

Ежедневный обзор долговых рынков от 15 февраля 2011 г.

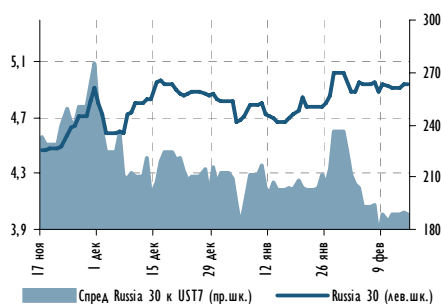


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, % День к нач. года	
Валютный рынок			
EUR/USD	1,349	▼ -0,5%	0,8%
USD/RUB	29,27	▼ -0,2%	-4,1%
Корзина валют/RUB	33,89	▼ -0,2%	-3,6%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	393,7	▼ -27,0	-494,6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1131,9	▲ 0,6	562,4
MOSPRIME о/п	2,9	■ 0,0	1,1
3М-MOSPRIME	4,0	■ 0,0	-0,1
3М-LIBOR	0,31	▲ 0,0	0,0
Долговой рынок			
UST-2	0,85	▲ 0,0	0,3
UST-10	3,62	▼ 0,0	0,3
Russia 30	4,94	▲ 0,0	0,1
Russia 5Y CDS	147	▲ 1,9	1,2
EMBI+	265	▲ 8	17
EMBI+ Russia	178	▲ 8	-21
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	99,50	▲ 1,4%	8,1%
Золото, долл./унц.	1361,9	▲ 0,4%	-4,1%
Фондовый рынок			
PTS	1 880	▼ -0,1%	6,2%
Dow Jones	12 268	▼ 0,0%	6,0%
Nikkei	10 760	▲ 0,3%	5,2%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ **Рынок российских еврооблигаций.** В понедельник на рынке внешнего долга активность торгов была весьма невысокой, при этом цены по большинству ликвидных выпусков изменились крайне незначительно.
- ▶ «Тридцатка» продолжает колебаться недалеко от отметки 114,75%. Пятилетний CDS-спред на Россию держится в районе 145 б. п.
- ▶ Пока обстановка на мировых рынках не способствует серьезным ценовым движениям, инвесторы ждут американскую статистику, чтобы понять, оправданы ли их оптимистичные ожидания в отношении американской экономики.
- ▶ Мы опасаемся, что инвесторы могут оказаться разочарованными, однако пока не ясно, что окажется более весомым фактором для российского долгового рынка – последующее снижение доходности Treasuries или коррекция фондовых индексов.
- ▶ **Рублевый долговой рынок.** В понедельник на рублевом долговом рынке не было серьезных ценовых движений. Все самое интересное происходит в офшорных ставках, где, похоже, идет некоторая переоценка рыночных ожиданий (см. Темы российского рынка).
- ▶ Другой темой остается укрепление курса рубля к бивалютной корзине, которая сегодня с утра котируется в районе 33,86 RUB/Bkt
- ▶ Минфин решил рискнуть и не менять запланированный к размещению в эту среду 5-летний выпуск ОФЗ25077 на более короткую бумагу. В принципе, смена рыночных ожиданий оставляет ему шансы на успех, хотя такого же интереса, как к 2-летней бумаге, скорее всего, не будет.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- ▶ Рынки замерли в преддверии публикации экономической статистики
- ▶ Возможности европейской части EFSF будут увеличены вдвое

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- ▶ Рынки перестали верить, что с инфляцией будут бороться повышением ставок

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Неизбежны только... налоги

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ ТГК-5 (NR): аукцион по продаже блока пакета пройдет без сюрпризов

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ США: данные по динамике розничных продаж за январь 2011 г.



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Рынки замерли в преддверии публикации экономической статистики

Неделя началась без серьезных движений на ключевых рынках. Основные фондовые индексы показали разнонаправленные изменения в пределах четверти процента, доходность 10-летней казначейской ноты колеблется в районе 3,63%, курс евро по отношению к доллару остается в районе отметки 1,35. Бюджетное послание президента США Барака Обамы не оказало существенного влияния на рынки, так основные его элементы уже были известны накануне (см. наш вчерашний комментарий).

Складывается впечатление, что основные ставки на ускорение американского экономического роста в нынешнем году уже сделаны и теперь инвесторы ждут подтверждений своим ожиданиям. На этой неделе публикуется масса всякой статистики, в том числе сегодняшние данные по розничным продажам за январь. С учетом того, как сильно сдвинулись ставки вверх за последние несколько месяцев, статистика должна быть действительно очень сильной, чтобы инвесторы не разочаровались и не началась массовая фиксация прибыли по ранее открытым позициям (это касается и фондовых, и долговых рынков).

Мы по-прежнему считаем, что на данный момент в *реальных* долгосрочных американских ставках заложены *нереалистичные* ожидания по экономическому росту, это увеличивает вероятность фиксации прибыли по «шортам» в Treasuries в ближайшие недели.

Возможности европейской части EFSF будут увеличены вдвое

Сегодня второй день будет продолжаться заседание министров финансов стран ЕС в Брюсселе (ECOFIN). Между тем в Bloomberg появилась информация о некоторых итогах обсуждений. Так, в связи со стабилизацией финансовых рынков правительства стран ЕС не видят необходимости спешить с оглашением полного антикризисного пакета мер, принятие которого по-прежнему ожидается на специальном саммите ЕС, назначенном на 24–25 марта.

Между тем, по информации Bloomberg, страны уже договорились о том, что эффективная возможность европейской части фонда финансовой стабильности (EFSF) будет увеличена вдвое в 2013 году (с 250 млрд евро до 500 млрд евро). Номинальный объем фонда сейчас 440 млрд евро, однако существенная его часть не может быть использована для кредитования, так как служит резервом, необходимым для поддержания рейтинга AAA.

Между тем совершенно очевидно, что подобного увеличения фонда совершенно недостаточно для решения европейских проблем. О том же говорят кредитные спреды по долгам европейских стран, которые в последние дни вновь начали расширяться.

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



ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Рынки перестали верить, что с инфляцией будут бороться повышением ставок

В то время, как рынок рублевых облигаций по своему обыкновению пребывает в полуметаргическом состоянии, показывая лишь минимальную реакцию на внешние раздражители, на рынке офшорных ставок, который традиционно более чувствителен к всевозможным ожиданиям, происходят весьма интересные события.

Годовой NDF последние дни остается практически на месте (в районе 4,70%), однако и в более коротких, и в более длинных ставках происходят любопытные изменения. Так, ставки по пятилетним NDF/CCS в последние дни упали на 15–20 б. п. и закрепились ниже отметки 7,0%. При этом FRA 3х6, который показывает ожидаемую ставку 3-месячного MOSPRIME через 3 месяца, снизился до 4,70%. Для сравнения: еще несколько дней назад FRA 3х6 находился в районе 4,90%, а перед январским заседанием ЦБ составлял около 5,0%. Сам 3-месячный MOSPRIME в последнее время не меняется и остается в районе 4,0%.

Бытует мнение, что снижение долгосрочных ставок NDF/CCS вызвано активностью корпоративных эмитентов, которые конвертируют рублевое фондирование в долларовое. Тем не менее, так как параллельно снижаются и ставки FRA, мы вынуждены предположить, что дело не только или даже не столько в этом.

Долгосрочные ставки технически представляют собой некое среднее из ожидаемых коротких ставок в течение заданного периода плюс премия за срок. У нас складывается впечатление, что сейчас снижаются как средние ожидаемые краткосрочные ставки на обозримое будущее, так и временные премии.

Объясняться смена ожиданий в нынешней ситуации может лишь одним – рынки перестают верить в то, что ЦБ будет бороться с инфляцией путем повышения стоимости денег на локальном рынке (как путем прямого повышения ставок, так и через резервные требования). Соответственно, главным фактором, определяющим рыночные ожидания по процентным ставкам, снова становится не политика ЦБ и не ожидания в отношении будущих действий регулятора, а прогнозы рынка по номинальному объему ликвидности в банковской системе, которые благодаря валютным интервенциям ЦБ, дефициту бюджета и депозитным аукционам Минфина остаются исключительно благоприятными.

В развитых странах существует связь между инфляцией и долгосрочными ставками, но существует эта связь не сама по себе, а через наличие у рынка уверенности в том, что регулятор обязательно будет с инфляцией бороться. Так, рост инфляционных ожиданий провоцирует ожидания скорого ужесточения денежно-кредитной политики, что приводит к росту долгосрочных ставок. Таким образом, в условиях, когда инвесторы уверены, что регулятор будет бороться за стабильность цен, рынки сами делают за него существенную часть работы по ужесточению денежно-кредитной политики, избавляя ЦБ от необходимости прибегать к резким движениям.

Из-за того, что ЦБ долгое время фокусировался на валютном курсе, в России эта связь между инфляцией и ставками исторически отсутствовала, что позволяло долгосрочным ставкам комфортно существовать в зоне реальных отрицательных значений. Тем не менее в конце прошлого года и в январе нынешнего ЦБ проделал большую работу, на словах убеждая рынки, что он предоставит большую гибкость валютному курсу и будет бороться за снижение инфляции. Похоже, рынок тогда поверил и, судя по динамике офшорных ставок, выдал ЦБ некий «антиинфляционный аванс», который он сейчас «забирает назад» в отсутствие реальных мер по ужесточению политики со стороны ЦБ.

Стоит отметить, что локальный (не офшорный) рублевый долговой рынок, видимо, был настроен более скептически по отношению к намерениям регулятора – здесь ставки на грядущее ужесточение отреагировали гораздо меньше, чем ставки на офшорном рынке. Сейчас и офшорные ставки корректируют свои ожидания, признавая, что локальные инвесторы были правы.



Между тем рыночные ожидания еще могут измениться, а ставки на внутреннем рынке – начать расти. Однако теперь одним обещаний бороться с инфляцией для этого уже будет недостаточно. Нужны конкретные действия, а именно – повышение всей линейки ставок ЦБ, ужесточение резервных требований, приведение условий по депозитным аукционам Минфина в соответствие со ставками ЦБ. Кроме того, необходимо снижение объема валютных интервенций, несмотря на укрепление курса рубля, которое при нынешних ценах на нефть, наверняка последует за перечисленными выше мерами.

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

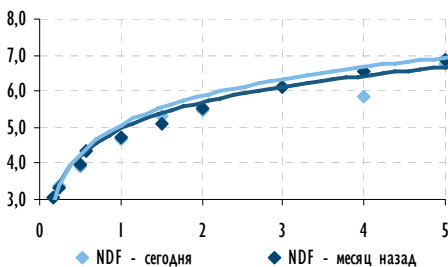
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБ



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Неизбежны только... налоги

Банки подошли к началу налоговых выплат (сегодня банкам предстоит перечислить страховые выплаты в фонды) в отличной форме: балансы укомплектованы ликвидными активами, а в довершение Минфин сегодня предложит разместить на депозитах 30 млрд руб. временно свободных средств федерального бюджета. Учитывая, что срок размещения средств – до 7 декабря 2011 г., спрос в рамках аукциона может оказаться довольно высоким (минимальная ставка установлена на уровне 5,15%). Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ на утро вторника составила чуть менее 1,5 трлн руб., что в целом обеспечивает неплохой запас прочности для банковской системы.

Отметим также, что спрос на инструменты рефинансирования ЦБ остается весьма невысоким: сумма задолженности по обеспеченным кредитам остается ниже 10 млрд руб., а прямое РЕПО с начала года и вовсе стало не востребованным.

Стоимость заимствования на рынке МБК предсказуемо оставалась под давлением: ставки о/п для банков первого круга вчера колебались в диапазоне 2,25–2,5%. Сегодня банки выставляют котировки на уровне 2,5–3,5% (подъем, вероятно, вызван ожиданиями повышенного спроса в связи с налоговыми выплатами), однако в условиях избытка ликвидности сделки в течение дня, по всей видимости, будут все же осуществляться по ставкам ниже 3,0%.

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



КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

ТГК-5
S&P/Moody's/Fitch – / – / –

ТГК-5 – аукцион по продаже блокпакета пройдет без сюрпризов

Вчера закончился прием заявок на покупку блокирующего пакета акций ОАО «ТГК-5». В соответствии с распоряжением правительства Росимущество определило, что начальная цена 25,1% акций ТГК-5, выставляемых на продажу, составит 6,43 млрд руб., шаг аукциона – 30 млн руб. Претенденты должны внести на счет Росимущества задаток в размере 643 млн руб. не позднее 15 февраля 2011 г. Сам аукцион состоится 18 февраля. Согласно сообщению Интерфакса, Интер РАО не стало подавать заявку на участие в открытом аукционе по продаже 25,1%-го госпакета акций генкомпании ТГК-5.

Напомним, что одним из важных факторов кредитоспособности компании является акционерная поддержка. На конец мая 2010 г. основными акционерами были КЭС-Холдинг с 40,2% акций, государство в лице Росимущества (25,1%), ВТБ Капитал – 7,5%, Группа «Газпром» – 5%. До недавнего времени сохранялась интрига: в рамках консолидации электроэнергетического сектора кроме КЭС-Холдинга на пакет могли претендовать и другие акционеры компании, что могло повлиять на перспективы развития компании и повысить уровень акционерной поддержки.

В свою очередь, возможный уровень поддержки группы «КЭС-Холдинг» оценить сложно. У КЭС-Холдинга нет кредитного рейтинга, компания не раскрывает консолидированную отчетность, что не позволяет оценить возможности поддержки дочерних компаний. По данным журнала Forbes, холдинг является крупнейшей непубличной компанией РФ с выручкой 264,2 млрд руб. в 2009 г., что позволяет группе входить в ТОП-20 российских компаний по выручке.

Основным риском для компании остается возможный рост долговой нагрузки в свете реализации многомиллиардной инвестиционной программы (не менее 27 млрд руб.), а также усиление конкуренции на рынке электроэнергетики (в 2010 г. компания продемонстрировала снижение выработки электроэнергии на 2% и по итогам 9М10 показала отрицательную валовую прибыль по РСБУ).

В целом новость нейтральна для котировок выпуска ТГК-5-1 (УТМ8.40%), который котируется примерно на одном уровне с облигациями других энергетических компаний, входящих в КЭС-Холдинг: ТГК-6-1 (УТМ8.47%) и ТГК-9-1 (УТМ8.36%).

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



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
15.02.2011	Погашение Москоммерцбанк, 2	3 000
	Погашение ТМК, 3	5 000
	Размещение Алеф-Банк, 1	1 000
	Размещение Кредит Европа Банк, 6	4 000
	Уплата страховых взносов в фонды	
16.02.2011	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
	Погашение НОМОС-Банк, 8	3 000
	Погашение РСХБ, 2	7 000
17.02.2011	Размещение ОФЗ-25077	30 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
18.02.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
	Погашение ОБР-16	
	Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	
	Оферта Глобэксбанк БО-1	5 000



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
17.03.2011	VOCA Vimpelcom Ltd. (утверждение доэмиссии акций в рамках сделки с Wind Telecom)	
31.03.2011	МТС: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
07.04.2011	Vimpelcom Ltd.: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
апрель 2011г.	Отчетность ТНК-ВР Холдинга по МСФО	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

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 Голодикина
+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 Филиппов
+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 — 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.