

Ежедневный обзор долговых рынков от 14 октября 2010 г.

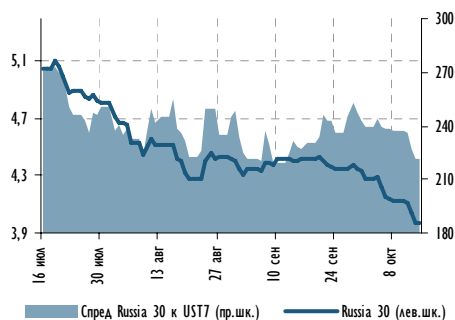


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, % День	к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,396	▲ 0,3%	-2,5%
USD/RUB	30,09	▲ 0,0%	0,2%
Корзина валют/RUB	35,44	▲ 0,5%	-1,4%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	515,1	▲ 20,9	-319,0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	708,6	▲ 4,2	268,3
MOSPRIME о/н	2,6	■ 0,0	-1,8
3М-MOSPRIME	3,7	■ 0,0	-3,3
3М-LIBOR	0,29	■ 0,0	0,0
Долговой рынок			
UST-2	0,36	▼ 0,0	-0,8
UST-10	2,42	▼ 0,0	-1,4
Russia 30	3,96	▼ -0,1	-1,4
Russia 5Y CDS	133	▼ -8,4	-52,8
EMBI+	253	▼ -7	-21
EMBI+ Russia	202	▼ -8	14
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	82,89	▲ 1,2%	8,0%
Золото, долл./унц.	1372,2	▲ 1,6%	25,1%
Фондовый рынок			
PTC	1 589	▲ 0,9%	10,0%
Dow Jones	11 096	▲ 0,7%	6,4%
Nikkei	9 571	▲ 1,8%	-9,2%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских евробондов.** Ралли в российских евробондах продолжается. «Тридцатка» достигла уровня 122% от номинала, спред по пятилетним российским CDS приблизился к 130 б. п. Наблюдается хороший спрос на корпоративные инструменты (за редким исключением). Причина ралли все та же – ожидание количественного смягчения в США, которое приводит к притоку средств на развивающиеся рынки.

► Мы отмечаем, что некоторые инструменты отстают от рынка – в частности, бонды Газпрома. Кроме того, забытым выглядит выпуск VEB20.

► **Рублевый долговой рынок** вчера находился на одной волне с рынком еврооблигаций. Котировки показывали фронтальный рост, несмотря на волатильность валютного курса. Мы не ждем, что изменения стратегии ЦБ на валютном рынке приведут к каким-то серьезным немедленным последствиям для валютного рынка или для рублевых облигаций. О более долгосрочных последствиях читайте в Тематиках российского рынка.

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

► **Новации ЦБ: гибкий курс на коротком поводе**

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

► **Предпосылок для роста ставок по-прежнему нет**

► **Инфляция замедлилась, но говорить о переломе тенденции преждевременно**

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

► **Распадская (-B1/B+):** операционные результаты за 3-й квартал, рейтинговые действия Moody's

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

► **США:** сальдо внешней торговли, статистика по рынку труда

► **Европа:** ежемесячный обзор экономической ситуации ЕЦБ



ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Новации ЦБ: гибкий курс на коротком поводке

Без сомнения, главным ньюсмейкером вчерашнего дня стал ЦБ РФ, который объявил об изменении механизма валютных интервенций. Кроме того, Алексей Улюкаев сделал ряд заявлений, касающихся как стратегии ЦБ на валютном рынке, так и более широких вопросов денежно-кредитной политики. Основные моменты, какими мы их нашли в Reuters, изложены ниже:

- ▶ ЦБ расширяет плавающий коридор бивалютной корзины на 50 копеек в каждую сторону и снижает объем валютных интервенций на его границах, которые приводят к его смещению с 700 млн до 650 млн долл. Теперь ширина коридора составляет 4 рубля, и мы предполагаем, что сейчас он пролегает в диапазоне 32,45–36,45 руб.
- ▶ ЦБ отменяет фиксированный коридор, введенный во время кризиса (26–41 руб.).
- ▶ По словам Улюкаева, кроме центральной зоны коридора, в котором ЦБ вообще не совершает интервенций, остальные «нарезаны по 50 копеек», при достижении которых, ЦБ осуществляет плановые интервенции, объем которых возрастает по мере приближения курса к границе коридора. Размер центральной зоны назван не был, но, по нашему мнению, он может составлять либо рубль, либо два.
- ▶ ЦБ не исключает дальнейшего расширения границ бивалютного коридора и снижения объема интервенций вплоть до его полной отмены. При этом ЦБ может сохранить точечное присутствие на валютном рынке с целью сглаживания курсовой волатильности.
- ▶ ЦБ считает нынешний уровень своих ставок комфортным и не предполагает их менять в ближайшие месяцы. Спред между ставкой прямого РЕПО и депозитными ставками ЦБ устраивает. По мнению Улюкаева, снижение ставки РЕПО увеличит инфляционные риски, а повышение депозитной – привлечет спекулятивный капитал (против этого трудно что-либо возразить).
- ▶ В настоящее время отсутствует четкий тренд рубля в какую-либо сторону.
- ▶ Несмотря на 30%-й рост денежной массы с начала года Улюкаев ожидает возвращения инфляции на траекторию снижения со второго квартала следующего года. По мнению Улюкаева, сокращение эмиссии денег за счет валютной либерализации и низкие ставки должны обуздать инфляционные ожидания.

По поводу всего изложенного выше мы имеем сказать следующее:

- ▶ Непосредственного кратко- и среднесрочного влияния на динамику валютного курса вчерашние изменения политики ЦБ, вероятно, не окажут. ЦБ выбрал исключительно благоприятный момент для осуществления изменений, когда внутренний валютный рынок находится в сбалансированном состоянии, а курс – далеко от границ плавающего валютного коридора.
- ▶ На наш взгляд, новый механизм интервенций должен пройти испытание временем, а главное – перепадами цен на нефть, чтобы мы смогли понять, действительно ли ЦБ движется к более гибкому курсу. Если точнее, нас интересует? как внутри диапазона работает механизм интервенций, объем которых не раскрывается, и то, как они будут меняться в случае резкого роста/снижения цен на нефть, которое соответственно, повлечет за собой резкий приток/отток капитала, что вновь разбалансирует валютный рынок. Сейчас валютный рынок сбалансирован благодаря умеренным ценам на нефть и нейтральным по отношению к внешнеэкономическим условиям ставкам ЦБ, поэтому ЦБ может позволить себе быть либеральным, однако, что произойдет, когда ситуация изменится, например, цены на нефть вырастут, и активизируются политические лоббисты слабого рубля?
- ▶ В случае если действительно внешние условия приведут к разбалансированию валютного рынка, мы видим два варианта



действий ЦБ в свете его нынешних валютных новаций. Вариант 1: ЦБ наращивает объем целевых интервенций внутри границ коридора, чтобы не допустить чрезмерного укрепления/ослабления рубля; таким образом, полноценной либерализации не происходит. Вариант 2: ЦБ начинает активно изменять процентные ставки, чтобы сбалансировать валютный рынок, не допустив резкого притока или оттока капитала. Таким образом, ЦБ уменьшает объем валютных интервенций, увеличивает роль процентных ставок, однако таргетирует с их помощью не инфляцию, а валютный курс, причем, не эффективный, а номинальный. Нам представляется более реалистичным второй вариант, поэтому мы готовы к тому, что в следующем году, ставки ЦБ могут меняться быстро и на данный момент непредсказуемо. Впрочем, если верить в нефть по \$100 за баррель, то в рамках Варианта 2 не исключено дальнейшее снижение ставок.

- ▶ Взгляд Улюкаева на инфляцию и намерение бороться с ней с помощью низких ставок, на наш взгляд, отлично укладывается в логику Варианта 2. Ниже ставки – меньше приток капитала, меньше денежная эмиссия. Тем не менее, на наш взгляд, эффективность данных мер снизится, если процентные ставки на российском рынке продолжат находиться в отрицательной зоне в реальном исчислении.

Минфин воспользовался горячим рынком

Аукционы по размещению ОФЗ325072 и ОФЗ325075 оказались успешными, несмотря на заниженные ориентиры по доходности и волатильность валютного курса. ОФЗ325072 разместилась под средневзвешенную ставку 5,75% (нижняя граница диапазона), ОФЗ325075 – под 6,87% (при заявленном диапазоне в 6,80–6,90%). Успех аукционов и общий оптимизм на рынке привели к росту котировок соседних бумаг.

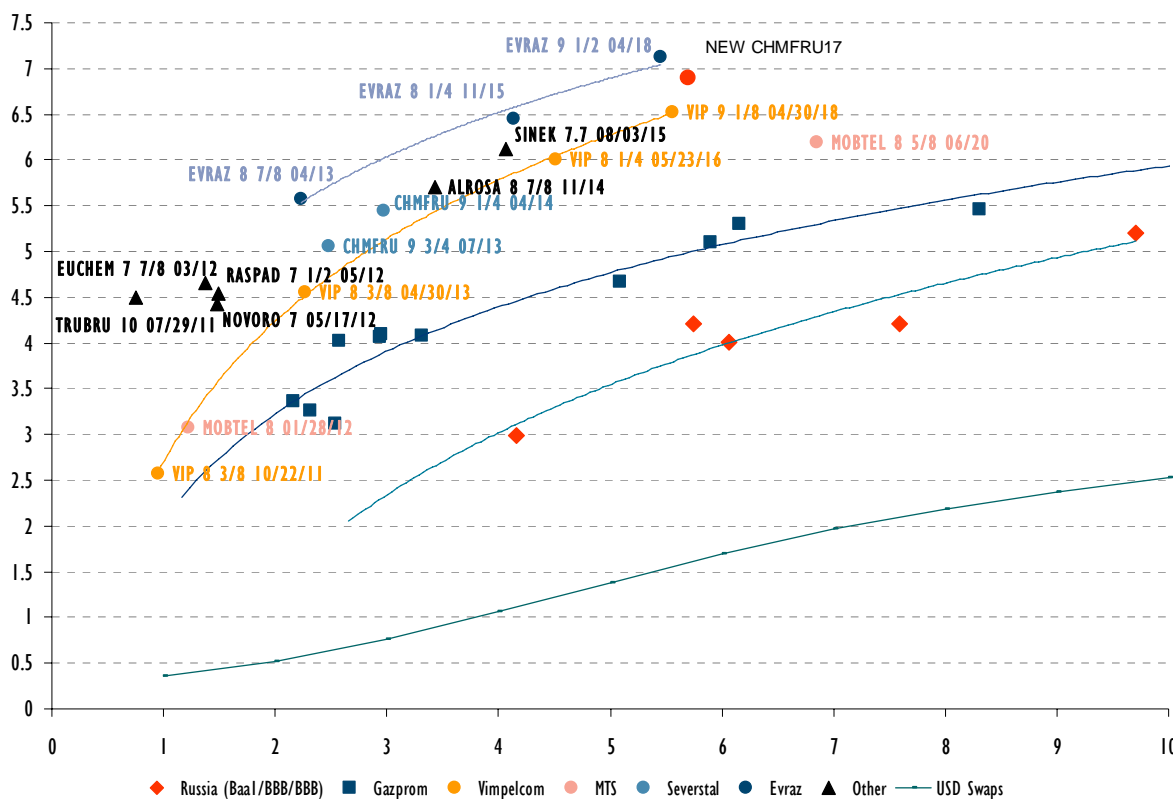
«Слухи» про ориентиры доходности Северстали

Вчера информационные агентства сообщили о том, что на рынке ходят слухи о том, что доходность по размещаемому семилетнему долларовому выпуску – это «7% или чуть ниже, возможно 6,8–6,90%». Нам эти варианты не кажутся привлекательными, хотя, если ориентиры окажутся верными, это будет означать, что Z-спред нового выпуска к свопам будет около 500 б. п., в то время как Z-спреды по выпускам Severstal13и Severstal14 находятся в районе 430–450 б. п.

Причин две. Первая: мы считаем слишком дорогими все еврооблигации металлургического сектора, – и Евраз, и Северсталь. Вторая: мы считаем дорогими выпуски самой Северстали, которые сейчас практически лежат на кривой Вымпелкома. Последний, на наш взгляд, заметно сильнее с кредитной точки зрения, даже с учетом его нынешней M&A активности.

Новый выпуск оказывается фактически «запертым в коробочку» между Evraz18 и Vimpelcom18, что не дает ему возможности расти быстрее рынка. В общем, вместо покупки бондов Северстали, мы советуем покупать выпуск Vimpelcom18.

Кривая доходности российских евробондов

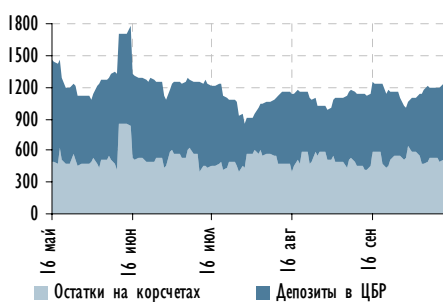


Источник: Bloomberg, Газпромбанк

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

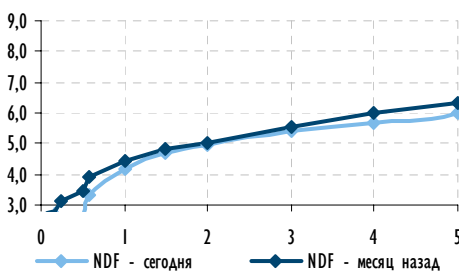
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Предпосылок для роста ставок по-прежнему нет

Стоимость заимствования на рынке МБК с начала месяца демонстрирует минимальные изменения. Ставки по кредитам о/п находились в диапазоне 2,0–2,3% – на 20–50 б. п. ниже доходности сопоставимых по срочности депозитов в ЦБ. Сегодня банки выставляют котировки в диапазоне 2,25–2,6%, и мы полагаем, что большинство сделок будут проходить по нижней границе диапазона в отсутствие каких-либо шоков ликвидности на рынке. Вмененная доходность по трехмесячным беспоставочным форвардам на рубль в среду находилась в интервале 2,7–2,9% и сегодня остается практически неизменной, несмотря на ослабление рубля по отношению к бивалютной корзине.

Банки вчера погасили обязательства по кредитам без обеспечения перед ЦБ на сумму 771 млн руб., сократив совокупный объем задолженности по данному инструменту рефинансирования до 970 млн. Фактический объем выплат вчера отказался чуть ниже планового (1,026 млрд руб.), однако это, по всей видимости, обусловлено тем, что разница была выплачена досрочно: дороговизна средств, предоставляемых ЦБ вообще, и данного инструмента – в частности, обуславливает стремление банков как можно скорее отказаться от этого источника рефинансирования в условиях избытка ликвидности на балансах.

Несмотря на заниженные ориентиры по доходности, спрос на ОФЗ в рамках вчерашних аукционов оказался высоким. Минфину удалось разместить практически 100% предложенных бумаг, а совокупная выручка от аукционов составила 30,7 млрд руб. Тем не менее это мало повлияло на объем чистой ликвидной позиции банков: сумма остатков на к/с и депозитах в ЦБ, а также вложений в ОБР по-прежнему составляет более 1,9 трлн руб.

Сегодня ЦБ, вероятно, продолжит доразмещение 15-го выпуска ОБР.

Источник: Bloomberg

Это вряд ли окажет какое-либо воздействие на уровень ликвидности в финансовой системе (перераспределение ликвидных активов между инструментами, а не изъятие), однако в случае высокого спроса может привести к краткосрочному росту ставок МБК. Впрочем, подобный сценарий представляется нам не слишком реалистичным.

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

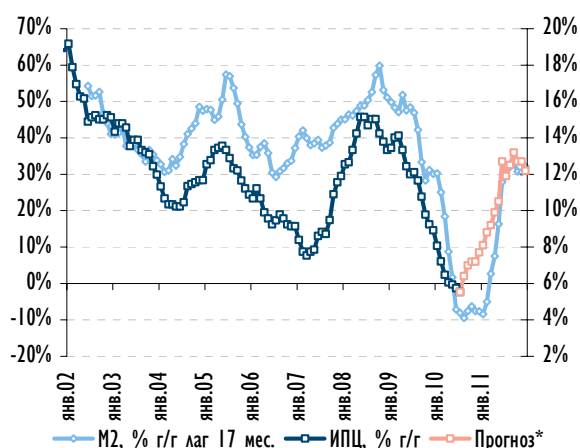
Инфляция замедлилась, но говорить о переломе тенденции преждевременно

Новость: За неделю с 5 по 11 октября темп роста потребительских цен впервые с августа замедлился до 0,1%. С начала месяца инфляция составила 0,3%, а с начала года цены выросли на 6,5%.

Комментарий: Хотя подобная динамика цен способна зародить надежду, мы полагаем, что до конца года существенного замедления темпов инфляции в РФ не произойдет. Этому будет препятствовать наличие ряда негативных факторов, а именно:

- ▶ сезонное удорожание продовольственной продукции, которое способно усилить негативный эффект от погодных аномалий;
- ▶ формирование более высоких инфляционных ожиданий среди населения;
- ▶ усиление воздействия монетарных факторов (ускорение темпов роста денежного предложения в конце прошлого – начале текущего года, по нашему мнению, станет основной головной болью для ЦБ в следующем году, однако некоторое воздействие может ощущаться уже в ближайшие месяцы).

Динамика инфляции и денежного агрегата М2, % г/г



* при условии отсутствия ужесточения политики ЦБ в отношении ставок

Источник: Росстат, ЦБ РФ, прогнозы Газпромбанка

Тем не менее мы не ожидаем, что ЦБ начнет предпринимать активные действия по ужесточению денежно-кредитной политики в ближайшее время, хотя не исключаем включения более консервативных формулировок в пресс-релизы по итогам заседаний совета директоров касательно инфляционных рисков.

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

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Распадская
S&P/Moody's/Fitch -/B1/B+

Распадская: операционные результаты за 3-й квартал, рейтинговые действия Moody's

Новость: Распадская опубликовала производственные результаты за 3-й квартал 2010 г., которые оказались ожидаемо слабыми по причине резкого сокращения объемов добычи в мае 2010 года. В результате



объемы продаж концентрата сократилась на 56% кв/кв до 676 тыс. т., при этом весь объем Распадская продавала на внутреннем рынке. Средняя цена реализации концентрата незначительно возросла и составила \$123/т против \$120/т во в 2-м квартале 2010 г.

Комментарий: Мы рассматриваем опубликованные данные умеренно негативно. В сентябре 2010 г. компания заявляла, что объем производства концентрата во 2П10 г. будет на 60% ниже на полугодовой основе и составит около 1.5 млн тонн (против 3,7 млн тонн. в 1-м полугодии). Для достижения поставленной цели Распадской необходимо производить 0,75 млн т концентрата каждый квартал (при этом объемы реализации, как правило, соответствуют объемам производства). Однако результаты 3-го квартала были на 10% ниже ожидаемых цифр. Если объемы производства не увеличатся, то компании будет трудно достичь цели по выпуску концентрата в 2010 году на запланированном уровне в 5,3 млн тонн.

Операционные результаты Распадской за 3-й кв. 2010 г.

	3К10	2К10	кв/кв, %	9М10	9М09	г/г, %
Добыча угля, тыс. т	1 108	1 747	-37%	5 886	7 186	-18%
Реализация концентрата, тыс. т	676	1 544	-56%	4 452	5 240	-15%
Россия	676	974	-31%	3 230	3 597	-10%
Экспорт	0	570	-	1 222	1 643	-26%
Средневзвешенная цена (FCA Междуреченск), долл./т	123	120	2%	110	48	128%

Источник: данные компании

Также вчера Moody's подтвердило кредитный рейтинг Распадской на уровне В1 (рейтинг был поставлен на пересмотр в мае, после аварии на шахте Распадская), при этом присвоил «негативный» прогноз.

В целом агентство полагает, что текущая благоприятная конъюнктура на рынке угля должна позволить компании профинансировать существенную часть расходов на устранение аварии (280 млн долл.) из собственных денежных потоков, а также имеющихся в наличии денежных средств (286 млн долл. на конец 1П10 г.), несмотря на существенное падение объемов добычи из-за аварии. Негативный прогноз при этом отражает опасения относительно рисков существенной зависимости Распадской от высоких цен на рынке в условиях сократившихся объемов продаж, сроков восстановления добычи на шахте Распадская (по заявлениям компании, добыча в небольших объемах начнется уже в конце 2010 г.), а также возможных задержек с увеличением производства на других шахтах.

В целом мы разделяем мнение агентства, что авария на шахте при растущих ценах на уголь не стала критической для кредитного профиля Распадской, что, на наш взгляд, уже давно заложено в котировках торгующегося выпуска еврооблигаций Raspadskaya12.

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

Сергей Канин
Sergei.Kanin@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 06



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
14.10.2010	Депозитные аукционы ЦБ на срок 4 недели, 3 месяца	
	Погашение ЕДИНАЯ ЕВРОПА, 1	1 200
	Погашение Республика Коми, 24006	700
	Оферта Инвестторгбанк, 4	1 500
	Оферта Элис, 1	500
15.10.2010	Уплата страховых взносов в фонды	
	Уплата налога на доходы физлиц	
	Погашение АИЖК, 3	2 250
	Оферта Банк Ренессанс Капитал, 2	3 000
18.10.2010	Оферта АЦБК-Инвест, 3	1 500
19.10.2010	Ломбардные аукционы ЦБ на 7 дней, 3 месяца	
	Беззалоговый аукцион ЦБ на 5 недель	
20.10.2010	Оферта М-ИНДУСТРИЯ, 2	1 500
	Оферта МОСМАРТ ФИНАНС, 1	2 000
21.10.2010	Депозитные аукционы ЦБ на срок 4 недели, 3 месяца	
	Оферта КБ МИА (ОАО), 4	2 000
22.10.2010	Погашение Россия, 35003 (ГСО-ППС)	30 000
	Погашение ТКС Банк, 1	1 500
	Оферта Банк Русский стандарт, 8	5 000

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
15.10.2010	Евраз: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
16.10.2010	Магнит: финансовая отчетность по МСФО	9М10 г.
17.10.2010	НЛМК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
18.10.2010	ТНК-ВР Intl: пресс-релиз об основных показателях финансовой отчетности	3-й кв. 2010 г.
19.10.2010	ТГК-1: операционные результаты	9М10 г.
20.10.2010	НОВАТЭК: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
21.10.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	9М2010 г.
22.10.2010	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
23.10.2010	Лукойл: финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
24.10.2010	Х5: аудированная отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.
25.10.2010	ТГК-1: финансовая отчетность по РСБУ	9М10 г.
26.10.2010	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	9М10 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

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

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Долговой рынок

Алексей Демкин, CFA

+7 (495) 980 43 10

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Потребительский сектор

Рустам Шихахмедов

+7 (495) 428 50 69

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

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

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

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

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Продажи

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

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

Трейдинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

Copyright © 2003 — 2010. «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.