

Ежедневный обзор долговых рынков от 15 сентября 2010 г.



Ключевые индикаторы

	Значение закрытия		Изменение, %		
			День	месяц	к нач. года
Валютный рынок					
EUR/USD	1,300	▲	0,9%	0,9%	-9,2%
USD/RUR	30,60	▼	-0,2%	0,7%	1,9%
Корзина валют/RUR	34,70	▲	0,2%	1,3%	-3,5%
Денежный рынок					
Корсчета, млрд руб.	416,8	▲	0,2	-38,7	-417,3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	698,0	▼	-19,4	23,2	257,7
MOSPRIME о/п	2,7	▲	0,1	0,0	-1,7
3М-MOSPRIME	3,8	■	0,0	0,0	-3,3
3М-LIBOR	0,29	▼	0,0	-0,1	0,0
Долговой рынок					
UST-2	0,50	▼	0,0	0,0	-0,6
UST-10	2,68	▼	-0,1	0,0	-1,2
Russia 30	4,41	▼	0,0	0,0	-1,0
Russia 5Y CDS	161	▼	-0,2	0,8	-24,8
EMBI+	288	▲	5	14,0	14
EMBI+ Russia	224	▲	8	-1,0	36
Москва-48	7,95	▲	0,04	0,3	н/д
Газпром-11	7,10	▲	0,02	0,0	-1,9
Газпром-13	5,84	▲	0,02	-0,2	-3,0
Товарный рынок					
Urals, долл./барр.	78,45	▼	-0,1%	4,7%	2,2%
Brent, долл./барр.	78,42	▼	0,0%	3,2%	1,6%
Фондовый рынок					
ТС	1 493	▼	-0,7%	2,0%	3,4%
Dow Jones	10 526	▼	-0,2%	1,2%	0,9%
Nikkei	9 540	▲	2,6%	4,1%	-9,5%

Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ **Российский рынок еврооблигаций.** Начало вчерашнего дня было гораздо более многообещающим, нежели его продолжение. Несмотря на крайне благоприятную обстановку, которая складывалась наутро, понедельничный рост не нашел продолжения. Оптимизм уял после публикации слабого значения немецкого индекса бизнес-уверенности института ZEW. В результате, «тридцатка» по-прежнему торгуется в районе 118,50–118,75%, а котировки некоторых корпоративных инструментов даже снизились. Что удивительно, продавали даже некоторые очень короткие инструменты, например, MTS10, впрочем, с учетом того, что выпуск все еще торгуется выше номинала, а погашение состоится через месяц, его действительно стоит продать сейчас. Хуже рынка ведут себя бонды Банка Москвы, однако какой-то особой паники из-за слухов об отставке мэра города пока не видно
- ▶ **Рублевый сегмент долгового рынка** продолжает страдать от продаж со стороны некоего крупного участника, которые ранее концентрировались преимущественно в коротком сегменте кривой, а теперь охватили более широкий список ликвидных бумаг, многие из которых просели вчера на 20–30 б. п. по цене. Стоит также отметить продажи в бумагах МТС. Курс рубля вчера также неожиданно снизился к бивалютной корзине до 34,71, хотя никаких особых предпосылок для этого не было. Можно предположить, что кто-то избавляется от рублевых бумаг и покупает валюту для каких-то своих неизвестных широкому рынку целей. Мы пока не ожидаем, что нынешние продажи могут привести к серьезному провалу рынка рублевых облигаций в краткосрочной перспективе

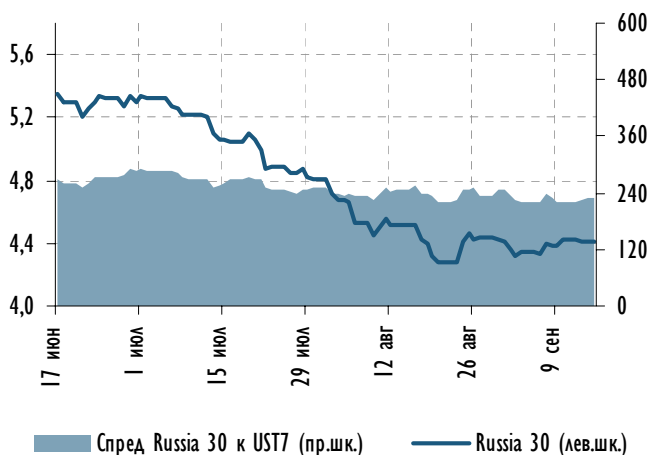
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ **Ликвидность по-прежнему в избытке**

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **Размещение выпуска ОФЗ25074 объемом 5 млрд руб. и ОФЗ25075 35 млрд руб.**
- ▶ **США: промышленное производство и загрузка мощностей за август 2010 г., Empire Manufacturing**

Доходность Russia 30 и спред к UST 7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Рынок спекулирует вокруг возобновления QE

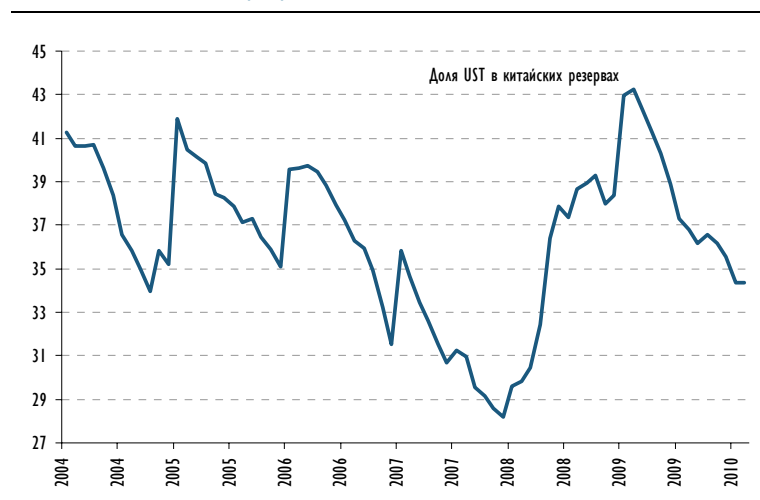
Вчера доходность длинных Treasuries вновь упала, равно как и курс доллара к большинству ключевых валют. Ставка UST10, потеряв еще 7 б. п., опустилась ниже отметки 2,70%. В СМИ и на рынке циркулируют слухи, что в ближайшие месяцы ФРС может возобновить масштабное количественное смягчение, объявив о покупке облигаций (не ясно каких) на сумму 1 трлн долл., что увеличит валюту баланса ФРС еще почти в полтора раза. В то же время *WSJ* пишет, что вряд ли такое решение будет принято на ближайшем заседании 21 сентября из-за разногласий среди членов FOMC. От себя добавим, что и статистика в последнее время стала выходить чуть лучше, о чем свидетельствуют опубликованные вчера данные по розничным продажам за август (+0,4%; +0,5%, *ex Auto & Gas*).

Несмотря на то, что мы также считаем, что на ближайшем заседании возобновление QE не слишком вероятно, на наш взгляд, на горизонте 3–6 месяцев такое решение, скорее всего, будет принято. Сейчас восстановлению экономической активности способствуют два фактора и оба временные: коррекция истощенных в ходе кризиса складских запасов до уровня, соответствующего текущему спросу, и государственные стимулы. Принятие новых стимулов маловероятно по политическим соображениям и из-за бюджетного дефицита. Фактор запасов также скоро перестанет действовать. В таких условиях основная тяжесть по стимулированию экономики ложится на плечи ФРС, тем более что кредитование по-прежнему стагнирует.

Интервенции по иене поддержат рынок Treasuries

Сегодня с утра курс иены резко скорректировался вниз, отскочив от пятнадцатилетних максимумов, после того как (сообщает *Bloomberg*) министр финансов Японии Иошихико Нода признал, что страна приступила к интервенциям, препятствующим укреплению национальной валюты. Если верить тому же *Bloomberg*, то уровень 82 иены за долл. в японском правительстве считают критическим.

На наш взгляд, возобновление валютных интервенций Японией – дополнительный фактор поддержки для рынка Treasuries. Напомним, накопление резервов и покупка Treasuries Японией уже давно стагнируют, что позволило Китаю занять первое место в мире по этим показателям. Китай же гораздо менее надежный партнер США в экономических (и политических) вопросах, чем Япония, и вложения Китая в Treasuries также растут в последнее время медленнее, чем его валютные резервы, что отражает стремление диверсифицироваться. В таких условиях возобновление валютных интервенций и дополнительный спрос на Treasuries могут оказаться кстати для правительства США. Впрочем, у медали есть и обратная сторона: неизвестно, как американская администрация отнесется к искусственному сдерживанию укрепления иены.

Доля Treasuries в китайских резервах, %

Источник: Bloomberg

Павел Пикулев

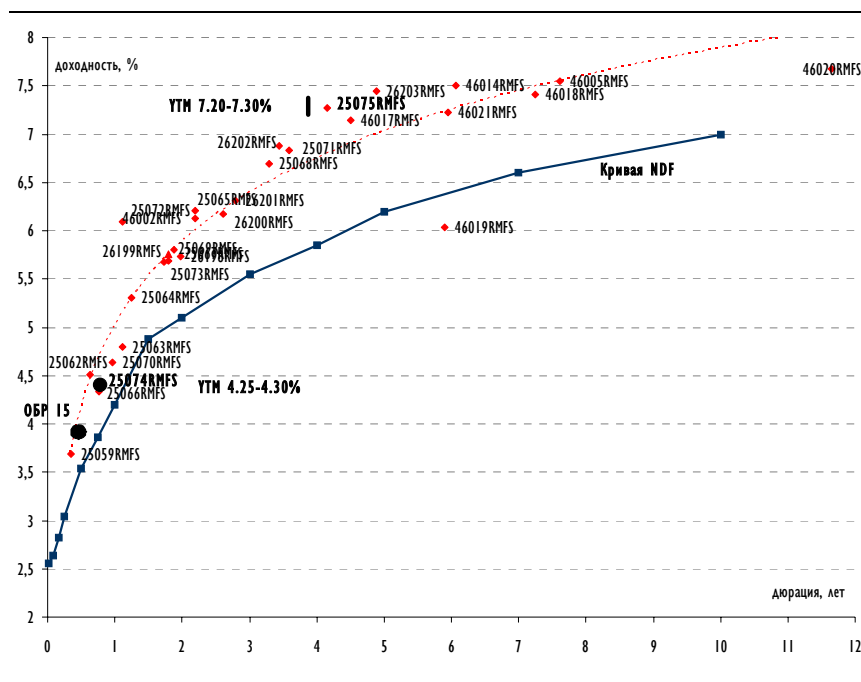
ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Размещения ОФЗ и ОБР: итоги и рассуждения

Вчера состоялось размещение 15-го выпуска ОБР, которое было примечательно своей непримечательностью. Всего на аукцион было выставлено бумаг на 1 трлн руб., из которых по номиналу было продано 619,86 млрд при спросе 682 млрд. Судя по всему, большая часть размещенных бумаг будет оплачена за счет обмена ОБР предыдущего выпуска, которого, по данным ЦБ, на рынке имеется на сумму 567 млрд руб. При этом средневзвешенная ставка в ходе размещения составила 3,92%, что дает дежурную премию к 6-месячному NDF в размере примерно 40 б. п. – ровно столько, сколько нужно, чтобы привлечь спрос, но при этом не спровоцировать активность керри-трейдеров. На наш взгляд, политика ЦБ в отношении размещения ОБР понятна и пока что предсказуема.

Сделал шаг навстречу рынку в смысле предсказуемости и Минфин. Сегодня доразмещаются ОФЗ25074 и ОФЗ25075 на сумму 5 млрд и 35 млрд руб. соответственно, и вот уже вторую неделю подряд Минфин дает предварительные ориентиры доходности по предстоящим аукционам. Для ОФЗ25074 – это 4,25–4,30%, для ОФЗ25075 – 7,20–7,30%. Как можно убедиться, посмотрев на график ниже, эти цифры примерно соответствуют текущим рыночным уровням. Впрочем, обозначая ориентиры, Минфин в первую очередь оказывает услугу самому себе, перераспределяя в свою пользу дополнительный спрос со стороны тех участников, которые в отсутствие ориентиров могли бы выставить заявки «мимо кассы».

Диаграмма: кривая доходности ОФЗ



преимущественно коротким фондированием. Это является одной из причин нынешнего непривычно крутого угла наклона кривой ОФЗ.

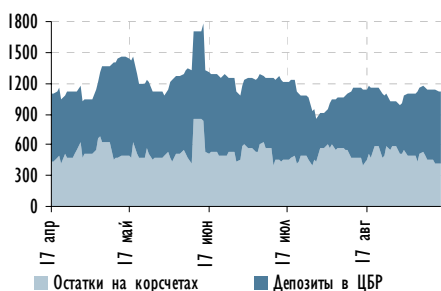
На наш взгляд, пока на рынке не появится аппетит к длинным бумагам, едва ли попытки Минфина удлинить дюрацию рынка будут ошеломляюще успешными. В то же время если аппетит к длинным бумагам появится, стремление Минфина сбалансировать кривую может затормозить неизбежный в таком случае возврат кривой доходности ОФЗ в более плоскую форму. Впрочем, более плоской кривая может стать и в противоположном случае, если изменение ожиданий по курсу рубля и уровню банковской ликвидности приведут к продаже коротких бумаг.

Что касается «согласованности» политики размещения Минфина и ЦБ, о необходимости которой ратуют некоторые наши коллеги, то, на наш взгляд, особой согласованности ждать не следует ввиду того, что рынки ОФЗ и ОБР различаются как по сути, так и по назначению. ОБР – это инструмент денежно-кредитной политики, ОФЗ – инструмент финансирования бюджетного дефицита. ОБР ближе к инструментам денежного рынка, в то время как ОФЗ – инструмент инвестиционный. Даже кредитные риски по этим двум инструментам, на наш взгляд, различны. Если дефолт правительства по рублевым бондам еще можно представить (или даже вспомнить), то дефолт ЦБ по своим рублевым обязательствам невозможен в принципе. Именно поэтому мы считаем, что подход к управлению этими двумя рынками в ряде ситуаций может быть различным.

Павел Пикулев

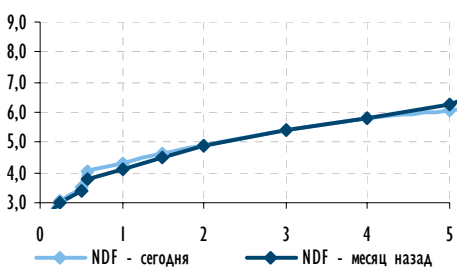
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

Ставки по беспоставочным форвардам на руб./долл. (NDF)



Источник: Bloomberg

Ликвидность по-прежнему в избытке

Вчера Банк России разместил ОБР 15-го выпуска с погашением в марте 2011 г. на сумму 682,8 млрд руб. по номиналу. Выручка от аукциона составила 669,6 млрд руб., средневзвешенная ставка – 3,92% годовых (более подробно о результатах размещения ОБР см. в «Темах российского рынка»). При этом мы не ожидаем негативного воздействия на объем ликвидных резервов банков по двум причинам:

- ▶ Частично покупка банками ОБР может быть профинансирована за счет обмена облигаций предыдущего выпуска (в обращении находится 567,7 млрд руб. по номиналу, при этом Банк России готов выкупить их по цене 99,1349%), а также за счет средств, полученных от погашения оставшихся на рынке бумаг, выпущенных 6 месяцев назад. Таким образом, отток средств из банковской системы окажется значительно меньше 670 млрд.
- ▶ Во-вторых, вложения в ОБР являются прямой альтернативой депонированию свободных средств банков в ЦБ, поскольку представляют собой весьма ликвидный инструмент, по которому ЦБ на бирже выставляет котировки. Таким образом, с нашей точки зрения, происходит лишь изменение структуры ликвидных активов банков, а не их сокращение.

В результате, объем чистой ликвидной позиции (сумма ликвидных активов за вычетом обязательств перед ЦБ) банков по-прежнему превышает 2,0 трлн руб. Сегодня ожидается погашение беззалоговых кредитов на сумму 1,4 млрд руб. (фактическое изменение может оказаться меньше, если часть задолженности была погашена досрочно). Вчерашний аукцион по предоставлению кредитов без обеспечения был признан несостоявшимся по причине отсутствия заявок, что является, на наш взгляд, позитивным сигналом и указывает на желание финансовых институтов отказаться от дорогостоящих источников финансирования. Банкам было предложено привлечь 800 млн руб. на 5 недель, однако по ставке 11,25% годовых желающих не нашлось.

Таким образом, ситуация на российском денежном рынке остается благоприятной. Стоимость заимствования о/п на межбанковском рынке во вторник немного повысилась – до уровня 2,5–2,7%. При этом трехмесячные ставки NDF также немного выросли и достигли 2,85–2,90%.

На рынке МБК возможно продолжение роста краткосрочных ставок в течение ближайших нескольких дней на фоне начала периода налоговых



выплат и завершения расчетов по покупке ОБР. Сегодня банкам предстоит перечислить страховые взносы во внебюджетные фонды: по нашим оценкам, сумма выплат не должна превысить 180 млрд руб. Однако незначительный в масштабах накопленного банками объема ликвидности размер выплат позволяет надеяться на незначительные колебания ставок МБК.

Отметим также, что сегодня Минфин проведет аукцион по доразмещению двух выпусков ОФЗ (с погашением в 2011 и 2015 гг.) на общую сумму 40 млрд руб. (более подробно о предстоящем размещении ОФЗ см. в «*Темах российского рынка*»). При этом предложение бумаг между краткосрочным и долгосрочным выпуском распределено в отношении 7:1. Учитывая объявленные ориентиры доходности, которые не предполагают какой-либо премии к рыночным доходностям, а также статистику предыдущих аукционов, мы полагаем, что фактический объем размещения окажется существенно ниже предложения.

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 82



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
15.09.2010	Уплата страховых взносов в фонды	
	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	13 000
	Возврат фонду ЖКХ с депозитов банков	4 222
	Погашение ОБР-13	500 000
	Аукцион ОФЗ 25075	35 000
	Аукцион ОФЗ 25074	5 000
16.09.2010	Депозитные аукционы ЦБР на 4 недели, 3 месяца	
	Оферта ТехноНИКОЛЬ-Финанс-2	3 000
	Погашение ИРКУТ-3	3 250
	Погашение Сибирьтелеком-6	2 000
	Погашение ЖКФ Банк-3	3 000
17.09.2010	Погашение КАМАЗ-ФИНАНС-2	1 500
20.09.2010	Уплата трети НДС за II кв. 2010 года	
	Оферта Главстрой-Финанс-2	4 000
21.09.2010	Погашение СИТРОНИКС-1	3 000
22.09.2010	Аукцион ОФЗ 26203	40 000
	Аукцион ОФЗ 25072	30 000
23.09.2010	Депозитные аукционы ЦБР на 4 недели, 3 месяца	
27.09.2010	Уплата акцизов, НДСПИ	
28.09.2010	Уплата налога на прибыль	
	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю, 3 месяца	
	Оферта Банк Русский стандарт-7	5 000
	Оферта Гражданские самолеты Сухого-1	5 000
	Возврат ЦБР беззалоговых кредитов	15 000
29.09.2010	Оферта Жилсоципотека-Финанс-3	1 500
	Оферта Метрострой Инвест-1	1 500
	Депозитные аукционы ЦБР на 4 недели, 3 месяца	
30.09.2010	Оферта Ай-ТЕКО-2	630
	Оферта НОК-2	400

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
сентябрь	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
15.09.2010	АФК Система: финансовая отчетность по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
октябрь	ММК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
октябрь	Мечел: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
октябрь	НорНикель: финансовая отчетность по МСФО	1П10 г.
октябрь	НорНикель: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
11.10.2010	Х5: операционные результаты	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.
15.10.2010	Евраз: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
19.10.2010	НЛМК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
конец октября	ТГК-1: операционные результаты	9М10 г.
16.11.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	9М2010 г.
18.11.2010	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
29.11.2010	Х5: аудированная отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.
середина ноября	ТГК-1: финансовая отчетность по РСБУ	9М10 г.
ноябрь	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	9М10 г.
ноябрь	ОГК-5: финансовая отчетность по РСБУ	9М10 г.
конец ноября	ТГК-1: финансовая отчетность по МСФО	9М10 г.
01.12.2010	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Долговой рынок

Алексей Дёмкин, СГА
+7 (495) 980 43 10
Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Юрий Тулинов
+7 (495) 913 74 74 доб. 2 14 17
Павел Пикулев

Банковский сектор

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов
+7 (495) 988 23 44
Анна Курбатова
+7 (495) 913 78 85

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Нефть и газ

Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89

Потребительский сектор

Рустам Шихахмедов
+7 (495) 428 50 69

Металлургия

Сергей Канин
+7 (495) 988 24 06

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Юлия Мельникова
+7 (495) 980 43 81

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
начальник департамента
+ 7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков
начальник управления
+ 7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов
начальник управления
+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов
+7 (495) 983 18 80**Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Трейдинг

Елена Капица
+7 (495) 988 23 73**Дмитрий Рябчук**
+7 (495) 719 17 74

Департамент рынков фондового капитала

Максим Шашенков
начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Константин Шалшаров
директор
+7 (495) 983 18 11**Евгений Терещенко**
+7 (495) 988 24 10**Мария Братчикова**
+7 (495) 988 24 03**Артем Спасский**
+7 (495) 989 91 20**Светлана Голодинкина**
+7 (495) 988 23 75

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин
директор
+7 (495) 988 24 48

Трейдинг

Валерий Левит
директор
+7 (495) 988 24 11**Андрей Чичерин**
директор
+7 (495) 983 19 14

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин
начальник управления
+7 (495) 983 18 59

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.