигаций

- «Бегство от рисков» продолжается
- В российских облигациях продажи, кроме, пожалуй, **KZOSRU 11** (стр.2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Рубль резко ослаб. ЦБ снижает ставки... и продает валюту (стр.3)

Новости, комментарии и идеи

- Решение суда по иску инвестора к группе Аркада наносит мощный удар по позициям инвесторов в рублевые облигации** (стр. 3)
- Казаньоргсинтез (D) может получить госгарантии на 15 млрд. руб.** Об этом по итогам своего визита в Казань сообщил первый вице-премьер И.Шувалов (Источник: Интерфакс). На наш взгляд, выделение госгарантий (еще не свершившийся факт) в данном случае – лишь временное решение проблем предприятия. Дело в том, что КОС сейчас убыточен на операционном уровне, а объем долга (более 30 млрд. руб.) существенно превышает выручку. Компании необходима рекапитализация, т.е. допэмиссия акций – то, за что выступают Сбербанк и ВТБ. В этой связи интересна информация газеты Коммерсантъ, которая пишет о готовности СИБУРа произвести инъекцию капитала в КОС. Пока же ситуация остается достаточно неопределенной. На наш взгляд, еврооблигации KZOSRU 11 (цена около 50% от номинала) сейчас имеет смысл покупать лишь инвесторам с высоким аппетитом к риску и/или инсайдерам.
- В АК АЛРОСА (Ва3/NR/B) меняется гендиректор.** На место К.Выборнова приходит топ-менеджер РЖД Ф. Андреев (Источник: Reuters). На наш взгляд, эта новость нейтральна для держателей еврооблигаций компании. Определяющим фактором кредитного профиля АЛРОСА остается высокая степень господдержки. Самостоятельные метрики компании очень слабы. Мы считаем неинтересным выпуск ALROSA 14 (11%), тем более что компания сейчас размещает гораздо более короткие и доходные бумаги (напр. 12 мес., 13.5%).
- ЗАО «Гражданские самолеты Сухого» (ВВ) опубликовало отчет по МСФО за 2008 г.** Пока компания не начала производство Sukhoi Superjet, ее кредитный профиль существенно не меняется: минимальный объем выручки, убытки, очень большой долг (в основном длинные кредиты госбанков и ЕБРР), а также регулярные вливания из бюджета. Облигации ГСС сейчас не выглядят дешевыми (14.75% к оферте в сентябре 2009 г.).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.30	-0.11	-0.65	+1.09
EMBI+ Spread, бп	450	+11	+42	-240
EMBI+ Russia Spread, бп	427	+14	+87	-316
Russia 30 Yield, %	7.92	+0.09	+0.31	-1.93
ОФЗ 46018 Yield, %	11.30	0	+0.18	+2.85
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	355.7	-14.7	-45.5	-513.4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	559.2	-60.2	+8.8	+394.2
Сальдо ЦБ, млрд руб.	124.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	6.54	-0.36	-0.59	-0.66
RUR/Бивалютная корзина	37.72	+0.38	+1.21	+2.91
Нефть (брент), USD/барр.	60.5	-0.6	-10.3	+14.9
Индекс РТС	835	-50	-287	+203

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

«БЕГСТВО ОТ РИСКОВ» ПРОДОЛЖАЕТСЯ

На мировых рынках сохраняется довольно высокая «турбулентность». В пятницу в США был опубликован июльский индекс потребительской уверенности, рассчитываемый Университетом Мичигана. Его значение оказалось заметно хуже консенсус-прогноза. В СМИ развернулась дискуссия о фундаментальной обоснованности недавнего ралли, а инвесторы тем временем продолжили избавляться от рискованных активов, предпочитая «условно-безопасные» **US Treasuries**. В результате индекс **Dow Jones** потерял 0.4%, а доходность **10-летних нот** снизилась до 3.30% (-10бп).

Впрочем, были в пятницу и хорошие новости. Так, данные по **торговому балансу** США за май оказались лучше ожиданий. Американский экспорт немного подрос, а вот импорт, несмотря на относительно высокие цены на энергоносители, продолжает снижаться. Впрочем, насколько мы понимаем, новость не вызвала большого энтузиазма среди инвесторов. Многие экономисты считают, что снижение импорта происходит за счет «проедания» запасов. Большой, чем прогнозировалось, рост индекса **импортных цен** также остался практически незамеченным.

Предстоящая неделя обещает быть весьма насыщенной макроэкономической статистикой и корпоративными отчетами. Так что снижения рыночной волатильности ждать не приходится.

EMERGING MARKETS ТОЖЕ ПРОДАЮТ

Котировки еврооблигаций **Emerging Markets** в пятницу снижались вслед за *commodities* и рынками акций. Спрэд **EMBI+** расширился до 450бп (+11бп). Тот факт, что к концу дня цены на нефть опустились ниже отметки 60 долл. за баррель, привел к появлению достаточно большого количества «офферов» в выпуске **RUSSIA 30** (YTM 7.92%): его цена опустилась почти на 1пп до 97 3/4. Спрэд к **UST** «разъехался» до 465бп (+15бп). В корпоративном секторе мы видели продажи в квазисуверенных выпусках. По-прежнему сохраняется спрос на выпуск **KZOSRU 11** (YTM 47.15%). Его котировки достигли уже отметки 50пп (примерно +10пп за неделю).

На прошлой неделе завершилось размещение выпуска евробондов **ВТБ**, номинированных в швейцарских франках (2 года, 7.5%, 450 млн.). А в пятницу стало известно, что начинается роад-шоу **Газпрома** (инвесторам будут предложены два выпуска на 1.5 млрд. долл. и 350 млн. евро).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ЦБ СНИЖАЕТ СТАВКИ И... ПРОДАЕТ ВАЛЮТУ

Прошедшая пятница оказалась непривычно насыщенной интересными событиями. Конечно же, в центре внимания был валютный рынок. С самого утра началась массивная покупка валюты, благодаря чему стоимость бивалютной корзины «взлетела» к середине дня до отметки 38.40 руб. (+85 коп.). На этом уровне, по нашим оценкам, в ход торгов вмешался **Центробанк**, продав порядка 700 млн. долл. Закрылась корзина на уровне 38.60 руб. Таким образом, за один день она подорожала чуть больше, чем на один рубль. Сегодня утром котировки корзины превысили 38.80. К сожалению, факт продажи валюты **Центробанком** не остался незамеченным: в пятницу ощутимо подросли вмененные ставки **NDF** (на 70-150bp в зависимости от срока).

Одновременно **Центробанк** распространил заявление об очередном снижении на 50bp ключевых рублевых процентных ставок. Теперь минимальная стоимость рефинансирования в рамках аукционов **прямого репо** составляет 8.00% (без учета дисконтов). Свое решение **ЦБ** впервые сопроводил довольно обширным комментарием. Однако ничего нового регулятор, по большому счету, не сообщил, отметив неудовлетворительно высокие ставки по кредитам реальному сектору и тенденцию к замедлению инфляции. Мы думаем, что **Центробанк** хочет продолжить смягчение денежной политики. Однако не исключено, что он возьмет некоторую паузу, если инфляционные данные за июль разойдутся с его ожиданиями (цифры за первую неделю (0.2%) несколько удивили нас).

Долговой рынок в пятницу ощутимо «штормило». Утром, вероятно под впечатлением от роста стоимости корзины валют, в **1-м эшелоне** появилось довольно много продавцов. Затем с выходом новости о снижении процентных ставок котировки вернулись на прежний уровень, но лишь для того, чтобы снова снизиться к концу дня. Впрочем, участники рынка избегали панических настроений: по итогам дня, цены наиболее ликвидных выпусков просели всего лишь примерно на 10-20bp.

Мы не исключаем, что цены на рублевые облигации в ближайшие дни продолжат снижение из-за слабого рубля и выросших вмененных доходностей **NDF**. Однако мы по-прежнему сохраняем конструктивный взгляд на выпуски первого эшелона, т.к. считаем, что цены на нефть не вернуться к 40 долл. за баррель, рубль будет достаточно крепким, а **ЦБ** продолжит снижать процентные ставки.

Решение суда наносит удар по позициям инвесторов в рублевые облигации

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

В нашем распоряжении оказался очень интересный документ. Это копия решения Федерального арбитражного суда Московского округа по кассационной жалобе одного из крупных российских банков, который судится с агропромышленным холдингом Аркада. Банк является держателем крупного объема облигаций Аркады 3-й серии.

Напомним, что данные облигации структурированы следующим образом: эмитентом выступает ООО "АПК "Аркада", поручителем - ООО "Агропромпроект", а дополнительным поручителем - ОАО "Аркада".

Первоначально банк подал иск о солидарном взыскании со всех ответчиков номинальной стоимости облигаций и НКД. Суд первой инстанции принял решение взыскать деньги только с оферента (эмитент и поручитель имеют обязательства только в части выплат купона и погашения).

Однако затем Аркада подала апелляцию, которая была удовлетворена, т.е. решение о взыскании денег с оферента было отменено.

После этого банк-инвестор при поддержке ФСФР подал кассационные жалобы, но Федеральный арбитражный суд поддержал решение суда предыдущей инстанции.

Позиция суда (насколько мы ее поняли) состоит в следующем:

1. Претензии к эмитенту, не исполнившему оферту, должны рассматриваться Арбитражной комиссией ММВБ, а не судом (из-за содержащейся в эмиссионных документах «арбитражной оговорки»).
2. Претензий к поручителю быть не может, т.к. он поручился лишь в части купонных платежей и погашения.
3. А теперь самое интересное. Претензии к дополнительному поручителю тоже необоснованны. Обязательства ОАО "Аркада" оформлены в виде публичной оферты, в соответствии с которой эта компания поручается перед покупателями облигаций эмитента, в т.ч. по купону, погашению и оферте. Однако на момент неисполнения оферты купон по облигациям был выше того, что был установлен при размещении облигаций. А это, мол, является существенным изменением, несущим неблагоприятные последствия для поручителя. Так как поручитель не давал согласия на эти изменения, по статье 367 ГК это поручительство прекращает свое действие!

На наш субъективный взгляд, в данном случае суд руководствовался «буквой» закона, но не «духом» закона. Конечно, в России пока нет прецедентного права. Поэтому другие суды могут выносить противоположные решения. Тем не менее, безусловно, это очень тревожный сигнал для держателей десятков выпусков рублевых облигаций, которые структурированы как эмиссия компании-пустышки (SPV) с поручительствами от операционных компаний и где купоны повышались с момента размещения.

Этот эпизод выявил очередную структурную слабость рублевых облигаций, которые конструировались организаторами в достаточно «горячие» времена без привлечения юридических консультантов (legal opinion). Поэтому мы не застрахованы от новых сюрпризов.



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

Управляющий директор, Руководитель Блока «Казначейство»

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
Роберто Пиццементи	+7 495 228 35 17

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
---------------	----------------------------	----------------	---------------------------

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.

© 2009, 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, опубликовывать, 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.