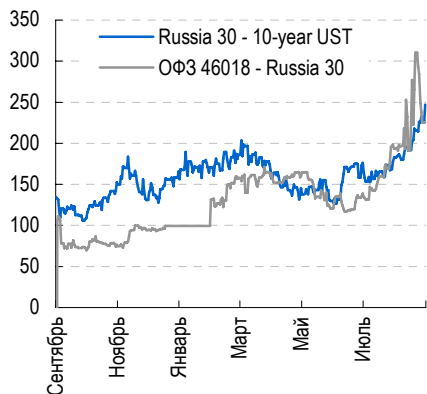
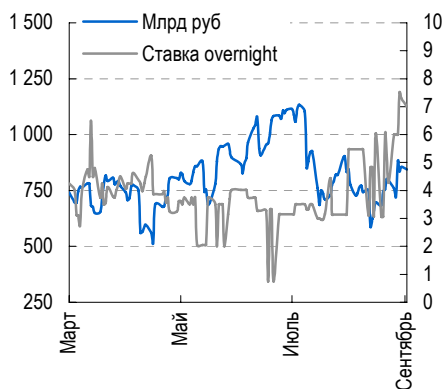


вторник, 16 сентября 2008 г.

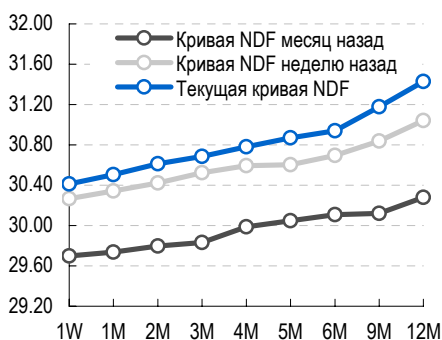
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

15 сен	Уплата 1/2 акцизов, ЕСН
15 сен	Индекс Empire Manufacturing
16 сен	Индекс потребительских цен (CPI)
16 сен	Заседание ФРС
17 сен	Статистика по перв. рынку жилья в США
17 сен	Размещение руб. обл. ВТБ-Лизинг-3
18 сен	Индекс Philadelphia Fed.
18 сен	Размещение руб. обл. Азот-1

Рынок еврооблигаций

- **«Черный понедельник»:** акции обвалились, мощная волна «бегства в качество», кредитные спрэды приближаются к рекордным значениям.
- Сегодня в центре внимания заседание **FOMC** и отчетность **Goldman Sachs** (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Власти обещают поддержку, однако пока дефицит ликвидности обостряется. **ЦБ** продает валюту, ставки **overnight** достигли 8-9%
- Мы думаем, что **Центробанк** может начать снижение ключевых ставок и нормативов резервирования (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **АИЖК (АЗ)** опубликовала неплохую отчетность по **МСФО** за 1-е полугодие 2008 г. Финансовое положение Агентства остается очень устойчивым. К сожалению, рынок сейчас совершенно не готов воспринимать информацию о фундаментальных кредитных характеристиках эмитентов. Из-за глобального бегства от рисков и боязни длинной дюрации ликвидация позиций в длинных выпусках АИЖК может продолжиться. Подробнее на стр. 3.
- **Многие компании могут начать выкупать с рынка собственные акции в ближайшее время.** Одним из первых это может сделать Вимм-Билль-Данн (ВаЗ/ВВ-). На наш взгляд, влияние таких сделок на рынок облигаций будет неоднозначным. С одной стороны, выкуп акций ухудшает кредитные метрики эмитента, т.к. чистый долг увеличивается, а капитал – уменьшается. В то же время, серия buy-back'ов позволит улучшить конъюнктуру на рынке акций. Последняя сейчас является одним из важных факторов, определяющих настроения на долговом рынке.
- **Промышленное производство в России в августе 2008 г. выросло на 4.7%.** Это больше, чем в июле (3.2%), но меньше, чем в 1-м полугодии 2008 г (5.8%). На наш взгляд, в ближайшие месяцы экономический рост будет замедляться из-за эффекта «кредитного сжатия». В этой ситуации увеличивается вероятность смягчения Центробанком денежно-кредитной политики, в т.ч. снижения ключевых процентных ставок и нормативов резервирования для банков.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.72	+0.08	-0.22	-0.31
EMBI+ Spread, бп	334	-1	+41	+95
EMBI+ Russia Spread, бп	236	-1	+59	+89
Russia 30 Yield, %	5.99	+0.02	+0.37	+0.48
ОФЗ 46018 Yield, %	8.24	-0.11	+0.66	+1.77
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	772.7	-9.4	+110.6	-115.8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	72	-1.2	-43.2	-42.7
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-346.5	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	7.75	-0.25	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.37	0	+0.72	+0.64
Нефть (брент), USD/барр.	97.6	0	-14.9	+3.7
Индекс РТС	1342	+44	-443	-949

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

«ЧЕРНЫЙ» ПОНЕДЕЛЬНИК

Реакция рынка на известие о банкротстве **Lehman Brothers** была очень болезненной: индекс **Dow Jones** снизился на 4.6%, кредитные спрэды расширились почти до максимальных за год значений, **iTraxx 5yr** достиг 600бп (+9.96%). Стоит отметить, что позже появилась информация о возможной продаже **Barclays** «здоровой» части бизнеса **Lehman**. Однако сколько-нибудь заметного влияния на настроения инвесторов эта новость не оказала - на передний план вышла история с финансовыми трудностями крупнейшей в мире страховой компании **AIG**.

Из-за проблем с ликвидностью **AIG** обратилась в ФРС за кредитной линией. Однако страховщики не входят в юрисдикцию ФРС, поэтому компании было отказано в предоставлении средств. Возможно, что организаторами займа выступят **Goldman Sachs** и **JPMorgan**. В итоге, S&P снизил кредитные рейтинги **AIG** с AA- до A-, не исключив их дальнейшего снижения. Два других ведущих рейтинговых агентства последовали примеру S&P. Кроме того, не устояли рейтинги от S&P крупнейшей американской ссудо-сберегательной компании **Washington Mutual**.

В таких условиях макроэкономическая статистика отошла далеко на второй план. Отметим лишь, что индекс производственной активности и данные по объемам промпроизводства в США вышли хуже, чем ожидали аналитики.

Учитывая все вышесказанное, неудивительно, что вчера мы наблюдали мощную волну «бегства в качество» - доходности **US Treasuries** стремительно снизились на 20-30бп. **10-летние ноты** завершили день на отметке 3.39%, **2-летние** – около 1.71%. Срочные меры ФРС (расширение списка активов, принимаемых в залог, увеличение лимита на аукционах **TSLF**) и крупнейших мировых ЦБ по вливанию ликвидности не возымели большого эффекта.

Сегодня в центре внимания будет **заседание FOMC**, на котором ожидается решение по ставке. Рынок фьючерсов указывает на 70%-ю вероятность снижения **FED RATE**. Вероятно, не менее важным в свете последних событий будет отчет **Goldman Sachs** за 3-й квартал 2008-го. Из макроэкономической статистики сегодня публикуется индекс цен потребителей.

EMERGING MARKETS

Мировые инвесторы продолжают спешно выходить из активов стран с развивающейся экономикой. Спрэд **EMBI+** за день расширился сразу на 46бп до 380бп (3-летний максимум). «Хуже рынка» смотрятся облигации стран-экспортеров «черного золота» из-за стремительно дешевающей нефти: баррель марки **Brent** сегодня утром уже стоит 92 долл.

Ситуация в российском долговом сегменте также складывается не лучшим образом. Спрэд по 5-летним **CDS** увеличился на 40-50бп, достигнув отметки 210бп. Что касается рынка еврооблигаций, то его ликвидность снизилась почти до нуля из-за фактического отсутствия покупателей. Более-менее активно торгуются лишь суверенные бумаги. Вчера цена выпуска **RUSSIA30** (YTM 6.27%) упала почти на 2пп до 107 3/4пп, спрэд к **UST** расширился до 290бп (+60бп). Котировки корпоративных евробондов снижаются еще стремительней. Особенно это заметно в наиболее длинных бумагах: **EVRAZ18** (YTM 12.24%), **GAZPRU37** (YTM 9.70%), **VIP18** (YTM 11.25%) потеряли порядка 3-4пп в цене, однако, как мы уже сказали, сделок практически нет, а bid-ask спрэды достигают астрономических значений.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ПРАВИТЕЛЬСТВО ХОЧЕТ УСИЛИТЬ ПОДДЕРЖКУ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

Вчера в очередной раз президент РФ **Д.Медведев** обратил внимание правительства на события, разворачивающиеся на финансовых рынках. «Хотел бы еще раз сказать, что задачей правительства является обеспечение дополнительной ликвидности на внутреннем рынке. Такие возможности есть, и такие поручения даны», - подчеркнул глава государства.

Предвосхищая слова президента, чуть ранее **Минфин** объявил, что лимит предоставления временно свободных бюджетных средств на депозитных аукционах увеличен почти в 2 раза до 1.23 трлн. рублей. Комментируя этот шаг, Министр финансов **А.Кудрин** отметил, что сейчас главная задача денежных властей состоит в том, чтобы поддержать российскую банковскую систему на фоне сложной ситуации на внешних рынках и предстоящих в октябре крупных налоговых выплат (квартальный НДС).

Вероятно, как следствие этого решения, вчера вечером было объявлено, что объем предоставляемых средств на сегодняшнем депозитном аукционе будет увеличен в 2 раза до 150 млрд. рублей.

Также г-н Кудрин дал комментарий относительно перспектив использования ФНБ для поддержания внутреннего рынка. У нас сложилось впечатление, что эта мера будет задействована только в самом крайнем, «пожарном» случае.

Теперь банки потенциально могут привлечь от ЦБ и Минфина порядка 2 трлн. рублей, и это не считая средств госкорпораций. Ранее первый зампред ЦБ **А.Улюкаев** намекал, что ЦБ увеличит совокупный лимит операций рефинансирования до 1 трлн. рублей, если того потребуют обстоятельства.

ВОЗРОСЛА ВЕРОЯТНОСТЬ СНИЖЕНИЯ СТАВОК РОССИЙСКИМ ЦЕНТРОБАНКОМ

На наш взгляд, в свете последних событий на финансовых рынках существенно возросла вероятность того, что и наш регулятор завершит цикл ужесточения денежно-кредитной политики, и, наоборот, начнет снижать ключевые ставки и нормативы резервирования.

Вчерашние действия **Банка Китая** и весьма вероятное снижение **FED RATE** в США на сегодняшнем заседании FOMC (рынок фьючерсов показывает 70%-ю вероятность такого решения) послужат хорошим фоном для смягчения кредитно-денежной политики российским ЦБ. Напомним, вчера китайский регулятор впервые за последние шесть лет снизил ключевую процентную ставку.

Импульсом к действию для ЦБ могут послужить первые сигналы о замедлении инфляции в России, появление которых, на наш взгляд, весьма вероятно в ближайшие месяцы. Напомним, что последние статистические данные уже свидетельствуют о замедлении экономического роста в стране.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

На долговом рынке ситуация развивается в весьма негативном ключе. Ставки **overnight** вчера возросли до 8-9%. Помимо налоговых выплат вчера мы стали свидетелями очередного витка бегства капиталов из России – по оценкам наших дилеров, ЦБ вчера продал около 2.5-2.6 млрд. долл. Объем операций **прямого репо** с ЦБ вчера несколько снизился до 326.2 млрд. рублей (-18.75 млрд.), однако, насколько нам известно, существенный объем средств участники рынка привлекли в рамках операций валютный своп.

На этом фоне не удивительно, что торговая активность вчера была очень низкой, и немногочисленные сделки совершались по ценам на 30-50bp ниже закрытия пятницы.

Вчера было объявлено, что размещение 3-го выпуска облигаций **ВТБ-Лизинг** откладывается из-за неблагоприятной ситуации на рынке. Напомним, ориентир по купону был озвучен на уровне 10.5-11%. Ничего удивительного в подобном шаге нет – что сейчас творится на рынке, все мы прекрасно видим. Обращающиеся выпуски **ВТБ-Лизинга** сейчас уже торгуются выше 11.50% по доходности.

НОВЫЕ КУПОНЫ

По первому выпуску облигаций **Новосибирского оловянного комбината** (УТР 25.51%) была предложена 2-летняя оферта с купоном 15.5% (ранее 12.30%). Объем выпуска невелик (всего 400 млн. рублей), поэтому не исключено, что весь заем находится в руках небольшого числа инвесторов. Как следствие, несмотря на новую дюрацию, не вписывающуюся в нынешние рыночные реалии, мы не исключаем, что к оферте будет предъявлен скромный объем.

АИЖК (АЗ): неплохие результаты по МСФО за 1-е полугодие

Аналитики: Михаил Галкин, Мария Радченко e-mail: Mikhail.Galkin@mdmbank.com

На наш взгляд, финансовые результаты АИЖК за январь-июнь 2008 г. выглядят вполне прилично. В условиях ухудшения доступа к рынкам капитала компания демонстрирует весьма умеренный рост портфеля закладных (+13% до 69 млрд. руб., в т.ч. с учетом секьюритизаций). Показатели чистой процентной маржи и рентабельности не ухудшились. Эффект масштаба, сравнительно низкая ставка по привлеченным ранее длинным займам и повышение ставок по приобретаемым кредитам могут способствовать даже улучшению этих показателей в ближайшие 12-18 месяцев, несмотря на рост стоимости фондирования для АИЖК.

Пока продолжает расти показатель просрочки (более 90 дней – 3.9% портфеля). Однако, насколько мы понимаем, Агентство уже предприняло меры по ужесточению риск-менеджмента, поэтому дальнейший существенный рост просрочки маловероятен.

АИЖК сохраняет большой запас в показателях адекватности капитала. Соотношение «Капитал/Активы» на отчетную дату составило почти 15%, при этом в августе-сентябре компания должна была получить очередную инъекцию капитала в размере 6 млрд. руб. (в 1-м полугодии 2009 г. – еще 8 млрд. руб.).

Как мы уже упоминали в комментарии от 25 июля по итогам встречи с АИЖК, Агентство планирует существенно диверсифицировать базу фондирования за счет сделок по синдицированным кредитам, warehousing, размещения еврооблигаций и т.д.

Однако понятно, что ни отчетность, ни планы АИЖК, ни факт наличия суверенных гарантий по необеспеченным облигациям Агентства сейчас не могут спасти ее длинные выпуски от падения котировок (14.5%). Инвесторы продают облигации не потому, что опасаются за кредитный риск АИЖК, а по причине сложностей с ликвидностью, желания в целом сократить облигационные портфели и боязни длинной дюрации из-за большого навеса «нового предложения». По нашему мнению, ситуацию в данном случае могут изменить лишь какие-то новые меры по регулятивной поддержке рынков.

Ключевые финансовые показатели АИЖК, МСФО

млн. руб.	2006 г.	1П2007 г.	2007 г.	1П2008 г.
Процентные доходы	2 727	2 942	6 826	4 459
Процентные расходы	1 523	1 702	3 918	2 780
Чистый процентный доход	1 204	1 240	2 907	1 659
Чистая прибыль/убыток	342	387	501	484
Собственный капитал	5 533	5 920	10 482	10 966
Консолидированный портфель закладных	34 906	52 101	61 541	69 370
Активы	36 086	54 675	66 441	73 879
Основные коэффициенты				
Чистая процентная маржа	2.8%	4.3%	4.0%	4.0%
ROAE	9.7%	13.5%	6.3%	9.0%
ROAA	1.4%	1.7%	1.0%	1.4%
Уровень просрочки (более 90 дней)	0.4%	1.03%	2.7%	3.9%
Капитал/Активы	15.3%	10.8%	15.8%	14.8%

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка



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		

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.

