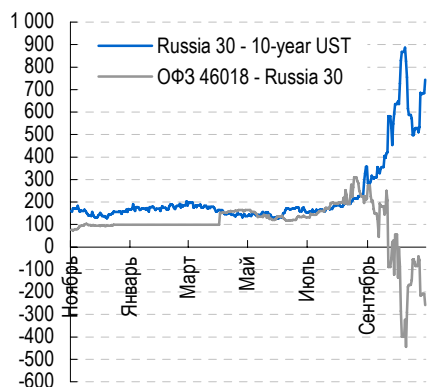


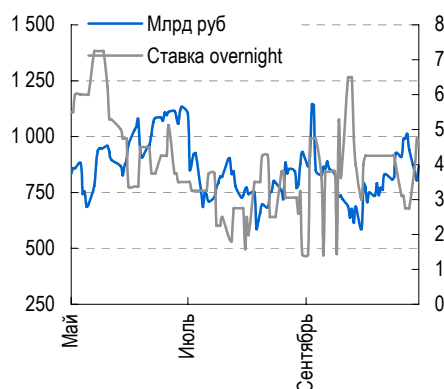
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

среда, 19 ноября 2008 г.

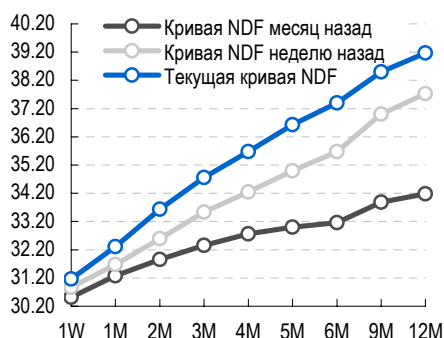
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

19 ноя	Индекс потребительских цен CPI (октябрь)
19 ноя	Статистика по перв. рынку жилья в США
19 ноя	Размещение руб. обл. РЖД-9
20 ноя	Индекс Philadelphia Fed.
20 ноя	Индекс Leading Indicators
24 ноя	Статистика по втор. рынку жилья в США
25 ноя	ВВП США за 3 кв. 2008г.
25 ноя	Индекс PCE Core

Рынок еврооблигаций

- Отступление инфляционной угрозы все очевиднее.
- Спрэд **RUSSIA 30** вновь тестирует рекордно высокие уровни (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Дефицит рублей сохраняется; скорость опустошения резервов ЦБ снижается
- На вторичном рынке заметно давление продавцов (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **Федеральное правительство поддерживает региональные бюджеты.** Хорошие новости для держателей субфедеральных и муниципальных выпусков, а также облигаций «дочек» региональных администраций (стр. 4).
- **Северсталь дала повод ожидать заметного ухудшения финансовых результатов российских металлургических компаний** (стр. 4)
- **Розничный банк Ренессанс Капитал (В1/В-/В-) опубликовал неплохие результаты за январь-сентябрь 2008 г. по МСФО.** В 3-м квартале банк увеличил активы и кредитный портфель на 15-16%. Качество активов остается на приемлемом уровне: доля просрочки практически не изменилась и составила 4%. Чистая процентная маржа даже немного расширилась по сравнению со вторым кварталом до 15.6%. По понятным причинам уже в октябре активы банка начали снижаться. Важным событием после отчетной даты стало привлечение средств от ЦБ в объеме 9.2 млрд. руб., что позволило Ренессанс Капиталу рефинансировать выпуск CLN. Мы сохраняем конструктивный взгляд на кредитный профиль банка. Он неплохо капитализирован, имеет короткую структуру активов и доступ к рефинансированию в ЦБ. Основным «слабым звеном» в профиле банка является высокая зависимость от оптовых рынков капитала. В стресс-сценарии контролирующий акционер РенКапа наверняка предоставит финансовую поддержку или найдет покупателя на акции банка.
- **Промышленное производство в России в октябре 2008 г. выросло лишь на 1.6% по сравнению с октябрём 2007 г.** (Источник: Росстат). Это самый низкий показатель промышленного роста с начала года. В среднем за 10 месяцев рост составил 5.0%. Остается все меньше сомнений в том, что наша экономика вступает в период резкого замедления активности.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.53	-0.12	-0.40	-0.50
EMBI+ Spread, бп	700	+25	+71	+461
EMBI+ Russia Spread, бп	714	+29	+154	+567
Russia 30 Yield, %	11.44	+0.35	+1.15	+5.93
ОФЗ 46018 Yield, %	8.42	-0.08	-2.42	+1.95
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	678.6	+167.8	+172.4	-209.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	188.4	-105.5	+108.2	+73.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	139.9	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	19.67	-3.00	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.67	+0.02	+0.30	+0.94
Нефть (брент), USD/барр.	51.8	-0.5	-17.8	-42.1
Индекс PTC	602	-4	-66	-1689

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

ОТСТУПЛЕНИЕ ИНФЛЯЦИОННОЙ УГРОЗЫ ВСЕ ОЧЕВИДНЕЕ

Характер торгов на мировых площадках вчера был очень волатильным. По итогам дня, европейские и американские индексы акций выросли в среднем на 1-2% (DJI +1.83%). Одной из причин роста стали неплохие корпоративные отчеты таких компаний, как **Hewlett-Packard** и **Home Depot**. Кроме того, инвесторы достаточно оптимистично восприняли выступление господ **Полсона** и **Бернанке** в Конгрессе. Глава **ФРС** отметил, что, благодаря предпринимаемым регуляторами действиям, наблюдается улучшение ситуации на кредитных рынках. Однако в целом обстановка, по его мнению, все еще достаточно серьезная.

Условно хорошие новости приходят и с «макроэкономического фронта»: октябрьский **индекс цен производителей** в США снизился сразу на рекордные 2.8%. Правда, **Core PPI** оказался несколько выше прогнозов. Замедление роста цен вчера было отмечено и в **Великобритании** (12-месячная инфляция в октябре 4.5% против 5.2% месяцем ранее).

На этом фоне логичным выглядело снижение доходностей **US Treasuries: 10-летние ноты** завершили день на отметке 3.53% (-12бп). Помимо инфляционных данных, на инвесторов, вероятно, повлияла новость о росте покупок **UST** иностранцами (+66 млрд. долл. в сентябре против ожидавшихся +21 млрд. долл.).

Сегодня в США публикуются **индекс потребительских цен, данные по строительству**, а также **протокол октябрьского заседания ФРС**.

СПРЭД RUSSIA 30 ВНОВЬ ОКОЛО 800бп

Бегство из **ЕМ-облигаций** продолжается. Причины – ликвидации позиций хедж-фондов, снижение цен на ресурсы и опасения за кредитоспособность правительств в условиях ослабления платежных балансов развивающихся экономик.

Спрэд **EMBI+** продолжает расширяться: вчера он достиг отметки 700бп (+25бп). «Хуже рынка» вновь выглядят российские бумаги. Бенчмарк **RUSSIA 30** (YTM 11.44%) потерял в цене еще порядка 1.5пп и торгуется сейчас на уровне 80пп. Спрэд выпуска к **UST** вновь приблизился к 800бп, что уже не так далеко от максимума (за последние 7 лет). **5-летние российские CDS** расширились сразу на 80бп до 895бп. В корпоративном сегменте активность продолжает снижаться, покупателей практически не осталось.



Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ДЕФИЦИТ РУБЛЕЙ СОХРАНЯЕТСЯ

Ставки **overnight** вчера остались на рекордно высоком уровне (**MosPrime O/N** около 20%), а объем операций **прямого репо** с **ЦБ** вырос (216 млрд. рублей, +16.9 млрд. рублей). На 5-недельном беззалоговом аукционе банки заняли 181.8 млрд. рублей при средневзвешенной ставке 11.72%. Насколько мы понимаем, тот факт, что банки взяли не все предложенные 300 млрд. рублей, связан исключительно с переполненностью лимитов в **ЦБ** у тех банков, которым ликвидность нужна (и, соответственно, с отсутствием дополнительной потребности в рублях у крупных банков, имеющих «невыебранные» лимиты).

Как мы уже говорили, львиная доля полученных банками с начала недели средств уйдет сегодня на рефинансирование задолженности перед **Минфином** и **Госкорпорацией ЖКХ** в размере 251.8 млрд. рублей. По этой причине улучшения ситуации на денежном рынке, на наш взгляд, ждать не стоит. Кстати, **Центробанк** вчера поднял верхнюю планку размещения на предстоящем в пятницу 9-дневном аукционе до 550 млрд. рублей (+100 млрд. рублей). Впрочем, это не удивительно – на следующей неделе банкам нужно будет рефинансировать обязательства на 571.1 млрд. рублей перед **Минфином** и **ЦБ**.

«Польза» от этого дефицита рублей есть. Часть гигантского клиентского спроса на валюту (вчера **ОГК-3** раскрыла покупку более чем 500 млн. долл.) удовлетворяется вынужденными продажами валюты со стороны банков. Поэтому скорость расходования **Центробанком** золотовалютных резервов замедляется. Вчера регулятор, по оценкам наших дилеров, продал около 800 млн. долл.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: СНИЖЕНИЕ КОТИРОВОК

Позиции большинства более-менее ликвидных в последнее время облигаций **1-го** и **2-го эшелонов** вчера пошатнулись на фоне высоких ставок **overnight**. Выпуски **ВТБ-Лизинг-2** (УТР 18.23%), **ТГК-10-2** (УТР 59.38%), **Кокс-2** (УТР 27.59%), **Мосэнерго-1** (УТР 16.74%), **ВТБ-6** (УТР 17.87% и некоторые другие потеряли в цене около 25-50бп в режиме по-прежнему довольно низкой торговой активности. Мы полагаем, что в условиях дефицита ликвидности и ожиданий дальнейшего ослабления рубля давление продавцов в ликвидных выпусках по-прежнему будет значительным.

Федеральное правительство поддержит региональные бюджеты

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

Об этом вчера заявили президент Д.Медведев и министр финансов А.Кудрин. В соответствии с потребностями, каждому региону будут предоставлены трансферты и бюджетные кредиты. Кроме того, президент выступил за сохранение существующей системы назначения губернаторов (Источники: Ведомости, Интерфакс).

На наш взгляд, данные новости подтверждают тезис о том, что федеральное правительство не допустит дефолтов региональных администраций, а те, в свою очередь, наверняка окажут помощь местным бюджетам и «дочерним» компаниям. Система назначения губернаторов подразумевает ответственность президента и правительства России за результаты их деятельности, в т.ч. в части финансовой политики.

На самом деле, после многочисленных дефолтов в российском *public finance* в 1998-1999 гг., долговая дисциплина в регионах была достаточно сильно ужесточена. Бюджетный кодекс ввел жесткие ограничения на объем долговой нагрузки и фактический запрет на внешние заимствования. Кроме того, Минфин на протяжении нескольких лет обучал региональных финансистов «лучшей практике», в т.ч. тому, что финансовый долг – это приоритетное обязательство администрации.

В результате к новому кризису российские региональные бюджеты подошли в очень приличной «кредитной» форме. Большинство из них имеют низкую долговую нагрузку. Редкий пример увлечения долгом – Московская область, у которой на данный момент есть большой объем короткого (прямого и забалансового) долга. Но даже в ситуации чрезвычайно тяжелых условий по рефинансированию долгов, как мы видим, регион, его дочерние компании и муниципалитеты справляются с выполнением своих долговых обязательств.

Мы полагаем, что в 2009 г. самостоятельные кредитные метрики российских регионов неизбежно ухудшатся. Однако они, скорее всего, сохранят платежеспособность благодаря помощи от Минфина или кредитам госбанков. В обмен на это, правда, федеральное правительство может еще более ужесточить контроль за финансовой политикой администраций субъектов РФ. Что, впрочем, скорее на руку держателям облигаций регионов и муниципалитетов.

Следует ожидать заметного ухудшения результатов металлургических компаний

Аналитики: Мария Радченко, Михаил Галкин e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

Северсталь (Ba2/BB-) вчера опубликовала консолидированную отчетность за 9 мес. 2008 г. Она выглядит очень неплохо (рост выручки, EBITDA margin 27%, «Чистый долг/EBITDA annualized» около 0.5x).

Однако одновременно компания сообщила о снижении в ноябре производства на 50% по сравнению с летними месяцами, а также опубликовала очень тревожный прогноз. Северсталь предполагает, что в 4-м квартале показатель EBITDA составит 100-300 млн. долл. против почти 5 млрд. долл., заработанных за первые 3 квартала. Фактически это означает, что операционная прибыль будет близка к нулю или отрицательна. В сочетании с высокими дивидендными выплатами Северстали, это, кстати, может спровоцировать негативные действия рейтинговых агентств.

Мы полагаем, что похожее ухудшение результатов можно ожидать у всех российских металлургов. В то же время, благодаря весьма крепким балансам, а также диверсифицированной по срокам структуре долга, мы пока не подвергаем сомнению их кредитоспособность, во всяком случае на горизонте 1 года. Вчера представитель Северстали заявил, что компания думает о досрочном выкупе еврооблигаций. Насколько мы понимаем, речь идет о коротком выпуске CHMFRU 09 (18%).



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
Арсен Манукян	+7 495 228 33 30
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 продаж (акции)

Юлия Шувалова	+7 495 363 05 76
Альберт Хусаинов	+7 495 228 33 04

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		

Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кащеев	kni@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 письменного разрешения МДМ-Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.