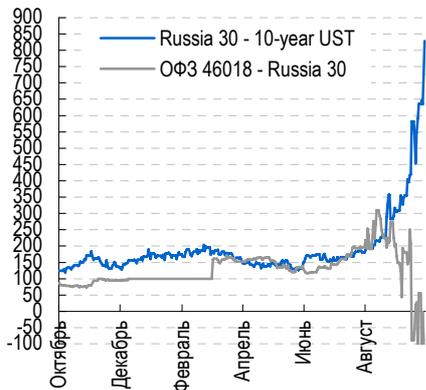
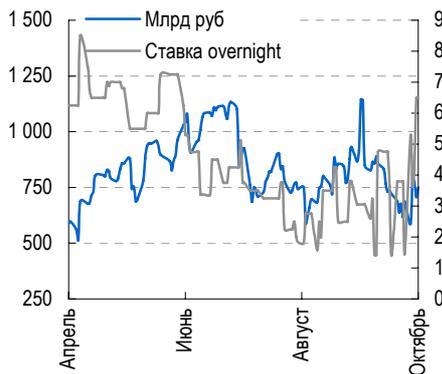


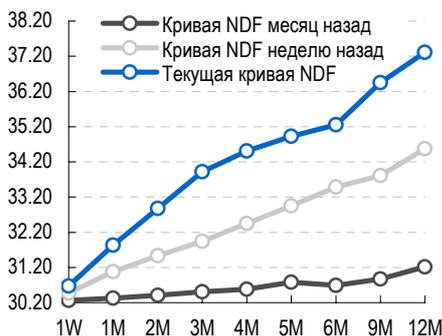
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

27 окт	Уплата акцизов, НДС
27 окт	Размещение руб.обл.Ханты-Мансийский б.-1
28 окт	Уплата налога на прибыль
28 окт	Размещение руб.обл. АкБарс-3
28 окт	Размещение руб.обл. МТС-2
29 окт	Статистика по заказам на товары длит. польз.
29 окт	Решение ФРС по ставке
30 окт	ВВП США за 3 кв. 2008г.

### Рынок еврооблигаций

- Вчера на глобальных рынках был не самый плохой день; сегодня будет хуже
- S&P придало ускорение падению **Emerging Markets** (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- ЦБ придерживает ликвидность, повышает ставки; атака на рубль ослабевает?
- Вторичный рынок: улучшений нет. Гипотезы о займе МТС. Новые дефолты (стр. 3)

### Новости, комментарии и идеи

- Трудно подобрать слова для комментария к решению S&P; радуется, что Moody's сохраняет позитивный настрой в отношении России (стр. 4)
- Инвестиционные планы Белона (NR) остаются в силе (стр. 4)
- Вице-премьер С.Иванов завтра обсудит с авиаперевозчиками положение в отрасли. Ожидается, что будут рассмотрены такие меры поддержки, как предоставление льготных кредитов, «налоговых каникул» и отмена пошлин на иностранные самолеты (Источник: Ведомости). Мы оцениваем кредитный риск по облигациям всех российских авиаперевозчиков как очень высокий и не уверены, что госпомощь успеет вовремя.
- ВымпелКом (Ва2/ВВ+) привлек 3-летний кредит на сумму до 600 млн. евро под LIBOR+230бп (Источник: Ведомости). Удивительно, как такие дешевые деньги могут быть доступны в ситуации, когда евробонды ВымпелКома и других первоклассных российских заемщиков торгуются со спредами 1500-3000бп. Хорошая новость для держателей облигаций ВымпелКома и российского рынка в целом.
- Группа ГАЗ (NR) ведет переговоры с поставщиками об увеличении отсрочки по платежам. Задолженность, которая образовалась до 13 октября, компания планирует вернуть лишь в марте-июле 2009 г. (Источник: Коммерсантъ, Ведомости). Как это ни парадоксально, на наш взгляд, это хорошая новость для держателей облигаций ГАЗа (50%), оферта по которым наступает в феврале 2009 г. Она означает, что компания накапливает ликвидность для расчетов с кредиторами. Мы полагаем, что ГАЗ обладает достаточной финансовой гибкостью (Чистый долг/ЕВБТДА 1.3x в 2007 г.), чтобы справиться с возросшими рисками рефинансирования и падением спроса на свою продукцию.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.68	+0.08	-0.12	-0.35
EMBI+ Spread, бп	857	+55	+493	+618
EMBI+ Russia Spread, бп	711	+77	+411	+564
Russia 30 Yield, %	11.96	+1.09	+5.00	+6.45
ОФЗ 46018 Yield, %	9.11	-0.88	+0.15	+2.64
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	524.4	-68.3	-303.7	-364.1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	225.2	+111.8	-92.0	+110.5
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-251	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.5	-0.17	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.40	+0.01	+0.05	+0.67
Нефть (брент), USD/барр.	65.9	+1.4	-37.2	-28.0
Индекс РТС	637	-29	-635	-1654

## Рынок еврооблигаций

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

### *НЕ САМЫЙ ПЛОХОЙ ДЕНЬ; СЕГОДНЯ ВСЕ ГОРАЗДО ХУЖЕ*

Вчерашний день на мировых рынках был не таким уж и плохим. В том смысле, что американские и некоторые европейские индексы акций закрылись в плюсе. В то же время, поток новостей носит устойчивый негативный характер.

Еженедельные **цифры по числу первичных обращений за пособием по безработице** в США оказались чуть выше, чем ожидали аналитики; также **число лишений прав собственности по закладным** в США за 3-й квартал выросло на 71%. Бывший глава **ФРС А.Гринспен**, выступавший с речью в **Конгрессе**, был весьма пессимистичен. Он сказал, что нынешний кризис превзошел даже самые мрачные его прогнозы, заключив, что экономику **США** ждут тяжелые времена. Параллельно глава **AIG** выразил озабоченность тем, что компании может понадобиться дополнительное финансирование, если рынки не придут в норму. Напомним, **Минфин США** уже предоставил **AIG** 122.8 млрд. долл.

Однако, как мы уже отметили, по итогам дня американские индексы акций выросли (**Dow Jones** +2.02%), как, впрочем, и доходности **US Treasuries**. Честно говоря, такое закрытие рынков не совсем понятно. В качестве объяснения можно только привести подросшую в цене нефть, однако, на общем фоне, звучит это несколько «притянуто».

Сегодня утром азиатские рынки и фьючерсы на европейские и американские индексы акций открылись резким снижением.

### *S&P ПРИДАЛО УСКОРЕНИЯ ПАДЕНИЮ РОССИЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ И ЕМ В ЦЕЛОМ*

Рынок облигаций **ЕМ** по-прежнему находится в состоянии «свободного падения». Спрэд **EMBI+** вчера увеличился еще на 55бп до 857бп. Для российских еврооблигаций это был, наверное, один из самых худших дней. Заявление **S&P** об изменении прогноза суверенного рейтинга **России** на «негативный» инвесторы восприняли весьма болезненно. Так, **5-летние CDS** на Россию мы видели на уровне 1300бп (!), а цена выпуска **RUSSIA30** (YTM 11.96%) упала примерно на 5пп до 77-78пп, спрэд к **UST** подскочил на 100бп до 830бп. В корпоративном секторе ситуация не лучше – экраны брокеров были полны «офферами» и почти без «бидов». Поэтому не удивительно, что, например, в выпуске **TRUBRU 09** сделки проходили с доходностью 58%.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### ***ЦБ ПРИДЕРЖИВАЕТ ЛИКВИДНОСТЬ; ПОВЫШАЕТ СТАВКИ; АТАКА НА РУБЛЬ ОСЛАБЕВАЕТ?***

На вчерашнем беззалоговом аукционе **Центробанк** разместил лишь 31.2 млрд. рублей из формально предложенных 400 млрд. При этом ставка сложилась на уровне 10.12%. Сравнивая эти результаты с итогами понедельничного аукциона (более 300 млрд. и ставка 9.89%), мы делаем осторожный вывод, что **ЦБ** начинает придерживать ликвидность и повышать процентные ставки (именно такое развитие событий мы посчитали возможным вчера).

На это же указывает и вчерашнее повышение на 50bp ставок **ЦБ** по депозитам. Как говорится в пресс-релизе, тем самым регулятор стремится повысить привлекательность рублевых активов, чтобы приостановить отток капитала. К сожалению, в нынешних условиях, когда ставки **NDF** бьют все рекорды (вчера 57.50% на 3 месяца) увеличение депозитных ставок на 50bp вряд ли приведет к какому-либо ощутимому результату.

Объемы предоставления ликвидности в рамках операций «валютный своп» **ЦБ** последовательно приближаются к нулю (сегодня лимит – 10 млрд. руб.). Ставки **NDF**, указывающие на стоимость рублей для тех, кто хочет привлечь их под валютную позицию на **МБК**, сейчас критически высоки, поэтому атакующие рубль спекулянты постепенно должны «остыть». Небольшое укрепление рубля к корзине (30.35) сегодня утром косвенно подтверждает это. Будем надеяться, что сегодня **ЦБ** не придется вновь тратить свои резервы (вчера регулятор продал около 3.5 млрд. долл.).

Из других новостей денежного рынка – размещение при высоком спросе более 20 млрд. руб. свободной ликвидности **Госкорпорации ЖКХ**, а также предоставление **ВЭБом** субординированных кредитов **ВТБ** и **РСХБ** (100 и 25 млрд. руб., соответственно). В понедельник предстоит уплата **акцизов** и **налога на прибыль**. Однако больших проблем с ликвидностью это вызвать не должно.

### ***ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: УЛУЧШЕНИЙ НЕТ; ГИПОТЕЗЫ О ЗАЙМЕ МТС; НОВЫЕ ДЕФОЛТЫ***

На рублевом долговом рынке без перемен: несмотря на несколько возросший спрос, котировки большинства облигаций катятся вниз. Причем, учитывая то, что творится на рынке еврооблигаций, где доходности достигают порой просто «неприличных» значений (см. выше), мы не удивимся, если локальный долговой рынок продолжит удивлять нас ценовыми «антирекордами». Впрочем, в отдельных выпусках покупатели ведут себя несколько более активно: например, вчера на 15-25bp подросли котировки **АИЖК-10** (YTM 17.92%) и **АИЖК-7** (YTM 16.44%).

Вчера прошел аукцион по выпуску **МТС-1** на 10 млрд. рублей, доходность к 1.5-годовой оферте сложилась на уровне 14.5%. Относительно низкая процентная ставка (**МТС-3** торгуется около 16-16.5% по доходности) и тот факт, что в ходе размещения было заключено всего 20 сделок, наводят на мысли о его нерыночном характере. Если покупателями выпуска стали не госкорпорации, то, на наш взгляд, речь может идти о схеме репо с **ЦБ**, в которой фактическим конечным кредитором телекоммуникационной компании станет **Центробанк**.

Из позитивных новостей можно отметить, что вчера ритейлер **Виват** полностью выкупил предъявленные в рамках оферты облигации. Судя по тому, что накануне выпуск торговался по цене около 80-85pp, далеко не все были уверены в благополучном исходе. Также в полном объеме исполнен был пут-опцион по выпуску **ДжейЭфСи-1**. Не обошлось, впрочем, и без «ложки дегтя»: по облигациям **Самохвал-1** и **КД Авиа-1** держатели вчера не дождались купона.

## Для комментария к решению S&P трудно подобрать слова; Moody's не паникует

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

Вы все наверняка уже знаете, что S&P вчера пересмотрело прогноз суверенного рейтинга России (BBB+) со «Стабильного» на «Негативный». Полный текст обоснования решения можно найти здесь: [www.sandp.ru](http://www.sandp.ru). Достаточно трудно подобрать слова для комментария к решению Standard & Poor's. И все-таки:

- На наш взгляд, S&P очевидно завышает объем финансовых расходов, которые правительство и ЦБ направили или планируют направить на поддержку российской финансовой системы и экономики в целом. Суммируются неоднородные величины, при этом по верхней границе (предельных объемов), в то время как реальные объемы предоставления ликвидности куда меньше.
- Кредитный рейтинг – это всего лишь мнение группы аналитиков; однако когда это мнение столь весомо, к его формированию и изменению нужно подходить чрезвычайно ответственно.
- Удивительно, почему страна, которая действительно может себе позволить увеличение госрасходов и снижение резервов, т.к. имеет «двойной профицит» и избыток этих самых резервов, «наказывается» ровно за то, за что не наказываются другие страны, осуществляющие заметно более масштабные вливания в условиях глубокого «двойного дефицита».
- Сегодня мы, по понятным причинам, можем увидеть пересмотр прогнозов рейтингов некоторых квазисуверенных эмитентов.

В этом смысле хоть как-то порадовало агентство Moody's, которое сообщило, что по-прежнему позитивно относится к России и в ближайшее время намерено опубликовать на эту тему специальный комментарий. Вот что пишет Интерфакс со ссылкой на аналитика Moody's: «Мы считаем, что у России достаточно ресурсов, чтобы справиться с текущим финансовым кризисом. У нее даже более чем достаточно ресурсов по сравнению с другими странами, которых коснулся этот кризис».

## Белон (NR) пока не меняет планы

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

Сегодня газета Коммерсантъ опубликовала интервью с генеральным директором и совладельцем угольной компании Белон (NR) А.Добровым.

Согласно комментариям г-на Доброва, компания продолжает подготовку к размещению в Лондоне, запланированному на 2009 г., в ходе которого намерена реализовать 15% акций. Однако совладелец Белона оговаривается, что размещение состоится только в случае улучшения конъюнктуры рынка (естественно).

Кредиторов, в принципе, мог бы насторожить тот факт, что несмотря на кризисную ситуацию, Белон (в отличие от многих российских компаний) не собирается сокращать программу капвложений. В течение ближайших четырех лет компания намерена инвестировать 600 млн. долл. (по 150 млн. долл. ежегодно). Однако присутствие среди основных акционеров чрезвычайно богатой ликвидностью ММК (Ba2/BB/BB), для которого в стресс-сценарии не составит большого труда поддержать Белон, компенсирует риски, связанные с реализацией инвестпрограммы в столь сложных рыночных условиях.

Г-н Добров сообщает, что на конец 2008 г. долг компании составит около 500 млн. долл., а соотношение Долг/EBITDA – около 2.8х.

Рублевые выпуски облигаций Белона торгуются с доходностью более 30% годовых.



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 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, публиковать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.