

Игнатъев Леонид
Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина
Gorbunova_EB@mmbank.ru

Сарсон Анастасия
Sarson_AY@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий
Turmyshev_DS@mmbank.ru

Долговые рынки

Июньские рекорды и рост волатильности

Из-за нарастания кредитных рисков в Европе мы с большой долей вероятности ждем роста доходностей на российском рынке корпоративных еврооблигаций в июле-августе 2010 г., поэтому, скорее всего, до конца лета уровни для входа в бумаги понизятся. Мы считаем, что публикация результатов стресс-тестов, проведенных в 25 европейских транснациональных банках только увеличит волатильность на глобальных рынках.

В июне рублевый рынок долга не просто восстановил утраченные в ходе майской коррекции позиции, но и достиг минимумов по доходности, которые мы наблюдали в середине апреля 2010 г. Кроме того, был побит апрельский рекорд по количеству новых эмитентов и объему размещенных бумаг. Мы считаем, что июньский рывок на рынке внутреннего долга был временным и краткосрочным явлением. Внутренние факторы поддержки вторичного рынка облигаций начинают ослабевать. В конце лета к ним могут добавиться еще и технические (высвобождение лимитов, рост кредитной активности). Наша основная рекомендация в июле – акцент на первичном рынке.

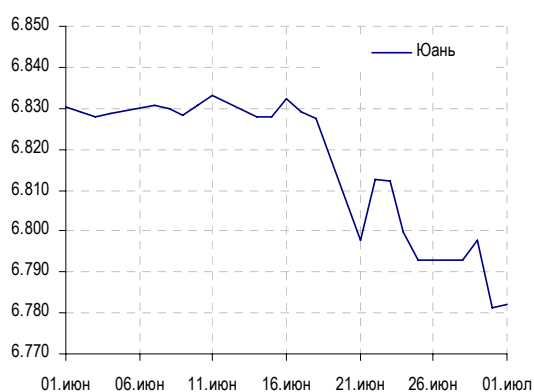
Глобальные рынки

Майское напряжение на глобальных долговых рынках получило свое продолжение в июне. Европа, как и раньше, остается в центре внимания. Созданный в мае стабилизационный фонд объемом € 750 млрд не решил проблем с суверенным долгом. И если раньше определенное беспокойство вызывали только относительно слабые европейские страны, то в июне Великобритания получила предупреждение от Fitch о том, что ее кредитный профиль не соответствует наивысшему рейтингу, рейтинг Франции также подвергся сомнению. Из хороших европейских новостей отметим расширение еврозоны за счет Эстонии в 2011 г. и наличие успешных аукционов по размещению долговых обязательств (в частности, испанских).

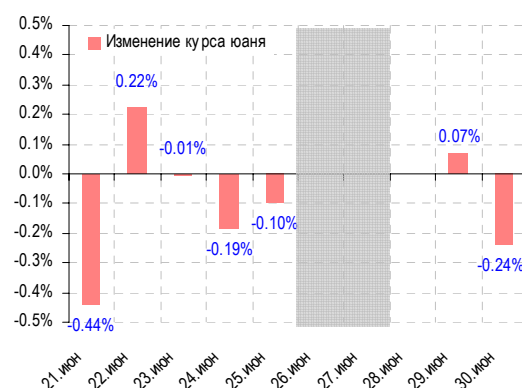
В Азии внимание инвесторов приковано к Китаю, и мировое сообщество пристально следит за темпами роста экономики страны в надежде, что китайский спрос может стать локомотивом восстановления глобальных рынков. К сожалению, хотя ВВП Китая и продолжает расти, темпы этого роста замедляются, что вызывает беспокойство.

Важным событием июня стало решение Народного банка Китая придать «гибкости» своей национальной валюте, до сих пор жестко привязанной к доллару. Первоначально это решение вызвало эйфорию на глобальных рынках и рост цен на энергоносители. Однако затем стало ясно, что заявление НБК носило скорее политический характер, а ревальвация юаня если и будет иметь место, то будет очень медленной и постепенной.

Курс юаня по отношению к доллару



Ежедневное изменение курса юаня

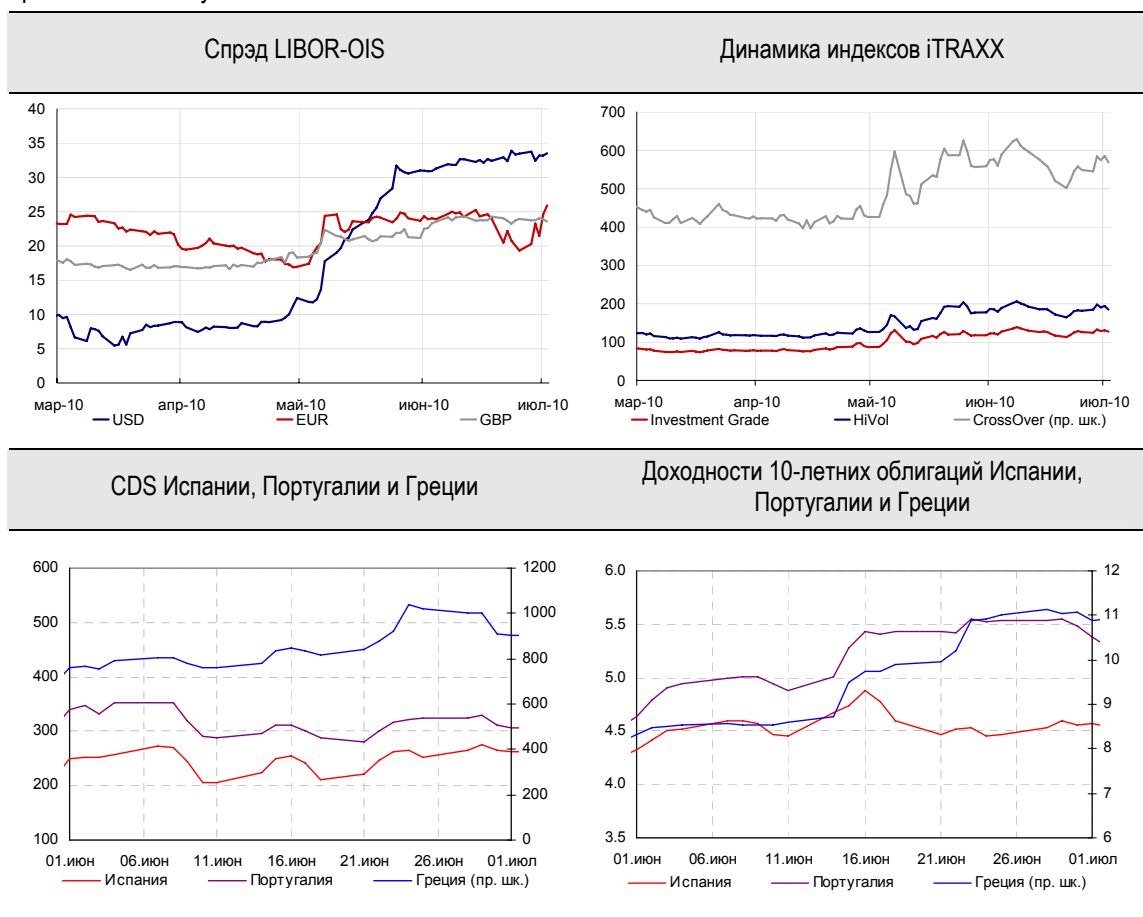


Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

В июне состоялись два саммита G20, которые не принесли важных соглашений по решению сложившихся проблем, а только выявили и обострили противоречия между странами. США пытаются убедить Европу в необходимости продолжения мер государственного стимулирования экономики, в то время как Европа постоянно объявляет о новых сокращениях бюджетных дефицитов. Отсутствие консенсуса между развитыми странами только увеличивает волатильность на рынках капитала и не способствует уменьшению беспокойства вокруг долговых проблем Европы. Подобные настроения отражаются в индексе iTRAXX Crossover, который по итогам июня не продемонстрировал тенденции к снижению.

Хотя ставки денежного рынка перестали расти такими высокими темпами как в мае, их рост сохранился и в июне: спрэд LIBOR-OIS за прошедший месяц вырос еще на 3–5 б.п. Мы связываем это с сохраняющейся обеспокоенностью относительно долговых проблем ЕС и замедлением роста экономик США и Китая.

Котировки государственных бондов стран юга Европы очень чувствительны к любому негативу. Заявления международных рейтинговых агентств о негативных перспективах мировой экономики и возможной второй волне пессимизма на рынках отражаются в росте доходностей государственных облигаций Греции и Португалии. Доходность 10-летних бондов Греции увеличилась на 2.5 п.п., превысив отметку 11 %.

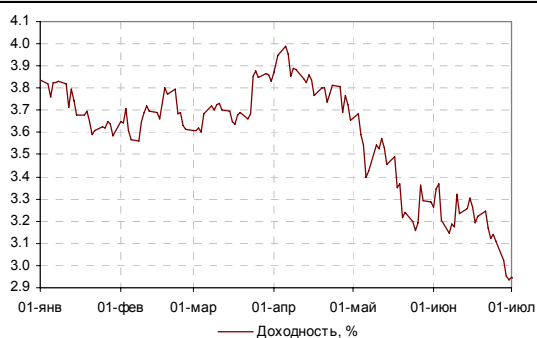


Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

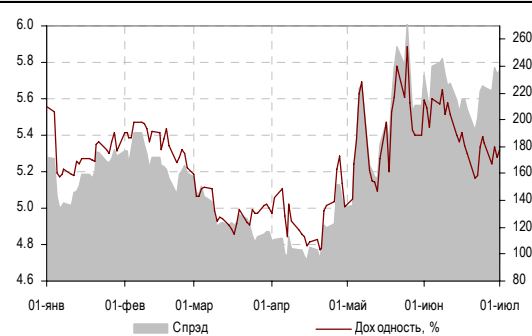
Российские еврооблигации

Высокая турбулентность на фондовых рынках значительно повысила спрос на безрисковые Treasuries, и при этом не оказала негативного влияния на котировки российских еврооблигаций. За прошедший месяц доходность UST' 10 упала более, чем на 30 б.п., преодолев в конце июля отметку в 3.0 %. Котировки суверенных евробондов весь прошедший месяц оставались стабильными, не испытывая сильных дневных колебаний. Это выразилось в уменьшении их доходностей всего на 20–30 б.п. за месяц. После падения до 200 б.п. в середине месяца, спрэд Russia' 30 к UST' 10 вернулся к значениям начала июня и сейчас находится около отметки 240 б.п.

Динамика доходности UST' 10



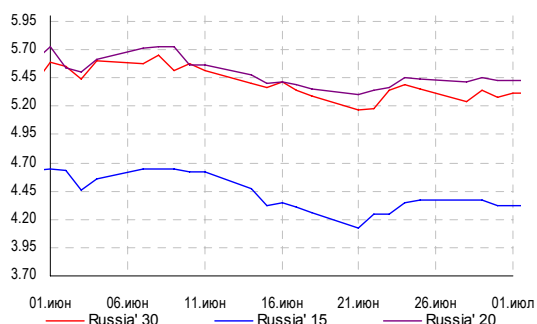
Спрэд Россия' 30 – UST' 10



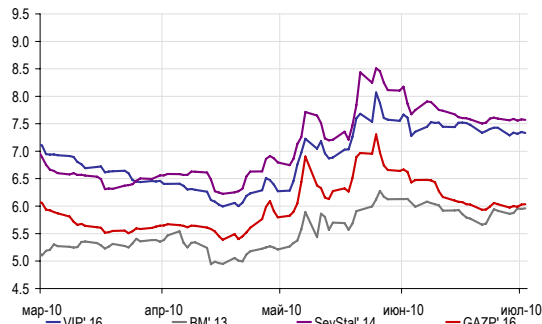
Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Наиболее высоким спросом пользовались корпоративные евробонды, показавшие уверенный рост котировок. Кроме того, затишье на первичном рынке, наблюдавшееся в мае, спровоцировало корпоративных эмитентов вернуться к идее размещения еврооблигаций. Компания МТС в июне очень успешно разместила 10-летние евробонды на \$ 750 млн. Среди эмитентов банковского сектора сразу три крупных игрока смогли разместить евробонды: Сбербанк – 5-летние бумаги на \$ 1 млрд, ВЭБ – 10-летние на \$ 1 млрд, Промсвязьбанк – 6-летние субординированные еврооблигации на \$ 200 млн. На этой неделе еще два банка находятся в процессе размещения: Транскредитбанк с евробондами на \$ 300-500 млн и Газпромбанк с бумагами на сумму \$ 0.5-1 млрд.

Российские суверенные евробонды



Корпоративные евробонды



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

В прошлый раз, учитывая вероятность негативного развития событий на глобальных рынках, мы рекомендовали воздержаться от агрессивных покупок в секторе корпоративных еврооблигаций, однако указывали на перепроданность бумаг Распадской и ВТБ. Ставка на Распадскую и ВТБ оправдала себя: бумаги обоих эмитентов выглядели заметно «лучше рынка».

10 бумаг, продемонстрировавших лучшую динамику в июне



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Прогнозы и торговые рекомендации

Важным индикатором остроты долгового кризиса в Европе является состояние банковской системы ЕС. В конце прошлой недели она подала очень обнадеживающий сигнал: спрос банков на 3-месячные депозиты ЕЦБ перед выплатой кредитов ЕЦБ на сумму € 442 млрд оказался ниже ожиданий рынка (€ 132 млрд против ожидавшихся € 250–300 млрд).

По состоянию на текущий момент важным событием, которое во многом определит настроения на глобальных рынках в июле и уж точно увеличит волатильность на них, станет публикация результатов стресс-тестов, проведенных в 25 европейских транснациональных банках. Решение о самой публикации уже принято, однако не менее важно то, каким образом будет организован этот процесс: будут ли публиковаться результаты частями или все вместе; какова будет степень подробности отчетов; насколько хороши окажутся результаты конкретных банков. Кроме того, появились сведения о том, что в ближайшее время стресс-тесты будут проведены в еще 70–120 европейских банках, а их результаты будут опубликованы уже в конце июля. Мы думаем, что по степени нарастания волатильности июль 2010 г. может напомнить апрель-май 2009 г., когда подводились стресс-тесты американских банков.

Мы с большой долей вероятности, ждем роста доходностей на российском рынке корпоративных еврооблигаций, поэтому думаем, что уровни для входа в бумаги в июле-августе 2010 г. будут ниже.

Тем не менее, мы обращаем внимание на следующие спекулятивные возможности:

- Среди всех выпусков ТНК-ВР два (ТНК-ВР' 17 и ТНК-ВР' 18) имеют спрэды к свопам более 500 б.п. Причем наиболее интересно выглядит ТНК-ВР' 18 (ASW+535 б.п.). Даже на корректирующемся рынке, как мы считаем, свои плоды может принести стратегия покупки ТНК-ВР' 18 против Gazprom' 18 (спрэд между ними – 80 б.п.) или против LUKOIL' 17 (спрэд – более 100 б.п.).
- Размещение 10-летних евробондов ВЭБа на \$ 1 млрд прошло с достаточно высокой премией как к свопам, так и к Сбербанку, хотя, как нам кажется, долговые инструменты ВЭБа должны стоить дороже бумаг Сбербанка. Вчера выпуск торговался на уровне ASW+370 б.п. и смотрелся значительно интереснее нового выпуска Сбербанка (ASW+360 б.п.). Мы рекомендуем покупку евробондов ВЭБа против продажи инструментов Сбербанка или РСХБ.

Итоги торгов (утро 05.07.2010)

Выпуск	Погашение	Объем	YTM, %	Цена	Спрэд к свопам	Суборд
Сбербанк	07.07.2015	\$1 000 млн	5.53	99.80	334	нет
ВЭБ	09.07.2020	\$1 000 млн	6.72	101.30	360	нет
Промсвязьбанк	08.07.2016	\$200 млн	11.25	100.00	866	да

- С точки зрения relative value, еврооблигации Северстали менее интересны, чем бонды Evraz Group. В ходе майско-июньской коррекции на рынке корпоративного валютного долга, спрэд между длинными выпусками Северстали и суверенной кривой расширился до 250-300 б.п. В то же время, кривая Evraz Group на данном участке кривой (дюрация 4-6 лет) имеет спрэд 400 б.п. и более. Мы рекомендуем покупку еврооблигаций Evraz' 13, Evraz' 15.
- Учитывая, что в сегменте корпоративных облигаций уже практически не осталось высокодоходных бумаг, евробонд Рольфа (более 14 % годовых) выглядит привлекательно с точки зрения соотношения Риск / Доходность.
- Еврооблигации Sinek' 15, эмитента с рейтингом всего на одну ступень ниже, чем у Газпрома, дают премию к кривой газового гиганта в 200–250 б.п. и выглядят крайне интересно. Дополнительным плюсом для держателей являются очень дружественные условия для кредиторов: это и гарантии республики Татарстан, и ковенанты, требующие в частности постоянно держать на счетах в Dresdner Bank наличность в размере не менее одной купонной выплаты.

Внутренний долговой рынок

В июне рублевый рынок долга не просто восстановил утраченные в ходе майской коррекции позиции, чему способствовали и достаточно благоприятный внешний фон в течение большей части месяца, и высокий уровень рублевой ликвидности, но и достиг минимумов по доходности, которые мы наблюдали в середине апреля 2010 г.

С 1 июня ЦБ в очередной раз пошел на снижение основных процентных ставок, в том числе ставка рефинансирования была снижена на 25 б.п. – до минимального исторического значения 7.75 %. Рынок не успел отыграть это событие в конце мая, поэтому июнь начался с положительной переоценки рублевых облигаций.

В середине месяца зафиксировано максимальное значение свободных средств на счетах и депозитах банков в ЦБ, составившее на 15 июня 1.8 трлн руб. ЦБ оперативно изымал избыточную ликвидность из системы посредством ОБР и ОФЗ, снизив ее уровень в течение двух-трех дней до средних значений – 1.2–1.3 трлн руб. Ставки МБК при этом обновили свои многомесячные минимумы. Повышение волатильности ставок NDF в июне не повлияло на желание инвесторов вкладываться в рублевые активы.

Избыточная ликвидность благоприятно отразилась, в первую очередь, на первичном рынке облигаций, где был побит ежемесячный максимум по объему новых корпоративных выпусков за последние 12 месяцев. После вынужденной паузы в мае эмитенты активизировались на первичном рынке и разместили в июне новые корпоративные облигации на общую сумму 75.4 млрд руб., что почти в восемь раз больше чем в мае и на 3% – чем в апреле.

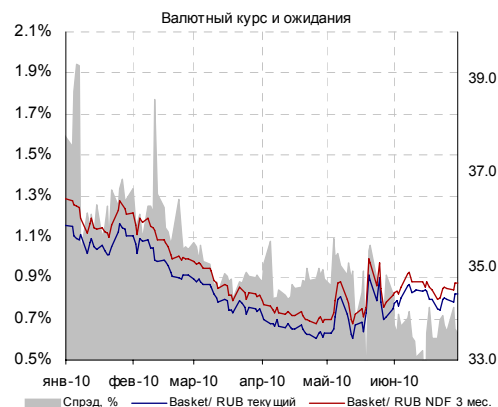
К 22 июня на вторичном рынке был достигнут локальный максимум. Покупатели обращали внимание, прежде всего, на наиболее перепроданные выпуски в ходе майского выхода из рублевых активов нерезидентов. Лидерами роста стали облигации Москвы.

Исключительно благоприятная ситуация на внутреннем денежном рынке оказывала рублевому рынку облигаций поддержку и позволяла участникам рынка сдержанно реагировать на имевшие место негативные внешние сигналы. Ухудшение внешнего фона начало сказываться на котировках обращающихся долговых выпусков только в последнюю неделю месяца. Рынок при невысокой активности продавцов немного откатился от достигнутых ценовых максимумов.

Денежный рынок: ликвидность и ставки



Валютный курс и ожидания



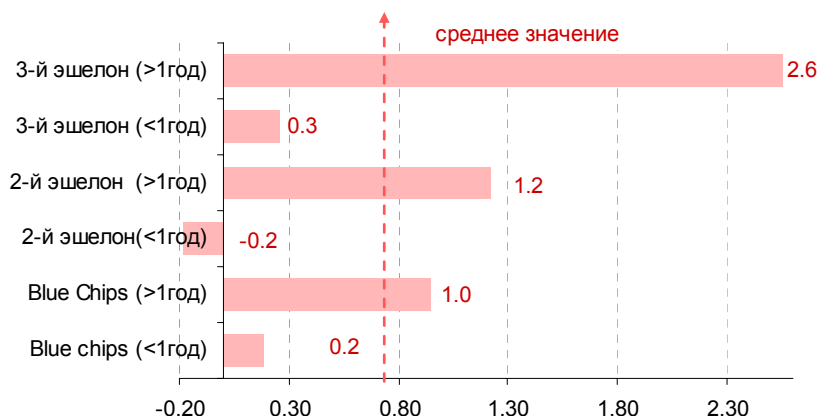
Источники: Bloomberg, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

По итогам июня 2010 г. совокупный доход от вложения в рублевые корпоративные облигации составил 1.6 % (за месяц), доходность за период владения находилась на уровне 19.7 % годовых по сравнению с 5.9 % в мае. Средневзвешенная доходность корпоративных выпусков снизилась на 63 б.п. – до 8.0 % при дюрации 1.6 года. Ценовой индекс корпоративных выпусков вырос на 76 б.п.

В течение прошедшего месяца котировки выпусков облигаций эмитентов третьего эшелона показали более сильную динамику по сравнению с прочими корпоративными выпусками. Основные покупки были сосредоточены в выпусках с дюрацией более года. Ценовой индекс этой группы облигаций за месяц вырос на 255 б.п. Таким образом, третий эшелон продолжает нагонять первый-второй эшелоны, которые «ушли в отрыв» в ходе ралли 1-го квартала 2010 г.

Облигации эмитентов более высокого кредитного качества (blue chips и второго эшелона) выросли в июне синхронно. Ценовые индексы данных сегментов прибавили по 75 б.п., при этом средневзвешенная доходность выпусков blue chips к концу июня вернулась на минимумы, зафиксированные в апреле, и составила 6.9 % при дюрации 1.8 года, на 38 б.п. отступив от майских значений. Доходность выпусков второго эшелона опустилась на 10-15 б.п. ниже апрельских значений, составив 8.3 % при дюрации 1.5 года (снижение за месяц составило 70 б.п.).

Динамика ценового индекса по эшелонам в зависимости от срочности выпусков



Источники: ММББ, расчеты Аналитического департамента Банк Москвы

Активность в госсекторе в июне значительно подросла по сравнению с маем, тем не менее, это не привело к существенному изменению доходности госбумаг. Средневзвешенная доходность ОФЗ на конец июня составила 6.4 %, что на 6 б. п. ниже значений конца апреля.

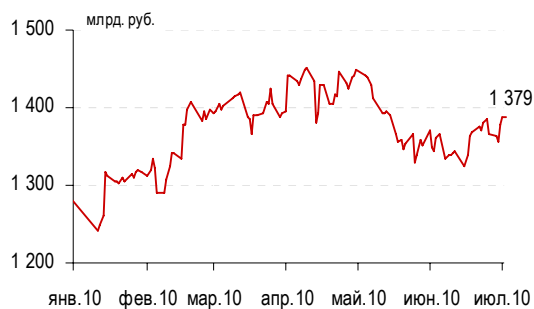
Совокупный номинальный объем корпоративных облигаций, попадающих в расчет индекса, на 30 июня 2010 г. составил 1.3 трлн руб., капитализация корпоративных облигаций – 1.4 трлн руб.

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

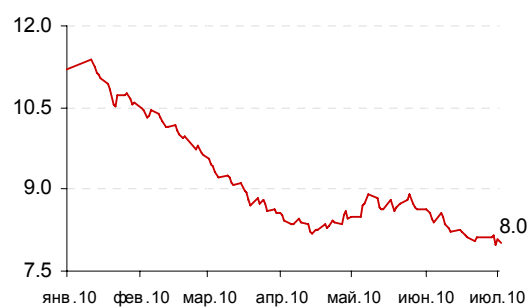
- <http://www.bm.ru/common/img/uploaded/analit/BMBI.zip>

- http://www.cbonds.info/ru/rus/index/index_banks_list.php

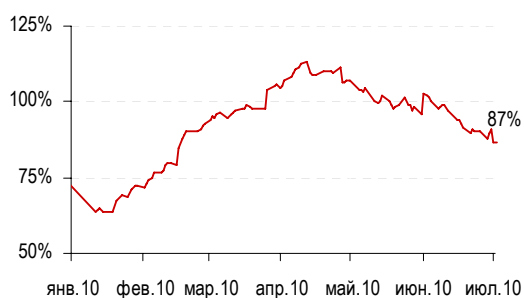
Капитализация корпоративного сектора



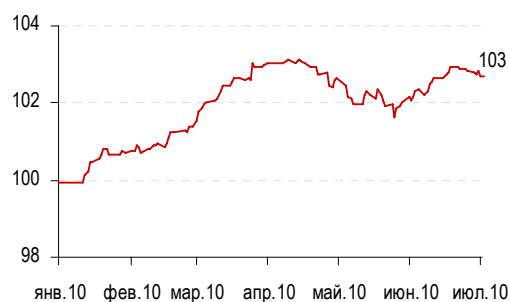
Средневзвешенная доходность корпоративного сектора



Оборачиваемость корпоративных облигаций



Ценовой индекс корпоративного сегмента



Источник: ММББ, расчеты Аналитического департамента Банк Москвы

ВМВ: динамика основных индексов за июнь 2010 г.

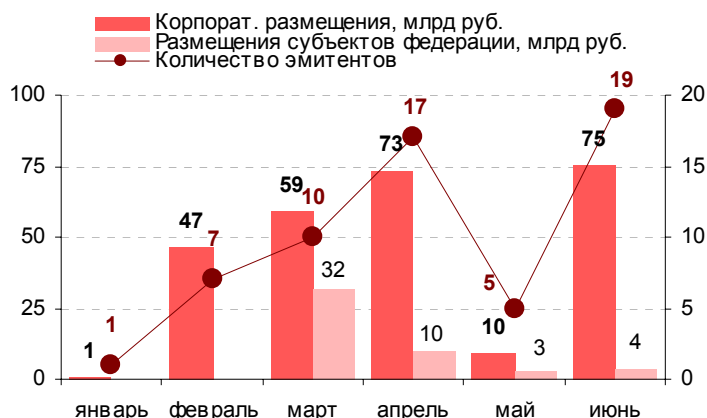
Сегмент	30.06.2010					Динамика индексов (01.06.10-30.06.10)				
	Объем, млн руб.	Капитализация	YTM, %	M.dur	Spread	Ценовой	TR	HPR, % год.	Spread ch., b.p.	Yield ch, b.p.
Корпоративные облигации	1 330 124	1 378 829	8.0	1.56	306	0.76	1.6	19.7	-10	-63
Blue chips	597 853	624 802	6.9	1.81	172	0.75	1.5	18.6	12	-38
2-й эшелон	602 090	626 119	8.3	1.48	343	0.75	1.6	20.1	-18	-70
3-й эшелон	130 181	127 909	12.1	0.78	809	0.84	1.8	23.2	-98	-157
Муниципальные облигации	337 438	360 388	7.5	1.77	242	0.79	1.5	18.9	2	-51
Государственные облигации	1 049 834	1 074 177	6.4	3.28	0	0.27	0.9	11.4	0	-6

Источники: ММББ, расчеты Аналитического департамента Банк Москвы

Первичный рынок рублевых облигаций в июне

После месячной паузы объем размещений вернулся к максимальным уровням года. Навес первичных размещений эмитентов, переживавших ухудшение конъюнктуры рынков в мае, оказался столь масштабным, что апрельский рекорд по количеству новых эмитентов и объему размещенных бумаг оказался побит. За месяц рынок «проглотил» корпоративные выпуски на сумму 75 млрд руб., а также облигации субъектов федерации и муниципальные бумаги на 4 млрд руб. Совокупно свои новые облигации представили 19 различных эмитентов.

Динамика размещений корпоративных эмитентов и субъектов федерации в 2010 г.



Источники: ММББ, Аналитический департамент Банка Москвы

После пятилетнего отсутствия на рублевый долговой рынок в апреле вернулась Алроса с выпусками на общую сумму 26 млрд руб. (35 % совокупного объема месячного размещений в июне). В целом, размещения в течение месяца проходили очень успешно. С трехкратными переподписками закрыли книги заявок на приобретение облигаций Энел ОГК-5, НОВАТЭК, ЛСР, Трансконтейнер. Высокий спрос на бумаги, подогреваемый значительным объемом свободной ликвидности в банковской системе России и низкими ставками МБК, позволил большинству эмитентов разместиться по нижней границе ориентиров организаторов. Заметим, что эмитенты стараются использовать благосклонность инвесторов и увеличивают объемы размещений. Так, помимо Алросы, повысили объем предложения Вимм-Билль-Данн и Росбанк.

Ключевые размещения июня 2010 года

Выпуск	Дата размещения	Объем, млрд руб.	Ставка купона, %	Период до оферты/погашения	Доходность к оферте/погашению	Мод. дюрация, лет
ГлДорога_1	03.06.10	0.3	10.20%	- / 1	- / 10.46	0.9
ЭнергоСпецСнаб_1	07.06.10	1.2	8.50%	3 / 6	8.68 / -	2.5
СпецСтрФ01	07.06.10	1.2	8.50%	3 / 6	8.68 / -	2.5
РегионЭнергоИнв1	07.06.10	1.2	8.50%	3 / 6	8.68 / -	2.5
ХантыМансБанк_2	09.06.10	3.0	7.85%	1 / 3	8 / -	0.9
СКБ_банк_БО4	09.06.10	2.0	9.80%	1.5 / 3	10.04 / -	1.3
Трансконтейнер_2	10.06.10	3.0	8.80%	- / 5	- / 8.99	3.3
ТВЗ_БО1	16.06.10	2.0	7.00%	1 / 3	7.12 / -	0.9
Ситроникс_БО1	22.06.10	2.0	11.75%	2 / 3	12.1 / -	1.6
Энел_ОГК5_БО15	22.06.10	4.0	7.50%	2 / 3	7.64 / -	1.8
Росбанк_БО_1	25.06.10	5.0	7.40%	2 / 3	7.54 / -	1.8
Алроса_21	24.06.10	8.0	8.25%	3 / 5	8.51 / -	2.5
Алроса_23	24.06.10	7.0	8.95%	- / 5	- / 9.26	3.7
ЛСР_БО1	29.06.10	1.5	10.50%	2 / 3	10.78 / -	1.7
Алроса_20	29.06.10	3.0	8.95%	- / 5	- / 9.26	3.7
Алроса_22	29.06.10	8.0	8.25%	3 / 5	8.51 / -	2.5
НоватэкБО1	29.06.10	10.0	7.50%	- / 3	- / 7.64	2.5
РусьБанк_4	29.06.10	3.0	9.50%	1 / 5	9.72 / -	0.9
АИЖК_А16	30.06.10	10.0	8.25%	3.2 / 11.2	8.49	3.0
Итого корпоративные размещения		75.4				
ВолгогрОбл_4	09.06.10	2.0	8.75%	- / 4	8.38	2.5
Карелия_34013	24.06.10	1.0	9.91%	- / 5	10.12	2.5
Томск_34003	28.06.10	0.8	11.13%	- / 4	11.08	2.4
Итого размещения субфедеральных заемщиков		3.8				

Источники: данные организаторов, Аналитический департамент Банка Москвы

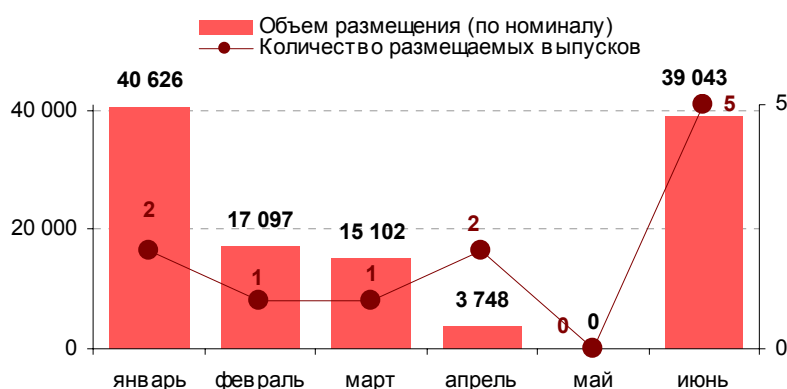
Отметим изменение стратегии Минфина, который с июня начал предлагать инвесторам на аукционах выпуски различной срочности, нащупывая тем самым рыночный спрос. В начале месяца (2 июня) рынку были предложены сразу три выпуска: ОФЗ 25071, ОФЗ 25072 и ОФЗ 25073 со сроками обращения 4.3 и 2 года соответственно. Своими покупками инвесторы проголосовали за выпуски минимальной срочности на фоне сокращения аппетита инвесторов к риску.

Через три недели Минфин расширил дюрацию размещаемых бумаг, представив на аукционе новый индикативный однолетний бонд ОФЗ 25074 и четырехлетний ОФЗ 25071 объемами по 20 млрд руб. Короткий выпуск вновь ожидаемо снискал наибольший спрос, превысивший объем размещения в три раза.

Завершающий месяц аукцион оказался наименее результативным: трехлетний выпуск ОФЗ 26201 разместился 30 июня всего на 3.4 млрд руб. при объеме предложения 30 млрд руб.

Совокупно в июле рынок пополнился госбумагами на 39 млрд руб., примерно на столько же госсектор вырос только в январе 2010 г.

Динамика размещений ОФЗ на аукционах в 2010 г.



Источники: Минфин, Аналитический департамент Банка Москвы

Прогнозы и торговые рекомендации

На наш взгляд, первичный рынок, на котором в июне-июле стремительно расходуется огромный навес предложения облигационного долга, сможет предложить и новые имена, и неплохие доходности. И наша ключевая рекомендация на середину лета – обращать внимание в большей степени на первичный рынок.

Всего в настоящий момент маркетинг своих выпусков проводят одиннадцать эмитентов на общую сумму 47.6 млрд руб. С учетом уже размещенных выпусков ВБД на 10 млрд руб., совокупный объем размещаемых бумаг на начало июля составляет почти 60 млрд руб. Не исключено, что если на глобальных рынках не произойдет радикального ухудшения конъюнктуры, то июньский рекорд по объемам размещения не устоит уже в наступившем месяце.

Размещаемые выпуски по состоянию на 05.07.2010

Выпуск	Дата размещения	Объем, млрд руб.	Ориентир по купону	Период до оферты/погашения	Индикативная доходность к оферте/погашению	Мод. дюрация, лет
ФинансБизнесГрупп БО-1	05.07.10	3.0		3 года		2.5
ЕвроХим, 2	06.07.10	5.0	8.9%	5 лет	9.1%	3.8
Краснодар_01	07.07.10	1.1	8.5%	3 года	8.68%	2.5
МДМ-банк, 8 (вторичное)	07.07.10	6.0	8.8-9.3%	3 года		
Росбанк, БО-2	08.07.10	5.0	7.85-8.23%	3 года	8-8.4%	
СУЭК, 1	09.07.10	10.0	9.35-9.85%	3 года	9.57-10.09%	2.6
Краснодартеплоэнергo,1	09.07.10	2.5	12.5%	1.5 года	12.89%	1.2
ВЭБ-лизинг, 1	13.07.10	5.0	8.0-8.5%	5 лет	8.16-8.68%	3.5
Новая перевозочная компания, 1	16.07.10	3.0	8.9-9.15%	2.5 года	9.84-10.38%	2.4
Росгосстрах	22.07.10	4.0	9.5-10.5%	2-3 года	9.73-10.78%	
ПрофМедиаФинанс, 1	22.07.10	3.0	10.25-10.75%	3 года		
Итого		47.6				

Источники: данные организаторов, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

На вторичном же рынке сложилась любопытная ситуация, когда из-за огромной величины свободной ликвидности в системе и, как следствие, низких ставок денежного рынка, первичные размещения не оказывают существенного негативного воздействия на доходность уже обращающихся бумаг. Тем не менее, долго так продолжаться не будет и доходности рублевых облигаций неизбежно пойдут вверх. Поэтому мы считаем, что июньский реванш на рынке внутреннего долга был временным и краткосрочным явлением. Мы думаем к этому приведут как причины технического характера:

- «чистка» позиций под первичные размещения (новые выпуски и имена);
- перераспределение ликвидности банков непосредственно на кредитно-банковскую деятельность (последняя статистика говорит как раз об этом);
- достижение равновесия между первичным и вторичным рынком с точки зрения доходности;

так и внутренние факторы системного характера, а именно:

- четко обозначенное завершение цикла снижения ключевых процентных ставок в России;
- заметный рост волатильности на валютном рынке и окончание тренда на явное укрепление национальной валюты;
- начало сворачивания программ поддержки банковского сектора и постепенное изъятие избыточной ликвидности с рынка во 2-ом полугодии 2010 г.

Наконец, по мере ослабления внутренних факторов поддержки рынка рублевого публичного долга, доходности облигаций начнут в большей степени, чем сейчас, зависеть от внешней конъюнктуры, которую сложно назвать стабильной и благоприятной (см. выше).

Поэтому мы ограничиваем список **торговых идей июля на вторичном рынке** пятью наиболее явными рекомендациями.

- В настоящее время кривая доходности облигаций **АИЖК** находится на 30-70 б.п. выше кривой облигаций других госкомпаний – Газпрома и РЖД и на 130–200 б.п. выше кривой ОФЗ. Мы считаем, эту премию несправедливой, учитывая госгарантии на сумму номинала по всем выпускам АИЖК и неплохую ликвидность выпусков АИЖК-8, АИЖК-9 и АИЖК-10.
- В меру ликвидные облигации ЛенспецСМУ-1 дают возможность заработать 13.2 % к погашению в декабре 2012 г. Мы считаем, что относительно ЛСР – лучшего представителя строительной отрасли на публичном долговом рынке – доходность бумаг **ЛенспецСМУ** в последнее время завышена (более 200 б.п. премии над кривой). Только что разместившиеся бонды ЛенспецСМУ БО-2 имеют спрэд более 250 б.п. над выпуском ЛСР БО-1 такой же дюрации (1.85 года). Мы находим, что установившиеся по ЛенспецСМУ уровни доходности являются чрезмерной компенсацией для кредитных рисков компании, даже с учетом текущих нестабильных рыночных условий. Немаловажный довод в пользу привлекательности бумаг ЛенСпецСМУ – это рейтинг эмитента. Вопреки текущему порядку вещей на публичном рынке, ЛенспецСМУ имеет рейтинг В от S&P, что одну ступень выше, чем у ЛСР (Ва3/В-).
- Соотношение «Риск/Доходность» в случае облигаций **Седьмой континент** БО-1 (13.90 %) мы находим самым интересным в сегменте «ритейл» и рекомендуем его к покупке: рыночная премия 7 континент над X5 Retail Group и Дикси на рынке облигаций превышает 500 б.п. К позитивным факторам, влияющим на оценку кредитного качества ритейлера, помимо роста трафика в 1-м квартале 2010 г., мы относим также стабильный уровень долга, высокую рентабельность по EBITDA (9.2 %), финансовую помощь действующему бенефициару Занадворову от бывшего компаньона Груздева, выкуп банком МФК долга бенефициара ритейлера у Natixis на крайне льготных условиях. Реструктуризация долга Natixis от МФК значительно снижает риски неисполнения публичных обязательств, которые, насколько мы понимаем, де-факто стали самым приоритетным долгом для Седьмого континента.
- В рублевых бумагах российских металлургических компаний ситуация схожа положением дел в евробондах. Принципиальная разница заключается в том, что облигации **Evrax Group** (как **Евраз Холдинг-Финанс**, так и **Сибметинвест**) торгуются с очень большой премией (200 б.п. и выше) над выпусками Северстали, в то время как на евробондах она в

два раза ниже (около 100 б.п.). Кроме того, выпуски Евраз Холдинг-Финанс и Сибметинвест предлагают премию к бумагам НЛМК более 250–300 б.п., хотя разница в кредитных рейтингах не превышает четырех ступеней (агрегировано). На наш взгляд, рублевые облигации Евраза являются едва ли не самые недооцененными рублевыми инструментами во 2-ом эшелоне.

- На наш взгляд, новости об активизации закупок труб Газпромом способны стать веским основанием для пристального внимания к долговым бумагам **трубного сектора** в ближайшем будущем. Из компаний «большой тройки» (ОМК, ТМК, ЧТПЗ) на рынке представлены только ТМК (остатками еврооблигационного выпуска ТМК' 11) и ЧТПЗ с полуторалетним биржевым выпуском ЧТПЗ БО-1. Последний инструмент с доходностью более 13 %, как нам кажется, является очень интересной торговой идеей даже при нынешнем минорном настроении внутреннего рынка публичного долга. Кроме того, мы с большой долей вероятности ждем активизации трубных компаний и на первичном рынке.

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Нефть и газ**

Борисов Денис, к.э.н

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru**Металлургия, Химия**

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Банки, денежный рынок**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Потребсектор, телекоммуникации**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Горячих Кирилл

Goryachih_KA@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Управление долговых рынков**

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Сарсон Анастасия

Sarson_AY@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

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 существования 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.