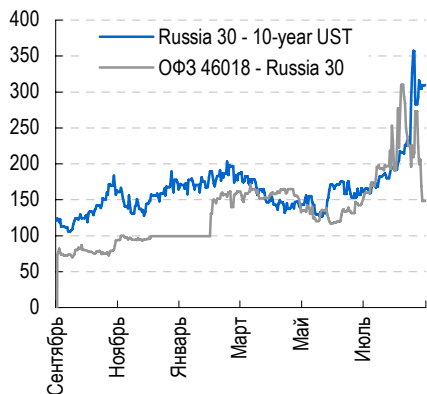
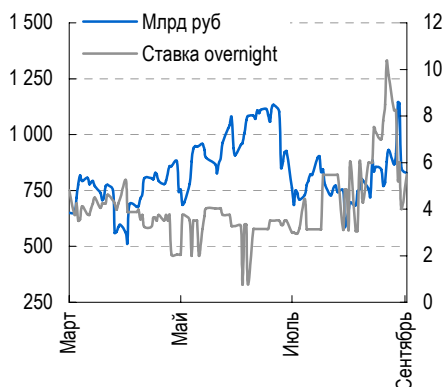


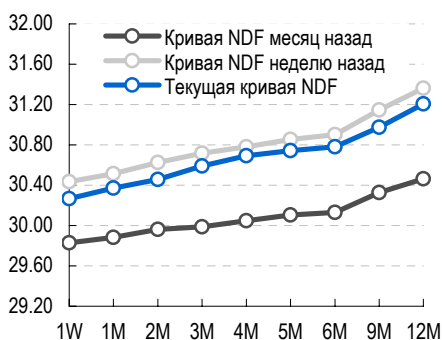
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



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



Календарь событий

29 сен	Уплата налога на прибыль
29 сен	Индекс PCE Core за август
30 сен	Индекс уверенности потребителей США
1 окт	Индекс ISM в промышленности
2 окт	Размещение Разгуляй БО-4, Разгуляй БО-5
3 окт	Nonfarm Payrolls за сентябрь
3 окт	Индекс ISM в сфере услуг
7 окт	Статистика по потреб. кредитам в США

Рынок еврооблигаций

- **План Полсона** перекроили и почти одобрили. Рынки реагируют негативно, в т.ч. из-за национализации банков **Bradford & Bingley** и **Fortis**.
- Облигации **EM** последовательно расширяют спреды (стр. 2)

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

- Ставки **МБК** подросли из-за налогов. Вторичный рынок: пациент еще очень слаб.
- **Сатурн** избежал дефолта. Новый купон от **ВТБ-24** недостаточно высок (стр. 3)

Новости, комментарии и идеи

- **S&P** поместило рейтинги Мособласти и аффилированных с ней заемщиков в список **CreditWatch** с «Негативным» прогнозом. Стр. 4.
- **Норильский Никель (Ваа2/BBB-)** выкупает собственные акции на сумму около 2 млрд. долл. Крупный миноритарий высказывает недовольство. Стр. 4.
- **Совет директоров АвтоВАЗа (NR)** 1 октября рассмотрит сделку по покупке **ИжАвто (NR)**. (Источник: Ведомости). Тот факт, что АвтоВАЗ последовательно продвигается в реализации данной сделки, должен быть приятен кредиторам ижевского завода. По нашим оценкам, АвтоВАЗ – более сильный с кредитной точки зрения акционер по сравнению с группой СОК, которая сейчас владеет ИжАвто. В то же время, мы бы хотели отметить, что в текущей ситуации ни в одной сделке нельзя быть уверенным до того, как она будет окончательно закрыта. Мы нейтрально относимся к облигациям ИжАвто (30% к оферте в декабре 2008 г.).
- **АФК Система (Ва3/BB/BB-)** несколько скорректировала свою стратегию. Группа хочет сконцентрироваться на повышении эффективности текущего портфеля активов и не намерена увеличивать его диверсификацию (Источник: Интервью Ведомостей с президентом АФК Л.Меламедом). На наш взгляд, такая стратегия не предполагает роста долговой нагрузки и поэтому должна быть позитивно воспринята кредиторами Системы.
- **ХКФ Банк (Ва3/В+)** меняет стратегию и отказывается от выдачи ипотечных и автокредитов. Новая стратегия банка основывается на тех предпосылках, что рынки капитала будут закрыты конца 2009 г. (Источник: Ведомости). На наш взгляд, столь консервативный подход должен быть очень приятен держателям облигаций ХКФ Банка. Мы по-прежнему считаем кредитный риск банка вполне приемлемым. Ключевые достоинства ХКФБ – постоянная поддержка со стороны сильного акционера и короткая структура активов.

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	3.85	-0.01	+0.09	-0.18
EMBI+ Spread, бп	379	+12	+70	+140
EMBI+ Russia Spread, бп	302	+9	+102	+155
Russia 30 Yield, %	6.95	+0.05	+1.23	+1.44
ОФЗ 46018 Yield, %	8.43	-0.16	+0.18	+1.96
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	646.3	+11.5	+17.2	-242.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	180.7	-34.7	+112.7	+66.0
Сальдо ЦБ, млрд руб.	-70.1	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	6.13	+0.38	-	-
RUR/Бивалютная корзина	30.23	+0.02	+0.40	+0.50
Нефть (брент), USD/барр.	103.5	-1.1	-10.5	+9.6
Индекс РТС	1285	-20	-361	-1006

Рынок еврооблигаций

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

«ПЛАН ПОЛСОНА» ПЕРЕКРОИЛИ И ПОЧТИ ОДОБРИЛИ

Пятничные торги на американском рынке начались по классическому сценарию «бегства к качеству»: индексы акций пошли вниз, а котировки **US Treasuries** начали подрастать. Основными негативными факторами стали банкротство и вынужденная национализация **Washington Mutual**, а также неутешительная макроэкономическая статистика: темпы роста **ВВП США** за 2-й квартал были пересмотрены с 3.3% до 2.8%, а индекс потребительского доверия снизился сильнее, чем ожидалось.

Вместе с тем, днем стали поступать сообщения касательно обсуждения «плана Полсона», из которых участники рынка сделали вывод, что договоренность будет достигнута на выходных (забегая вперед, отметим, что так и произошло). Это кардинальным образом повлияло на настроения инвесторов, позволив акциям завершить день в положительной зоне. Вместе с тем, доходности **US Treasuries**, по итогам дня, все же снизились: **2-летние ноты** – 2.10% (-6бп), **10-летние ноты** – 3.85% (-1бп).

К ЧЕМУ ПРИШЛИ КОНГРЕССМЕНЫ

На выходных республиканцы и демократы все-таки **пришли к консенсусу** по плану спасения финансовой системы США. Скорее всего, уже сегодня законопроект будет принят в нижней палате **Конгресса**, а не позднее 1 октября его одобрит **Сенат**. Весь объем помощи будет разбит на 3 транша: первый (250 млрд. долл.) будет выделен **Минфину** сразу; еще 100 млрд. долл. – по личному запросу **президента США**, а оставшуюся сумму (350 млрд. долл.) денежные власти получают только с санкции **Конгресса**. Помимо этого, в «плане спасения» появились и менее значительные поправки к первоначальному предложению **Полсона**, включающие ограничения на компенсации топ-менеджменту спасаемых банков и т.п.

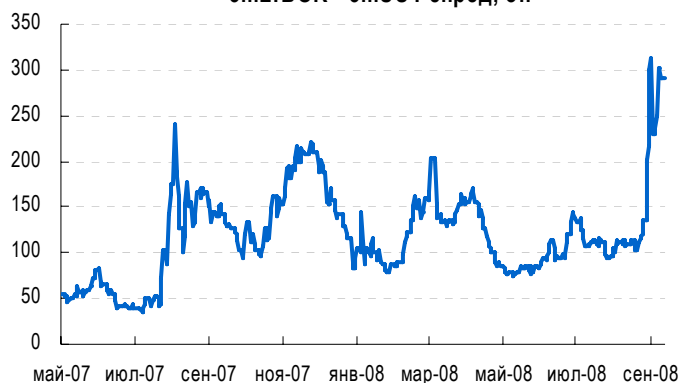
РЫНКИ РЕАГИРУЮТ НЕГАТИВНО

Похоже, что инвесторы расценили одобренный **Конгрессом** компромиссный вариант «плана спасения» как недостаточный. Во всяком случае, ключевые индексы акций сегодня утром открылись снижением.

Справедливости ради следует отметить, что «праздничную вечеринку» испортили не только американские конгрессмены, но и продолжающиеся проблемы в банковском секторе **США** и **Европы**. Британский банк **Branford&Bingley**, специализировавшийся на кредитовании под залог земельных участков, сегодня был национализирован. Также крупнейшая бельгийская финансовая группа **Fortis** объявила о вынужденной продаже государству 49% акций.

В пятницу **ФРС** увеличила объем своп-линий для мировых **ЦБ** до 290 млрд. долл. Однако ускоренная «закачка» ликвидности в банковскую систему пока не приносит ожидаемых плодов: **TED Spread** все еще находится на рекордно высоком уровне.

3mLIBOR - 3mUST спрэд, бп



EMERGING MARKETS

Сильно коррелировавшие ранее рынки облигаций ЕМ и американских акций, похоже, потеряли былую связь. Уже несколько дней подряд, несмотря на то, что происходит в США, мы наблюдаем постепенное расширение спреда **EMBI+**. В пятницу его значение достигло 379бп (+126п). Складывается впечатление, что большая часть инвесторов приняли стратегическое решение выходить из **EM**-активов.

В пятницу котировки российского выпуска **RUSSIA 30** (YTM 6.95%) снизились на 1/3пп до 103 3/8пп, а спрэд к **10-летним UST** расширился до 310 (+66п). Ликвидность корпоративных еврооблигаций по-прежнему оставляет желать лучшего: bid-ask спреда расползаются, экраны брокеров полупусты. В целом же, за исключением отдельных коротких бумаг (например, **TRUBRU 09** YTM 16.26%), котировки российских выпусков снижаются вслед за суверенными бумагами.

Рынок рублевых облигаций и денежный рынок

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

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК: СТАВКИ ПОДРОСЛИ

В пятницу немного подросли ставки **overnight**, объем операций **прямого репо** с ЦБ увеличился до 87.6 млрд. рублей (+18.5 млрд. рублей). Никаких особенных причин для ухудшения ситуации на денежном рынке не было. Вероятно, сказывается «календарный фактор»: в конце месяца спрос на ликвидность всегда растет. Кроме того, не исключено, что некоторые компании начали перечислять **налог на прибыль** авансом. В связи с этим мы допускаем, что сегодня ставки денежного рынка могут еще немного подрасти. Однако завтрашний депозитный аукцион, в ходе которого **Минфин** предложит банкам разместить 200 млрд. рублей на один месяц, должен помочь снизить напряжение на денежном рынке.

Укрепление курса рубля по отношению к бивалютной корзине в пятницу приостановилось: весь день стоимость корзины колебалась в диапазоне 30.20-30.25 рублей. По оценкам наших дилеров, **Центробанк** купил порядка 60 млн. долл.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК: «ПАЦИЕНТ» ВСЕ ЕЩЕ ОЧЕНЬ СЛАБ

Если в начале прошлой недели кто-то питал надежды на быстрое восстановление на долговом рынке благодаря беспрецедентным вливаниям ликвидности со стороны государства, то к пятнице, вероятно, таких оптимистов почти не осталось. Всю неделю мы наблюдали одну и ту же картину: периодические крупные продажи в отдельных выпусках облигаций с обвалом котировок сразу на несколько процентных пунктов. Происходит это на фоне неагрессивного спроса на короткие бумаги из **Ломбардного списка**. В этом плане конец недели не принес сюрпризов.

Похоже, пока не приходится надеяться на восстановление интереса иностранных игроков к рублевому рынку, хотя уже очень многие отмечают его фундаментальную привлекательность. Несмотря на укрепление курса рубля к бивалютной корзине, из-за роста ставок **LIBOR** 3-месячная ставка **NDF** сейчас находится на уровне осени прошлого года (около 7%).

САТУРН РАСПЛАТИЛСЯ

Важной позитивной новостью в пятницу стало сообщение о том, что предприятие **НПО Сатурн** расплатилось по купону с держателями облигаций 2-й серии. На наш взгляд, полноценный публичный дефолт этой компании имел бы самые печальные последствия, в т.ч. панические продажи в сегменте облигаций предприятий стратегического и оборонного машиностроения.

НОВЫЕ КУПОНЫ: ВТБ-24-1

По облигациям **ВТБ 24-1** (YTP 11.18%) была определена новая годовая оферта с купоном 9.75%. Последняя сделка в этом выпуске прошла 25-го сентября по цене 99.9пп, исходя из этих котировок, доходность с новым купоном составит около 10%. Более короткий **ВТБ 24-3** сейчас торгуется с доходностью около 14%.

S&P поместило Мособласть в список CreditWatch с «Негативным» прогнозом

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

Вместе с рейтингом Московской области в список на возможное понижение попали и рейтинги нескольких аффилированных с региональной администрацией эмитентов: МОИТК (B), Мострансавто (ССС+), ИКМО (B-) и Клинского района.

Вот что нам хотелось бы сказать по этому поводу:

1. Мы считаем, что действия S&P в данном случае вполне обоснованны. Московская область – один из очень немногих российских регионов, имеющих существенную долговую нагрузку и высокие риски рефинансирования. Из этих же соображений мы не ожидаем негативных рейтинговых действий в отношении других региональных администраций.

2. Мы уверены, что и Мособласть, и «дочки/внучки» региональной администрации сумеют своевременно и в полном объеме выполнить свои обязательства по облигациям. Найти необходимое финансирование, конечно же, будет сложнее, чем раньше. Однако даже если банки будут совсем «несговорчивы», кредитором последней инстанции (*lender of last resort*) для Мособласти станет федеральный Минфин, у которого есть инструменты, позволяющие предоставлять финансирование нижестоящим бюджетам.

S&P планирует принять решение по рейтингам Московской области и связанных с ней заемщиков (подтвердить или снизить) в течение 30-60 дней. Ниже мы приводим наиболее интересную часть аналитического комментария Standard & Poor's:

«Помещение рейтингов Московской области в список CreditWatch отражает высокую вероятность того, что ей придется предоставить значительную поддержку своим компаниям, которым все сложнее привлекать долг самостоятельно — в условиях возросших процентных ставок.

Потребности в рефинансировании области и связанных с ней компаний остаются высокими. Объем погашения совокупного долга составит около 50 млрд. руб., что более чем в 2 раза превышает денежные резервы, аккумулированные областью и этими компаниями по состоянию на 19 сентября 2008 г.

Мы ожидаем, что Московская область успешно рефинансирует 18 млрд. руб. долговых обязательств крупным российским государственным банкам в течение октября и декабря 2008 г.

Долговые обязательства, гарантированные Московской областью, включая опцион «пут» по облигациям, выпущенным Московским областным ипотечным агентством, общей суммой, эквивалентной 20.9 млрд. руб., будут большей частью рефинансированы за счет резервов и ожидаемых доходов бюджета области.

План погашения оставшегося долга компаний — 11 млрд. руб., не гарантированных областью, остается менее определенным. Компании, связанные с Московской областью, планируют рефинансировать большинство этих долговых обязательств, но в данный момент у них нет формальных соглашений с банками. Даже если МОИТК, ИКМО и «Мострансавто» сумеют это сделать, их рейтинги могут быть понижены из-за возросших расходов на обслуживание долга».

Норильский Никель (Ваа2/ВВВ-): выкуп акций и конфликт акционеров

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

В пятницу на прошлой неделе стало известно, что ГК Норильский Никель напрямую и через дочерние компании выкупает или уже выкупил собственные акции на сумму около 2 млрд. долл. Якобы делается это в интересах одного из ключевых акционеров – группы Интеррос, которая контролирует менеджмент Норникеля. Как известно, наличие непогашенных «казначейских» акций де-факто увеличивает влияние менеджмента. Крупный миноритарий – РУСАЛ – активно высказывает недовольство происходящим.

Для кредиторов Норильского Никеля эти новости, в принципе, негативны. Buy-back подразумевает рост долговой нагрузки, да и конфликт акционеров – вещь не очень приятная.

Мы, честно говоря, на этом фоне не исключаем даже негативных комментариев со стороны традиционно осторожных рейтинговых агентств. Все это может оказать негативное влияние на котировки еврооблигаций GMKNRU 09 (12% к погашению через год).

Однако, на наш взгляд, инвесторам следует воспользоваться возможной слабостью в котировках для приобретения коротких облигаций Норникеля с высокой доходностью. Мы оцениваем фундаментальный кредитный профиль компании как очень прочный. На наш взгляд, ни выкуп акций на 2 млрд. долл., ни конфликт акционеров не способны серьезно пошатнуть способность Норникеля платить по долгам. Эта компания – «национальный чемпион», жемчужина российской экономики. Даже на фоне активной инвестиционной политики в последние 2 года соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» у Норникеля, по нашим оценкам, не превышает 1х.



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