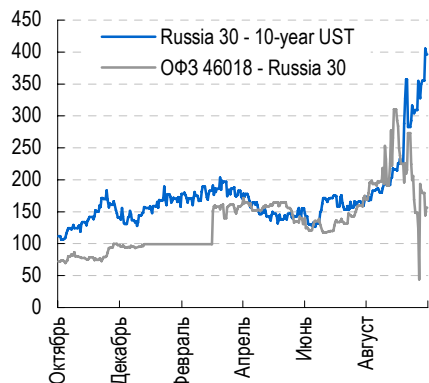


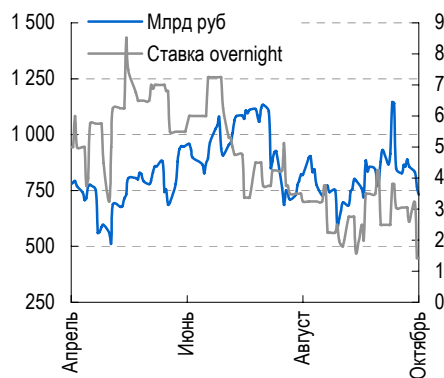
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 8 октября 2008 г.

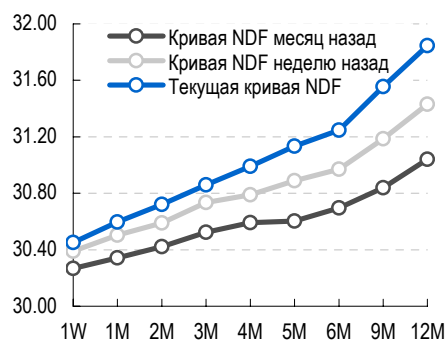
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

8 окт	Статистика по рынку жилья (Pending Sales)
8 окт	Аукционы ОФЗ-46021, ОФЗ-25063
9 окт	Статистика по товарным запасам в США
9 окт	Размещение Разгуляй БО-2, Разгуляй БО-6
15 окт	Индекс цен производителей PPI (сентябрь)
15 окт	Индекс Empire Manufacturing
15 окт	"Бежевая Книга" ФРС
15 окт	Уплата акцизов, ЕСН, страховых взносов

Рынок еврооблигаций

- Регуляторы в США и Европе пытаются предпринять что-нибудь еще
- Статистика EPFR Global указывает на рекордный отток из ЕМ-фондов. Российский сегмент вчера выглядел сравнительно неплохо (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Государство обещает новые вливания. Рынок хочет увидеть деньги.
- ЦБ все еще продает доллары. Ситуация с ликвидностью не улучшается.
- Много эмитентов справляется с офертами и погашениями.
- Торгов акциями не будет до пятницы. Облигациями пока торгуем (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Правительство предоставит банкам субординированные кредиты на 950 млрд. руб. Наше мнение об этой антикризисной инициативе – на стр. 4.
- S&P реагирует на кризис серией негативных рейтинговых действий. «Пострадавшие» вчера: ТМК, ЛенСпецСМУ, УРСИ, ЮТК, ВолгаТелеком, Банк Союз, Элемент-Лизинг. (стр. 4).
- Новые проявления финансового кризиса в реальном секторе: автопроизводители КАМАЗ (NR) и ГАЗ (NR) снижают объемы производства. (Источник: Ведомости, Коммерсантъ). Пока сложно оценить, насколько серьезно сокращение выпуска скажется на финансовом профиле предприятий. Это будет зависеть как от глубины кризиса, так и от качества менеджмента в каждой из компаний. Мы полагаем, что КАМАЗ и ГАЗ имеют достаточно крепкие балансы для того, чтобы благополучно пережить снижение спроса на продукцию и рост системных рисков рефинансирования.
- Вице-президент Renault Кристиан Эстеф несколько дней назад сказал, что говорить об инвестициях Renault в ИжАвто рано (Источник: Ведомости). Эта информация косвенно свидетельствует о том, что сделка по покупке ИжАвто АвтоВАЗом (который частично контролируется группой Renault) все еще находится под вопросом. На наш взгляд, в связи с этим риски рефинансирования в отношении облигаций ИжАвто весьма существенны (оферта в декабре 2008 г., цена – около 80% от номинала).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.51	+0.05	-0.19	-0.52
EMBI+ Spread, бп	503	+2	+178	+264
EMBI+ Russia Spread, бп	370	-9	+145	+223
Russia 30 Yield, %	7.47	-0.04	+1.61	+1.96
ОФЗ 46018 Yield, %	9.03	+0.08	+0.07	+2.56
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	578	-25.8	-97.6	-310.5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	153.1	-10.7	+70.0	+38.4
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-245.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.29	+0.87	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.40	0	+0.02	+0.67
Нефть (брент), USD/барр.	84.7	+1.0	-19.4	-9.1
Индекс РТС	858	-8	-611	-1433

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

РЕГУЛЯТОРЫ ВСЕГО МИРА ПЫТАЮТСЯ ПРЕДПРИНЯТЬ ЧТО-НИБУДЬ ЕЩЕ

Сейчас основное внимание инвесторов сосредоточено на антикризисных мерах, предпринимаемых властями США и Европы. Вчера **ФРС** объявила о запуске программы (**Commercial Paper Funding Facility**) по выкупу высоконадежных коммерческих бумаг. Для этих целей будет создана специальная SPV-компания; действие программы продлится до апреля 2009 года. Также вчера выступал глава ФРС **Б.Бернанке**, в своей речи он затронул весьма сложную ситуацию в экономике США, намекнув на возможное снижение **FED RATE** (во всяком случае, большая часть участников рынка, похоже, сделала именно такой вывод).

Рынки весьма противоречиво отреагировали на действия властей: по итогам дня, индекс **Dow Jones** снизился на 5.38%, а доходность **10-летних UST** подросла примерно на 5бп до 3.51%.

Сегодня утром стало известно о том, что правительство **Великобритании** приняло решение об рекапитализации крупнейших банков. Интересно, что часть из них от помощи отказываются (возникает риск размывания доли других акционеров).

Испания учреждает фонд в размере 50 млрд. евро для выкупа «плохих активов» у банков. В бедственном положении находится финансовый сектор **Исландии**: вчера правительство было вынуждено национализировать второй по величине банк страны **Landsbanki Islands**.

ИНВЕСТОРЫ ПРОДОЛЖАЮТ ВЫВОДИТЬ СРЕДСТВА ИЗ ФОНДОВ EM

Ситуация на рынках развивающихся стран продолжает ухудшаться. Спрэд **EMBI+** вновь расширился и достиг отметки в 503бп (+26бп). По данным компании **EPFR Global**, за III квартал этого года инвесторы вывели из инвестиционных фондов **EM** 20.5 млрд. долл., что является максимальным значением с 1995 года, когда компания начала отслеживать эти показатели.

РОССИЙСКИЙ СЕГМЕНТ ВЧЕРА ВЫГЛЯДЕЛ СРАВНИТЕЛЬНО НЕПЛОХО

Как это ни парадоксально, на российском рынке мы вчера отметили некоторую стабилизацию котировок, и даже неагрессивный спрос на отдельные выпуски. Котировки бенчмарка **RUSSIA 30** (YTM 7.47%) выросли примерно на 1/4пп до 100 1/4пп, а спрэд к **UST** сузился до 397бп (-10бп). Вчера было объявлено о том, что четыре крупнейшие нефтегазовые компании (**Лукойл**, **Роснефть**, **ТНК** и **Газпром**) ведут переговоры с правительством о привлечении кредитов для погашения задолженности по внешним заимствованиям. Котировки наиболее коротких выпусков этих эмитентов по итогам дня выросли примерно на 1пп.

Номос-банк (ВаЗ/В+) сообщил о том, что выкупил около 10% своих еврооблигаций с погашением в 2009 и 2010 годах. Общий объем выкупленных бумаг составил 35 млн. долл. Однако значительного роста цен в этих выпусках вчера мы не заметили: если **NOMOS09** (YTM 16.58%) подрос в цене на 1/2пп, то котировки **NOMOS10** (YTM 21.31%) остались без изменений.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ГОСУДАРСТВО ОБЕЩАЕТ НОВЫЕ ВЛИВАНИЯ. РЫНОК ХОЧЕТ УВИДЕТЬ ДЕНЬГИ

Вчера российские власти объявили о новых мерах, призванных оказать поддержку финансовой системе страны. Главной новостью стало решение о выделении госбанкам крупных субординированных кредитов (см. ниже наш расширенный комментарий).

Кроме того, министр финансов **А.Кудрин** сказал, что механизм беззалоговых аукционов **ЦБ** заработает примерно в середине ноября. Важно, что к нему будут допущены все банки, имеющие какой-нибудь кредитный рейтинг (около 116), а не только крупнейшие из них. Одновременно **Минфин**, вероятно, сегодня примет решение об увеличении лимитов на депозитных аукционах. Предельный размер средств, доступных каждому из допущенных банков, будет увеличен с 15-40% от капитала до 25-50%. Напомним, ранее лимиты были увеличены лишь на **Сбербанк**, **ВТБ** и **Газпромбанк**.

На наш взгляд, **правительству** и **ЦБ** сейчас следует сконцентрироваться на технической реализации уже объявленных вливаний в финансовую систему. Рынок хочет увидеть деньги, изо дня в день повторяя известную фразу "show us the money".

РАССТАНОВКА СИЛ НЕ МЕНЯЕТСЯ. БОЛЬШИНСТВО ЭМИТЕНТОВ ИСПОЛНЯЮТ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

Из-за того, что спрос на валюту не ослабевает, обстановка на денежном рынке продолжает накаляться. По оценкам наших дилеров, **ЦБ** вчера продал еще около 4.4 млрд. долл., кроме того, объем своп-операций составил примерно 2.3 млрд. долл. На этом фоне ставки **overnight** подросли до 6-7%, а объем операций **прямого репо** с **ЦБ** увеличился на 15.5 млрд. рублей до 92.2 млрд. рублей. Вместе с тем, на 5-недельном депозитном аукционе банки привлекли у **Минфина** лишь 38.84 млрд. рублей при лимите в 200 млрд. рублей. Налицо проблема переполненности лимитов. В связи с этим должно помочь очередное «послабление» от **Минфина** (см. выше).

Ликвидность рублевого долгового рынка по-прежнему очень низка: сделок мало, bid-ask спреды стоят очень широко, плюс биржа вчера работала только полдня. Чтобы немного разбавить «негатив», хотим напомнить, что пока большая часть эмитентов успешно выполняет свои обязательства: с прошлого понедельника по 14 выпускам успешно были исполнены погашения или оферты (среди них такие бумаги, как **Экспобанк-1**, **Севкабель-3**, **Разгуляй-1**, **ЕПК-1**, **СМАРТС-3**, **АСПЭК-1**, **Сувар-Казань-1** и пр.).

НОВЫЕ КУПОНЫ

По облигациям **Банана-Мама-1** процентная ставка до полугодовой оферты была установлена в размере 12%. Сейчас выпуск торгуется около 50-60% от номинала, поэтому нет никаких сомнений, что весь объем в обращении инвесторы предъявят к оферте.

В выпуске **ХКФБанк-4** (УТР 23.67%) была установлена новая годовая оферта с купоном в размере 13%. Наконец, по облигациям **Синергия-1** (УТР 21.10%) процентная до погашения через полгода осталась на уровне 12.5%.

ТОРГОВ АКЦИЯМИ НЕ БУДЕТ ДО ПЯТНИЦЫ

Когда мы завершали работу над «Утренним комментарием», стало известно, что торги акциями на ММВБ приостановлены до 10 октября. Возможно, в этом есть какой-то смысл. Рынку не помешало бы немного «костыть» и переосмыслить происходящее, а также избавиться от излишне апокалиптических настроений. В любом случае, торги рублевыми облигациями пока продолжаются.

Правительство предоставит банкам субординированные кредиты

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

Вы наверняка уже знаете о том, что вчера правительство РФ приняло решение о выделении до 950 млрд. руб. в виде субординированных кредитов российским банкам. Для этого, правда, потребуются одобрение законодателей. Примерно 675 млрд. будут направлены в Сбербанк (450), ВТБ (200) и РСХБ (25). Частные банки или иные банки, напрямую не контролируемые государством, тоже смогут получить часть этих денег в объеме до 15% от капитала (1-го уровня), если акционеры предоставят аналогичный кредит в объеме до 30% от капитала. Вот что мы думаем по этому поводу:

- Во-первых, уточним, что субординированные кредиты учитываются в капитале 2-го уровня банков, что помогает соответствовать пруденциальным нормативам регулятора (ЦБ). Субординированный кредит должен быть не короче 5 лет; весь субординированный долг банка не должен превышать 50% от капитала 1-го уровня.
- На наш взгляд, в данном случае «прелесть» этих кредитов не столько в том, что они именно субординированные, т.к. с адекватностью капитала у российских банков, слава Богу, пока больших проблем нет (соотношение Активы/Капитал в целом по системе – около 8х против больших двузначных цифр у европейских и американских банков), сколько в том, что это длинные пассивы, которых сейчас так не хватает российским банкам.
- Идея о "соинвестировании" вместе с акционерами в случае с частными банками в принципе разумна, т.к. в противном случае правительство было бы раскритиковано (рейтинговыми агентствами и проч.) за слишком высокий риск, которому подвергаются средства налогоплательщиков.
- К сожалению, бенефициарами этой меры, как и в случае с большинством других шагов по регулятивной поддержке финансового сектора, станут в первую очередь крупнейшие госбанки. Однако избежать такой «несправедливости» в подобных ситуациях бывает очень сложно.

Основной задачей правительства сейчас, на наш взгляд, должно стать быстрое техническое воплощение анонсированных мер. По сути основная часть «больших государственных денег» еще не поступила в систему.

S&P реагирует на кризис снижением рейтингов и пересмотром прогнозов

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

Вчера агентство S&P предприняло целый ряд негативных рейтинговых действий в отношении российских компаний и финансовых институтов. Спорить по поводу обоснованности этих действий мы не будем. Мы лишь хотели бы выразить надежду на то, что в дальнейшем рейтинговые агентства будут вести себя ответственно, понимая, что своими рейтингами и комментариями они не только «отражают действительность», но, на самом деле, меняют ее. Итак, вот о чем вчера объявило S&P:

- Рейтинг ТМК снижен с «BB-» до «B+». Очевидно, что конъюнктура в российской трубной отрасли несколько ухудшилась, да и запланированное рефинансирование сделки по покупке IPSCO за счет допэмиссии акций в ближайшее время вряд ли состоится. В принципе, достаточно справедливое рейтинговое действие. Комментарий S&P по ТМК написан очень качественно и содержит много интересной информации.
- Прогноз рейтинга ЛенСпецСМУ (В) пересмотрен с «Позитивного» на «Стабильный». Похоже, что «Позитивных» прогнозов скоро не останется ни у одного из эмитентов в России. S&P указывает, что на середину 2008 г. соотношение Долг/EBITDA у ЛСС составило 2.5х, и что во 2-м полугодии компания ожидает роста выручки.

- Изменены прогноз рейтингов трех «дочек» Связьинвеста: ЮТК (B) – с «Позитивного» на «Стабильный», а УРСИ (BB-) и ВолгаТелеком (BB-) – со «Стабильного» на «Негативный». Среди причин своих действий S&P называет ухудшение ситуации с ликвидностью.
- В список CreditWatch с «Негативным» прогнозом помещены рейтинги финансовых институтов группы Базовый Элемент – Банка Союз (B) и лизинговой компании Элемент-Лизинг (B). Согласно S&P, помещение в список CreditWatch обусловлено повышением угрозы для кредитоспособности Банка Союз, вызванным ухудшением ликвидной позиции и крупными убытками банка по операциям с ценными бумагами. Напомним, что группа Базовый Элемент ранее высказала намерение поддержать Банк Союз.



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

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Тарас Потятинник

Taras.Potyatynnik@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
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52
Роберто Пеццименти	+7 495 228 35 17

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Денис Красильников	Denis.Krasilnikov@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Экономика, стратегия

Николай Кашеев	Nikolay.Kascheev@mdmbank.com
----------------	------------------------------

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com
-------------------	--------------------------------	-----------------	------------------------------

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2008, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается 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.