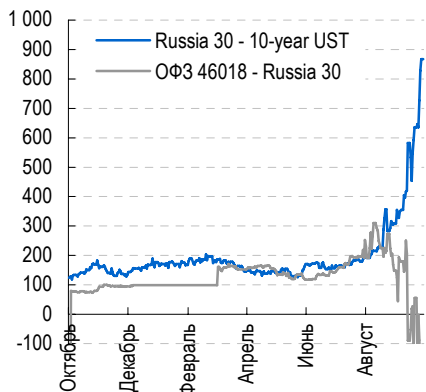
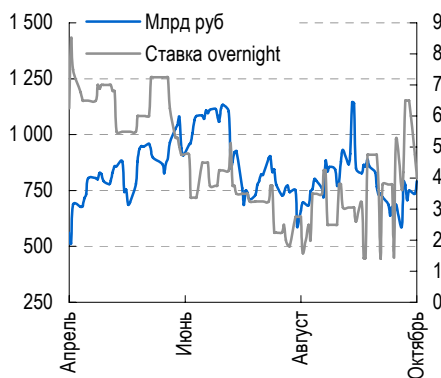


вторник, 28 октября 2008 г.

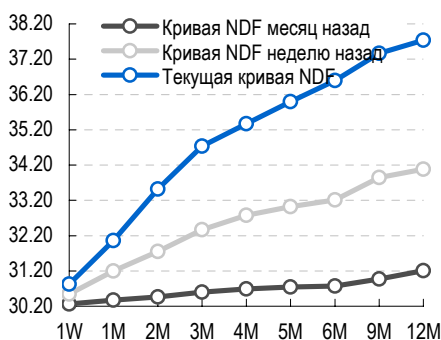
### Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



### Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



### Календарь событий

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
29 окт	Размещение руб.обл. Разгуляй-5
30 окт	ВВП США за 3 кв. 2008г.
31 окт	Индекс PCE Core за сентябрь

### Рынок еврооблигаций

- Сегодня настроения чуть получше. Инвесторы ждут решения по **FED RATE**
- **Emerging Markets:** ситуация остается напряженной (стр. 2)

### Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- ЦБ вновь расширяет набор инструментов рефинансирования
- ВЭБ утвердил правила предоставления субординированных кредитов
- Ожидать снижения ставок на рублевом денежном рынке не стоит (стр. 3)

### Новости, комментарии и идеи

- **S&P резко снизило рейтинг Мособласти и аффилированных компаний;** сообщило интересные детали кредитного профиля региона (стр. 4).
- **ИжАвто (NR) предоставил дилерам отсрочку по платежам – странный шаг в текущей ситуации** (стр. 5).
- **Крупнейшие продуктовые сети уже начали получать кредиты госбанков.** Об этом сообщил первый вице-премьер И.Шувалов. В частности, ликвидность уже предоставлена сетям Магнит (NR), Седьмой Континент (NR) и Мосмарт (NR). (Источник: Reuters). На наш взгляд, включение ритейла в список приоритетных секторов с точки зрения господдержки заметно снижает риски дефолта крупнейших сетей. Мы практически не сомневаемся в успешном погашении выпуска Магнит-Финанс-1, которое должно состояться 19 ноября.
- **Вице-премьер С.Иванов поручил Минфину и ЦБ разработать предложения по кредитованию авиакомпаний на сумму 30 млрд. руб. до конца 2008 г.** (Источник: Прайм-ТАСС). Это, конечно же, ободряющая новость для кредиторов авиакомпаний. Однако пока не определены сроки и условия кредитов, а также конкретные получатели, мы продолжаем считать риск по облигациям авиаперевозчиков (ЮТЭир, КД Авиа, Трансаэро, АК Сибирь, ЭйрЮнион) высоким.
- **Транснефть (A2/BVV+) и Роснефть (Ваа1/BVV-) могут привлечь кредиты от Китая на 20-25 млрд. долл.** Это может произойти в связи с подписанием долгосрочного соглашения о поставках в Китай нефти (Источник: Reuters). Безусловно, получение таких кредитов стало бы весьма позитивной новостью с макроэкономической точки зрения, т.к. улучшило бы платежный баланс России.

### КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.69	0	-0.16	-0.34
EMBI+ Spread, бп	843	-22	+464	+604
EMBI+ Russia Spread, бп	786	+14	+484	+639
Russia 30 Yield, %	12.55	+0.18	+5.60	+7.04
ОФЗ 46018 Yield, %	9.32	+0.95	+0.89	+2.85
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	543.6	+37.5	-91.2	-344.9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	247	+17.3	+31.6	+132.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-210	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	10.75	+2.83	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.38	+0.01	+0.17	+0.65
Нефть (брент), USD/барр.	61.4	-0.7	-42.1	-32.5
Индекс РТС	549	0	-736	-1742

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

## Рынок еврооблигаций

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

### СЕГОДНЯ НАСТРОЕНИЯ ЧУТЬ ПОЛУЧШЕ; ИНВЕСТОРЫ ЖДУТ РЕШЕНИЯ ПО FED RATE

Вчера на мировых рынках вновь преобладали негативные настроения. Правда, к началу американской торговой сессии ситуация исправилась. Поводом для небольшого отскока стали новости о получении рядом региональных банков **США** правительственных инъекций в капитал, неплохие данные по продажам новостроек, а также комментарий главы **ЕЦБ Ж-К.Трише** о возможном снижении ключевой ставки. Впрочем, негативных данных также было достаточно: индекс доверия потребителей в **Германии** упал до 5-летнего минимума, а многие корпоративные отчеты (**ICICI Bank, Deutsche Postbank, Banco Bradesco**) оказались хуже ожиданий аналитиков. Тем не менее индекс **Dow Jones** даже попытался вырасти и только в самом конце торгового дня «опустился» ниже уровней открытия (-2.4%). Сегодня утром азиатские рынки отскочили вверх, так что есть повод приободриться.

Доходности **US Treasuries** вчера не изменились: **10-летние ноты** завершили день на отметке 3.69%. Одновременно вчера прошел дополнительный аукцион по **5-летним TIPS** при очень низком спросе, соотношение bid/cover составило 1.81 при среднем за последние 4 аукциона значении 2.5.

Сегодня начнется двухдневное **заседание ФРС** по ставке. В связи с этим торговая активность, вероятно, будет относительно невысокой. Решение будет объявлено завтра. Сейчас фьючерсы указывают на 66%-ную вероятность снижения **FED RATE** до 1.0%. Кстати, вчера известный облигационный гуру **Билл Гросс** из **PIMCO** сказал, что, по его мнению, **ФРС** не будет опускать ключевую ставку ниже 1.0%

### EMERGING MARKETS: НАПРЯЖЕННАЯ СИТУАЦИЯ

Котировки еврооблигаций **EM** вчера немного скорректировались вверх. Впрочем, единой динамики мы не увидели. Спрэд **EMBI+** сузился на 22бп до 843бп. «Лучше рынка» выглядели евробонды **Мексики** и **Бразилии** (в первом случае пенсионным фондам увеличили лимит на покупку суверенных долгосрочных бондов, а во втором – **ЦБ** снизил резервные требования). Однако в целом ситуация в сегменте **EM** остается весьма напряженной. Рейтинговое агентство **S&P** вчера понизило на 1 ступень суверенные рейтинги **Латвии** и **Литвы** (до BBB и BBB+, соответственно) и пересмотрело в худшую сторону прогнозы по рейтингам **Польши** и **Хорватии** (на «стабильный» и «негативный», соответственно). Сейчас уже очевидно, что глобальная ликвидация *carry trades* весьма серьезно ударит по платежному балансу всех **EM**.

Новость о предоставлении **Украине** кредита **МВФ** на 16 млрд. долл. не оказала существенной поддержки котировкам украинских облигаций и **CDS**.

В российском сегменте еврооблигаций по-прежнему преобладает негативный настрой. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 12.55%) потерял в цене еще порядка 0.5пп, достигнув отметки 75 1/2пп, спрэд расширился на 15бп до 885бп. Если в суверенном сегменте еще присутствует хоть какая-то активность, то в корпоративном ликвидности практически не осталось: bid-ask спрэды достигают 8-15пп.

## Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

### **ЦБ РАСШИРЯЕТ НАБОР ИНСТРУМЕНТОВ РЕФИНАНСИРОВАНИЯ**

Общаясь вчера с журналистами, первый зампред ЦБ **А.Улюкаев** поделился информацией о том, что в ноябре регулятор планирует начать проводить аукционы прямого репо под залог акций (и, насколько мы понимаем, биржевых облигаций). Кроме того, в следующем месяце **ЦБ** намерен провести первый 6-месячный беззалоговый аукцион. К нему будут допущены банки с рейтингами не ниже ВаЗ/ВВ-. Очевидно, что репо с акциями поможет остановить «свободное падение» российского фондового рынка.

В настоящий момент регулятор приступает к подписанию соглашений с «опорными» банками о компенсации потерь на рынке МБК. Насколько мы понимаем, речь идет в первую очередь о «трех китах»: Сбербанке, ВТБ и Газпромбанке. Механизм будет достаточно простым: регулятор составит список, куда, по словам г-на Улюкаева, войдут 100-200 банков, и в случае отзыва у них лицензии частично возместит кредиторам потери.

### **ВЭБ УТВЕРДИЛ ПОРЯДОК ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ СУБОРДИНИРОВАННЫХ КРЕДИТОВ**

Как выяснилось вчера, на субординированные кредиты от государства смогут рассчитывать банки с рейтингом не ниже **В-В3**. Интересно, что наряду с рейтингами международных агентств во внимание будут приниматься рейтинги по национальной шкале, присвоенные локальными агентствами (Эксперт РА, Рус-Рейтинг, Национальное рейтинговое агентство).

Как и сообщалось ранее, сумма кредита будет ограничена 15% от величины собственного капитала банка по состоянию на 1 октября 2008 года. Осталось и условие о софинансировании субординированного кредита со стороны аукционеров банка, однако пропорция была изменена: на каждый рубль, предоставленный аукционерами, ВЭБ добавит один рубль, а не 50 копеек, как говорилось ранее.

### **ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК: РЕГУЛЯТОРЫ ВЗЯЛИ КУРС НА ПОВЫШЕНИЕ СТОИМОСТИ ДЕНЕГ**

На фоне налоговых выплат дефицит рублевой ликвидности несколько обострился. По нашим оценкам, бюджет может забрать порядка 400-450 млрд. рублей. Кроме того, завтра в бюджет банки должны вернуть 41.2 млрд. рублей, занятых ранее у **Минфина**.

Ставки **overnight** вчера выросли примерно до 10%, а объем операций **прямого репо** с ЦБ составил 310.9 млрд. рублей (+68.7 млрд. рублей). На 3-месячном беззалоговом аукционе банки привлекли 182.6 млрд. рублей, средневзвешенная ставка сложилась на уровне 10.53%. Кстати, вчера, несмотря на то, что регулятор увеличил лимит по своп-операциям до 150 млрд. рублей, стоимость бивалютной корзины эпизодически опускалась на 5-10 копеек от оффера ЦБ (30.40 рублей). Впрочем, по оценкам наших дилеров, **ЦБ** все же вынужден был продать порядка 1.4 млрд. долл., чтобы поддержать рубль.

Сегодня пройдет 5-недельный беззалоговый аукцион **ЦБ** на 100 млрд. рублей, мы полагаем, что лимит будет выбран полностью. Тем более, что **Минфин** объявил о повышении минимальной ставки на 1.5% до 9.5% на завтрашнем недельном бюджетном аукционе (также на 100 млрд. рублей). Несмотря на то, что период налоговых выплат скоро завершится, на наш взгляд, не исключено, что с началом нового месяца мы не увидим снижения ставок **overnight**, так как регулятор явно взял курс на повышение стоимости рефинансирования.

### **ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: ХОРОШИХ НОВОСТЕЙ ПОЧТИ НЕТ**

Рублевый долговой рынок по-прежнему остается низколиквидным, по сути, можно сказать, что торгуются только выпуски **1-го эшелона**. Вчера мы видели неагрессивный спрос на короткие выпуски, в частности примерно на 15-30бп подросли котировки облигаций **РСХБ-6** (УТР 20.10%), **ВТБ-Лизинг-1** (УТР 15.26%), **ФСК-3** (УТР 13.83%), **РСХБ-7** (УТР 19.59%). Цены же на *blue chips* с дюрацией больше года вчера снизились примерно на 0.5-1пп.

Остальные сегменты рынка почти «парализованы»: очень трудно найти «бид», однако, если сделки проходят, то цена может обрушиться сразу на несколько процентных пунктов. Например, **Седьмой континент-2** (УТР 49.43%) подешевел вчера на 7.4пп, **5-й и 6-й выпуски Русского стандарта** (УТР 152.51%) – примерно на 10пп. Вчера же мы стали свидетелями очередного технического дефолта: держатели выпуска **Банана-Мама-1** не дождались выплаты купона.

## S&P резко снизило рейтинги Московской области и связанных с ней компаний

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

Как вы наверняка уже знаете, рейтинг Московской области был снижен агентством Standard & Poor's сразу на 4 ступени – с «ВВ» до «В-». Кстати, с учетом измененных недавно Центробанком критериев Ломбардного списка (не ниже В3/В-) и того, что, по версии Moody's, Мособласть остается на уровне «Ba2», ее облигации пока не должны покинуть «заветные списки».

Рейтинги «дочек» региональной администрации - МОИТК, Мострансавто и ИКМО – были снижены до последней преддефолтной категории «СС». Рейтинги всех этих эмитентов оставлены в списке CreditWatch с негативным прогнозом. Напомним, что впервые S&P послало инвесторам тревожный сигнал о кредитном здоровье Московской области 28 сентября. В своих вчерашних комментариях рейтинговое агентство сообщает весьма интересные детали кредитного профиля вышеперечисленных эмитентов. Вот наиболее интересные из них:

- Администрация Мособласти до сих пор не смогла достичь соглашений с госбанками о рефинансировании кредитов. Сегодня (28 октября) ей предстоит погашение кредита на 3.5 млрд руб. Затем Московской области необходимо будет погасить около 14.6 млрд. кредитов государственных банков и исполнить оферты в объеме 5.2 млрд руб. по облигациям, выпущенным МОИА (декабрь). Кроме того, объем погашения по гарантированным кредитам компаниям области в ноябре-декабре составит около 21.3 млрд. руб.
- По состоянию на вчерашний день у области были денежные средства в размере 12 млрд. руб.
- Один из банков, вовлеченных в многочисленные транзакции между областью, ее муниципальными образованиями, региональными и муниципальными компаниями, не функционирует, что привело к замораживанию средств МОИТК.
- В минувшие выходные ушел в отставку первый заместитель министра финансов Мособласти, отвечавший за управление долгом и внебюджетное финансирование инвестиционных проектов региона (напомним, что ранее правительство покинул министр финансов)
- S&P приводит несколько примеров того, насколько непросто МОИТК, Мострансавто и ИКМО исполнять свои краткосрочные обязательства.

На наш взгляд, базовый сценарий дальнейшего развития событий выглядит следующим образом: Мособласть получит финансовую поддержку от федерального правительства (через межбюджетные ссуды от Минфина и/или кредиты госбанков) в обмен на увеличение контроля за менеджментом области. Мы думаем, что, вероятнее всего, дефолта по облигациям Московской области и ее «дочек» удастся избежать.

**ИжАвто (NR) предоставил отсрочку дилерам; это ухудшит ликвидность компании**

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

Завод ИжАвто «в целях стимулирования сбыта» изменил условия работы с дилерами, реализующими некоторые модели ВАЗ и Иж, заменив практиковавшуюся ранее 100% предоплату на отсрочку до 45 дней (Источник: Интерфакс).

В условиях, когда все компании по возможности высвобождают ликвидность из оборотного капитала за счет наращивания кредиторской задолженности и сокращения дебиторской, столь дружественный жест по отношению к дилерам со стороны ИжАвто выглядит несколько странным. Тем более, что долговая нагрузка у самого завода весьма и весьма высока (соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА годовая» на середину 2008 г. – более 10х). Вне зависимости от возможных причин такого шага (проблемы со сбытом или аффилированность дилеров) это негативная новость для кредиторов.

В декабре наступает оферта по выпуску ИжАвто-2, сейчас бумаги торгуются на уровне 70% от номинала. С учетом неясности относительно сделки по покупке ИжАвто АвтоВАЗом, мы продолжаем считать риски рефинансирования в отношении облигаций компании высокими.



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