

Ежедневный обзор долговых рынков от 25 января 2011 г.

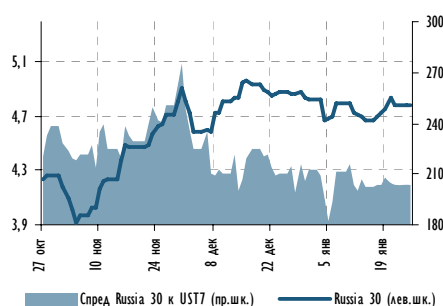


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,364	▲ 0,1%		1,9%
USD/RUB	29,78	▼ -0,5%		-2,5%
Корзина валют/RUB	34,69	▼ -0,3%		-1,3%
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	494,7	▲ 16,6		-393,6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	977,1	▼ -12,6		407,5
MOSPRIME o/n	2,9	■ 0,0		1,1
3M-MOSPRIME	4,0	■ 0,0		-0,1
3M-LIBOR	0,30	■ 0,0		0,0
Долговой рынок				
UST-2	0,63	▲ 0,0		0,0
UST-10	3,41	■ 0,0		0,1
Russia 30	4,78	■ 0,0		0,0
Russia 5Y CDS	139	▼ -2,9		-6,6
EMBI+	240	▼ -1		-8
EMBI+ Russia	189	▲ 1		-10
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	92,90	▼ -1,2%		0,9%
Золото, долл./унц.	1334,4	▼ -0,6%		-6,1%
Фондовый рынок				
PTC	1 862	▼ -1,2%		5,2%
Dow Jones	11 981	▲ 0,9%		3,5%
Nikkei	10 448	▲ 1,0%		2,1%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций MMB5



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских еврооблигаций.** Неделя на рынке еврооблигаций началась крайне невыразительно: мировые фондовые рынки и индексы CDS не демонстрировали четкого тренда, доходность Treasuries оставалась стабильной. Соответственно, у инвесторов на рынке российского внешнего долга не было поводов начинать игру в ту или иную сторону.

► Выпуск Russia30 практически весь день простоял в районе 115,75% на фоне практически полного отсутствия торговой активности. Ликвидность и изменения цен в корпоративных бондах также были минимальны. Стоит отметить продолжающееся давление продаж в бондах Вымпелкома на фоне начала роуд-шоу по размещению новых 5- и 10-летних бумаг компании.

► Сегодня мы не ожидаем серьезных перемен на рынке.

► **Рублевый долговой рынок** также был вял. Цены корпоративных бумаг были стабильны, котировки ОФЗ немного сползли вниз. Стоит отметить продолжающийся рост ставок NDF. Вмененная доходность по годовому контракту вчера достигла 4,94%. Подробный комментарий про эволюцию этого рынка и перспективы рынка ОФЗ читайте в Тематическом обзоре российского рынка.

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

► **Где пределы прочности рынка ОФЗ?**

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

► Банки неплохо укомплектованы перед налоговыми выплатами

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

► **Сибирские ГЭС исключаются из рынка мощности?** – умеренно негативно для денежных потоков РусГидро (BB+/Ba1/BV+), нейтрально для облигаций

► МТС (BB/Ba2/BV+) выкупает выпуск МТС-12, просит инвесторов согласиться на изменение ковенант по МТС-12 и МТС-20

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

► США: размещение 2-летних казначейских нот

► Начало двухдневного заседания ФРС



ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

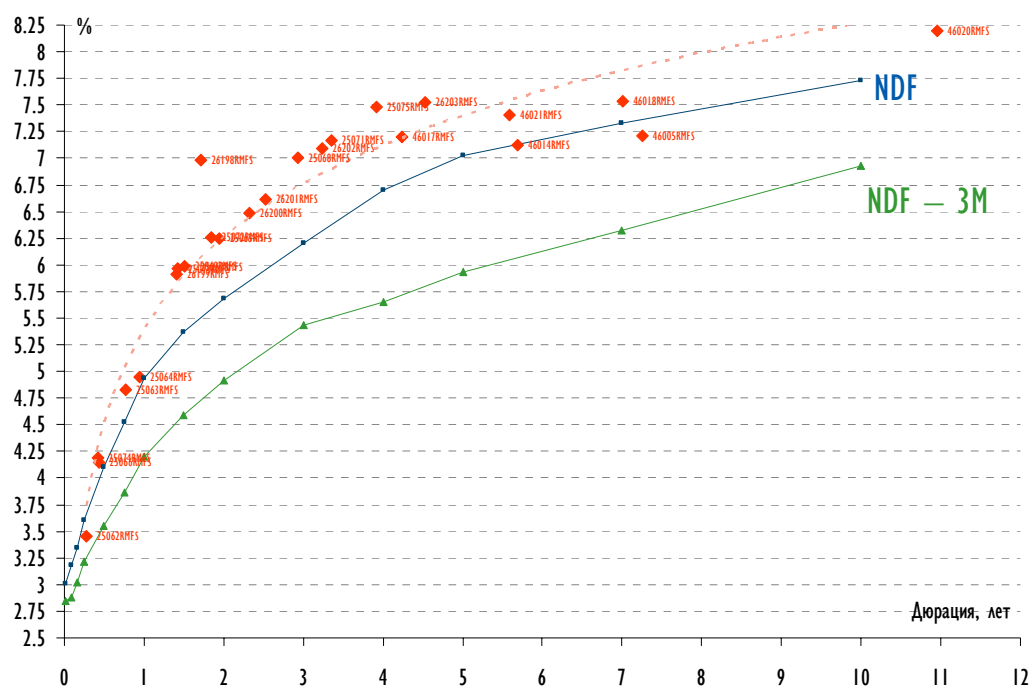
Где пределы прочности рынка ОФЗ?

Местные не топят друг друга — так выразился про рынок ОФЗ представитель одного крупного западного банка. И действительно, историческая динамика свидетельствует, что рынок ОФЗ гораздо менее волатилен, чем офшорные рублевые ставки.

Последние месяцы — не исключение. За прошедшие три месяца доходность ОФЗ25075 выросла на 60 б. п. до YTM7,48%, ставка по ОФЗ26203 прибавила 40 б. п. и вчера составляла около YTM7,52%. Для сравнения, вмененная рублевая ставка по 4-летнему NDF за этот же период выросла на 105 б. п. до 6,7%, ставка по 5-летнему NDF выросла на 110 б. п. до 7,03%.

Отсюда два логичных вопроса: почему и доколе?

Кривая доходности ОФЗ и изменение ставок NDF



Источник Bloomberg, GFI, Газпромбанк

Причины расхождения динамики NDF и ОФЗ, наверное, можно разделить на две группы: банальные и не очень. К банальным причинам следует отнести склонность к «пересиживанию» убытков, нежелание продавать ниже цены покупки, и надежду на сапу к ставкам МБК — то есть, все те свойства, которые так характерны для российских инвесторов, доминирующих на рынке ОФЗ, но нехарактерны для иностранных банков, доминирующих на рынке офшорных рублей. Сюда же, наверное, стоит отнести нежелание российских игроков верить в повышение ставок ЦБ до того как это самое повышение случится. Покупай слухи — это не правило для рынка ОФЗ. Хотя возможно, дело тут в информационной прозрачности ЦБ.

К небанальным причинам, наверное, следует отнести ситуацию, складывающуюся сейчас на внешних рынках, а именно сильнейший консенсус, согласно которому, Emerging Markets ждет повсеместное ужесточение денежно-кредитной политики. Этот консенсус оказывает давление на офшорные рублевые ставки. При этом, как нам кажется, инвесторы сейчас не уделяют много внимания индивидуальным особенностям стран, скажем, тому, чем Россия отличается от Бразилии, Китая, Польши или Турции. Российские ставки просто движутся в русле общего тренда, хотя, наверняка, с учетом этих глобальных тенденций иностранные инвесторы склонны более серьезно, чем российские игроки, относиться и к признакам грядущего ужесточения политики российским



ЦБ. А между тем, признаков грядущего ужесточения все больше. Вчера, к примеру, информационным агентствам удалось вытянуть из Сергея Игнатьева признание, что нынешняя инфляция дает повод для повышения ставок.

Главные вопросы в нынешней ситуации: сохранится ли тенденция роста ставок NDF, и если да, то как долго рынок ОФЗ сможет игнорировать ее и ужесточение денежно-кредитной политики?

Между тем грядущее поведение кривой NDF в связи с ужесточением денежно-кредитной политики не кажется нам очевидным. Причин две. Первая заключается в следующем. По мере разворачивания цикла ужесточения глобальные инвесторы, вероятно, будут все больше внимания уделять индивидуальным страновым различиям, и в какой-то момент может прийти осознание того, что при нынешнем режиме валютного курса и отсутствии валютного контроля ЦБ просто не решится на серьезное ужесточение из опасений относительно укрепления курса рубля или притока избыточной ликвидности на внутренний рынок. На наш взгляд, сейчас по-прежнему просматривается кумулятивное повышение ставок ДЕПО/РЕПО не более чем на 2–2,5%, хотя мы не исключаем, что в итоге ЦБ может прийти к иному сочетанию процентных ставок, имеющему конечной целью обеспечить удорожание фактической стоимости денег при минимизации спекулятивного давления на рубль. Так или иначе, с учетом того, что среднесрочные офшорные ставки выросли более чем на 100 б. п., можно заключить, что существенная часть возможного ужесточения уже заложена в цены (хотя вряд ли заложено все). В этой связи дальнейший рост офшорных ставок уже может быть менее стремительным.

Вторая причина, по которой ставки по 4-5-летним NDF вряд ли будут теперь расти агрессивно – это закономерности, характерные для эволюции форм кривых доходности в различные периоды повышения процентных ставок. Так, на первом этапе, когда на рынке появляются ожидания ужесточения монетарной политики, начинают расти долгосрочные ставки, и кривые доходности обычно приобретают более крутой угол наклона. Этот этап офшорные ставки, на наш взгляд, уже прошли. На втором этапе, когда ужесточение непосредственно начинается (то, что мы имеем непосредственно сейчас), долгосрочные ставки обычно стабилизируются, а краткосрочные начинают расти вслед за ставками регулятора. По нашему мнению, именно к этому этапу мы сейчас подошли, и теперь кривая NDF/CCS может принять существенно более плоский вид.

Самое интересное начинается, когда мы возвращаемся к рынку ОФЗ. Здесь определенности еще меньше. Как рынок ОФЗ будет себя вести на втором этапе эволюции кривых, если он фактически «проспал» первый? Кроме того, не надо забывать, что на внутреннем рынке по-прежнему царит избыточная ликвидность.

В целом мы склонны полагать, что кривая ОФЗ также примет более плоский вид, и доходность 1-3-летних ОФЗ может показать наибольший рост (до 200 б. п.). В то же время мы не исключаем, что если кривая NDF не стабилизируется в ближайшее время, а ЦБ проявит агрессивность на заседании 31 января, то на рынке накопится критическая масса негатива, которая приведет резкому скачку ставок по 4-6-летним ОФЗ на 50–100 б. п. Это тем более вероятно, учитывая, что и ликвидность сейчас находится на сезонных максимумах и далее может начаться снижение ее уровня. Тем не менее есть некоторые шансы на то, что волатильность 5-6-летних ОФЗ все же будет меньше в случае если ставки 5-6-летних NDF перестанут «поддавливать» кривую госбумаг снизу.

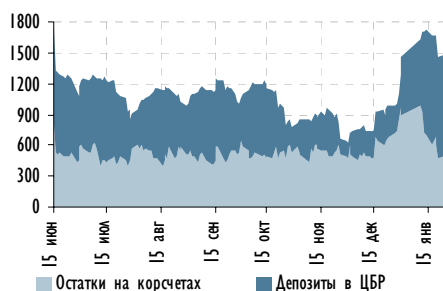
Надо ли говорить, что все эти тенденции серьезно ухудшают перспективы Минфина на ближайших аукционах по размещению ОФЗ. О рублевых евробондах при нынешнем сужении спреда между кривой ОФЗ и NDF вообще можно забыть. Иностранцы наверняка предпочтут в такой ситуации синтетический рублевый риск.

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



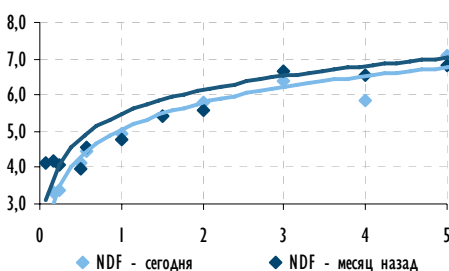
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Банки неплохо укомплектованы перед налоговыми выплатами

Как мы и полагали, вчерашний день не внес каких-либо корректив в работу денежного рынка: банки предпочли сохранить накопленные запасы ликвидности для осуществления налоговых выплат. По итогам дня сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ составила 1,46 трлн руб., практически не изменившись по сравнению с уровнем конца прошлой недели. При этом задолженность банков перед ЦБ по различным инструментам рефинансирования остается на невысоком уровне (требования по обеспеченным кредитам не превышают 15,0 млрд руб.), а вчерашние аукционы прямого РЕПО (как однодневного, так и на срок 3 месяца) остались невостребованными.

Стоимость заимствования для банков первого круга на рынке МБК вчера находилась в диапазоне 2,25–2,75% (ставка по кредитам о/н), а вмененная доходность по трехмесячным беспоставочным форвардам на рубль – на уровне 3,5–3,6%. Сегодня банки выставляют котировки на уровне 2,75–3,0% по кредитам о/н для первоклассных заемщиков, и в течение дня возможно дальнейшее повышение ставок в связи с перечислением в бюджет платежей по НДС и акцизам, которые могут достичь 200 млрд руб. Однако сохранение повышательной динамики, по крайней мере, на коротком конце кривой, представляется нам маловероятным в условиях сохранения значительного уровня ликвидных активов на балансах банков. При этом вероятное повышение ставок ЦБ на следующей неделе (заседание Совета директоров намечено на 31 января) может обозначить новые «минимальные» уровни стоимости заимствования на рынке МБК.

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

РусГидро
S&P/Moody's/Fitch BB+ / Ba1 / BB+

Сибирские ГЭС исключаются из рынка мощности? – умеренно негативно для денежных потоков РусГидро, нейтрально для облигаций

Новость: Опубликованное постановление ФСТ №656-э определяет тарифные ставки на мощность гидроэлектростанций, расположенных во второй ценовой зоне (Сибирь). Таким образом, сибирские ГЭС, возможно, могут быть исключены из свободного рынка. По данным Интерфакса, принятия тарифов для ГЭС в первой ценовой зоне (европейская часть России и Урал) не предусмотрено.

Комментарий: Публикация постановления ФСТ стала неожиданностью даже для самих компаний. Более того, пока не ясна законодательная основа введения тарифного регулирования сибирских ГЭС. Приказ ФСТ ссылается на постановление правительства №1172 «Об утверждении Правил оптового рынка электрической энергии (мощности)» от 29 декабря 2010 г., которого нет в открытом доступе.

Исключение сибирских ГЭС из рынка мощности – несомненно, негативный сигнал для РусГидро и, возможно, для всей российской электроэнергетики, поскольку оно означает отход от ранее принятого графика либерализации.

РусГидро планирует реализовывать свою мощность в Сибири по свободным договорам (СДЭМ), если это будет возможно. Выпадающие доходы РусГидро оцениваются компанией в 1,5-1,6 млрд руб., однако при этом целевая инвестиционная составляющая в тарифах на 2011 г. превысит 18 млрд руб., что на 1 млрд руб. больше, чем в 2010 году.

Тем не менее мы пока не видим оснований для пересмотра нашей рекомендации по рублевому выпуску еврооблигаций RusHydro 15 (YTM 8,48%), который торгуется с весьма привлекательной премией (50–60 б. п.) к кривой доходности ФСК. На наш взгляд, эта премия не должна превышать 25 б. п.

Алексей Демкин, CFA
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 495 980 43 10

Дмитрий Котляров
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru
+7 495 913 7826



МТС
S&P/Moody's/Fitch BB /Ba2 / BB+

МТС выкупает выпуск МТС-12, просит инвесторов согласиться на изменение ковенант по МТС-12 и МТС-20

Новость: Вчера вечером МТС опубликовала предложение держателям еврооблигаций с погашением в 2012 году выкупить бумаги и изменить некоторые параметры выпуска. Кроме того, компания просит согласиться на изменение некоторых пунктов кредитного соглашения по евробонду с погашением в 2020 году.

В частности, по МТС-12 компания предлагает отменить большинство ковенант и случаев, в которых будет признаваться дефолт по бумагам.

В отношении МТС-20 речь идет о пункте кредитного соглашения, согласно которому неудовлетворение признанных судом требований в объеме более 15 млн долл. и в течение срока более 60 дней является дефолтом. МТС предлагает сделать исключение для требований компании Nomihold Securities Inc., добывающейся от сотового оператора исполнения опциона на 49% акций офшора Tarino Limited, в котором МТС приобрела 51% в 2005 году. Сделка должна была обеспечить МТС контроль над киргизским оператором связи «Бител», однако впоследствии Бител оказался жертвой рейдерского захвата, основные активы были выведены из компании, и МТС пришлось списать затраты на приобретение (150 млн долл.) и возможные расходы на исполнение опциона (170 млн долл.). В течение нескольких лет МТС продолжает судебную тяжбу с Nomihold Securities Inc. – в ноябре 2010 г. арбитражный суд Лондона вынес решение не в пользу МТС, обязав компанию заплатить порядка 180 млн долл., а в январе 2011 отклонил ее апелляцию на это решение.

По выпуску МТС-12 цена выкупа составляет 106,75% (вчера последние сделки проходили по 106,25%), в том числе 1 п. п. за согласие с изменениями условий, в случае предъявления бумаг к выкупу до 4 февраля. В случае предъявления в более поздний срок, но до 23 февраля, цена выкупа составит 105,75%.

По МТС-20 компания платит премию в 0,25 п. п. в случае уведомления о согласии на изменение условий до 9 февраля и 0,1 п. п. – после 9 февраля, но до 11 февраля.

Комментарий: На наш взгляд, более значительные послабления условий по выпуску МТС-12 могут отражать намерение компании выкупить максимальное количество бумаг (общий объем выпуска – 400 млн долл.), что, видимо, связано с желанием оптимизировать кредитный портфель. На 2012 год приходится пик выплат по долгу МТС – около 2 млрд долл. Мы не исключаем, что компания может воспользоваться кредитными линиями Сбербанка, открытыми в декабре и частично не использованными на настоящий момент.

В целом, на наш взгляд, держателям стоит предъявить выпуск МТС 12 к выкупу на предложенных условиях и согласиться на изменение ковенант по МТС-20. Мы не видим существенного ухудшения для держателей длинного выпуска МТС, а также какого-либо негативного влияния на кредитный профиль. Более того, если у компании не будет необходимости выплачивать 180 млн долл., чтобы не нарушить кредитные соглашения, МТС, очевидно, продолжит оспаривать требования в судах, что оставляет шансы на положительное решение, отменяющее выплату.

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 495 988 24 92



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
25.01.2011	Уплата акцзов, НДСПИ	
	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю	
26.01.2011	Размещение ОФЗ 25077	30 000
	Оферта ЛК Уралсиб, 5	3 000
	Оферта Промтрактор-Финанс, 3	5 000
	Купонные выплаты по ОФЗ 25072	5 348
	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	70 000
	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	5 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
27.01.2011	Погашение Газпромбанк, 1	5 000
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
28.01.2011	Уплата налога на прибыль	
31.01.2011	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	5 000
	Аукцион РЕПО сроком 3 месяца	
01.02.2011	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю, 3 месяца	
02.02.2011	Купонные выплаты по ОФЗ	5 919
	Размещение ОФЗ 26204	30 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
03.02.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
08.02.2011	Оферта Группа ЛСР, 2	5 000
	Погашение ГАЗ-финанс, 1	5 000
	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
09.02.2011	Погашение Банк Русский стандарт, 6	6 000
	Размещение ОФЗ	40 000
	Частичное погашение ОФЗ 46002	15 500
	Оферта М-ИНДУСТРИЯ, 2	1 500
	Купонные выплаты по ОФЗ	14 338
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
10.02.2011	Погашение Трансмашхолдинг, 2	4 000
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
11.02.2011	Оферта Банк Москвы, 2	10 000
	Оферта Фортум, 2	5 000
	Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	



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 Шалшаров

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 Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

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

Трейдинг

Денис Филипов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

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

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 428 49 80

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

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