

Ежедневный обзор долговых рынков от 18 января 2011 г.

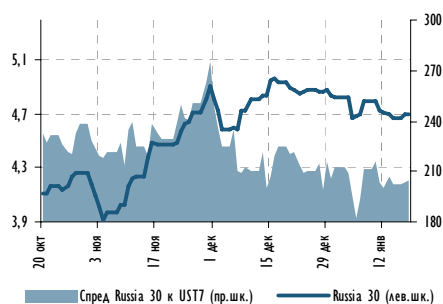


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, % День	к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,329	▼ -0,7%	-0,7%
USD/RUB	29,97	▼ -0,4%	-1,8%
Корзина валют/RUB	34,42	▼ -0,4%	-2,1%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	607,2	▼ -86,4	-281,1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1062,4	▲ 32,8	492,9
MOSPRIME о/п	2,9	▲ 0,0	1,1
3М-MOSPRIME	4,0	▲ 0,0	0,0
3М-LIBOR	0,30	■ 0,0	0,0
Долговой рынок			
UST-2	0,58	▲ 0,0	0,0
UST-10	3,33	▲ 0,0	0,0
Russia 30	4,69	▲ 0,0	-0,1
Russia 5Y CDS	142	▲ 0,4	-3,2
EMBI+	235	▼ -3	-13
EMBI+ Russia	188	▼ -3	-11
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	95,01	▲ 0,0%	3,2%
Золото, долл./унц.	1362,7	▲ 0,1%	-4,1%
Фондовый рынок			
PTS	1 902	▲ 1,7%	7,4%
Dow Jones	11 787	■ 0,0%	1,8%
Nikkei	10 519	▲ 0,2%	2,8%

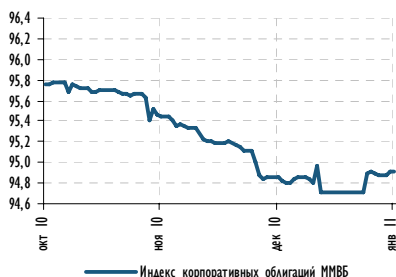
Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских еврооблигаций.** Вчерашний день на рынке еврооблигаций можно было считать продолжением выходных из-за того, что американские рынки были закрыты.

► Сегодня, в общем и целом, мы ожидаем спокойный день, хотя не исключено, что возможна некоторая негативная реакция на неконкретные итоги саммита министров финансов стран ЕС (см. Темы глобального рынка).

► Кроме того, не исключена волатильность в бондах Вымпелкома из-за опасений, связанных с возможным предложением на первичном рынке и вероятностью нового акционерного конфликта. В то же время, если последует серьезная просадка цен, на наш взгляд, ее следует использовать для покупок (см. кредитные комментарии).

► **Рублевый долговой рынок** продолжает двигаться в русле бокового канала, хотя кое-где наблюдаются неожиданные всплески активности, как, например, в бумагах СУЭКа, в которых вчера было заметно оживление покупателей. Тем не менее главное сейчас – это завтрашний аукцион по размещению ОФЗ25076 и грядущее заседание ЦБ.

► Курс рубля немного укрепился к бивалютной корзине и сегодня с утра находился на отметке 34,38 RUB/Vkt. В то же время, стоит отметить некоторое снижение вмененной ставки годового NDF, которая накануне доходила почти до 4,90%, однако сейчас снизилась до примерно 4,79%. Похоже, что четких ожиданий относительно динамики краткосрочных ставок в этом году все еще нет.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- Чиновники ЕС ограничились заявлениями
- Даже «ястребы» FOMC ждут выполнения QE2 в полном объеме

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- ВЭБ занимает во франках

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- До пятницы потрясений на рынке МБК не ожидается

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Совет директоров Vimpelcom Ltd. (—/—) одобрил сделку с Wind Telecom: нейтрально для еврооблигаций

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- Данные по движению капитала за ноябрь (США)



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Чиновники ЕС ограничились заявлениями

Саммит министров финансов стран ЕС в Брюсселе, как мы и предполагали вчера, не стал прорывом в плане совершенствования европейских противокризисных механизмов. Страны продолжают работу над созданием комплексного пакета мер по противодействию нынешнему кризису и предотвращению аналогичных ситуаций в будущем, а также над расширением полномочий и ресурсов EFSF. Тем не менее, судя по публикациям в FT и сообщениям Euronews, среди министров финансов стран ЕС нет осознания того, что действовать нужно срочно, поэтому комплексный пакет мер, согласно заявлениям главы Еврогруппы Жан-Клода Юнкера, вряд ли будет готов ранее марта.

FT приводит цитаты (в частности, высказывания министра финансов Германии Вольфганга Шойбле), из которых можно понять, что чиновники ЕС несколько успокоились после сужения кредитных спредов и общего улучшения рыночной конъюнктуры на прошлой неделе, поэтому и не спешат с разработкой мер, полагая, что у них достаточно времени. Тем не менее такое успокоение, на наш взгляд, может оказаться ошибкой.

Насколько мы понимаем, недавнее сужение кредитных спредов вызвано отчасти покупками со стороны ЕЦБ, а также Японии и Китая. Кроме того, помогли надежды инвесторов, что министрам финансов ЕС наконец-то удастся договориться о конкретных мерах противодействия кризису. Последние же, в свою очередь, вновь ограничились заявлениями общего характера, поэтому рынки могут быть разочарованы. По крайней мере, к сегодняшнему утру наиболее критичные спреды по долгам Португалии и Испании вновь начали расширяться.

Тем не менее, несмотря на это, пока нельзя сказать, что глобальная рыночная конъюнктура на сегодняшнее утро неблагоприятна для стоимости активов. Азиатские рынки в умеренном плюсе, курс евро немного подрос

Даже «ястребы» FOMC ждут выполнения QE2 в полном объеме

Сегодня Bloomberg цитирует главу ФРБ Филадельфии Чарльза Плоссера, который не исключает, что будет сторонником повышения процентных ставок позднее в этом году, если экономические условия будут тому способствовать. Чарльз Плоссер вошел в этом году в число голосующих членов FOMC, и при этом он является одним из наиболее известных «ястребов» ФРС, критикующих QE.

И хотя, эта новость, на первый взгляд, негативна для всех рынков, но мы полагаем, что позиции «ястребов» в ФРС все же не настолько сильны, чтобы FOMC отказался от исполнения QE2. Даже Плоссер, судя по тому что пишет Bloomberg, считает, что программа QE2, вероятно, будет завершена по плану в конце июня.

На наш взгляд, программа QE2 продолжит оказывать поддержку долговым, фондовым и товарным рынкам в ближайшие несколько месяцев.

Павел Пикулев
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)



ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

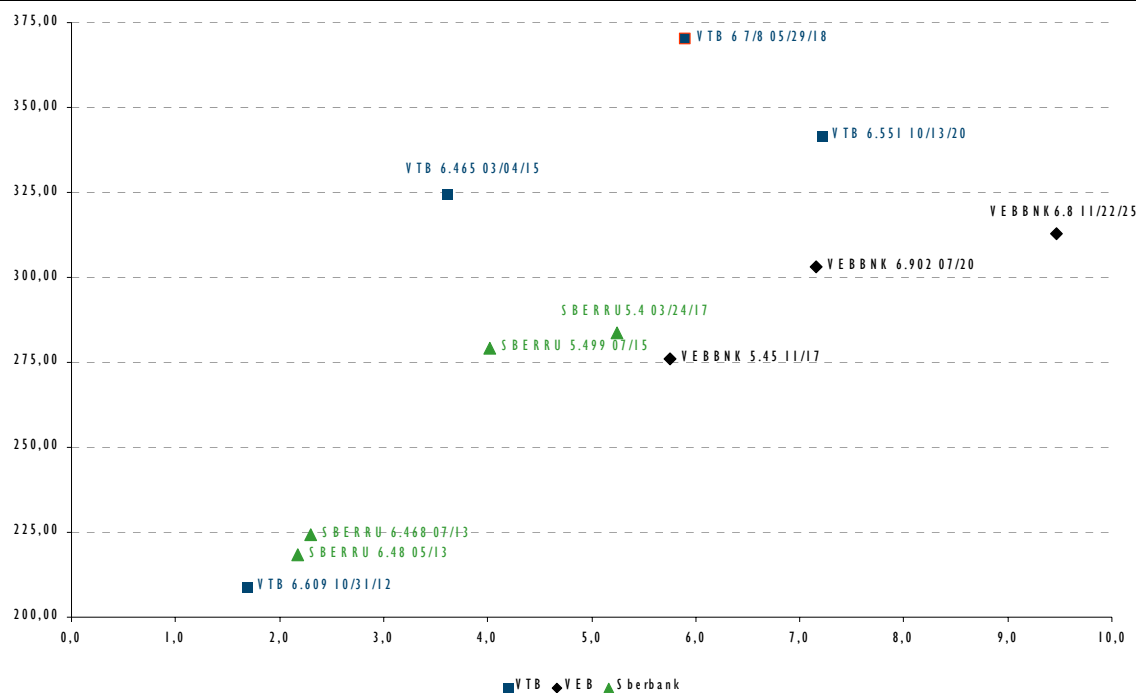
ВЭБ занимает во франках

Вчера появилась информация по планируемым еврооблигациям ВЭБа в швейцарских франках. Ожидается, что это будет 5-летний фонд объемом от 300 млн франков. При этом ориентиры, которые сообщают Bond Radar и Интерфакс, составляют MS+224 б. п. при купоне 3,75%.

На наш взгляд, указанные ориентиры выглядят адекватными, если сравнивать их со спредами к свопам по таким выпускам в швейцарских франках как VTB13 (MS+215 б. п.) или Sberbank14 (MS+231 б. п.). Между тем по долларовым инструментам сейчас можно получить более интересные спреды (см. кривую ниже), так что спрос на фонды в швейцарских франках, вероятно, останется нишевым.

В то же время, мы бы хотели обратить внимание на выпуск VTB18. Если смотреть на OAS этого фонда (OAS – спред, который VTB18 имел бы, если бы у него не было пута в 2013 году; см. график ниже), то видно, что VTB18 торгуется заметно шире к свопам, чем более длинный VTB20, путов не имеющий. Тем не менее мы допускаем, что это аномалия устойчивая и едва ли будет устранена в ближайшее время.

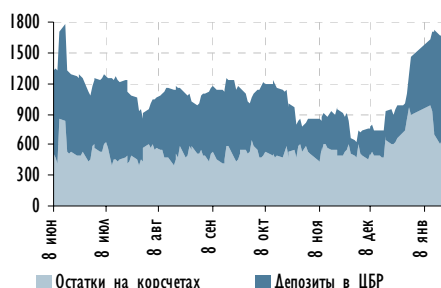
Z-спреды долларовых еврооблигаций квазисуверенных банков



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

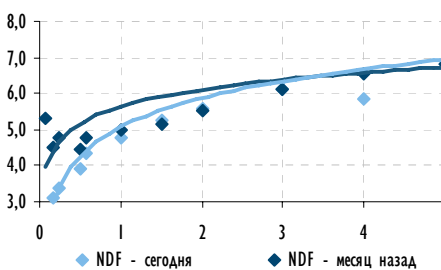
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

До пятницы потрясений на рынке МБК не ожидается

Вчерашние выплаты не сказались на уровне ликвидности в банковском секторе. Несмотря на уплату страховых взносов в фонды, сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ практически не изменилась и составила 1,67 трлн руб. Ставки по кредитам о/п для банков первого круга при этом колебались в диапазоне 2,0–2,75%, не превышая уровень доходности сопоставимого по срокам депозита в ЦБ.

При этом объем задолженности банков перед ЦБ по различным операциям рефинансирования остается невысоким: вчерашние аукционы РЕПО (как однодневные, так и на срок 3 месяца) были признаны несостоявшимися по причине отсутствия заявок, а сумма требований Банка России по обеспеченным кредитам составляет менее 15 млрд руб. Таким образом, ликвидность, необходимая для осуществления вчерашних выплат, могла поступить на рынок в ходе валютных интервенций ЦБ; отметим, что евро вчера нашел поддержку на уровне 39,85 руб., а доллар не опускался ниже 29,95 руб.

До пятницы существенных колебаний (как по ставкам, так и по объемам ликвидности) мы не ожидаем, так как потенциальные притоки и оттоки средств более или менее равномерно распределены по времени. Сегодня банки выставляют котировки на уровне 2,75–3,25% по кредитам о/п для высококачественных заемщиков, однако в течение дня диапазон может снизиться и приблизиться к вчерашним уровням.

В конце недели банкам предстоит заплатить треть суммы начисленного по итогам четвертого квартала НДС, что может вызвать непродолжительный рост краткосрочных ставок. Однако в текущих условиях выплата 200–250 млрд руб. вряд ли способна вывести денежный рынок из равновесия.

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00, доб. 54085

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Vimpelcom Ltd.
S&P/Moody's/Fitch – / – / –

Совет директоров Vimpelcom Ltd. одобрил сделку с Wind Telecom: нейтрально для еврооблигаций

Новость: В воскресенье Совет директоров Vimpelcom Ltd. окончательно одобрил пересмотренные условия объединения активов Vimpelcom Ltd. и Wind Telecom (ранее – Weather Investments). В поддержку сделки проголосовали шестеро директоров, против – трое (представители Telenor).

Основные параметры сделки по новым условиям:

- ▶ Акционеры Wind Telecom получают 20%-ную экономическую долю и 30,6% голосующих акций в объединенном Vimpelcom Ltd. в результате комбинации вновь выпущенных обыкновенных и привилегированных акций. Доли голосующих акций Altimo и Telenor изменятся до 31% и 25%, соответственно. Доля миноритариев составит 13,4%. Крупный акционер Wind Telecom Нагиб Савирис не получит мест в совете директоров компании, так как существующее акционерное соглашение между Altimo и Telenor изменять не планируется.
- ▶ Денежная составляющая сделки снижена с 1,8 млрд долл. до 1,5 млрд долл.
- ▶ Для выплаты денежной составляющей и рефинансирования долга Orascom Telecom Holding компания заручилась поддержкой российских и западных банков, которые готовы выделить 2,5 млрд долл. в виде рублевого кредита и 4 млрд долл. в виде синдицированного бридж кредита под выпуск еврооблигаций. При этом, с учетом средств, полученных от продажи тунисской «дочки» ОТН, объем выборки синдицированного кредита составит около 2,5 млрд долл. В ходе конференц-звонка менеджмент Vimpelcom уточнил, что бридж-финансирование предоставляется на 18 месяцев; таким образом, у компании есть гибкость в выборе момента выхода на публичный рынок с новым предложением долга.
- ▶ Насколько мы понимаем, структура финансирования сделки предполагает, что основным заемщиком будет выступать российская



операционная компания ОАО «Вымпелком». Кроме того, часть средств будет привлечена на уровне офшорной компании Vimpelcom Amsterdam BV – точное распределение по объему привлечения на уровне российской и голландской компаний не уточняется. По мнению менеджмента, общее влияние сделки на кредитные рейтинги ОАО «Вымпелком» ограничится снижением на одну ступень, что совпадает и с нашими ожиданиями.

- ▶ После закрытия сделки консолидированный показатель «Чистый долг/ EBITDA» составит 2,3х, при этом за 2 года его планируется снизить до уровня 2х. Денежный поток, который Vimpelcom Ltd. сможет направлять на погашение долга, по оценкам компании, составит 1–3 млрд долл. ежегодно.
- ▶ Vimpelcom Ltd. заключил опцион с Weather II (структура, которой будет владеть Нагиб Савирис после сделки) о разделении финансовых потерь в случае национализации Orascom Telecom Algerie. Опцион будет действовать 6 месяцев с момента закрытия сделки. Если алжирский актив будет национализирован, Weather выплатит Vimpelcom Ltd. денежную компенсацию, размер которой будет рассчитан исходя из справедливой цены алжирского оператора, заранее оговоренной сторонами. Хотя точные условия разделения рисков в случае национализации ОТА компания не озвучила, мы полагаем, что они были прописаны так, чтобы в достаточной степени защитить Vimpelcom от возможных потерь.
- ▶ Выпуск новых акций Vimpelcom Ltd. требует одобрения большинством акционеров на внеочередном собрании 17 марта 2011 г.
- ▶ Согласно акционерному соглашению между Telenor и Altimo, Telenor обладает преимущественными правами в отношении вновь размещаемых акций, что могло бы заблокировать сделку. Тем не менее, как следует из пресс-релиза компании, данное соглашение предусматривает такие преимущественные права лишь в случае сделок с несвязанными сторонами. Сделка с Wind Telecom рассматривается Советом директоров как сделка со «связанной» стороной и не предполагает преимущественных прав Telenor в отношении новых акций: в январе Altimo сообщила о том, что одна из ее аффилированных компаний является миноритарным акционером Orascom Telecom. Отметим, что Совет директоров (включая независимых членов) пришел к такому выводу после консультаций с юристами.

Telenor вчера заявил о том, что не поддерживает сделку на объявленных условиях и будет голосовать против доэмиссии акций Vimpelcom на собрании акционеров 17 марта. Кроме того, Telenor намерен использовать все имеющиеся правовые средства, чтобы защитить свои интересы в рамках Vimpelcom Ltd.

Комментарий: Мы видим значительную вероятность того, что сделка на новых условиях получит одобрение акционеров в марте. Решение будет приниматься простым большинством голосов акционеров. Таким образом, если Telenor проголосует отрицательно, Altimo достаточно будет заручиться поддержкой всего 6% остальных акционеров, что, на наш взгляд, вполне достижимо, учитывая поддержку сделки со стороны независимых директоров.

Что касается кредитного профиля Vimpelcom Ltd., мы не видим каких-либо событий, которые не были бы уже учтены рынком в котировках торгуемых выпусков еврооблигаций Вымпелкома (таких как увеличение долга, новое предложение бондов и снижение рейтингов ОАО «Вымпелком»), за исключением нового конфликта между мажоритарными акционерами компании, сомневаться в котором уже не приходится. Стоит отметить, что структура совета директоров Vimpelcom Ltd., на наш взгляд, нивелирует риски осложнения принятия важных операционных решений, и с фундаментальной точки зрения новая напряженность в отношениях между Altimo и Telenor едва ли повлияет на кредитный профиль Vimpelcom Ltd. в существенной степени. По нашему мнению, текущая премия выпуска VIP-18 к MTS-20 (в терминах Z-спрэда) на уровне 40 б. п. адекватно отражает риски, связанные со сделкой, шансы на завершение которой теперь очень высоки.



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
18.01.2011	Оферта Нижне-Ленское-Инвест, 3 Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю	1 000
19.01.2011	Погашение ОФЗ 25059 Размещение ОФЗ 25076 Оферта ФОРМАТ, 1 Купонные выплаты по ОФЗ Возврат Минфину средств бюджета с депозитов Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	41 000 30 000 1 000 11 420 30 000
20.01.2011	Уплата 1/3 НДС за 4-й квартал 2010 г. Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
21.01.2011	Оферта Интерград, 1 Оферта Синергия, 3	900 2 500
24.01.2011	Аукцион РЕПО сроком 3 месяца	
25.01.2011	Уплата акцзов, НДСПИ Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю	
26.01.2011	Размещение ОФЗ 25077 Оферта ЛК Уралсиб, 5 Оферта Промтрактор-Финанс, 3 Купонные выплаты по ОФЗ 25072 Возврат Минфину средств бюджета с депозитов Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	30 000 3 000 5 000 5 348 70 000 5 000



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

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодикина

+7 (495) 988 23 75

Трейддинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

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) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 719 17 74

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейддинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 428 49 80

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 55

Трейддинг

Денис Филпov

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Copyright © 2003 — 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПТБ (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 ПТБ (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 ПТБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПТБ (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.