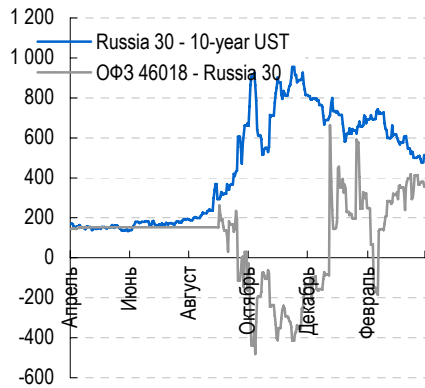


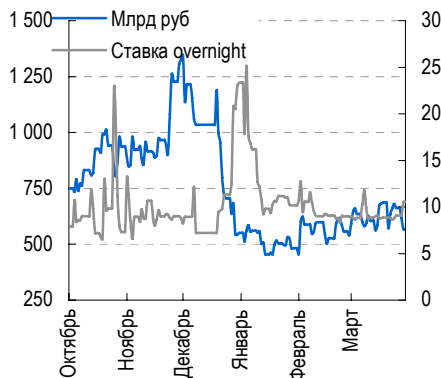
## ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 22 апреля 2009 г.

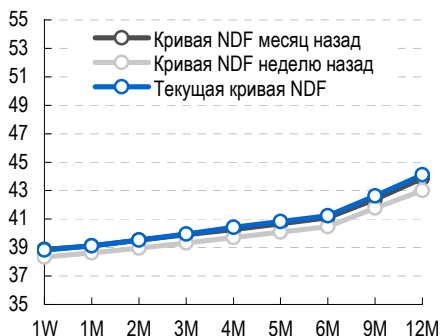
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

22 апр	Кол-во обращений за ипотекой (США)
22 апр	Индекс цен на жилье (США)
22 апр	Отчет Morgan Stanley за 1-й квартал 2009г.
23 апр	Кол-во заявок за пособ. по безработице (США)
23 апр	Объем вторичного рынка жилья (США)
24 апр	Продажи новостроек в США
24 апр	Заказы на товары длительного пользования
28 апр	Индекс цен на жилье S&P/CaseShiller (США)

### Рынок еврооблигаций

- Гейтнер остановил падение рынков (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Паники нет, как нет и официальных сообщений о погашении Мособласть-4. КБ РенКап прошел оферту по 2-му выпуску (стр. 3)

### Новости, комментарии и идеи

- Аптечная сеть 36.6 (NR) разместит займ на 2 млрд. руб. в пользу своей 'дочки'. Ясности очень мало. Между тем, акции компании растут (стр. 3)
- Moody's снизило рейтинг АФК Система на 1 ступень до 'B1', а рейтинг ее еврооблигаций – сразу на 2 ступени до 'B2'. Прогноз – 'Негативный'. Объяснение рейтингового агентства звучит достаточно туманно: «низкая прозрачность приобретенных активов, необходимость оказывать поддержку «дочкам» и высокие риски рефинансирования». Мы не вполне согласны с мнением Moody's. Группа совсем недавно избавилась от очень проблемного актива – девелопера Система-Галс – и одновременно приобрела генерирующие положительный денежный поток предприятия Башкирского ТЭКа, обеспечив себе привлекательные условия долгового финансирования в ВТБ. Правда, у нас вызвало некоторое беспокойство недавнее заявление Системы о намерении приобрести контроль в холдинге Связьинвест. Но в целом мы продолжаем позитивно смотреть на кредитный профиль Системы.
- Moody's снизило рейтинг Банка Русский Стандарт на 1 ступень до 'Ba3/Негативный'. Агентство пишет о высокой зависимости банка от фондирования на оптовых рынках капитала. В то же время, Moody's подчеркивает высокую способность Русского Стандарта генерировать денежный поток, сокращая кредитный портфель, а также отмечает крепкие показатели капитализации. Мы считаем, что рейтинг Ba3 в текущей ситуации адекватно отражает профиль банка. Его еврооблигации с доходностью более 50% годовых выглядят привлекательно с точки зрения 'риск/доходность'.
- Казахстан (Baа2/BBB-/BBB-) не собирается предоставлять банкам государственные гарантии при реструктуризации ими своего долга; решать проблемы с долгами кредитным организациям придется самостоятельно (Источник: Reuters со ссылкой на главу казахстанского Агентства по фин.надзору).

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	2.90	+0.06	+0.26	+0.69
EMBI+ Spread, бп	565	-4	-75	-125
EMBI+ Russia Spread, бп	483	-3	-106	-260
Russia 30 Yield, %	8.04	+0.06	-0.76	-2.05
ОФЗ 46018 Yield, %	10.97	-0.55	-0.97	+2.52
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	400.6	+59.6	+1.5	-468.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	208.8	-17.1	+49.9	+43.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	39964	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	10.54	1.41	1.54	3.34
RUR/Бивалютная корзина	38.59	+0.54	-0.39	+3.78
Нефть (брент), USD/барр.	49.8	-0.1	-1.4	+4.2
Индекс РТС	775	-25	+78	+143

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### ГЕЙТНЕР ОСТАНОВИЛ ПАДЕНИЕ РЫНКОВ

Благодаря оптимистичному настрою министра финансов США **Т.Гейтнера**, американский рынок акций вчера частично отыграл падение, произошедшее накануне (**Dow Jones** +1.63%).

Выступая в **Конгрессе**, г-н **Гейтнер** приоткрыл «завесу тайны» над столь ожидаемыми результатами стресс-теста крупнейших американских банков (насколько мы понимаем, официальный пресс-релиз будет опубликован 4 мая, а в Интернете появились очень тревожные утечки из этого документа; см. ссылку во вчерашнем комментарии). Министр финансов сказал буквально следующее: «в настоящее время подавляющее большинство банков, по меркам регуляторов, имеют достаточный капитал». Также г-н **Гейтнер** отметил, что объем свободных средств в рамках программы **TARP** сейчас составляет порядка 135 млрд. долл., и этой суммы должно хватить для целей рекапитализации банковской системы. Ну и в целом, по мнению чиновника, различные индикаторы позволяют говорить о росте доверия в финансовой системе и улучшении ситуации на кредитных рынках.

Давайте порассуждаем на тему возможных результатов стресс-теста. «Диагноз» о состоянии здоровья банка сейчас полностью в руках регулятора, т.к. де-факто почти все банки уже – «зомби». Для чего регулятору сейчас создавать панику, лишь усугубляя кризис, и говорить, что дела у крупнейших банков **США** обстоят плохо, когда можно сделать вид, что все хорошо и постепенно наладить работу кредитных рынков?

Никаких важных макроэкономических данных вчера не выходило. Много было корпоративных отчетов, однако они оставили смешанное впечатление: финансовые показатели многих компаний ухудшились в 1-м квартале, но в большинстве случаев цифры оказались лучше консенсус-ожиданий аналитиков.

На этом фоне доходности **US Treasuries** вчера подросли: **10-летние ноты** завершили день на отметке 2.90% (+6бп). Удержать котировки не помог даже тот факт, что вчера **ФРС** провела выкуп 7-10-летних казначейских бумаг на сумму 7 млрд. долл.

### EMERGING MARKETS

Несмотря на рост рынков акций, котировки еврооблигаций **Emerging Markets** вчера продолжили снижаться. Правда, «ущерб» оказался не столь значительным, как накануне, благодаря чему спрэд **EMBI+** даже немного сузился до 565бп (-4бп).

Российский выпуск **RUSSIA 30** (YTM 8.04%) потерял вчера порядка 3/8. В какой-то момент цена опускалась до 97 1/8, однако потом она немного подросла. Спрэд к **UST** остался неизменным. В корпоративном секторе вчера резко снизилась ликвидность, что отразилось на количестве и объеме сделок. В целом же котировки длинных бумаг провалились еще примерно на 3пп. Например, новый **GAZPRU19** (YTP 9.49%) вчера торговался на уровне 98.5пп.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ПАНИКИ НЕТ. КАК НЕТ И ОФИЦИАЛЬНЫХ НОВОСТЕЙ ПО МОСОБЛАСТЬ-4

Из-за продолжившегося падения цены на нефть стоимость бивалютной корзины вчера выросла до 38.7 руб. (+30 коп.). Благодаря вчерашнему вечернему отскоку в акциях и на сырьевых рынках, сегодня утром рубль немного укрепился (корзина 38.50-38.60). **Центробанк** в ход торгов не вмешивается.

Ввиду увеличения спроса на валюту и начала «налогового периода» несколько обострилась ситуация с ликвидностью: ставки **overnight** подросли до 10%, а объем операций **прямого репо** с **ЦБ** фактически удвоился, достигнув 24 млрд. руб. Спрос вырос и на депозитном аукционе **Минфина**: банки привлекли 50 млрд. руб. на 3 месяца под 14.78%.

Кстати министр финансов **А.Кудрин** дал сегодня интервью **Ведомостям**, где вновь выступил как сторонник жесткой бюджетной политики, а также сказал, что у **ЦБ** сейчас есть возможность для постепенного снижения ставок.

Рублевый долговой рынок пока смотрится достаточно «крепко». В отдельных бумагах ощущалось давление со стороны продавцов (например, **ВымпелКом-1, Москва**), однако, в целом, предложение было неплохо абсорбировано рынком, поэтому, если котировки и снижались, то в пределах 20-30бп. Вчера успешно с офертой по 2-му выпуску справился **Банк Ренессанс Капитал** (инвесторы «занесли» весь заем). На этом фоне примерно на 25бп подросли котировки облигаций **РенКап-3** (УТР 56.04%).

Мы, к сожалению, пока не знаем точно, расплатилась ли **Мособласть** по **4-му выпуску**. В новостных лентах по этому поводу ничего нет. Мы почти уверены, что все здесь закончилось или закончится благополучно – слишком значительным будет удар по рынку в противном случае. Так или иначе, это чрезвычайно важный для всех инвесторов вопрос, который эмитенту и/или организаторам неплохо бы как можно скорее внести ясность.

## Загадочные сигналы от Аптечной сети 36.6 (NR)

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

Вчера на ленте Reuters появилось вот такое сообщение: «Аптечная сеть 36.6 разместит по закрытой подписке трехлетний выпуск облигаций на сумму 2 миллиарда рублей, говорится в сообщении компании. Потенциальным приобретателем бумаг выступит ООО «Аптеки 36.6 Область», 100-процентная дочерняя структура холдинга, сказала Reuters директор по связям с общественностью компании Ирина Лаврова. Вырученные от размещения деньги компания направит на частичное погашение задолженности и развитие бизнеса, добавила она».

Сегодня мы побеседовали с представителем компании, который, к сожалению, лишь ограничился тем, что повторил весьма запутанное сообщение Reuters.

Если облигации размещаются в пользу дочерней компании, то это – просто перераспределение ликвидности внутри группы, которое никак не должно влиять на ее кредитный профиль. С другой стороны, если компания говорит о том, что вырученные от размещения деньги она направит на рефинансирование и развитие бизнеса, то речь все-таки идет о привлечении средств у третьих лиц, т.е. о последующей продаже облигаций с баланса «дочки» какому-то инвестору или группе инвесторов. Действительно, если бы 36.6 просто понадобилось переместить «кэш» с «дочки» на уровень материнской компании, для этого не обязательно было выпускать облигационный займ – можно было бы просто обойтись обычным кредитом.

Вообще 36.6 сейчас ведет себя очень таинственно, максимально «закрывшись» от инвесторов. Нет пока ясности ни относительно перспектив доэмиссии акций (вроде бы даже нашелся «стратег» – фонд Marshall Capital, правда, центральный актив этого фонда – Нутритек – сейчас в дефолте по не вполне понятным причинам), ни по поводу рефинансирования облигаций на 3 млрд. руб.

Между тем, акции 36.6 в последние недели продемонстрировали рывок вверх, более чем удвоившись в цене за 2 месяца. Теоретически, это позитивный сигнал и для кредиторов: мол, акционеры считают, что компания избежит банкротства и выживет, а ее «net asset value» отличается от нуля в положительную сторону, т.е. с кредиторами тем более есть чем расплатиться. Правда, это может означать и то, что акционеры верят в способность 36.6 реструктурировать и/или списать часть долгов, тем самым повысив «акционерную стоимость».

Так или иначе, но котировки облигаций компании с погашением в конце июня 2009 г. пока никак не реагируют на эти «условно-позитивные» сигналы (размещение облигаций, рост акций) и остаются около 50% от номинала. Склонным к риску инвесторам, вероятно, имеет смысл обратить на них внимание. В заключение напомним, что 36.6 – крупнейшая в стране аптечная сеть, которая вошла в правительственный список системообразующих компаний, но не попала в соответствующий перечень ЦБ к Положению 312-П.



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

#### 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 Эндру 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, 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.