

### Обзор рынка

#### Еврооблигации

Вчера рынок продолжил сползать на фоне очередного витка неприязни к рискам. Ни сохранение рейтингов РФ, ни заявления Президента России, пока не оказали поддержку рынку. Однако, шаги навстречу со стороны финансовых властей РФ могут оказать поддержку всем российским активам уже этой осенью...

#### Рублевые облигации

Рынок рублевых долговых инструментов продолжает падать. Да, уже не те объемы, уже не те движения, но доходность продолжает расти. Эксперты ждут новых дефолтов, рынок превращается в money market. Тем не менее, мы полагаем, что некоторые факторы влияния на рынок в ближайшее время могут смениться на противоположные.

#### Новости эмитентов

- МОИТК говорит о поддержке со стороны МО и собирается размещать новый заем.

#### Далее в выпуске

- Soup du Jour: Четверг - Ожидания по ставкам ФРС
- Карты процентных ставок

#### Будь в курсе

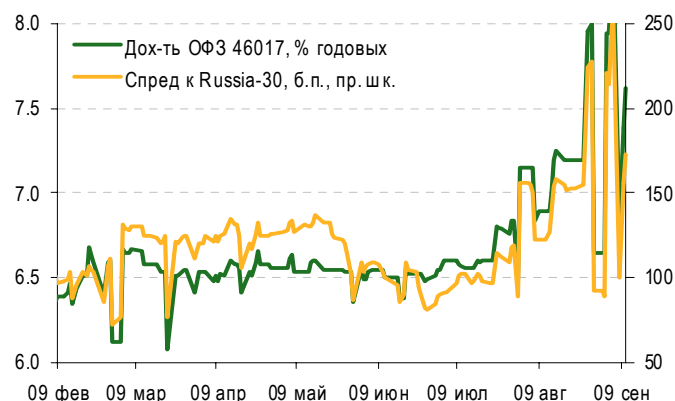
	Значение	Изменение
Курс доллара ЦБ, руб.	▼ 25.5761	-0.0053
Курс евро ЦБ, руб.	▲ 36.1851	0.0974
EUR/USD	▼ 1.4113	-0.0110
MIACR на 1 день, %	▲ 8.22	0.380
Остатки на счетах в ЦБ, млрд. руб.	▼ 835.3	-46.30
Средневз. дох-ть ОБР-ОФЗ, %	▼ 7.64	-0.120
RUX-Cbonds, средневз. дох-ть, %	▲ 11.23	0.250
Сальдо операций ЦБ, млрд. руб.	-262.20	
РЕПО с ЦБ, млрд. руб.	273.80	
Средневз. ставка РЕПО, %	7.14	
	Значение	Изменение, б.п.
UST-2, доходность, %	▲ 2.200	3.3
UST-10, доходность, %	▲ 3.631	6.2
Bund-2, доходность, %	▲ 4.019	1.3
Bund-10, доходность, %	▲ 4.066	2.3
LIBOR 3m, %	▲ 2.819	0.06
Russia-30, % от номинала	▼ 110.4	-40.4
Brazil-40, % от номинала	▼ 131.5	-32.6
Turkey-30, % от номинала	▼ 151.6	-45.1
Venezuela-27, % от номинала	▲ 89.8	5.7
Спред EMBIG, б.п.	▲ 352	1

Источник: РТС, ММББ, ЦБ РФ, Bloomberg, Cbonds

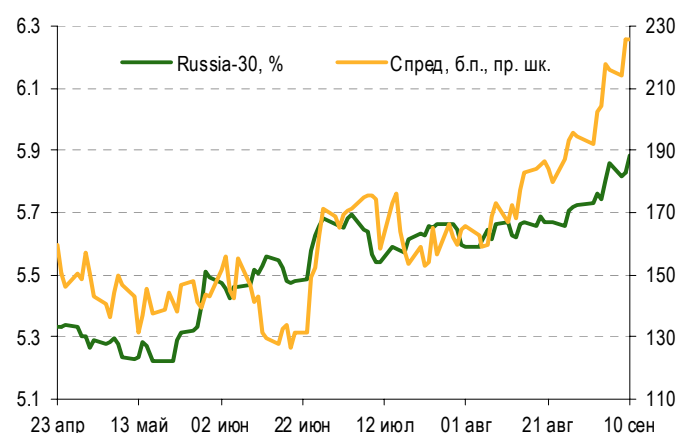
#### Календарь событий

Дата	Время	Страна	Событие	Период	Прогноз	Пред.
11 сен	1630	США	Continuing Jobless Claims	нед.	3460 тыс.	3435 тыс.
	1630	США	Import Price Index MoM	авг.	-1.8%	1.7%
	1630	США	Import Price Index YoY	авг.	20.2%	21.6%
	1630	США	Initial Jobless Claims	нед.	440 тыс.	444 тыс.
	1630	США	Trade Balance Of Payments	июл.	-\$58 млрд.	-\$56.772 млрд.
	2200	США	Monthly Budget Statement	авг.	-\$107.3 млрд.	-\$102.767 млрд.
12 сен	1630	США	Advance Retail Sales	авг.	0.2%	-0.1%
	1630	США	PPI Ex Food & Energy MoM	авг.	0.2%	0.7%
	1630	США	PPI Ex Food & Energy YoY	авг.	3.7%	3.5%
	1630	США	Producer Price Index YoY	авг.	10.2%	9.8%
	1630	США	Producer Price Index MoM	авг.	-0.5%	1.2%
	1630	США	Retail Sales Less Autos	авг.	-0.2%	0.4%
	1800	США	Business Inventories MoM	июл.	0.5%	0.7%
	1800	США	University of Michigan Confidence	окт.	64	63
15 сен	1630	США	Empire Manufacturing	сен.	1.5	2.77
	1715	США	Capacity Utilization	авг.	79.6%	79.9%
	1715	США	Industrial Production	авг.	-0.3%	0.2%
16 сен	1630	США	Consumer Price Index MoM	авг.	0%	0.8%
	1630	США	Consumer Price Index YoY	авг.	5.6%	5.6%

#### ОФЗ и Спред к Russia-30



#### Russia-30 и Спред к UST



Источник: ММББ, Bloomberg

## Валютные облигации

### Осень может быть не «черной»

В среду рынок валютных облигаций, впрочем, как ранее, продолжил плавно стагнировать. Продавать особо уже некому, котировки продавливаются на малых объемах.

В 15:30 была опубликована отчетность Lehman Brothers, которая оказалась хуже ожиданий рынка. Компания получила по итогам третьего квартала чистый убыток в размере \$3,9 млрд. Суммарные убытки компании последние полгода – \$6,7 млрд.

Единственный и уже традиционный вариант спасения компании - сокращение дивидендов, продажа активов. Так Банк планирует продать мажоритарный пакет бизнеса по управлению инвестициями через аукцион, а дивиденды за год будут сокращены до 5 центов с 68 центов.

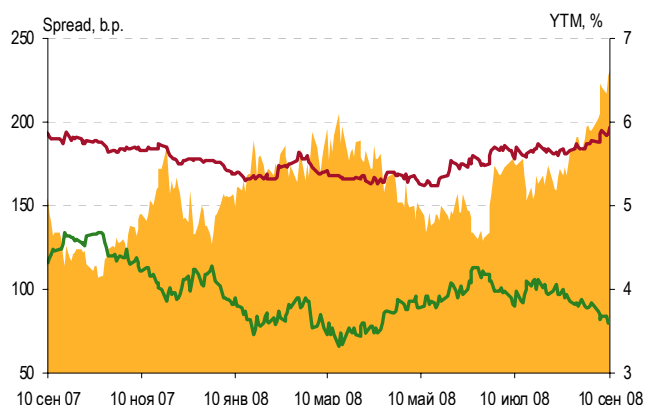
Хотя все эти меры не факт что будут действенными. Участники рынка по-прежнему обеспокоены будущим одного из крупнейших инвестбанков планеты. Напомним, ранее переговоры о продаже пакета акций Lehman корейцам не пришли к положительному заключению. И самое опасное, что ФРС США, итак имеющая кучу проблем, требующих решения и средств, на этот раз может не прийти на помощь банку.

Все эти опасения складывают неприятную картину в корпоративном секторе США, тем или иным образом, оказавшимся завязанным на жилье и кредитование. Наглядно они отражаются в динамике котировок Treasuries, которые, если убрать всплески, серьезно растут в последнее время.

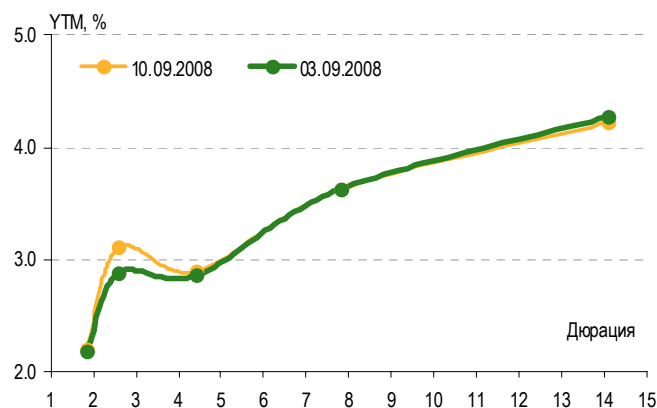
Так кривая доходности Treasuries держится на минимумах за последние полгода, отражая спрос на безрисковые активы. Вторят этому и котировки выпусков евробондов стран EM. Суверенные индикативные спреды находятся на максимальных уровнях за последние 3 года.

На этой волне и вчера российские еврооблигации оказались под давлением продавцов. Российская «тридцатка» плавно уходит к уровням осени 2007 года – началу кризиса в США. 5-ти летние CDS на рекордных уровнях – 160-170 б.п., превышая значения времен краха Bear Stearns в марте, когда спрос на безрисковые активы был еще более значительным. Американская десятка по доходности тогда снижалась до 3,3%.

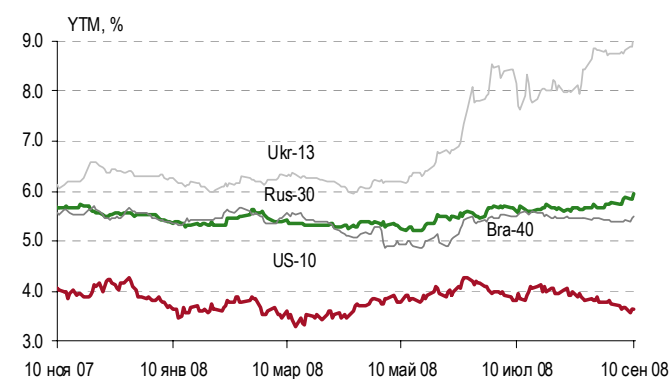
### Доходность UST-10, RUS-30, Спред



### Доходность US Treasuries



### Доходность суверенных еврооблигаций EM



Источник: Bloomberg

О рынке корпоративных еврооблигации РФ и вовсе говорить не стоит. Несмотря на периодически появляющийся точечный спрос, позитивной динамики мы не наблюдаем. Займы, характеризующиеся относительно высоким кредитным качеством эмитентов (Северсталь, Евраз, ТМК и пр.), уже достигли 10,5% по доходности при дюрации 2-6 лет, при том, что долларовое фондирование на рынке для глобальных инвесторов если и изменилось, то совсем незначительно, учитывая снижение ставки ФРС и Libor. Все это лишь подтверждает очередной полномасштабный виток неприязни участников к рискам.

Тем не менее, на наш взгляд, с фундаментальной точки зрения как спред Rus-30 к бенчмарку, так и евробонды высококачественных российских заемщиков, весьма перепроданы.

Кроме того, мы хотим отметить, что российские власти «опомнились». Все-таки паника на фондовых площадках, вызванная уходом иностранцев, падением рубля, проблемами с ликвидностью, и в конце-концов, кипой политических рисков, на наш взгляд, вынудили власти и регулятора перейти на сторону бизнеса, инвесторов, рынка. Вчера, к примеру, очередным «звоночком» для них стали данные о сокращении темпов роста ВВП РФ: рост ВВП РФ во втором квартале замедлился до 7,5% с 8,1% годом ранее.

Не исключено, что все указанные далее действия и заявления являются подтверждением этой гипотезы. Так посыпались более мягкие заявления Алексея Кудрина о продолжении обсуждения системы налогообложения для нефтяной отрасли. Минфин теперь готов обсуждать дальнейшее снижение налогового бремени, тогда как ещё днем ранее господин Кудрин высказал позицию против новых налоговых льгот.

Отметим неагрессивные наказания со стороны ФАС. Вчера Служба признала Evraz злоупотребившим своим доминирующим положением на рынке коксующегося угля. И хотя размер штрафа еще не определен, руководитель ФАС Игорь Артемьев указал, что, учитывая содействие Evraz в расследовании, штраф для компании будет небольшим.

И, наконец, речь Президента РФ Дмитрия Медведева о том, что текущее снижение рынка акций – временное явление и существует вероятность возвращения индексов на уровни начала текущего года при поддержке правительства. Видимо здесь они нашли некоторые взаимосвязи в падении и своей политики.

Все это на наш взгляд, может в ближайшее время оказать поддержку российским активам, как психологическую, так и денежную.

Сегодня в 16:30 ожидается публикация статистики по рынку труда в США, а также данные об изменении импортных цен за август. В 22:00 выйдут данные о бюджете США. Свою отчетность представят Аптечная сеть 36,6 и Система-Галс.

### Лидеры роста / падения за день

Выпуск	Доходность, годовых	Цена, % от номинала	Изменение цены, п.п.
<b>Лидеры</b>			
Банк Союз 9.375% 2/2010	12.16%	99.09	1.18
Лукойл 6.656% 6/2022	8.81%	83.60	0.85
Еврохим 7.875% 3/2012	8.91%	96.76	0.53
Рус.Стандарт 9.75% 12/2016	16.64%	86.47	0.50
НМТП 7% 5/2012	9.06%	93.61	0.44
Газпромбанк 7.97% 6/2011	5.29%	106.77	0.35
НОМОС 8.1875% 2/2010	10.23%	97.64	0.18
Промстройбанк 6.2% 9/2015	9.25%	95.29	0.17
РСХБ 7.175% 5/2013	8.27%	96.50	0.16
Альфа Банк 8.625% 12/2015	11.33%	94.97	0.14
<b>Аутсайдеры</b>			
Евраз 8.25% 11/2015	10.28%	91.42	-0.98
ТНК-ВР 6.625% 3/2017	10.03%	81.05	-1.05
Россия 12.75% 6/2028	6.25%	173.01	-1.06
ТНК-ВР 7.5% 7/2016	9.91%	87.35	-1.26
Евраз 9.5% 4/2018	10.59%	94.72	-1.34
РСХБ 6.299% 5/2017	8.75%	85.59	-1.37
МДМ 9.75% 7/2011	10.81%	97.19	-1.53
ТНК-ВР 7.875% 3/2018	9.96%	87.71	-1.57
ХКФ Банк 9.5% 4/2010	10.75%	97.67	-1.69
Лукойл 6.356% 6/2017	8.54%	87.79	-1.94

### Индекс облигаций развивающихся стран

	Значение	Изменение, %	Среды, б.п.	Изменение спредов
EMBI+	438.3	-0.06	330	1
Russia EMBI+	487.1	-0.24	230	3
Argentina EMBI+	87.8	0.21	742	-1
Brazil EMBI+	658.0	-0.03	268	0
Colombia EMBI+	331.2	-0.27	250	2
Ecuador EMBI+	777.4	0.02	806	2
Mexico EMBI+	384.9	-0.26	203	2
Peru EMBI+	624.7	-0.05	231	0
Turkey EMBI+	288.4	-0.20	329	1
S.Africa EMBI+	154.0	-0.11	274	3
Venezuela EMBI+	530.9	0.18	702	2

Источник: Bloomberg

## Рублевые облигации Распродажи нон-стоп

Очередной спрос на рубли со стороны ЦБ, поддерживающего рубль на валютном рынке, вынудил участников рынка встать в очередь за деньгами двух аукционов РЕПО. Вчера участники выгребли 273,8 млрд. руб., а днем ранее более 264 млрд. руб., отражая постоянные потребности в краткосрочном рефинансировании. Частично средства были востребованы для перекредитования ранее взятых средств (120 млрд. руб.) бюджетных денег, размещенных на депозиты комбанков месяцем ранее.

Повышенный спрос на рубли отразил и индикатор и овернайт. Стоимость «горячих» денег на МБК вновь находилась на уровнях около 8%, при том, что еще нет ни налогов, ни государственной «первички». Кстати, последней похоже до конца года уже и не будет: вчера Минфин отменил оба аукциона ОФЗ объемом 15 млрд. руб., да и Москва отказалась от заимствований.

Сейчас не исключено, что все силы финансовых властей будут действовать в другом направлении – надо спасать рынки и их участников. Днем ранее об этом намекнул помощник президент по экономическим вопросам Аркадий Дворкович, посчитав, что ужесточающие меры ЦБ РФ, имевшие место в 2008 году, ввиду стратегии таргетирования инфляции, видимо заканчиваются. Иначе, чрезмерное ужесточение ДКП может привести к переохлаждению экономики и вызвать волну замедления экономического роста. Опубликованный вчера ВВП РФ за 2 кв. 2008 года это подтвердил – темпы уже замедляются.

## Доходность корпоративных облигаций



## Доходность ОФЗ



## Лидеры роста/падения корп. облигаций за день

Выпуск	Дох-ть к оферте/погашению, годовых	Цена, % от номинала	Изменение цены, б.п.
<b>Лидеры</b>			
ЦентрТел-5	· / ·	100.00	800
ПаркетХол1	160.47% / 17.90%	95.00	500
АИЖК 5об	· / 9.31%	95.00	400
МОИТК-01	· / 13.66%	95.99	305
НС-фин. 01	13.08% / ·	100.00	300
ГАЗПРОМ А7	· / 8.36%	98.50	240
УРСАБанк 5	· / 13.08%	93.41	229
АИЖК 10об	· / 12.57%	80.50	207
СЗТелекЗоб	· / 9.19%	99.48	148
Мосэнерго2	8.89% / ·	96.91	138
<b>Аутсайдеры</b>			
АИЖК 6об	· / 69.29%	84.00	-200
Полипласт1	16.19% / ·	97.02	-201
ОГК-6 01об	16.65% / ·	92.67	-233
Желдорип-2	22.28% / ·	97.68	-247
Миннеско-1	· / 15.53%	18.21	-408
ДиксисТр.1	11.29% / 12.26%	93.00	-450
Сибирь-01	14.23% / ·	90.67	-454
АИЖК 9об	8.69% / 8.64%	79.40	-460
Мотовил3-1	14.26% / 12.10%	98.16	-584
ЭйрЮнион01	· / 12.30%	36.26	-674

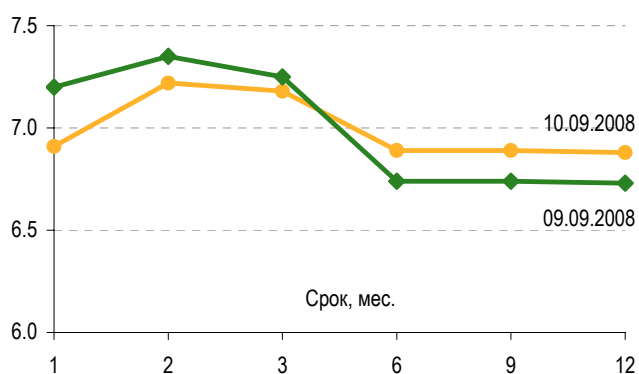
Источник: ММВБ, КапиталЪ, Cbonds

Однако пока, ввиду отсутствия агрессивных действий ЦБ в борьбе с низкой ликвидностью системы, позитивный эффект от «содействия» может быть сомнительным. Такие опасения вселяют ожидаемое среднесрочное ослабление рубля на фоне укрепления доллара против евро на Forex, а также ожидания дальнейшего роста ставок на кредитном рынке в период «черной» осени, ведь ожидаются квартальные выплаты НДС, а также высокий объем оферт и погашений, требующих рефинансирования. Ко всему добавим еще и, пусть пока и не агрессивную, но активизацию первичного рынка. По данным СМИ на рынок с новыми займами в сентябре-октябре могут выйти ВТБ и Газпромбанк, объем бондов последнего может составить 10 млрд. руб.

Как следствие, российский рынок бондов теперь инвесторами будет рассматриваться скорее как денежный, дюрация портфелей продолжит стремиться к уровням 1 года и менее, а бонды слабого второго эшелона и выше, не исключено, что со временем просто исчезнут.

В итоге не исключено что сегодня, в прочем как и в последние дни, короткие выпуски попробуют удержать ценовые уровни, ценны длинных – продолжают снижаться.

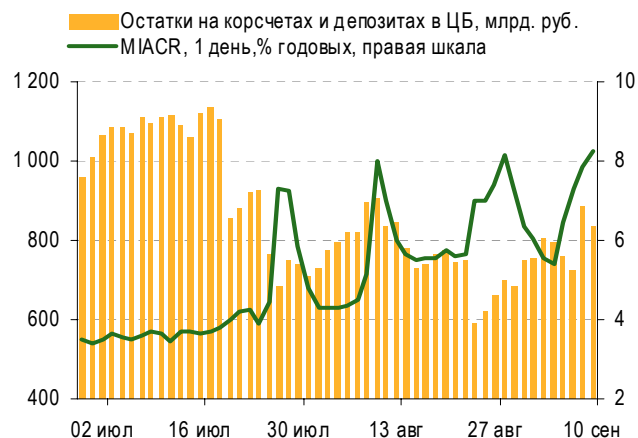
### Изменение кривой МБК, % за день



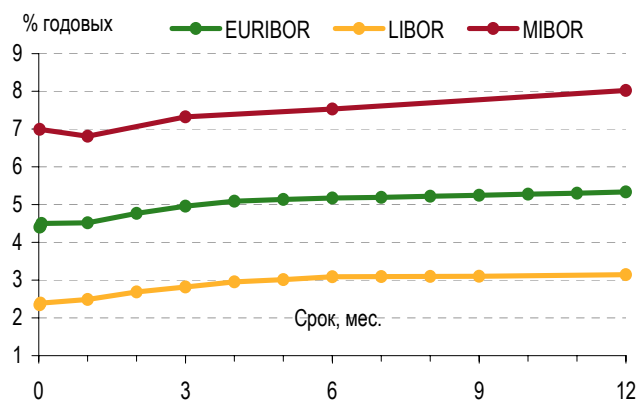
### Курс рубля ЦБ РФ



### Рублевая ликвидность



### Кривая ставок за предыдущий день



Источник: ЦБ РФ

## Новости эмитентов

### МОИТК

---

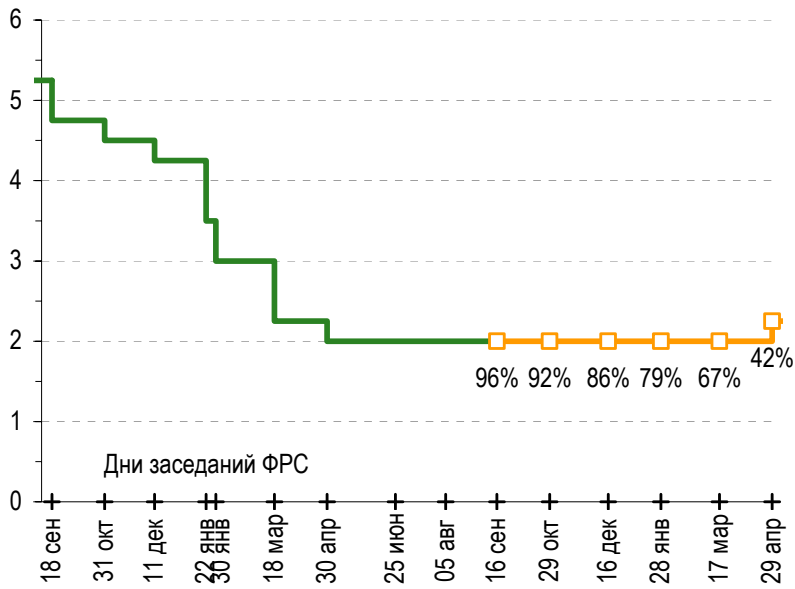
Вчера на сайте МОИТК появился пресс-релиз, в котором говорится о том, что Правительством Московской области (МО) принято решение о сохранении в собственности Московской области 100% акций ОАО «Мособлтрастинвест». Также в среднесрочном финансовом плане Московской области на период 2008-2011 годы предусмотрено поэтапное сокращение задолженности ОАО «Мособлтрастинвест» перед инвесторами и банками и сохранение объемов финансирования социально-значимых государственных программ Московской области на указанный период.

Более того, до конца текущего года планируется размещение облигационного займа компании МОИТК с офертой Правительства Московской области.

**Комментарий:** отметим, что такого рода заявления носят условный характер и не предполагают прямых обязательств МО по выпускам МОИТК. Напомним, что сейчас короткий выпуск МОИТК,2 торгуется выше 20% по доходности. Новость о новом займе также не добавит позитива для котировок облигаций компании. В тоже время, если по новому выпуску будут прямые гарантии МО по погашению или оферте, выпуск может рассчитывать на доходность при размещении ближе к уровням выпусков МО. Сейчас длинные выпуски МО (от трех лет) торгуются в диапазоне доходности 11-12%.

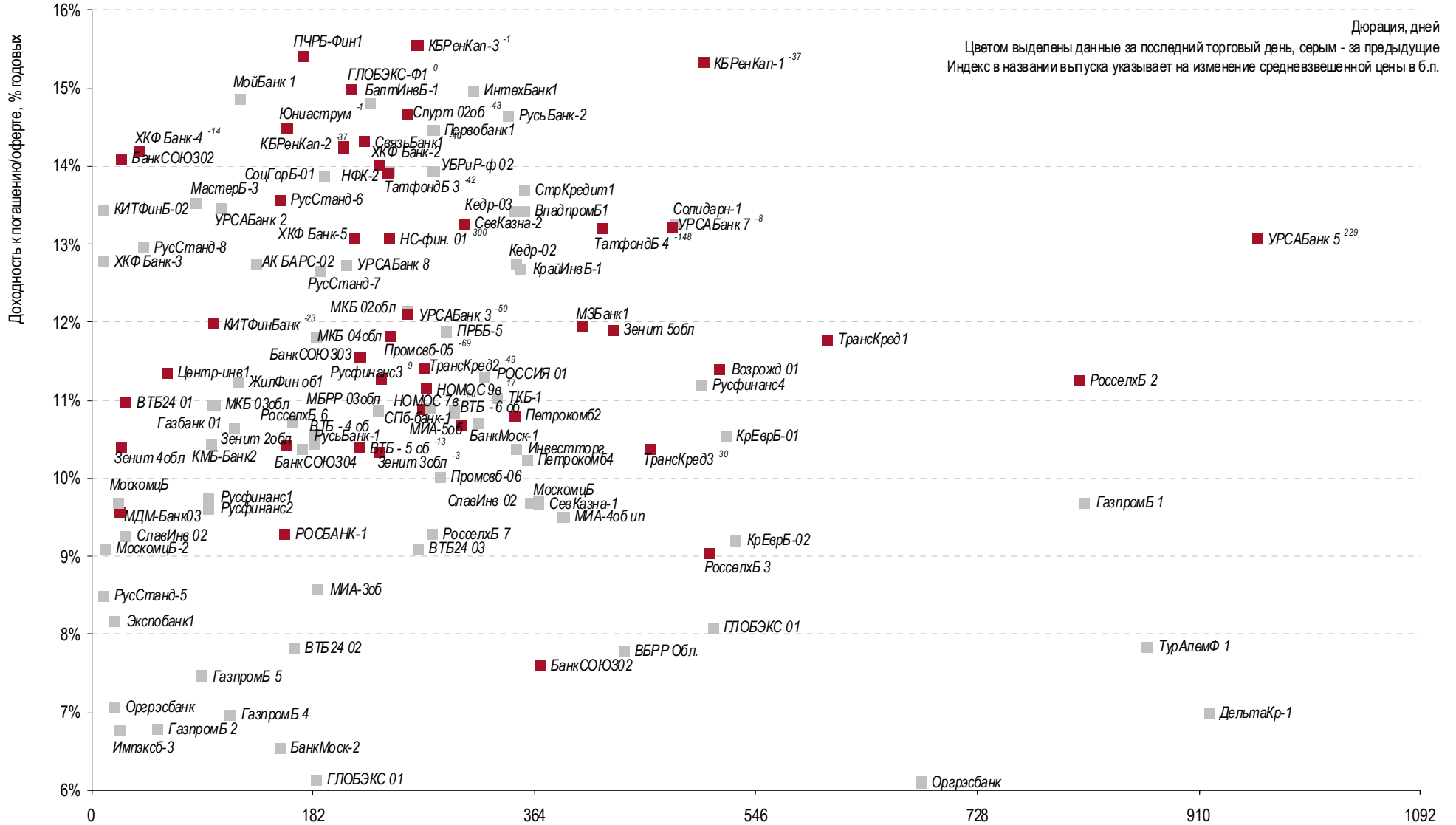
## Soup du Jour: Четверг – Ожидания по ставкам ФРС

### Наиболее вероятные значения ставки ФРС



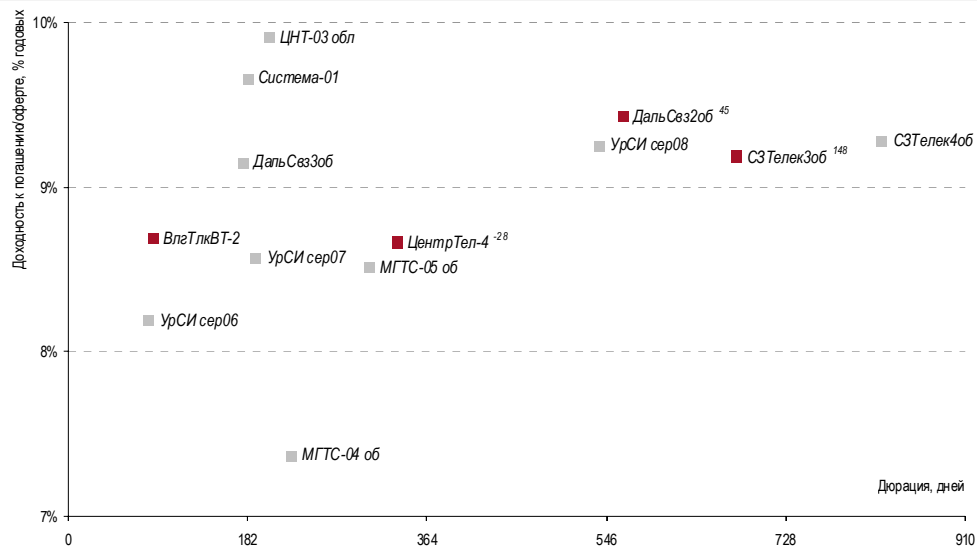
**Карты процентных ставок по секторам**

**Банки**

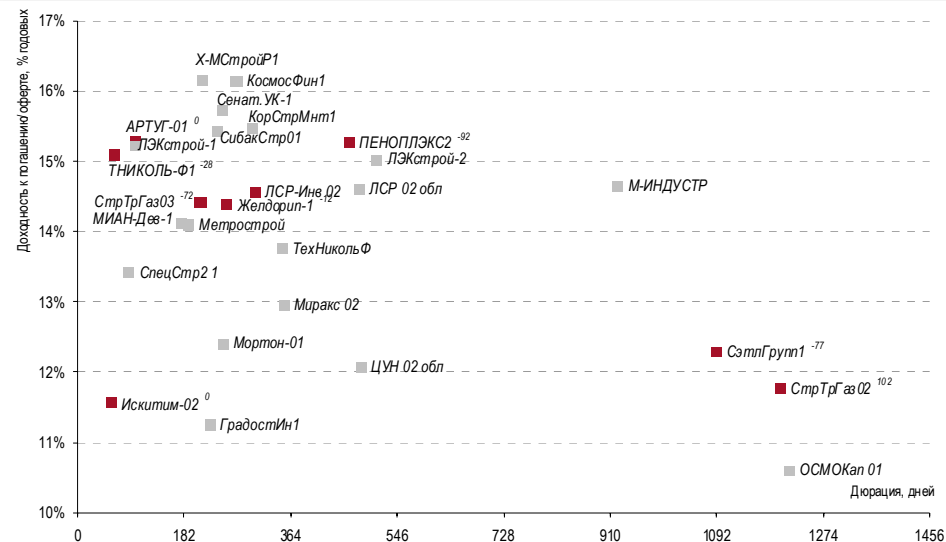


## Карты процентных ставок по секторам

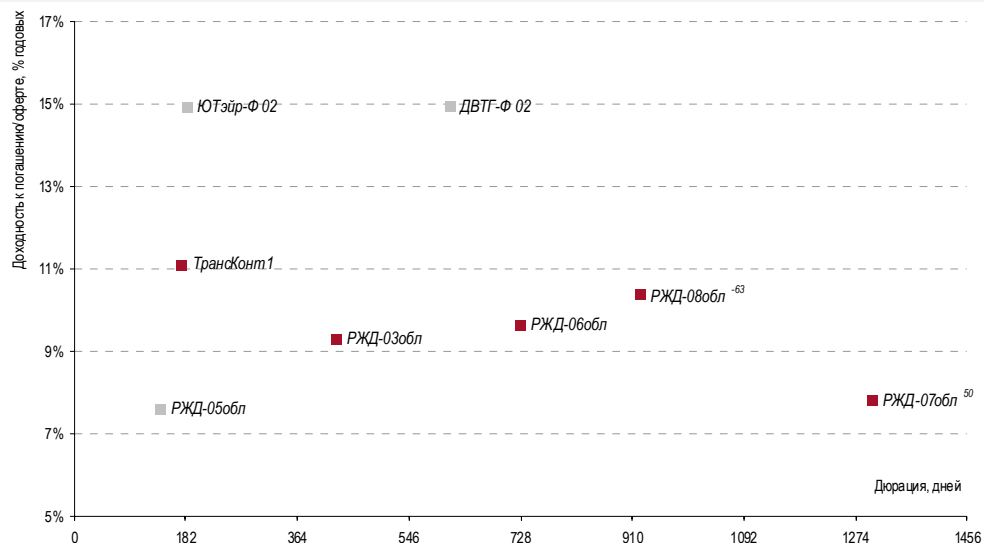
### Связь и телекомы



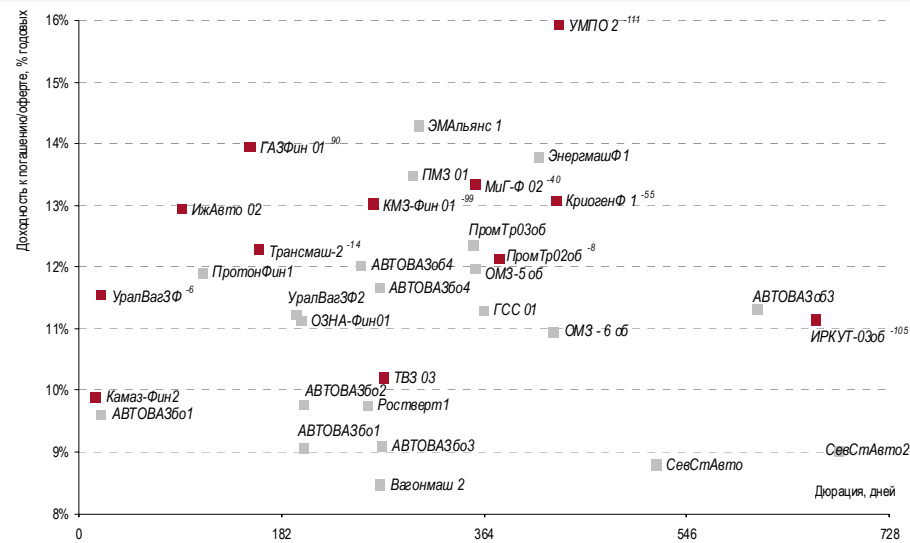
### Строительство и девелопмент



### Транспорт

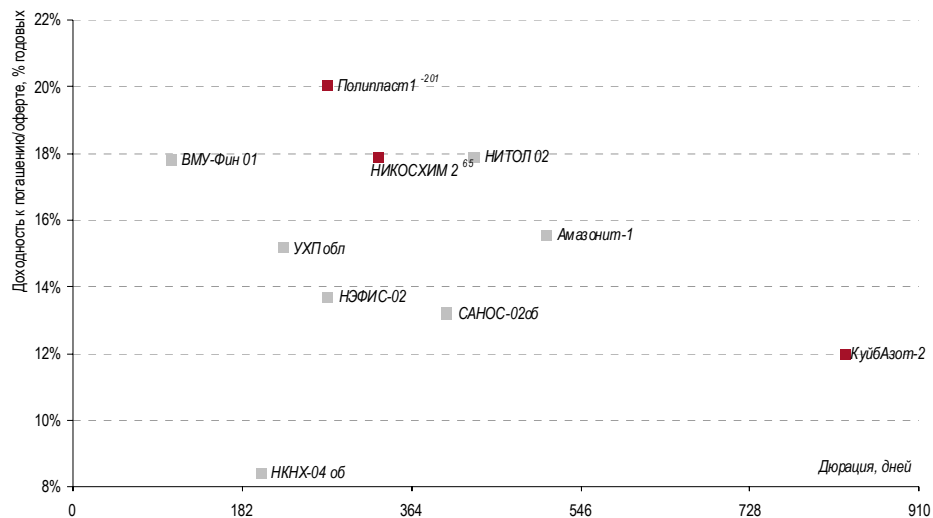


### Машиностроение

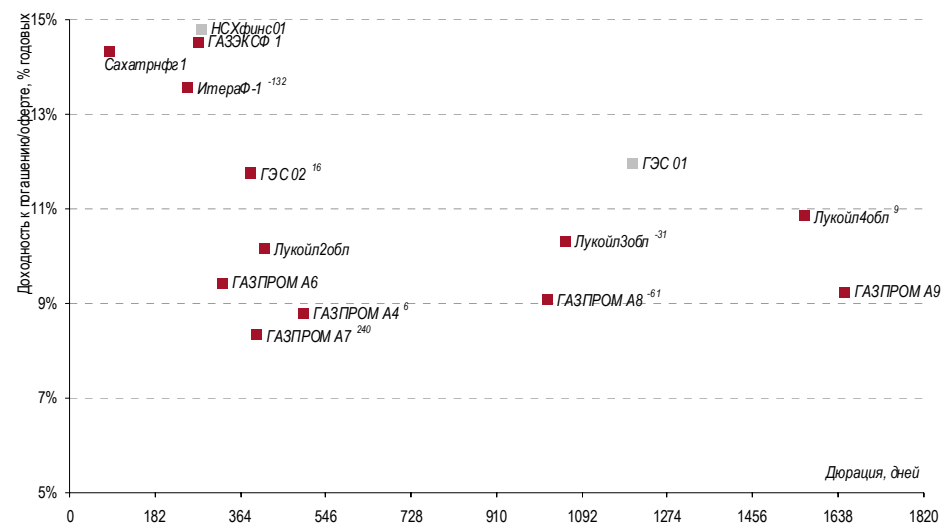


## Карты процентных ставок по секторам

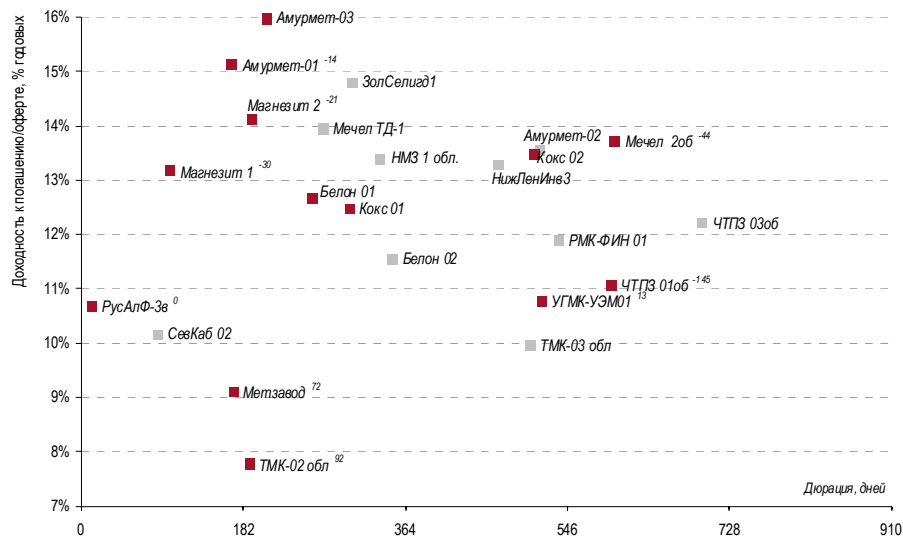
### Химия и нефтехимия



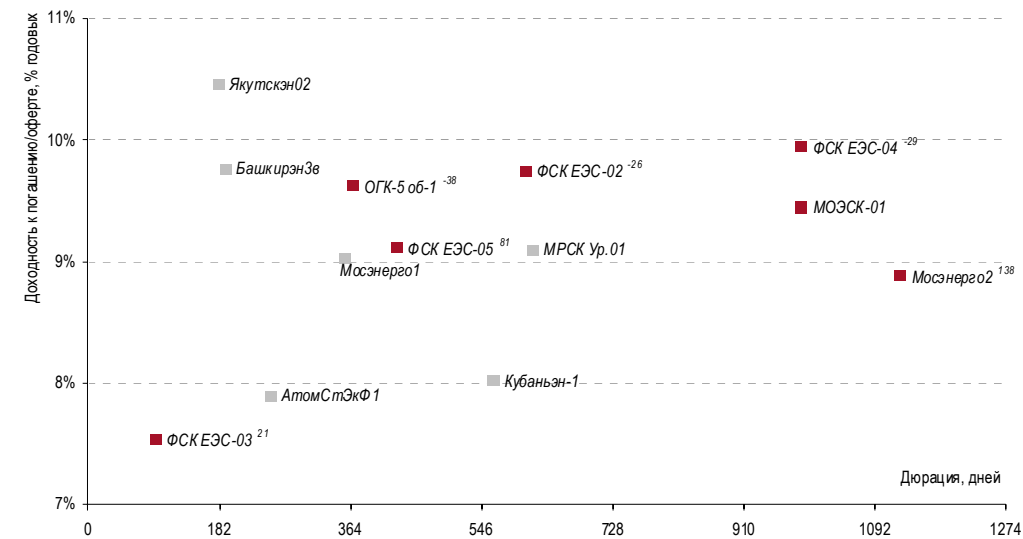
### Нефть и газ



### Металлургия

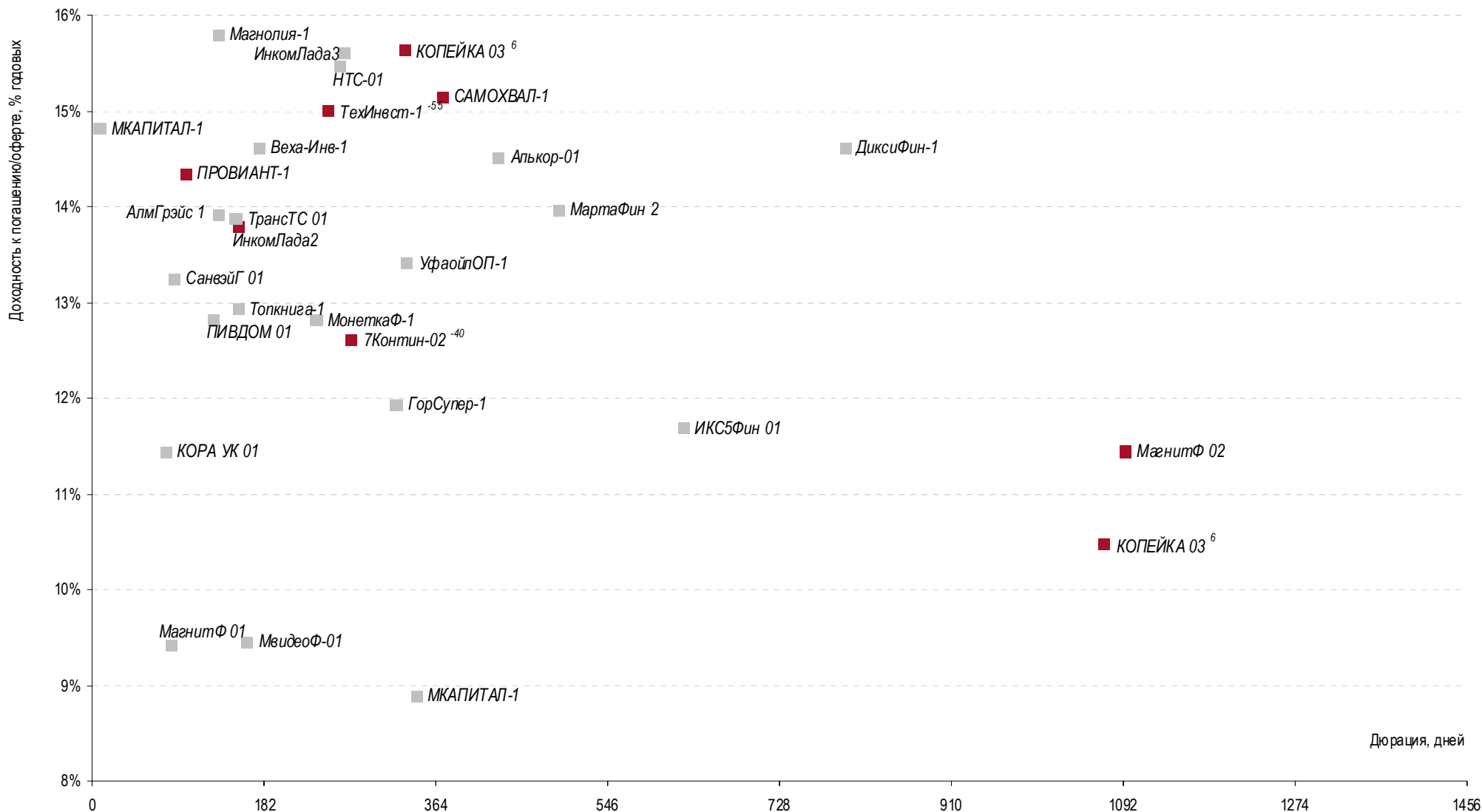


### Электрэнергетика



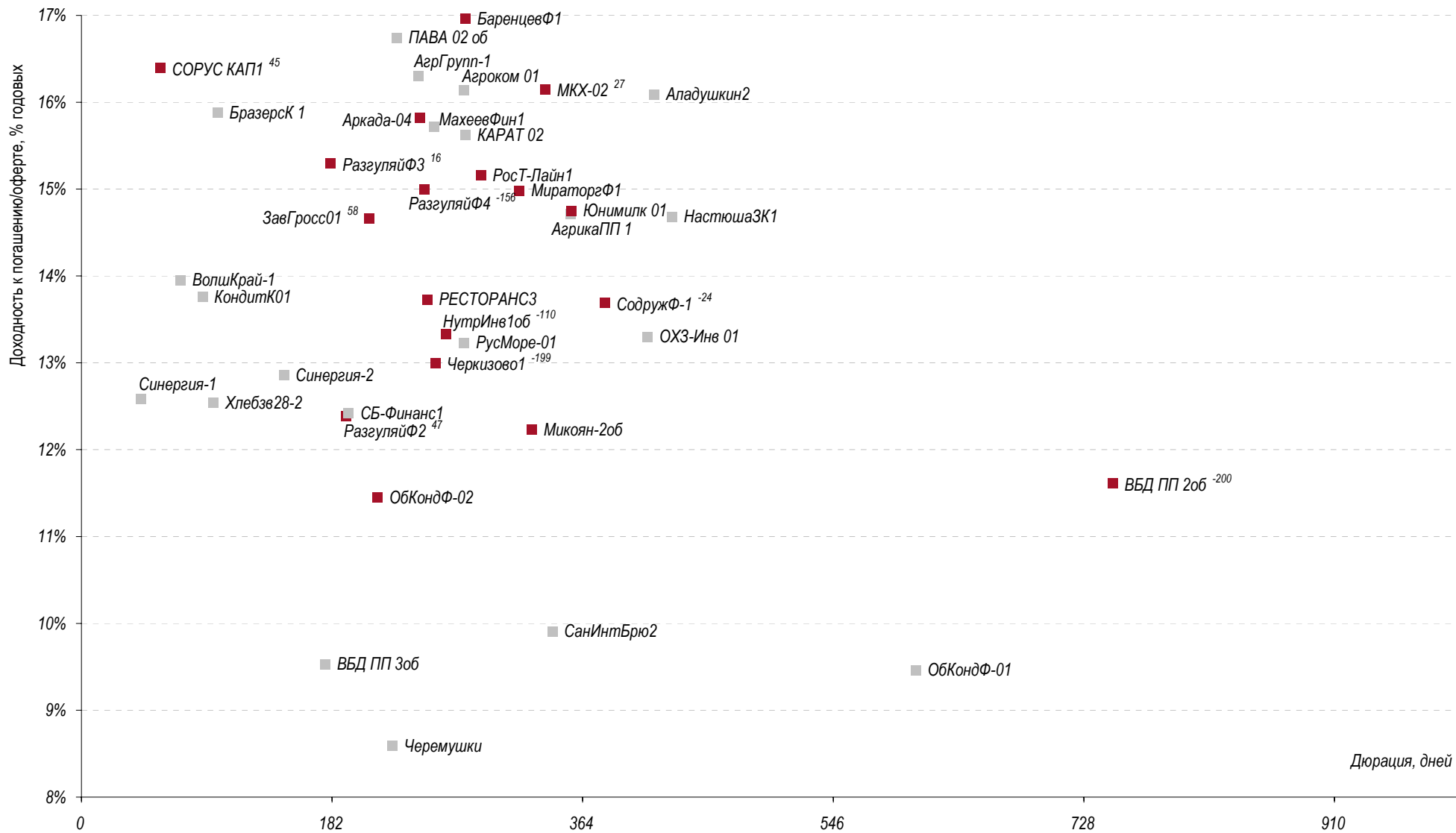
Карты процентных ставок по секторам

Торговля



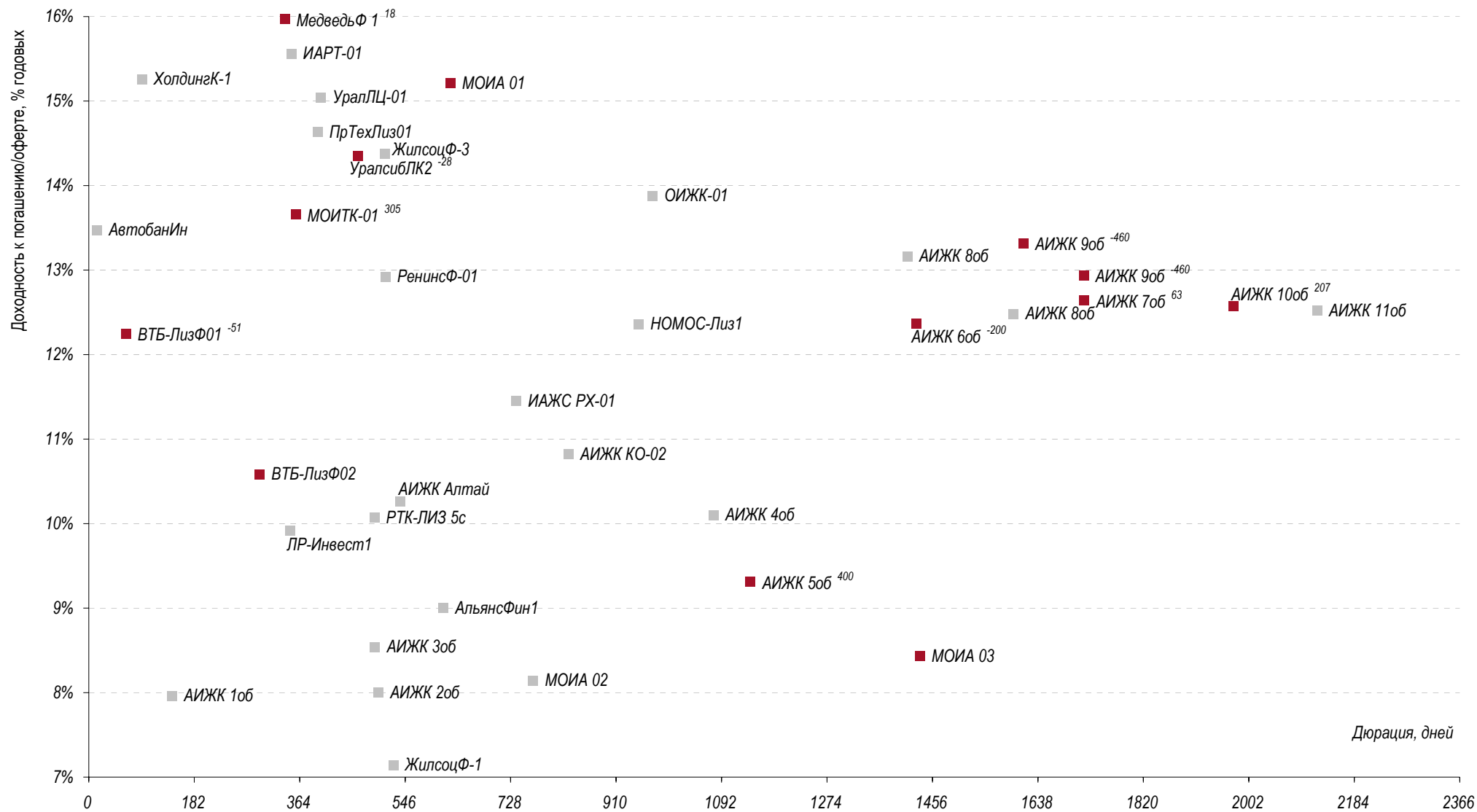
## Карты процентных ставок по секторам

### Пищевая промышленность

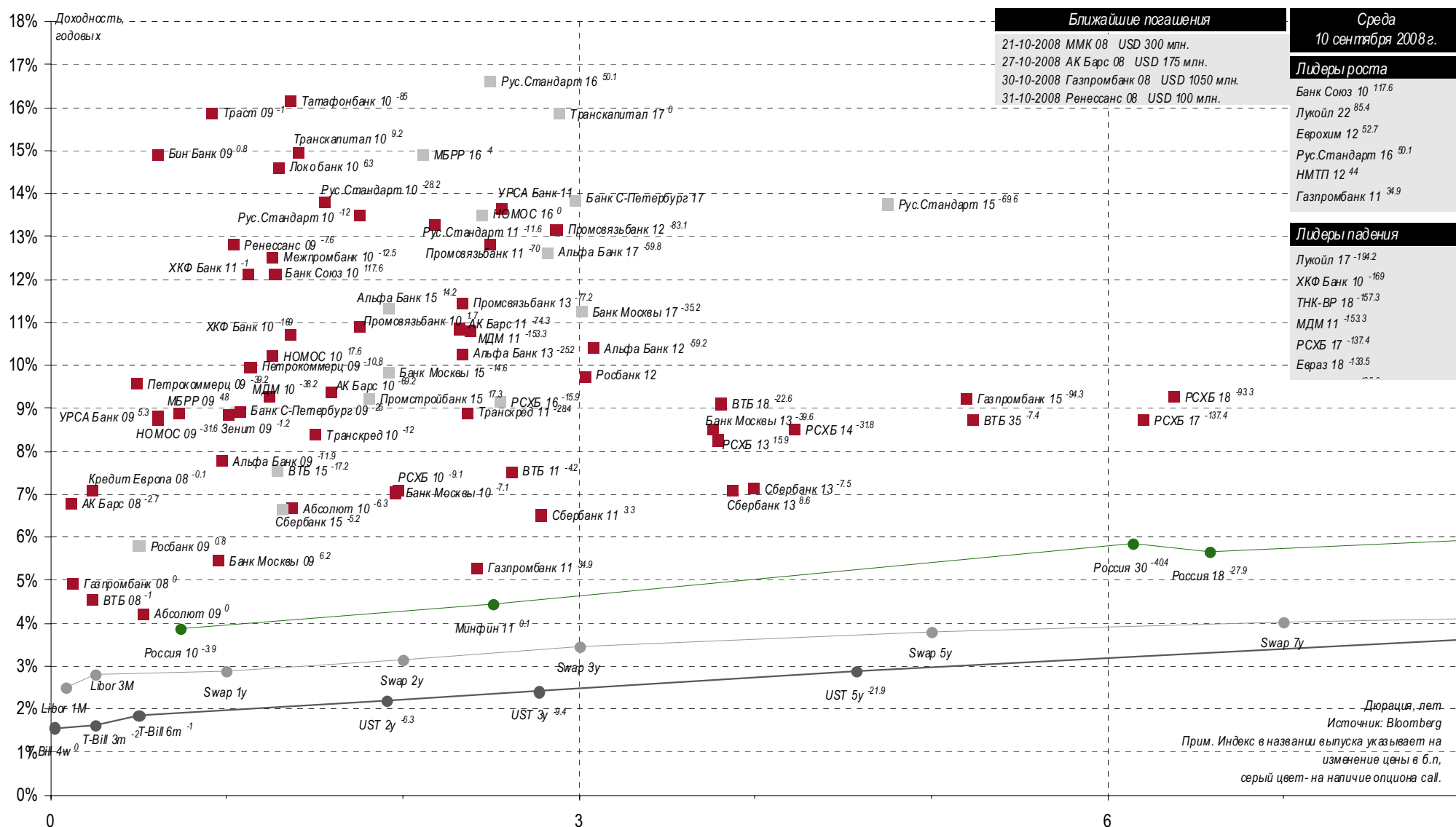


## Карты процентных ставок по секторам

### Финансы



**Доходность валютных облигаций: финансовый сектор**





## Первичный рынок

### Итоги последних размещений корпоративных облигаций

Дата аукциона	Выпуск	Оферта / Погашение, лет	Объем выпуска, млн. руб.	Спрос, млн. руб.	Доходность к оферте, годовых	Доходность к погашению, годовых
08.09.2008	ТК Финанс 2	3	1 000	-	-	12.99%
02.09.2008	ТГК-2-01	1 / 3	3 087	-	11.25%	-
28.08.2008	АМЕТфин-01	2 / 5	2 000	-	12.89%	-
20.08.2008	ХортексФ-1	3.5 / 5	1 000	-	13.42%	-
14.08.2008	СибТлк-80б	- / 5	2 000	3 200	9.99%	-
14.08.2008	ВестерФ 01	1.5 / 3	1 500	-	15.83%	-

Источник: Компании

### Итоги последних размещений государственных облигаций

Дата аукциона	Выпуск	Объем, млн.руб.	Спрос, млн.руб.	Размещено, млн. руб.	Средневз. доходность	Премия, б.п.
20.08.2008	ОФЗ 26201	10 000	10 113	7 756	6.99%	2
20.08.2008	ОФЗ 46020	6 000	7 888	5 119	8.22%	9
06.08.2008	ОФЗ 25063	14 000	10 729	5 747	6.65%	1
06.08.2008	ОФЗ 46021	10 000	8 820	5 964	7.16%	2
25.07.2008	ОФЗ 46021	5 000	411	23	7.02%	3
23.07.2008	ОФЗ 26201	7 000	7 038	6 110	6.56%	-7

Источник: ЦБ РФ

### Ближайшие выплаты по корпоративным облигациям

Выпуск	Ставка купона	Объем, млн. руб.	
11.09.2008	БелФрегат1	15.00%	37.4
	ВосгСервФ1	10.99%	82.2
	МаксиГ 01	10.00%	149.6
	РусСтанд-5	8.50%	211.9
	РусСтанд-5	оферта	5 000.0
	СЗТелек40б	8.10%	40.4
	Система-01	9.45%	282.7
	ТАИФ-Фин01	8.42%	167.9
	ТехНикольФ	9.70%	145.1
	Эрконпрод1	12.00%	71.8
	Эрконпрод1	оферта	1 200.0
12.09.2008	ГЛОБЭКС 01	10.00%	100.3
	ДГК-01	10.50%	261.8
	ИнкомЛада3	11.00%	54.8

Источник: КапиталЪ

### Ближайшие выплаты по облигациям федерального займа

Дата	Выпуск	Ставка купона, годовых	Объем, млн. руб.
15.10.2008	26199	6%	612.8
22.10.2008	25057	7%	753.1
	25059	6%	623.6
	26200	6%	437.8
	26201	6%	99.8
29.10.2008	25060	5%	592.9

Источник: ММВБ

### Ближайшие размещения корпоративных облигаций

Дата аукциона	Эмитент	Срок до оферты / погашения, лет	Объем выпуска, млн. руб.
12.09.2008	Запсибкомбанк, 1	1 / 3	1 500
17.09.2008	ВТБ-Лизинг Финанс, 3	1 / 7	5 000

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

**Инвестиционная группа «КапиталЪ»**  
119180, Россия, Москва, ул. Большая Полянка,  
д. 47, строение 1  
тел.: (495) 411-55-55  
факс: (495) 620-95-30  
www.kapital-ig.ru  
Bloomberg: KAPG <go>

### Департамент рыночных исследований

Скотт Семет, CFA	Начальник департамента	scott.semet@kapital-ig.ru
Дмитрий Зак	Начальник отдела долговых обязательств	dmitry.zak@kapital-ig.ru
Владимир Харченко	Долговые обязательства	harchenko@kapital-ig.ru
Андрей Игнатов	Долговые обязательства	andrey.ignatov@kapital-ig.ru
Константин Гуляев	Рынок акций	konstantin.gulyaev@kapital-ig.ru
Виталий Крюков	Рынок акций	vitaly.krukov@kapital-ig.ru
Павел Шелехов	Рынок акций	pavel.shelehov@kapital-ig.ru
Марина Самохвалова	Рынок акций	marina.samohvalova@kapital-ig.ru
Михаил Трофимов	Дизайнер	mikhail.trofimov@kapital-ig.ru

### Департамент торговых операций

Андрей Зайцев	Начальник департамента	trading@kapital-ig.ru
Константин Святный	Начальник отдела долговых операций	fidesk@kapital-ig.ru
Эдуард Лебедев	Начальник отдела фондовых операций	eduard.lebedev@kapital-ig.ru
Вадим Никитин	Отдел долговых операций	vadim.nikitin@kapital-ig.ru
Владислав Григорьев	Отдел долговых операций	vladislav.grigorjev@kapital-ig.ru

---

### © 2008 ООО «Инвестиционная компания КапиталЪ». Все права защищены.

Настоящий материал был подготовлен специалистами департамента рыночных исследований ООО «Инвестиционная компания «КапиталЪ» (далее – «Компания»). При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность.

Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением специалистов департамента рыночных исследований. Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. Компания и ее сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.

Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления.

Компания, ее сотрудники и аффилированные лица могут в некоторых случаях покупать, продавать (иметь короткие или длинные позиции) или держать ценные бумаги эмитентов, упомянутых в материале. Компания также может периодически выступать в качестве инвестиционного консультанта компаний, информация о которых содержится в данной публикации, либо предлагать свои услуги в сфере инвестиционного консалтинга этим компаниям.

Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется.

Компания обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.