

Игнатъев Леонид  
Ignatiev\_LA@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий  
Turmyshev\_DS@mmbank.ru

Горбунова Екатерина  
Gorbunova\_EB@mmbank.ru

## Долговые рынки Третий эшелон рвется в бой

*Вместе с ростом доходностей UST происходит увеличение спроса на высокодоходные облигации. Сохранение низких процентных ставок ФРС и продолжающийся рост прибылей компаний дали новую жизнь рынку junk bonds. Динамика индексов EMBI+ благоприятна для стран EM, спрэд Russia'30 – UST-10 колеблется в диапазоне 100-105 б. п., так что роуд-шоу российских суверенных еврооблигаций, намеченное на апрель, будет проходить в комфортных условиях.*

*Компрессия спрэдов в 1-м и 2-м эшелоне начинает провоцировать инвесторов на покупку более рискованных инструментов. Лидерство по снижению месячной доходности в корпоративном сегменте у эмитентов 2-го эшелона в марте перехватил 3-й эшелон. География первичного рынка продолжает расширяться за счет эмитентов, находящихся на стыке 2-го и 3-го эшелонов.*

Третья неделя марта была показательной для мировых рынков долга. Несмотря на то что ЕС выработал и принял механизм помощи проблемным экономикам, агентство Fitch понизило суверенный рейтинг Португалии. В очередной раз зашел разговор о слишком быстром наращивании долга развитыми странами. Данные опасения подтвердились после крайне неудачных аукционов по американским казначейским облигациям, в результате которых доходность UST увеличилась вдоль всей кривой на 20 б. п.

Бывший глава ФРС А. Гринспен также поднял вопрос высоких доходностей американских казначейских облигаций. По его мнению, доходности UST – индикатор состояния рынков и перспектив развития экономики. Если UST начнут серьезно расти, то восстановление рынков труда и недвижимости в долгосрочной перспективе будет крайне ограничено. В таком контексте пересмотр кредитных рисков первоклассных суверенных заемщиков кажется логичным развитием событий, и предстоящие аукционы должны показать, насколько инвесторы решили изменить свои требования к доходности UST.

Одновременно с ростом доходностей UST происходит увеличение спроса на высокодоходные облигации. Сохранение низких процентных ставок ФРС и продолжающийся рост прибылей компаний дали новую жизнь рынку junk bonds. По данным Bloomberg, совокупно в мире за март был выпущен рекордный объем облигаций спекулятивного кредитного качества (\$ 38.3 млрд). Так как банковское кредитование все еще находится в угнетенном состоянии, то выход на долговые рынки для компаний представляется логичным решением в сложившейся ситуации.

Индекс EMBI+ уверенно рос в течение всего прошедшего месяца, спрэды страновых индексов EMBI заметно сократились. Эта тенденция в очередной раз доказывает увеличивающуюся заинтересованность инвесторов в высокодоходных бумагах.

### Динамика индексов EMBI+

	Индекс		Спрэд	
	06-апр-10	м	06-апр-10	м
EMBI+	512.1	3.5%	233	-52
EMBI+ Россия	572.7	1.5%	132	-56
EMBI+ Украина	279.6	5.9%	453	-181
EMBI+ Мексика	440.8	0.4%	115	-44
EMBI+ Бразилия	762.3	-0.3%	172	-26
EMBI+ Венесуэла	624.5	5.8%	829	-147
EMBI+ Турция	349.5	0.4%	191	-39
EMBI+ Аргентина	116.7	11.2%	614	-150

Источники: JP Morgan, REUTERS

В середине прошедшего месяца стала известна дата роуд-шоу новых российских суверенных евробондов – конец апреля 2010 г. Можно вспомнить зимнее высказывание министра финансов А. Кудрина о том, что российским госкомпаниям не рекомендуется размещать евробонды до размещения первого транша суверенного долга. Однако РЖД две недели назад более чем успешно смогла привлечь \$ 1.5 млрд посредством еврооблигаций. Безусловно, кредитное качество эмитента не вызывает сомнений, но выход на международный рынок долга перед размещением российских евробондов может свидетельствовать о двух вероятных сценариях. Первый: Минфин не беспокоится за успешность размещения и не считает, что бумаги корпоративных эмитентов могут снизить спрос на суверенный долг. Второй: Минфин планирует сдвинуть дату размещения суверенного долга. Первый вариант нам кажется более вероятным, так как спред нынешнего индикативного бонда Россия'30 к UST-10 находится на предкризисных уровнях в районе 100-110 б.п., причем такой спред сохраняется уже почти целый месяц, т.е. внешняя макроэкономическая ситуация для размещения суверенного евробонда выглядит благоприятной.

## Торговые рекомендации: еврооблигации

### Еврооблигации, торговые идеи: квазисуверенные банки

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц	
							Цена, %	YTM, б.п.
<b>VTB' 18</b>	USD	2000	29.05.18	104.4	<b>6.16</b>	<b>3.3</b>	0.82	-13
Бонд торгуется с премией в 70б.п. к кривой ВТБ. В целом еврооблигации ВТБ недооценены.								
<b>BM' 15s</b>	USD	300	25.11.15	101.0	<b>5.70</b>	<b>0.6</b>	-0.09	-5
Субординированный статус дает спред к свопам более 500 б.п., интересен как альтернатива другим субординированным бондам. Для сравнения, субординированный бонд РСХБ дает спред к свопам всего в 330 б.п.								
<b>BM' 17s</b>	USD	400	10.05.17	99.6	<b>6.85</b>	<b>1.9</b>	0.31	-
Аналогично более короткому BM '15s								

Источник: Bloomberg

### Еврооблигации, торговые идеи: частные банки

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц	
							Цена, %	YTM, б.п.
<b>RenCap' 11</b>	USD	225	01.04.11	100.9	<b>10.96</b>	<b>0.9</b>	1.44	-154
11% - слишком много за кредитные риски ИК "Ренессанс Капитал"								
<b>RStand' 16</b>	USD	200	01.12.16	95.5	<b>10.35</b>	<b>1.4</b>	5.23	-106
Бумага выглядит недооцененной относительно кривой Банка Русский Стандарт (даже при условии субординированности). Высокая доходность для рейтинговой группы "BB-/BB+"								
<b>Rencap Bank '13</b>	USD	225	01.04.13	100.5	<b>12.79</b>	<b>2.4</b>	-	-
Высокая доходность, из-за аффилированности с ИК Ренессанс Капитал вероятность дефолта ничтожна.								
<b>PromSvyaz' 11</b>	USD	225	20.10.11	109.0	<b>2.73</b>	<b>1.4</b>	2.83	-210
Продавать, бумага выглядит значительно перекупленной относительно бумаг аналогичных эмитентов (Альфа, Промсвязьбанк)								

Источник: Bloomberg

### Корпоративные еврооблигации, торговые идеи

Выпуск	Валюта	Валюта	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за месяц	
							Цена, %	YTM, б.п.
<b>NKNH' 12</b>	USD	101.394	20.04.12	107.3	<b>8.06</b>	<b>1.7</b>	0.47	-37
Высокая доходность и приемлемые условия обслуживания пролонгированного публичного долга. При этом кредитное качество компании представляется нам адекватным текущей доходности. Условная субординация над кредитом Сбербанка.								
<b>Rolf 11</b>	USD	149.973	30.06.11	98.8	<b>14.15</b>	<b>1.0</b>	3.95	-328
Долг успешно реструктурирован, автопродажи пошли в рост. Вероятность дефолта серьезно уменьшилась. Самый привлекательный евробонд по доходности из класса high-yield.								
<b>Evraz' 13</b>	USD	1300	24.04.13	104.9	<b>7.05</b>	<b>2.6</b>	-0.47	14
<b>Evraz' 15</b>	USD	750	10.11.15	102.9	<b>7.60</b>	<b>4.3</b>	0.68	-16
<b>Evraz' 18</b>	USD	700	24.04.18	107.6	<b>8.20</b>	<b>5.4</b>	1.54	-28

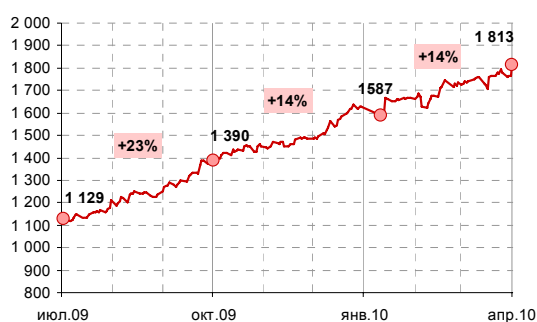
Ситуация в отрасли стремительно улучшается. После публикации годовой отчетности бумаги Евраз несколько подешевели. Кредитное качество эмитента резко выросло, что будет подтверждено финансовыми результатами за 1 кв и 1 полугодие 2010 г. Самый недооцененный валютный инструмент Евраз, но при этом Evraz' 15 и Evraz' 18 также привлекательны.

Источник: Bloomberg

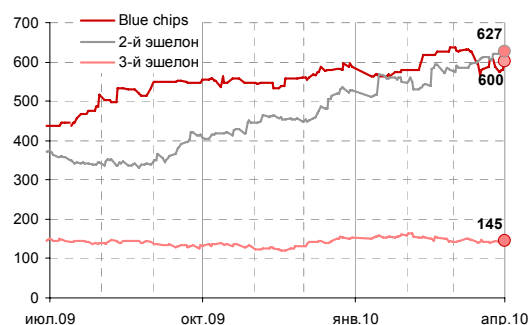
## Внутренний долговой рынок

Темпы роста капитализации долгового рынка в 1-м квартале 2010 г. составили 14 % за счет активизации первичных размещений в марте. Капитализация рынка перевалила за рекордные 1.8 трлн руб., а номинальная стоимость облигаций 2-го эшелона впервые за долгое время превысила объем blue chips в обращении (627 млрд против 600 млрд руб.).

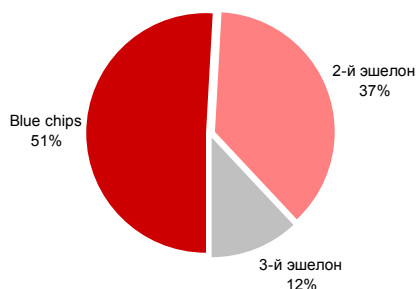
Капитализация рынка рублевых бондов (по рыночной стоимости в млрд руб.)



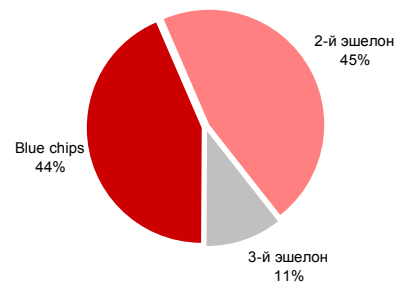
Структура рынка корпоративных бондов по эшелонам (по номинальной стоимости в млрд руб.)



Структура рынка корпоративных рублевых облигаций на конец сентября 2009 г.



Текущая структура рынка корпоративных рублевых облигаций по эшелонам (нач. апреля 2010 г.)



Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

В марте тенденция снижения доходностей рублевых облигаций получила свое развитие, при этом темп сокращения доходностей по различным сегментам рынка ускорился по сравнению с февралем. Средневзвешенная доходность корпоративных облигаций упала за месяц на 101 б. п. до 8.6 % годовых. Совокупный доход от вложения в рублевые корпоративные облигации в марте 2010 г. составил 2.3 % (за период), доходность за период владения – 27.8 % годовых.

Доходность облигаций blue chips по состоянию на 31 марта составила 6.8 % годовых, что на 98 б. п. меньше значений предыдущего месяца. Благодаря новым размещениям дюрация индекса увеличилась до 1.6 года по сравнению со средней дюрацией 1.4 года месяцем ранее. Сильную динамику продолжал демонстрировать 2-й эшелон, доходность которого второй месяц подряд снижалась примерно на 100 б. п. Лидерство по снижению месячной доходности в корпоративном сегменте у эмитентов 2-го эшелона в марте перехватил 3-й эшелон.

Средняя доходность облигаций муниципальных долговых бумаг снизилась за месяц на фигуру – до 8.2 % при средней дюрации 1.8 года. Этому немало способствовали два аукциона по размещению облигаций столицы на общую сумму 30 млрд руб., с которыми Москва вышла на первичный рынок после полугодичного перерыва. Аукционы прошли очень успешно, а средневзвешенная доходность облигаций Москвы по итогам месяца опустилась на 86 б. п. до 6.9 % при средней дюрации 3.2 года.

На фоне выхода на вторичный рынок облигаций столицы интерес к госбумагам в марте снизился по сравнению с уровнем начала года. Минфин провел в марте три аукциона, на которых наибольшими объемами размещал выпуск ОФЗ 25073, традиционно не предлагая премии ко

вторичному рынку. Средняя доходность ОФЗ в марте составила 6.4 % при дюрации 3.3 года, что на 63 б. п. ниже февраля.

В марте Центробанк продолжил снижение основных процентных ставок. Умеренный уровень снижения ставки (на 25 б. п.) был ожидаем рынком и во многом уже закладывался в цены облигаций. По этой причине существенного всплеска активности после решения Центробанка на рынке не наблюдалось.

Совокупный номинальный объем корпоративных облигаций, попадающих в расчет индекса, на конец марта 2010 г. составил 1.34 трлн руб., капитализация корпоративных облигаций – 1.4 трлн руб.

Все данные по индексам доступны на сайте Банка Москвы и сайте Cbonds.info:

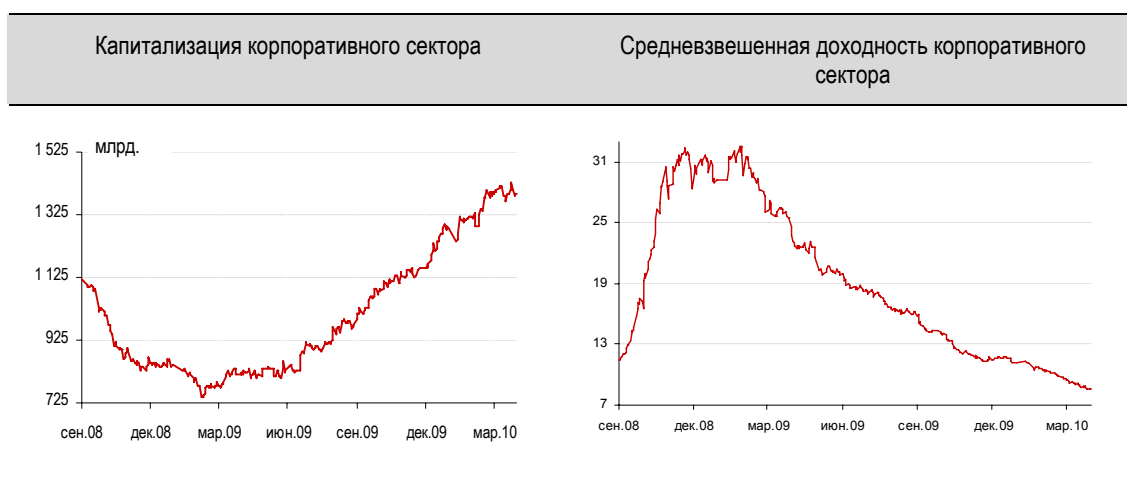
- <http://www.bm.ru/common/img/uploaded/analit/BMBI.zip>

- [http://www.cbonds.info/ru/rus/index/index\\_banks\\_list.php](http://www.cbonds.info/ru/rus/index/index_banks_list.php).

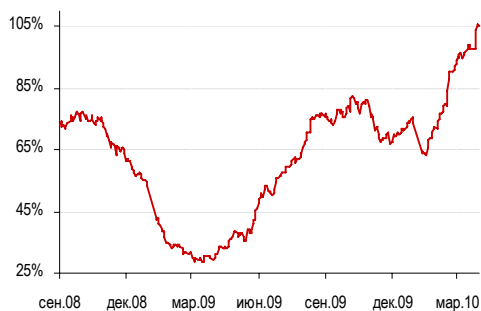
#### ВМБИ: динамика основных индексов в марте 2010 г.

Сегмент	31.03.2010					Динамика индексов (01.03.10-31.03.10)				
	Объем, млрд. руб.	Капитализация, млрд руб.	YTM, %	M.dur	Spread	Ценовой	TR	HPR, % год.	Spread ch., b.p.	Yield ch, b.p.
Корпоративные облигации	1 341	1 394	8.6	1.4	321	1.5	2.3	27.8	-32	-101
Blue chips	580	609	6.8	1.6	136	1.0	1.9	22.6	-33	-98
2-й эшелон	618	646	8.9	1.3	352	1.8	2.8	33.6	-33	-105
3-й эшелон	142	139	14.8	0.7	993	2.5	2.4	29.4	-103	-176
Отраслевые индексы										
Муниципальные облигации	349	372	8.2	1.8	260	1.5	2.3	28.1	-28	-101
Москва	231	251	6.9	3.2	75	2.0	2.8	34.6	-29	-86
Облигации др. регионов	118	121	8.5	1.4	306	1.4	2.2	26.5	-28	-105
Государственные облигации										
ОФЗ	1 042	1 076	6.4	3.3	0	1.6	2.3	27.9	0	-63

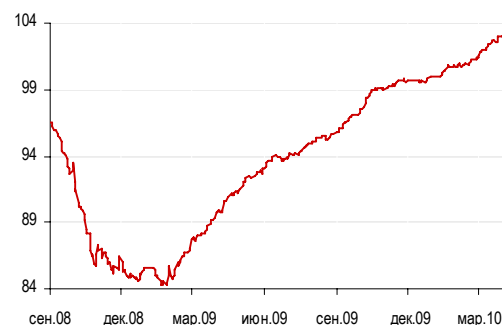
Источники: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы



Оборачиваемость корпоративных облигаций



Ценовой индекс корпоративного сегмента



Источники: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

### Первичный рынок рублевых облигаций в марте-апреле

В марте на первичный рынок рублевых облигаций вышли новые корпоративные выпуски на сумму 61 млрд руб. Рыночные условия позволили эмитентам разместиться существенно ниже их первоначальных ориентиров, а также увеличить объемы предложения.

Выпуски Мечела и Саха (Якутия) были размещены с 4-кратной переподпиской. ЮТэйр и Евраз в ходе сбора заявок решили увеличить объемы размещения и собрали заявки инвесторов на покупку своих облигаций сразу двух выпусков каждый.

Представители металлургического и банковского сегмента рынка устанавливали рекорды по дешевизне привлечения долгового финансирования в посткризисный период: НЛМК в ходе сбора заявок по трехлетнему выпуску определил купон на уровне 7.75 %, что являлось самым низким купоном для трехлетней облигации корпоративного эмитента, чуть позже ВТБ побил этот рекорд, установив купон на уровне 7.6 %.

Группа «Разгуляй» разместила дисконтные облигации в рамках реструктуризации своих дефолтных выпусков.

### Ключевые размещения рублевых облигаций в марте 2010 г.

Выпуск	Дата размещения	Объем, млрд руб.	Ставка купона, %	Период до оферты/погашения	Доходность к оферте/погашению	Мод. дюрация, лет
Татфондбанк, 6	02.03.10	2.0	11.2%	1 год	11.51%	0.9
НЛМК БО-6	09.03.10	10.0	7.75%	3 года	7.9%	2.5
КБ Восточный БО-1	11.03.10	1.0	12.5%	1 год	12.89%	0.8
Мечел БО-2	16.03.10	5.0	9.75%	3 года	9.99%	2.4
ВТБ БО-1, БО-2, БО-5	19.03.10	20.0	7.6%	3 года	7.8%	2.5
Разгуляй, БО-8 и БО-12	24.03.10	3.0	дисконтные	1 год	12.5%	0.7
Республика Саха (Якутия) 34004	25.03.10	2.0	9.75%	3.5 года	8.4%	2.3
Евраз Холдинг-1, 3	26.03.10	15.0	9.25%	3 года	9.46%	2.5
Ютэйр, БО-1 и БО-2	30.03.10	3.0	12.5%	3 года	13.1%	2.3
<b>Итого</b>		<b>61.0</b>				

Источники: данные организаторов, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

География первичного рынка продолжает расширяться. Уже в начале апреля известно о намерении восьми корпоративных эмитентов разместить облигации на общую сумму 57 млрд руб. Мы видим предложение публичного долга от частных банков с рейтингами уровней как «ВВ», так и «В». Важно отметить, что число компаний и банков, находящихся на стыке 2-го и 3-го эшелонов, которые запланировали выпуск облигаций, но пока не определились со сроками, увеличилось (Л'Этуаль, Юнимилк, ДВМП (Группа Fesco), ТГК-5, ТГК-6, ТГК-7, ТГК-9, отдельные компании МРСК Холдинга, Бинбанк, МКБ).

## Размещаемые выпуски по состоянию на 05.04.2010

Выпуск	Дата размещения	Объем, млрд руб.	Ориентир по купону	Период до оферты/погашения	Индикативная доходность к оферте/погашению	Мод. дюрация, лет
Разлуляй, БО-15	05.04.10	0.5	дисконтный	0.5 года		0.3
Банк Зенит, БО-1	07.04.10	5.0	8.3-8.8%	1 год	8.47-8.99%	0.8
ММК, БО-5	08.04.10	8.0	7.65-7.85%	3 года	7.8-8.0%	2.5
Аэрофлот, БО-1	12.04.10	6.0	8-8.75%	3 года	8.16-8.94%	2.5
Аэрофлот, БО-2	12.04.10	6.0	8-8.75%	3 года	8.16-8.94%	2.5
Разлуляй, БО-9	12.04.10	2.0	дисконтный	0.5 года		0.3
Банк Санкт-Петербург, БО-1	13.04.10	5.0	8.4-8.9%	1.5 года	8.58-9.1%	1.3
Газпром нефть, БО-05	13.04.10	10.0	7.25-7.75%	3 года	7.38-7.9%	2.5
Газпром нефть, БО-06	13.04.10	10.0	7.25-7.75%	3 года	7.38-7.9%	2.5
МКБ, 8	сер. апреля	3.0	10.25-10.75%	1.5-2 года		
Бинбанк, 2	27.04.10	1.0				
<b>Итого</b>		<b>56.5</b>				

Источники: данные организаторов, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Конкуренцию корпоративным выпускам составят облигации столицы, которые Москомзайм собирается разместить 7 апреля. На аукционе предполагается представить инвесторам самый длинный из обращающихся выпусков столицы – Москва-48 с погашением через 12.5 лет на сумму 10 млрд руб.

## Торговые идеи: рублевые облигации

В марте сработали 6 из 9 наших торговых рекомендаций, еще 2 рекомендуемых нами инструмента показали рост на уровне рынка (см. таблицу ниже). Лишь облигациям Интегра-2 пока не удастся материализовать резко снизившиеся риски рефинансирования и общие тенденции на рынке.

## Обзор торговых рекомендаций марта 2010 г.

Выпуск	Эшелон	YTW на 01.03	YTW на 02.04	Изм. (- б.п.)	Комментарий
РусГидро (к погашению в июне 2011 г.)	blue chip	8.10%	7.20%	90 б.п.	На уровне рынка
Белон-2 (график реструктуризации - до августа 2011 г.)	2 эшелон	10.95%	8.85%	210 б.п.	Лучше рынка
Дикси (к погашению в марте 2011 г.)	3 эшелон	16.80%	10.85%	595 б.п.	Лучше рынка
Интегра-2 (к погашению в ноябре 2011 г.)	3 эшелон	14.55%	13.95%	60 б.п.	Хуже рынка
Сибметинвест-1 и -2 (к оферте в октябре 2014 г.)	2 эшелон	11.75%	10.10%	165 б.п.	Лучше рынка
ЧТПЗ БО-1 (к оферте в декабре 2011 г.)	2 эшелон	17.00%	14.00%	300 б.п.	Лучше рынка
Мечел БО-1 (к оферте в ноябре 2011 г.)	2 эшелон	11.00%	9.95%	105 б.п.	На уровне рынка
Мечел-4 (к оферте в июле 2012 г.)	2 эшелон	11.35%	9.90%	145 б.п.	Лучше рынка
Мечел-5 (к оферте в октябре 2012 г.)	2 эшелон	11.80%	9.80%	200 б.п.	Лучше рынка
Индекс BMBI Corporate				-115	
Индекс BMBI Blue chips				-100	
Индекс BMBI 2 Tier				-110	
Индекс BMBI 3 Tier				-235	

Источники: ММВБ, индексы BMBI Банка Москвы

Мы подозреваем, что основная причина плохой динамики в облигациях **Интегра-2** – это не низкая ликвидность облигаций, а опасения по поводу развития конфликта ОМЗ и Интегры за такой актив, как Уралмаш. Потеря последнего будет грозить Интегре серьезными финансовыми потерями. В данной связи мы предпочитаем изменить свой подход в отношении привлекательности этих бондов и исключаем Интегру из списка наших торговых рекомендаций.

Мы считаем, что ориентиры по доходности нового выпуска ММК создают предпосылки для мощного витка позитивной переоценки в сегменте «Металлургия», где сейчас сосредоточено большинство наших рекомендаций по рублевым инструментам. Инструменты **НЛМК** выглядят очень привлекательно, так как для blue chips 110-120 б. п. премии над кривой Москвы излишне. Мы думаем, что 75-90 б. п. было бы вполне достаточно, тем более что именно с такой премией бонды НЛМК и торговались в первые месяцы после размещений.

Более того, на обращаем внимание на привлекательность облигаций **Белон-2** (более 250 б. п. премии над ММК БО-1), а также на обязательства Евраз, чьи облигации являются самыми дешевыми в сегменте и имеют абсолютно необоснованный спрэд в районе 150 б. п. к Северстали. Мы считаем, что различий в доходности обязательств Евраз и Северстали быть не должно, и по-прежнему рекомендуем к покупке выпуски **Сибметинвеста** (10.0-10.2 %), как, впрочем, и только что вышедшие на торги более короткие **Евраз Холдинг-1 и 3** с доходностью 9.4-9.5 %.

Мы также оставляем в списке торговых рекомендаций облигации **ЧТПЗ БО-1** (на прогнозах резкого роста денежных потоков компании), а также облигации **Мечела**, особенно **Мечел БО-1** (самый недооцененный бонд компании).

Наконец, список торговых идей этого месяца замыкают облигации **ЛСР-2** – один из самых высокодоходных рублевых бондов, входящий в список прямого репо ЦБ РФ. При дюреции менее 1 года облигации компании дают 12 % годовых. Эмитентом облигаций является компания строительного сектора, которая доказала состоятельность операционной модели в кризис и не давала ни намека на дефолт, сняв все риски рефинансирования кредитного портфеля. Мы ожидаем, что в течение 2-3 недель доходность инструмента опустится до отметки в 10 %, что принесет до 2-3 п.п. курсового роста, не считая купонных выплат, исходя из 13.5 % годовых.

### **Внутренний рынок: основные прогнозы**

Самыми важными факторами поддержки рынка рублевых облигаций мы считаем уровень ключевых процентных ставок и высокий уровень ликвидности в системе. Причем столь удачное наложение данных факторов друг на друга можно считать беспрецедентным.

По нашему мнению, снижение процентных ставок наиболее вероятно до конца 1-го полугодия 2010 г. – до тех пор, пока инфляционные риски никак не будут проявлять себя. Уровень 7.50 % для ключевой процентной ставки кажется нам некоей психологической величиной, на которой нисходящий тренд может остановиться. Иными словами, дополнительные 50-75 б.п. снижения ставок – это то, на что с большой долей вероятности долговые рынки смогут рассчитывать.

Тем не менее, подобный прогноз при исключительно благоприятной ситуации с ликвидностью создает все предпосылки для роста российских рублевых облигаций до осени 2010 г. Так, в марте средний размер остатков денежных средств на корсчетах и депозитах не падал ниже 1 трлн руб., а ставки, несмотря на обозначенный нами предел снижения, говорят об исторически низкой стоимости рефинансирования в абсолютном выражении. Таким образом, вопреки достижению корпоративными рублевыми облигациями докризисных уровней по доходности, спекулятивный ценовой потенциал еще есть.

Еще одним важным фактором поддержки для внутреннего рынка долга остается укрепление рубля и низкие девальвационные риски. Высокие ожидания укрепления рубля продолжают сохранять рублевый рынок интересным для инвесторов с точки зрения relative value. К началу апреля вмененная доходность 3-месячных NDF упала до 5.30 % (-90 б. п. за месяц), из чего следует, что стоимость хеджирования непосредственно валютного риска стала за месяц дешевле сразу на 1 п.п. и составляет сейчас около 3.4 %. Для сравнения, средняя премия между рублевыми и валютными обязательствами одних и тех же эмитентов сокращается меньшими темпами и сейчас в среднем находится в пределах 230-250 б.п.

Своих минимумов по доходности российские рублевые облигации достигли, пожалуй, к середине 2007 г. Из таблицы ниже следует, что blue chips уже подошли к этому уровню (около 6.8 %

годовых), облигациям эмитентов 2-го эшелона не хватает каких-то 40 б. п., в то время как бумагам наименее качественных заемщиков (3-й эшелон) потенциально нужно штурмовать порядка 300 б. п. Мы думаем, при текущих реалиях и технических факторах рекорды прошлого в 2010 г. будут обновлены как для бондов 1-го эшелона (наш прогноз – 6.25-6.50 %), так и для бумаг компаний 2-го эшелона (наш прогноз – 7.75-8.00 %). При этом в ближайшее время мы не делаем подобных прогнозов для 3-го эшелона.

#### Динамика доходности рублевых облигаций и спрэдов в 2007 – 1 кв. 2010 гг.

	2006	1П 2007	2007	1П 2008	2008	3М 2009	1П 2009	9М 2009	2009	3М 2010
Корп. облигации в целом (%)	9.3	9.0	10.2	10.5	29.3	23.2	18.2	13.9	11.4	8.5
Blue chips (%)	7.1	6.8	7.6	8.2	15.1	14.0	13.2	10.5	8.9	6.8
2-й эшелон (%)	9.0	8.5	9.8	10.2	33.2	26.4	19.3	15.2	12.1	8.9
Спрэд 2-й эш. - blue chips (бп)	192	163	219	203	1 813	1 244	609	462	321	217
3-й эшелон (%)	11.9	11.5	13.0	13.5	49.5	36.3	30.8	24.6	19.2	14.7
Спрэд 3-й эш. - 2-й эш. (бп)	292	301	318	329	1 626	993	1 151	943	716	572

Источник: индексы VMBI Банка Москвы

Компрессия спрэдов в 1-м и 2-м эшелоне начинает провоцировать инвесторов на покупку более рискованных инструментов эмитентов «низшего» 2-го эшелона и даже отдельных представителей 3-го эшелона. В марте впервые за долгое время сокращение доходностей в бумагах 3-го эшелона превзошло движение в более качественных бумагах. Рост аппетита к риску уже привел к активизации первичной активности у эмитентов за пределами высшей и премьер-лиги. Таким образом, можно говорить о том, что в бой потихоньку начинает вступать 3-й эшелон.

Мы уверены, что данный процесс будет только нарастать, и уже к концу года эмитенты 1-го и 2-го эшелона если не уступят пальму первенства, то будут испытывать заметную конкуренцию за средства долговых инвесторов. Важно оговориться, что в 2010 г. всех эмитентов, которые представляли многочисленный и разношерстный сегмент наиболее рискованных бумаг в прошлом, рынок принять по приемлемым для компаний ставкам не сможет. Однако наиболее удачливые и качественные эмитенты начнут процесс сокращения спреда между 3-м и 2-м эшелонам, который пока в 2 раза выше (600 б.п.) своих докризисных значений даже с учетом того, что мы берем в расчет только тех заемщиков, которые не допускали дефолта.

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)**Директор департамента**

Тремасов Кирилл, к.э.н

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл, к.э.н

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Волов Юрий, CFA

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Нефть и газ**

Борисов Денис, к.э.н

[Borisov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Borisov_DV@mmbank.ru)

Вахрамеев Сергей, к.э.н

[Vahrameev\\_SS@mmbank.ru](mailto:Vahrameev_SS@mmbank.ru)**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

Рубинов Иван

[Rubinov\\_IV@mmbank.ru](mailto:Rubinov_IV@mmbank.ru)**Металлургия, Химия**

Волов Юрий, CFA

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

Кучеров Андрей

[Kucherov\\_AA@mmbank.ru](mailto:Kucherov_AA@mmbank.ru)**Банки, денежный рынок**

Федоров Егор

[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)**Потребсектор, телекоммуникации**

Мухамеджанова Сабина

[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)

Горячих Кирилл

[Goryachih\\_KA@mmbank.ru](mailto:Goryachih_KA@mmbank.ru)**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)**Управление долговых рынков**

Игнатъев Леонид

[Ignatiev\\_LA@mmbank.ru](mailto:Ignatiev_LA@mmbank.ru)

Горбунова Екатерина

[Gorbunova\\_EB@mmbank.ru](mailto:Gorbunova_EB@mmbank.ru)

Турмышев Дмитрий

[Turmyshev\\_DS@mmbank.ru](mailto:Turmyshev_DS@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 абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно 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 также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств 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.