

# Ежедневный обзор долговых рынков от 6 декабря 2010 г.

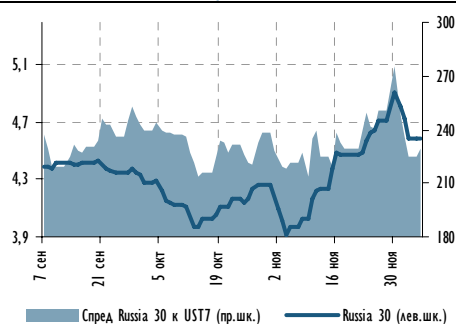


## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	Изменение, % к нач. года
		День	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>			
EUR/USD	1,341 ▲	1,6%	-6,3%
USD/RUB	31,18 ▼	0,0%	3,8%
Корзина валют/RUB	35,91 ▲	0,4%	-0,1%
<b>Денежный рынок</b>			
Корсчета, млрд руб.	492,3 ▼	-15,6	-341,8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	245,4 ▲	37,9	-194,9
MOSPRIME о/п	3,0 ▼	-0,2	-1,5
3М-MOSPRIME	4,0 ▼	-0,1	-3,1
3М-LIBOR	0,30 ■	0,0	0,1
<b>Долговой рынок</b>			
UST-2	0,47 ▼	-0,1	-0,7
UST-10	3,01 ▲	0,0	-0,8
Russia 30	4,59 ▼	-0,1	-0,8
Russia 5Y CDS	149 ▼	-9,3	-36,9
EMBI+	241 ▼	-9	-33
EMBI+ Russia	210 ▼	-12	22
<b>Товарный рынок</b>			
Urals, долл./барр.	90,29 ▲	1,2%	17,7%
Золото, долл./унц.	1414,1 ▲	2,1%	28,9%
<b>Фондовый рынок</b>			
ТСX	1 688 ▲	1,3%	16,8%
Dow Jones	11 382 ▲	0,2%	9,1%
Nikkei	10 167 ▼	-0,1%	-3,6%

Источник: Bloomberg

## Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

## Индекс корпоративных облигаций MMBF



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских еврооблигаций.** В пятницу рынок российских евробондов остался настроен позитивно, чему способствовали публикации в СМИ о том, что ЕЦБ нарастил покупки проблемных долгов. На этом фоне котировки «Тридцатки» выросли примерно на полфигуры до 11750%, а спред по пятилетним российским CDS сузился почти на 10 б. п. до 150 б. п. В корпоративных бондах также наблюдались активные покупки и рост цен был сопоставимым.

► Сегодня, на наш взгляд, рынок остается довольно оптимистичным. После выступления Бена Бернанке и данных по рынку труда США (см. Темы глобального рынка) складывается впечатление, что объем QE может быть увеличен. Главный риск дня – заседание министров финансов стран ЕС в Брюсселе.

► **Рублевый долговой рынок** в пятницу также оставался настроен на рост. Спрос наблюдался практически в течение всего дня, и только под вечер наметилась некоторая фиксация прибыли. Наиболее популярны были ОФЗ и бумаги первого эшелона.

► Reuters сообщает, что Россия не будет размещать рублевые евробонды в текущих условиях. Это хорошая новость для рублевых облигаций, так как она означает большее расходование средств резервного фонда и более высокую банковскую ликвидность до конца года.

► Наш краткосрочный взгляд на рынок рублевых облигаций позитивен. Мы думаем, что котировки ОФЗ и голубых фишек в ближайшие недели могут подрасти, если не вмешаются какие-то внешние потрясения.

## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- Резкий рост доходности UST – явных причин не видно
- Неожиданно хорошая статистика из Британии

## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- Рубль не сможет долго сопротивляться неизбежному, зато может воспротивиться ЦБ

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Предстоящая неделя не обещает неприятных сюрпризов

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- X5 Retail Group (ВВ-/В1/-) договорилась о приобретении Копейки (В-/В-)

## СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- Еврозона: встреча министров финансов стран ЕС



## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

**Покупки ЕЦБ поддержали рынки**

Несмотря на то, что в четверг ЕЦБ не высказал никаких идей по поводу выхода еврозоны из кризиса, в пятницу настроения на мировых рынках остались в целом оптимистичными: спреды по долгам проблемных стран (Португалия, Ирландия и т. д.) продолжали сужаться, фондовые индексы и курс евро – подрастали. Причина, видимо, в том, что, как сообщают СМИ, ЕЦБ серьезно нарастил покупки облигаций Ирландии и Португалии, вынуждая инвесторов закрывать короткие позиции.

Несмотря на то, что пока «партизанская» тактика ЕЦБ приносит свои плоды, необходимо, чтобы поиски пути выхода из кризиса продолжались. Сегодня FT пишет про обсуждение выпуска единых бондов еврозоны, чему, вероятно, воспротивится Германия. Bloomberg сообщает, что министр финансов Бельгии высказался о возможности расширения EFSF. Посмотрим, принесет ли какие-нибудь плоды сегодняшняя встреча министров финансов стран ЕС в Брюсселе. Обсуждение вновь не будет легким.

Несмотря на то, что покупки ЕЦБ помогли сбить температуру, болезнь никуда не делась, и без серьезного лечения она продолжит угрожать стабильности рынков и ЕС.

**Расширение QE-2 более вероятно, чем ее сворачивание**

Пока доходность UST10 продолжает балансировать на грани 3,0% на фоне необъяснимого давления продавцов, поступает все больше свидетельств, что следующим шагом ФРС может стать отнюдь не сворачивание QE, а наоборот, ее расширение.

Во-первых, это пятничные payrolls, которые показали рост числа рабочих мест в ноябре лишь на 39 тыс., при увеличении уровня безработицы до 9,8%. А индикатор underemployment rate – наиболее широкий показатель безработицы – держится на уровне 17%. Таким образом, ФРС по-прежнему очень далека от выполнения ключевой возложенной на нее Конгрессом задачи – обеспечение полной занятости. В такой ситуации законодательно установленный мандат требует от ФРС действий.

Во-вторых, как сообщает Bloomberg, Бернанке в интервью CBS заявил, что возможна скупка Treasuries в объеме, превышающем первоначально установленные 600 млрд долл. и что увеличение объема программы будет зависеть от ее эффективности. На наш взгляд, это едва ли не прямое указание на то, что в следующем году программа QE может быть увеличена. Напомним, Бен Бернанке неоднократно заявлял, что целью QE-2 является снижение долгосрочных ставок. Успехи же на данном поприще, судя по динамике Treasuries, пока нулевые.

Мы по-прежнему ставим на то, что Fed сумеет добиться снижения долгосрочных ставок, и поэтому думаем, что в ближайшие месяцы доходность Treasuries будет заметно ниже, чем сейчас.

Павел Пикулев

Pavel.Pikulev@gazprombank.ru

+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)



## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

**Рубль не сможет долго сопротивляться неизбежному, зато может воспротивиться ЦБ**

В пятницу практически на всех площадках царил оптимизм. Это касается и мировых рынков и российских облигаций и акций – последние и вовсе штурмуют годовые максимумы. Одно из немногих исключений – курс рубля, который вновь снизился по отношению к бивалютной корзине примерно на 15 копеек и сегодня с утра держится в районе 35,90.

Причина, похоже, вновь в локальном спросе на валюту, который давил на рубль на протяжении всей осени. Тем не менее, мы полагаем, что уже в декабре или в крайнем случае в начале 2011 года ситуация изменится.

Цены на нефть продолжают расти, и стоимость барреля WTI вплотную приблизилась к отметке 90 долл. Более того, нынешний европейский кризис показал, что, похоже, проблемы еврозоны едва ли не в той же степени позитивны для commodities, что и американской количественное смягчение, объем которого, как мы отмечали выше, может быть расширен.

В такой ситуации дальнейший рост цен на нефть весьма вероятен. Это означает, что уже скоро может наступить момент, когда приток валюты по счетам торгового баланса превысит отток капитала, который, кстати, находится на сезонных максимумах. Если это произойдет, начнется резкое укрепление рубля к бивалютной корзине, сопровождаемое массовым закрытием длинных позиций по корзине по стоп-лоссам. Движение может быть резким и весьма болезненным.

Этот сценарий, на наш взгляд, связан с одним, но существенным риском (помимо рисков, связанных с ценами на нефть, конечно). Это – плановые интервенции ЦБ, объем которых может быть серьезно увеличен в случае дальнейшего роста цен на энергоносители с целью воспрепятствовать укреплению рубля. Согласимся, этот сценарий не очень укладывается в логику перехода к инфляционному таргетированию и гибкому курсообразованию, зато он, на наш взгляд, очень реалистичен. Мы даже не исключаем, что ЦБ с гораздо большей готовностью будет переходить к «гибкому курсообразованию» в период ослабления рубля, чем в период его роста.

Тем не менее мы все же не думаем, что ЦБ будет идти совсем против рынка. Если укреплению рубля будут способствовать рыночные обстоятельства, оно состоится, хотя движение, вероятно, и будет менее масштабным, чем было бы в противоположную сторону.

Павел Пикулев

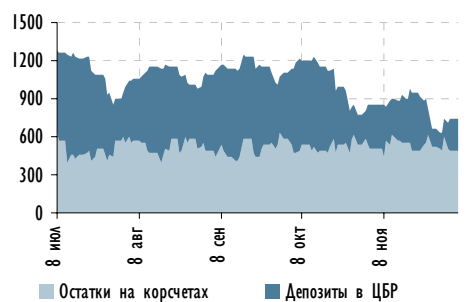
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru

+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)



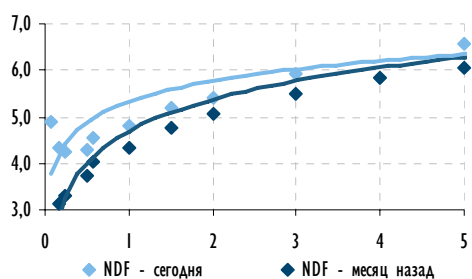
## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## Предстоящая неделя не обещает неприятных сюрпризов

Предстоящая неделя на российском денежном рынке, по всей видимости, пройдет без существенных потрясений. Единственным «неминуемым» фактором оттока ликвидности станет возврат Минфину средств с депозитов, однако объем задолженности, подлежащей погашению, составляет менее 10 млрд руб., с чем банки без труда справятся. Помимо этого, Минфин планирует в среду провести аукцион по доразмещению ОФЗ двух выпусков на общую сумму 18,2 млрд руб.

Отметим, что объем накопленной в финансовой системе ликвидности сейчас находится на сравнительно невысоком уровне. Сумма остатков на к/с и депозитах в ЦБ по состоянию на утро понедельника составила 757,3 млрд руб., однако за неделю банкам удалось «поправить» свое положение почти на 120 млрд руб. Это отразилось и на уровне ставок денежного рынка. Стоимость заимствования на рынке МБК для банков первого круга сместилась в диапазон 2,25–2,65% с 3,0–5,0% по кредитам о/п, выданным в начале прошедшей недели. Сегодня утром банки выставляют котировки на уровне 2,5–3,0%. Также немного снизились и ставки NDF: вмененная доходность по трехмесячным форвардам на рубль снизилась на 50 б. п. – с более чем 4,0% до 3,5% к концу прошлой недели.

Мы полагаем, что в преддверии периода налоговых выплат банки будут проводить консервативную политику в отношении управления активами и пассивами и по возможности вкладывать высвобождающиеся средства в наиболее ликвидные инструменты. Существенного колебания ставок мы также не ожидаем.

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

## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

X5 Retail Group  
S&P/Moody's/Fitch BB- / B1 / -

Копейка  
S&P/Moody's/Fitch B- / - / -

## X5 Retail Group договорилась о приобретении Копейки

**Новость:** Сегодня с утра X5 Retail Group объявила о достижении договоренности о приобретении 100% акций ОАО «Торговый Дом «Копейка» у прежнего владельца сети, Николая Цветкова, за 51,5 млрд руб. (включая долг в объеме не более 16,5 млрд руб.). Данная сделка будет профинансирована за счет заемных средств, в частности, большая часть будет привлечена у Сбербанка в рамках долгосрочного кредита. Ожидается, что закрытие сделки состоится во второй половине декабря 2010 г.

**Комментарий:** Влияние данной сделки на кредитный профиль X5 Retail Group мы оцениваем как неоднозначное. С одной стороны, в обозримой перспективе она должна привести к укреплению операционных показателей ритейлера, а также позволить компании добиться синергического эффекта (по меньшей мере, за счет экономии на масштабе). С другой стороны, в моменте профинансированная за счет долга покупка приведет к росту левериджа X5 (вполне вероятно, выше отметки 3,0x для соотношения «Чистый долг/ЕБИТДА», что подтверждается в пресс-релизе компании). С учетом слабого генерирования X5 операционных денежных потоков в основной деятельности на протяжении первых 9 месяцев 2010 года, мы также не удивимся, увидев негативную реакцию со стороны рейтинговых агентств.

Данная новость ожидалась участниками рынка и уже отчасти была учтена в котировках облигаций X5 и Копейки. Мы полагаем, что после официального объявления о сделке спред между кривыми долговых инструментов двух компаний должен ужаться со своих нынешних уровней (порядка 100–120 б. п.) до 50 б. п. При этом мы сочли бы справедливым сокращение данного спреда за счет снижения доходности облигаций Копейки (потенциал до 30 б. п.) – и роста доходности бондов X5 (также до 30 б. п.). Облигации более умеренного в вопросах левериджа Магнита по-прежнему кажутся нам интересным вложением в сегменте отечественного ритейла (даже с учетом отсутствия у компании рейтингов и такого сильного акционера, как Альфа-групп у X5).

Юрий Тулинов  
Yury.Tulinov@gazprombank.ru  
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)



## Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
06.12.2010	Заккрытие книги Глобэксбанк БО-3	3 000
	Заккрытие книги Глобэксбанк БО-5	2 000
07.12.2010	Размещение РосДорБанк, 1	1 050
08.12.2010	Ломбардные аукционы ЦБР на неделю, 3 месяца	
	Размещение ОФЗ 25075 и ОФЗ 25073	18 220
	Погашение Ленинградская область, 26001	800
	Погашение Электроника, АКБ, 2	500
	Оферта Сатурн, 3	3 500
09.12.2010	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	9 800
	Погашение Топ-Книга, 2	1 500
	Оферта Банк Зенит, 5	5 000
	Оферта Элемент Лизинг, 2	700
10.12.2010	Депозитные аукционы ЦБ на 4 недели, 3 месяца	
	Погашение РуссНефть, 1	7 000
	Оферта ВТБ-Лизинг Финанс, 7	5 000
13.12.2010	Оферта Мастер-Банк, 3	1 200
	Заккрытие книги Водоканал Финанс 1	2 000
	Оферта Промнефтесервис, 1	3 000
14.12.2010	Оферта РосДорБанк, 1	1 050
	Оферта ФОРМАТ, 1	1 000
	Заккрытие книги Уралвагонзавод 1	3 000
	Погашение ЛЭКстрой, 1	1 500
15.12.2010	Погашение Пятерочка Финанс, 2	3 000
	Погашение ЮТэйр-Финанс, 3	2 000
	Ломбардные аукционы ЦБР на неделю, 3 месяца	
	Размещение ОФЗ 26203 и ОФЗ 25072	16 060
	Погашение ОБР-14	201 500
	Погашение Вагонмаш, 2	1 000
	Погашение ВБД ПП, 2	3 000
	Погашение ПРОВИАНТ Финанс, 1	1 000
Оферта ГАЗ-финанс, 1	5 000	
16.12.2010	Уплата страховых взносов в фонды	
	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	36 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
	Заккрытие книги КАМАЗ БО-1	2 000
	Погашение ГАЗЭКС-Финанс, 1	1 000
	Погашение Группа Разгуляй, БО-12	1 000
	Погашение Группа Разгуляй, БО-8	2 000
	Погашение Марийский НПЗ-Финанс, 2	1 500
	Погашение ЭйрЮнион Эр Эр Джи, 1	2 000
	Оферта Москоммерцбанк, 3	5 000
Депозитные аукционы ЦБ на 4 недели, 3 месяца		



## Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
06.12.2010	<b>Сбербанк:</b> финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
06.12.2010	<b>Башнефть:</b> финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
09.12.2010	<b>АФК Система:</b> финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
декабрь	<b>НЛМК:</b> финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
декабрь	<b>Татнефть:</b> финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
декабрь	<b>Транснефть:</b> финансовая отчетность по МСФО	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

#### 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

#### 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

**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

**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 — ППБ (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 ППБ (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 ППБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ППБ (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.