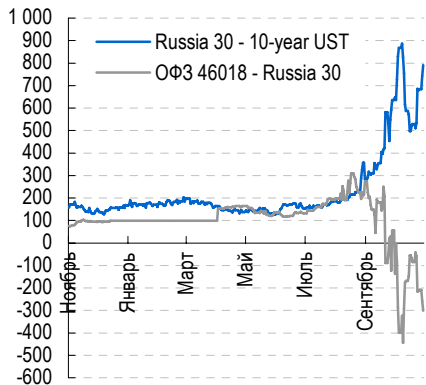
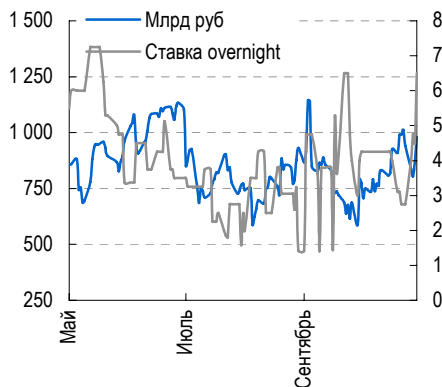


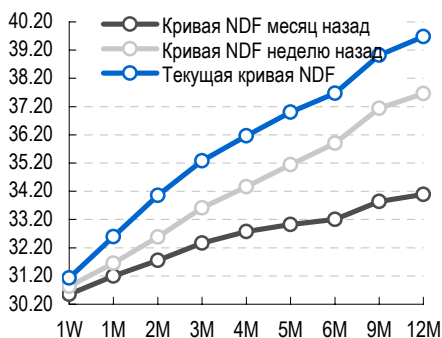
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

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
25 ноя	Индекс цен на недвижимость S&P/CS
25 ноя	Уплата акцизов, НДС
26 ноя	Статистика по заказам на товары длит. польз.

Рынок еврооблигаций

- В США дефляция. Помощь автогигантам пока не одобрена.
- «Бегство к качеству» усиливается. Спрэды EM все шире (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Чиновники вновь прокомментировали курсовую политику
- Рубли приходят и уходят в валюту
- Ралли в Копейка-2 и размещение РЖД-9 (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- Решение S&P о снижении рейтинга Банка Русский стандарт слабо аргументировано и в целом выглядит очень спорным (стр. 4).
- ЮТК (В1/В) привлекла 2-летний кредит на 55 млн. евро. Данная сделка несколько снижает риски рефинансирования для ЮТК в краткосрочной перспективе. Компания имеет относительно высокую долговую нагрузку по сравнению с другими МПК Связьинвеста. Тем не менее, мы достаточно спокойны в отношении кредитного риска ЮТК. Монопольные операторы фиксированной связи не должны серьезно пострадать от кризиса. Кроме того, они имеют исторически хорошие отношения с крупнейшими госбанками. Ближайшее погашение по облигациям ЮТК произойдет в октябре 2009 г.
- Завершился процесс объединения Национального и Инвестиционного банков Траст (В1) в одно юридическое лицо. Финальная консолидация балансов банков произойдет 24 ноября. Мы положительно оцениваем влияние данного события на кредитный профиль финансовой группы. Синергетический эффект от перевода двух банков на единый баланс должен проявиться, прежде всего, в более эффективном управлении ликвидностью и издержками. Еврооблигации TIBRU 09 и NBTRU 10 сейчас малоликвидны; их котировки указывают на доходность около 80-100% годовых.
- Инфляция в России с 11 по 18 ноября составила 0.2%, всего с начала месяца – 0.4%. Мы полагаем, что темпы роста потребительских цен продолжат постепенно замедляться, если только ЦБ не допустит существенного ослабления рубля.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.32	-0.21	-0.52	-0.71
EMBI+ Spread, бп	725	+25	+96	+486
EMBI+ Russia Spread, бп	745	+31	+185	+598
Russia 30 Yield, %	11.50	+0.06	+1.19	+5.99
ОФЗ 46018 Yield, %	7.80	-0.62	-1.15	+1.33
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	751.3	+72.7	+38.3	-137.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	228.6	+40.2	+150.7	+113.9
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-273.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	11.25	-8.42	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.69	+0.02	+0.53	+0.96
Нефть (брент), USD/барр.	51.7	-0.1	-20.3	-42.2
Индекс РТС	606	+4	-94	-1685

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

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

В США ДЕФЛЯЦИЯ; ПОМОЩЬ АВТОГИГАНТАМ ПОКА НЕ ОДОБРЕНА

Наверное, самым важным событием вчерашнего дня стала публикация в **США** данных о динамике потребительских цен в октябре. Индекс **CPI** снизился на 1% благодаря упавшим ценам на энергоносители, но, что еще больше впечатляет, базовая инфляция (**Core CPI**) также приняла отрицательное значение (-0.1%). Впрочем, в годовом выражении индексы все еще «в плюсе».

Кроме дефляционных данных, в **США** вчера вышла очередная порция слабой макроэкономической статистики по рынку жилой недвижимости, а конгрессмены отклонили план финансовой помощи трем крупнейшим автопроизводителям (**GM, Ford, Chrysler**), оставив тем самым простор для спекуляций относительно их финансовой устойчивости (особенно **GM**). Кроме того, опубликованные **FOMC Minutes** показали, что члены **ФРС** придерживаются довольно пессимистичного прогноза относительно экономики **США** в 2009 году.

На фоне столь неутешительных новостей индекс **Dow Jones** вчера снизился на 5.07%, а котировки **US Treasuries**, напротив, выросли. Причем, если доходность **2-летних UST** опустилась всего на 7бп до 1.06%, то **10-летние ноты** завершили день на отметке 3.32% (-21бп).

БЕГСТВО ИЗ EMERGING MARKETS ПРОДОЛЖАЕТСЯ

На фоне ширящихся опасений относительно перспектив мировой экономики инвесторы продолжают выводить средства из еврооблигаций **EM**: спрэд **EMBI+** вчера расширился еще на 25бп до 725бп. Котировки снижаются по всему спектру суверенных бумаг. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 11.50%), резко снизившийся в предыдущие несколько дней, вчера потерял в цене не так много (около 1/4). Спрэды к **UST** и **CDS** продолжают расширяться – 820бп и 910бп (5-летние **CDS**), соответственно. В корпоративном секторе активность по-прежнему сосредоточена, главным образом, в коротких бумагах, однако котировки меняются незначительно. Второй день подряд мы отмечаем спрос на длинные **SBERRU 13** (YTM 16.8%) и **VTB 18** (YTP 22.27%).

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ЧИНОВНИКИ ВНОВЬ ПРОКОММЕНТИРОВАЛИ КУРСОВУЮ ПОЛИТИКУ

Вчера сразу несколько высокопоставленных чиновников сделали заявления по поводу курса рубля. Экономический советник президента **А.Дворкович** сказал, что девальвации (в его определении, по видимому, резкого одномоментного ослабления) рубля не будет даже при низких ценах на нефть. Министр финансов **А.Кудрин** поддержал недавние действия **Банка России** по ослаблению рубля на 1%, а также назвал сокращение резервов на 100 млрд. долл. «платой за стабильность курса» (57 млрд. пошли на продажи валюты **Центробанком**, остальное – колебания евро и предоставление кредитов **ВЭБу**). Глава **ЦБ С.Игнатьев** сказал о том, что на фоне ожиданий ослабления рубля ставки на внутреннем денежном рынке должны быть высокими. По его мнению, высокие ставки могут стать инструментом предотвращения оттока капитала.

В принципе, все эти заявления не противоречат друг другу. Очевидно, что **Центробанк** сейчас поставлен перед непростым выбором. На одной чаше весов – доверие населения, инфляция и валютные риски у тех, кто имеет задолженность в иностранной валюте, а на другой – отток капитала, резервы и конкурентоспособность промышленности. Мы предполагаем, что в **ЦБ**, а также в правительстве и администрации президента есть несовпадающие точки зрения на «правильную» денежно-кредитную политику. На наш взгляд, в ближайшие недели **ЦБ** не будет делать резких движений и продолжит удерживать рубль на текущих уровнях и расходовать резервы, пытаясь по мере возможностей ограничить спрос на валюту. Если в начале 2009 г. цены на нефть не скорректируются вверх, регулятор, возможно, будет вынужден ослабить рубль.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК: РУБЛИ УХОДЯТ В ВАЛЮТУ

Напряженность в плане рублевой ликвидности вчера немного спала, т.к. **ЦБ** перевел банкам средства в рамках расчетов по беззалоговым аукционам. К сегодняшнему утру остатки на корсчетах и депозитах выросли на 112.9 млрд. рублей до 977 млрд. рублей. Вчера к концу дня ставки **overnight** опустились примерно до 6%, а объем операций **прямого репо** с **ЦБ** сократился до 191.7 млрд. рублей (-24.3 млрд. рублей). Однако полученной ликвидностью участники рынка воспользовались, к сожалению, в традиционной для последних месяцев манере – начали активно покупать валюту. По оценкам наших дилеров, вчера **ЦБ** продал около 2.6 млрд. долл., чтобы поддержать рубль.

КОПЕЙКА-2 И РЖД-9

Самым заметным событием на долговом рынке вчера стало возвращение выпуска **Копейка-2** (УТР 103.72%) на вторичные торги после «разблокировки» с купона – к закрытию его котировки выросли примерно на 3.5пп (еще недавно этот выпуск торговался около 60% от номинала, сейчас – выше 80%). В остальном же характер торгов сколько-нибудь заметным образом не поменялся: небольшая волатильность преимущественно в выпусках **1-го эшелона** на фоне довольно низких оборотов.

Корпорация **РЖД** вчера завершила размещение 1.5-годового займа на 15 млрд. рублей с купоном 13.5% (напомним, сделка структурировалась по схеме «бук-билдинг»). Одновременно компания объявила, что 26 ноября начнет размещение 11-й серии, также на 15 млрд. рублей. Мы предполагаем, что данные бумаги аллокируются в госкорпорации/госбанки или размещаются с прицелом на постоянное рефинансирование в **ЦБ**.

Решение S&P по Банку Русский стандарт спорно и слабо аргументировано

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

Итак, вчера S&P приняло решение снизить рейтинг Русского стандарта с «BB-» до «B+», при этом сохранив «Негативный» прогноз.

Мы считаем это действие очень спорным. На наш взгляд, Русский стандарт по-прежнему остается одним из наиболее устойчивых российских банков. Коротко напомним наши аргументы: 1) кредитный портфель имеет очень короткую структуру, обеспечивая высокую ликвидность; 2) банк имеет избыточный капитал (TCAR 23% на середину 2008 г., сейчас, наверное, еще выше); 3) Русский стандарт демонстрирует улучшение качества кредитного портфеля (в 1-м полугодии просрочка снизилась; во 2-м полугодии, возможно, тоже), т.к. имеет возможность более тщательно выбирать заемщиков; 4) у банка невысока доля депозитов в структуре фондирования, а, значит, ему не грозит бегство вкладчиков; 5) Русский стандарт имеет доступ к ликвидности Минфина и ЦБ; 6) это крупнейший игрок в сегменте потребкредитования с, пожалуй, лучшими технологиями и менеджментом. Еще одно соображение: мы осторожно предполагаем, что уровень просрочки по потребительским кредитам в России может оказаться ниже, чем по корпоративным, т.к. платежеспособность корпораций слишком часто зависит от рефинансирования, в то время как домохозяйства могут обслуживать долги из «операционного денежного потока».

А теперь посмотрим, что пишет S&P в комментариях к вчерашнему решению: «Понижение рейтинга отражает давление, оказываемое на способность банка к рефинансированию, а также на краткосрочные перспективы роста в условиях углубляющегося мирового кризиса ликвидности. В ответ на ужесточение условий рефинансирования и сокращение объема вкладов частных клиентов увеличилось финансирование банка со стороны государства, которое в основном используется для поддержки «подушки» ликвидности. Оно не является постоянным источником привлечения средств и увеличивает потребности в рефинансировании, поскольку носит краткосрочный характер». На этом критическая часть пресс-релиза фактически завершена.

Далее S&P в основном пишет о достоинствах Русского стандарта: «ликвидность находится на управляемом уровне благодаря адекватному риск-менеджменту, краткосрочному характеру клиентских кредитов, а также позитивному опыту менеджмента и хорошей рыночной позиции банка». И еще пара отрывков: «банк... предпринял значительные меры по улучшению кредитных процедур в четвертом квартале 2007 года, влияние которых привело к видимому повышению качества активов... банк в значительной степени подвержен кредитному риску, типичному для необеспеченного потребительского кредитования, что отчасти компенсируется высокой процентной маржой, адекватным уровнем риск-менеджмента, эффективной работой с проблемными кредитами и достаточным покрытием резервами».

В общем, мы несколько разочарованы решением S&P и считаем приведенные аргументы достаточно слабыми. Драматизм ситуации состоит в том, что излишний консерватизм рейтингового агентства (даже если речь идет об ошибке) сам по себе может заметно ухудшить кредитный профиль банка. Будем надеяться, что Русский стандарт благополучно переживет «даунгрейд» от S&P. Депозитов у банка очень немного, а привилегированный доступ к деньгам Минфина, ЦБ и госкорпораций сохраняется благодаря наличию высоких рейтингов от двух других ведущих агентств – Moody's (Ba2) и Fitch (BB-).

Мы не исключаем, что единственный акционер банка – Рустам Тарико – в скором времени примет решение о продаже банка более сильному финансовому институту. В текущих условиях «одинокое плавание» - очень сложное упражнение для Русского стандарта. Кстати, насколько мы понимаем, в июле 2008 г. истек срок соглашения с BNP Paribas, ограничивавшего г-на Тарико в действиях по продаже акций банка. Короткие облигации Русского стандарта с доходностью выше 80% годовых – неплохой и достаточно безопасный актив.

Ключевые финансовые показатели Банка Русский Стандарт, МСФО

млн. руб.	2006 г.	6М2007 г.	2007 г.	6М2008 г.
Процентные доходы	61 919	35 751	56 200	25 717
Процентные расходы	9 771	5 694	12 068	6 800
Чистый процентный доход	52 148	30 057	44 132	18 917
Чистый доход по услугам и комиссиям	2 879	1 489	2 296	(209)
Операционные расходы	11 901	8 349	18 157	9 068
Чистая прибыль/убыток	14 546	10 200	9 531	5 066
Собственный капитал	25 229	35 427	35 069	36 124
Чистый ссудный портфель	163 694	171 354	160 138	151 843
Активы	192 909	203 965	208 835	197 887
Основные коэффициенты				
Чистая процентная маржа	31.7%	35.7%	27.1%	23.8%
Рентабельность собственного капитала (ROAE)	78%	46.3%	31.6%	28.4%
Рентабельность активов (ROAA)	9.5%	11.5%	4.7%	4.9%
Доля просроченных кредитов (NPL ratio)	4.6%	4.7%	5.5%	3.8%
Уровень резервирования (Резервы/Валовая ссудная задолженность)	9.8%	8.8%	8.2%	5.7%
Капитал/Активы	13.1%	17.3%	16.8%	18.2%

Источник: Русский стандарт, оценки 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
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.