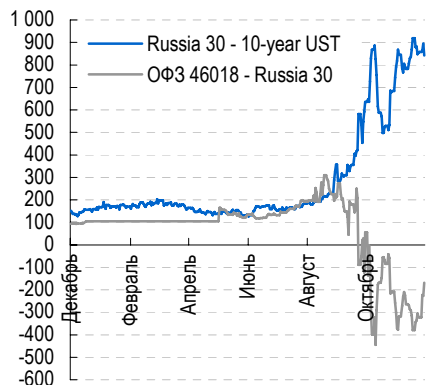


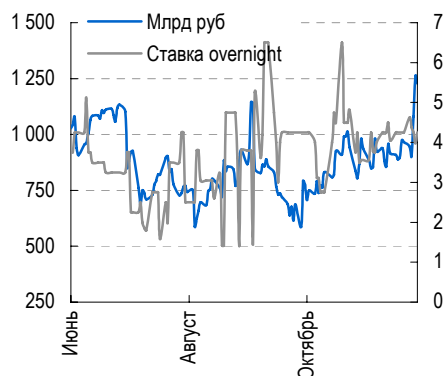
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

пятница, 19 декабря 2008 г.

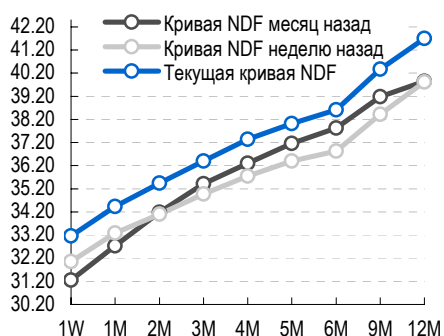
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

22 дек	3-месячный беззалоговый аукцион ЦБ
23 дек	ВВП США за 3-й квартал
23 дек	Данные по рынку недвижимости США
23 дек	5-недельный беззалоговый аукцион ЦБ
24 дек	Заказы на товары длительного пользования
24 дек	Банки должны вернуть ЦБ 512 млрд. руб.
25 дек	Уплата акцизов, НДС
29 дек	Уплата налога на прибыль

Рынок еврооблигаций

- Кривая UST становится более плоской. У ЕЦБ свои рецепты
- Сегодня последний день активной торговли (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Корзина торгуется ниже «оффера» ЦБ
- В качественных бумагах по-прежнему есть спрос (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Правительство внесет 15 млрд. руб. в капитал МиГа (NR); обещает помочь авиакомпаниям, в т.ч. Сибири (NR). Однако реализовать планы по поддержке сотен предприятий будет сложно (стр. 4).
- ЦБ ждет роста проблем с капиталом банков в 1-й половине 2009 г. (стр. 4)
- S&P предприняло негативные рейтинговые действия в отношении Московской области (SD), МОИТК (SD), Рольфа (BB-) и JFC (CCC+) (стр. 5)
- ВБД (Ва3/ВВ-) отчитался о неплохих результатах за 9 мес. 2008 г. За январь-сентябрь выручка компании увеличилась до 2.2 млрд. долл. (+24.8%). Рентабельность по EBITDA практически не изменилась по сравнению с аналогичным периодом 2007 г., составив 13%. По итогам отчетного периода, соотношение «Чистый долг/EBITDA» находилось на уровне 1.3x. Менеджмент готовится к тому, что в марте 2009 г. компании придется финансировать оферту по 3-му выпуску рублевых облигаций за счет собственных ресурсов. На отчетную дату у ВБД было 137 млн. долл. денежных средств. Мы полагаем, что возможное увеличение «дебиторки» в 4-м квартале 2008 г. и 1-м квартале 2009 г. компания сможет компенсировать сокращением инвестиций.
- АФК Система (Ва3/ВВ/ВВ-) опубликовала итоги 3-го квартала 2008 г. Операционная рентабельность группы снизилась за счет слабых результатов «потребительских» и «промышленных» активов (Система-Галс, МБПР, Ситроникс). Соотношение «Чистый долг/EBITDA годовая» увеличилось до 3.7x. На наш взгляд, сравнительно устойчивые к экономическому кризису активы в сегменте телекоммуникационных услуг позволят Системе сохранить крепкий кредитный профиль в период кризиса. Возможно, группе придется продать часть «непрофильных» активов. Из долговых инструментов компаний группы нам больше всего симпатичны короткие еврооблигации MOBTEL 10 (15%).

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	2.08	-0.11	-1.45	-1.95
EMBI+ Spread, бп	712	-11	+12	+473
EMBI+ Russia Spread, бп	801	-35	+87	+654
Russia 30 Yield, %	10.24	-0.37	-1.20	+4.73
ОФЗ 46018 Yield, %	7.97	-0.96	-0.45	+1.50
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	628.8	+4.6	-49.8	-259.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	598.5	-37.7	+410.1	+483.8
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-310.4	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	8.67	-0.16	-	-
RUR/Бивалютная корзина	33.09	+0.54	+2.42	+3.44
Нефть (брент), USD/барр.	43.4	-2.1	-8.4	-50.5
Индекс РТС	668	-32	+66	-1623

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

КРИВАЯ UST СТАНОВИТСЯ ВСЕ БОЛЕЕ ПЛОСКОЙ

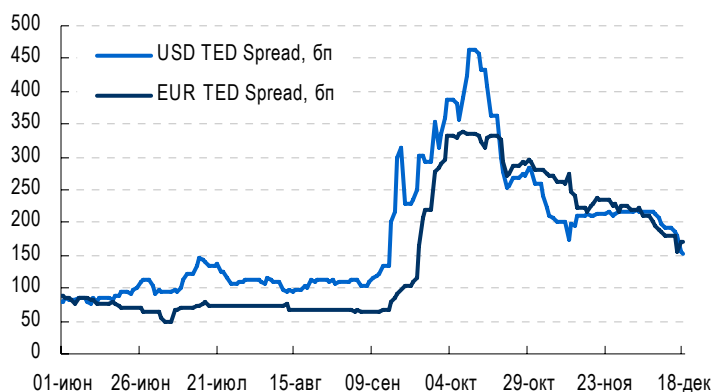
Из макроэкономической статистики вчера можно отметить декабрьский индекс деловой активности **Philadelphia Fed**, а также данные по безработице (**Jobless Claims**). Оба показателя оказались лучше ожиданий. В **Европе**, напротив, индикатор настроений в бизнес-среде **Германии (IFO)** оказался хуже консенсус-прогнозов. Настроение инвесторов в США вчера подпортило рейтинговое агентство **S&P**, пересмотревшее прогноз по рейтингу **General Electric (AAA)** на «негативный».

Индекс **Dow Jones** вчера снизился на 2.5%, а доходность **10-летних UST** дошла до отметки 2.08% (-116п). В ситуации когда ключевая ставка опустилась до минимума, угол наклона кривой начал снижаться.

В целом же, с приближением рождественских праздников торговая активность тает на глазах, так как многие инвесторы уже отправляются «на каникулы». По большому счету, сегодня последний активный торговый день в этом году.

У ЕЦБ СВОИ РЕЦЕПТЫ

Как известно, **TED Spread** (разница в доходности между 3-месячными процентными ставками и соответствующими по сроку государственными облигациями) является своеобразным барометром состояния денежного рынка и желания банков делиться ликвидностью. На графике ниже видно, что до последнего времени именно в долларовой части межбанковского рынка были «проблемы». Однако, ситуация меняется:



Возможно, именно в связи с этими тенденциями **ЕЦБ** вчера принял оригинальное решение снизить на 50бп депозитные ставки и одновременно на 50бп увеличить (!) ставки по чрезвычайным кредитам, тем самым подталкивая банки к увеличению кредитной активности. Ведь сейчас на депозитах **ЕЦБ** скопилось около 200 млрд. евро. Для сравнения, средний остаток на депозитах банков в **ЕЦБ** с начала года до сентября составлял менее 1 млрд. евро.

EMERGING MARKETS

Торговая активность на рынке еврооблигаций **Emerging markets** также снижается, однако в стремлении завершить формирование портфелей до Рождества покупатели становятся все более агрессивными. Так, вчера спрэд **EMBI+** сузился на 116п до 7126п. И это несмотря на то, что цена на нефть продолжает снижаться.

Котировки **RUSSIA 30** (YTM 10.24%) второй день подряд достаточно бурно растут: вчера выпуск подорожал до 85 3/4 (+2-3пп). В корпоративном секторе мы по-прежнему видим достаточно большой спрос, однако реальных сделок все меньше и меньше.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

КОРЗИНА ТОРГУЕТСЯ НИЖЕ «ОФФЕРА» ЦБ

Наиболее интересные события вчера происходили на валютном рынке (кстати, не только в России), где бивалютная корзина продемонстрировала столь непривычную для последних дней волатильность. Так, в апогее ее стоимость доходила до отметки 33.15 руб. (видимо, это и есть новый «оффер» ЦБ), снизившись, однако, к концу дня до 32.85. По нашим оценкам, вчера ЦБ продал не более 700-800 млн. долл.

Продажи валюты банками могли быть связаны с желанием зафиксировать прибыль, тем более что после разворота евро на **FOREX** поводов ждать очередного «расширения коридора» стало меньше. Кстати, с середины ноября рубль был ослаблен уже почти на 10%. Кроме того, приближается окончание года, то есть, например, время расчета по 3-месячным сентябрьским/октябрьским валютным форвардам. Наконец, как мы уже упоминали вчера, банкам вскоре нужно будет возвращать в ЦБ ранее привлеченные кредиты, исполнять налоговые платежи, а также готовиться к повышенному спросу населения на наличность.

Пока же проблем с рублевой ликвидностью нет. Об этом косвенно свидетельствуют и результаты депозитного аукциона **Госкорпорации ЖКХ**: 6-дневные деньги были размещены по ставке 5% (недельный **Mosprime** сейчас – около 13%), да и то не в полном объеме.

Кстати, вчера стало известно, что ЦБ включен в состав участников торгов на **ММВБ**. Теперь, чтобы регулятор мог приступить к осуществлению рыночных операций (самое ожидаемое – репо под залог акций), ему осталось только заключить стандартный договор с биржей.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

В рублевых облигациях ничего интересного не происходит. Большинство инвесторов по-прежнему заняты, главным образом, поиском относительно «недооцененных» бумаг из **Списка репо** ЦБ. Например, вчера примерно на 80бп вырос в цене выпуск **ВымпелКом-1** (УТР 23.05%); сохраняется спрос на бумаги **Русского стандарта**. Если эта тенденция не ослабнет, то в скором времени будут интересны бумаги, например, **ХКФБанка**, **УРСА-Банка**, **ТМК**, **Х5-Финанс** и **МБРР**. В остальном ценовые движения минимальны (+/-30бп).

Вчера стало известно, что компания **ФК Еврокоммерц** не расплатилась в срок по купону, поэтому дефолт по ее 2-му выпуску перестает быть «техническим». Пожалуй, это самый разрушительный по своей силе дефолт с точки зрения объемов размещенного на рынке риска и количества вовлеченных инвесторов (см. наш комментарий по **Еврокоммерцу** от 15 декабря).

Кроме того, рейтинговое агентство **S&P** приняло решение снизить рейтинг **Московской области** до уровня SD (см. комментарий ниже). Радует, что рейтинг облигаций Мособласти остался на уровне B-, поэтому они пока не покидают **Список репо** ЦБ.

Правительство хочет помочь МиГу (NR), Сибири (NR) и сотням других предприятий

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

Вчера и сегодня утром в СМИ появилось достаточно много новых интересных сообщений о том, кому и как российское правительство собирается оказывать финансовую поддержку. Вот что нам показалось наиболее важным:

- **МиГ.** Вчера вечером межведомственная комиссия по поддержке стратегических предприятий под руководством замминистра финансов Антона Силуанова согласовала выделение РСК МиГ 15 млрд. руб. «в виде инвестиций в уставный капитал». До конца года должен быть подготовлен проект распоряжения правительства РФ о проведении допэмиссии акций РСК МиГ, в рамках размещения которой в капитал МиГа и будут внесены эти средства. Допэмиссия запланирована на январь 2009 года. (Источник: Коммерсантъ)
- **Авиакомпании.** Вице-премьер Сергей Иванов заверил, что все крупнейшие российские авиаперевозчики получают господдержку в виде кредитов госбанков (Источник: Интерфакс). «Правительство уже приняло решение о госгарантиях для авиаперевозчиков в общем объеме 30 млрд. руб. Минфин уже выполняет поручение, об этом можно не беспокоиться», – сказал С.Иванов, однако конкретных имен при этом названо не было. «Принцип очень простой. Мы помогаем всем крупным компаниям, которые осуществляют львиную долю авиаперевозок», – сообщил С.Иванов. Первый вице-премьер И.Шувалов вчера заявил, что авиакомпания Сибирь тоже получит кредитные ресурсы (Источник: Интерфакс).
- **Все остальные.** Правительственная комиссия на заседании 23 декабря должна утвердить перечень системообразующих предприятий и меры их господдержки, сообщил вчера журналистам первый вице-премьер РФ Игорь Шувалов. В сообщении Интерфакса, посвященного этой теме, фигурирует три версии количества предприятий, которым будет оказана поддержка: «около 500», «от 200 до 300» и «около 1.5 тыс.».

Вот что мы думаем по этому поводу. Конечно же, у держателей облигаций МиГа и Сибири с появлением таких новостей возросли шансы получить назад инвестированные средства (Интересно, будут ли рассчитывать с кредиторами ЭйрЮнион?). В целом же, мы по-прежнему опасаемся, что помощь придет не ко всем и далеко не всегда вовремя. Ключевые проблемы – скорость принятия и исполнения решений, а также ограниченность ресурсов. Правительство пока зарезервировало на эти цели лишь около 300 млрд. руб. (соответствующие поправки сейчас внесены в Госдуму, при этом в основном речь идет о кредитах под госгарантии). Очевидно, что если только одному предприятию – МиГу – требуется инъекция капитала в 15 млрд. руб., и даже она не сможет полностью обеспечить устойчивость баланса компании, то на поддержку сотен предприятий необходимы триллионы. Сама помощь начнет поступать не ранее чем через месяц-полтора, ведь в каждом случае требуются различного рода согласования/одобрения/распоряжения.

ЦБ ждет роста проблем с капиталом банков в 1-м полугодии 2009 г.

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

Проблемы нехватки капитала выйдут на первый план в первой половине 2009 года, – сообщил заместитель директора департамента банковского регулирования и надзора ЦБ РФ Михаил Ковригин на заседании «круглого стола» в Совете Федерации в четверг. По его словам, эта проблема коснется всех банков (Источник: Интерфакс)

Насколько мы понимаем, г-н Ковригин имеет в виду вероятный (резкий) рост числа и объемов «плохих кредитов» на балансах банков, которые будут вести к убыткам и уменьшению капитала. С этим трудно не

согласиться. Конечно, убытки понесут все банки (по всему миру), и каждому из них придется рекапитализироваться (возможно, по несколько раз).

В то же время, мы ожидаем, что регуляторы будут смягчать требования к капиталу банков на период кризиса, в т.ч. снижать пруденциальные нормативы, а также облегчать доступ к капиталу (субординированные кредиты ВЭБа – один из примеров). Совсем недавно представители ЦБ говорили о смягчении подходов к оценке портфелей ценных бумаг, а также призывали активнее использовать механизм увеличения капитала за счет внесения в него недвижимости (недавно Банк Уралсиб воспользовался именно таким вариантом).

S&P: негативные действия по рейтингам Мособласти, МОИТК, Рольфа, JFC

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

Вчера рейтинговое агентство Standard & Poor's осуществило целую серию негативных рейтинговых действий, о которых Вы наверняка уже слышали. Тем не менее мы приводим их ниже вместе с нашими комментариями:

- **S&P снизило рейтинги МОИТК и Московской области до «SD» (selective default) из-за невыплат по кредиту и облигациям МОИА-3 соответственно.** При этом S&P считает, что риски по облигациям МОИТК и Мособласти не изменились, поэтому сохранило рейтинги облигаций этих эмитентов на уровне «СС» и «В-». Мы полагаем, что Московская область продолжит исправно платить по своим собственным облигациям. В случае необходимости, региону поможет федеральное правительство. О другом сценарии не хочется даже думать. А вот ситуация с долгами многочисленных «дочек» Мособласти гораздо менее однозначна. Судя по тому, что произошли «аресты», ведутся какие-то следственные действия, в Министерстве финансов сменилось руководство и т.п., в регионе был явно допущен какой-то «*mismanagement*», т.е. нарушения в управлении финансовыми ресурсами. Теперь возможны два пути развития событий. В соответствии с первым, федеральное правительство и/или новый менеджмент откажутся признавать обязательства «дочек», сославшись на нарушения. Мы же надеемся на то, что эти обязательства в любом случае будут признаны и исполнены. Такой, например, была практика в случае с облигациями Тверской области (средства от размещения были похищены, но регион рассчитался по облигациям).
- **S&P пересмотрело со «Стабильного» на «Негативный» прогноз рейтинга автодилера Рольф (BB-).** На наш взгляд, решение совершенно обосновано. Продажи автомобилей в России действительно падают и будут продолжать падать достаточно драматично из-за резкого ухудшения доступности кредитных/лизинговых ресурсов, снижения уровня доходов населения и введения пошлин на иномарки. Несмотря на то, что Рольф исторически обладал достаточно крепким кредитным профилем, мы ожидаем его ухудшения в ближайшие 12 месяцев. Еврооблигации ROLFGP с погашением в июне 2010 г. сейчас торгуются по 20-30% от номинала (доходность около 200% годовых!), что во многом отражает восприятие инвесторами уровня кредитного риска компании.
- **Рейтинг JFC был снижен на 1 ступень до «ССС+», прогноз – «Негативный».** S&P считает, что компания с высокой вероятностью нарушит ковенанты и не сможет выплатить синдицированный кредит на 150 млн. долл. Насколько мы понимаем, в обращении практически не осталось облигаций JFC.



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

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала**Константин Рогов**

Konstantin.Rogov@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

Отдел торговли долговыми инструментами

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
--------------	---------------------------

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кашеев	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.