

# Ежедневный обзор долговых рынков от 28 февраля 2011 г.

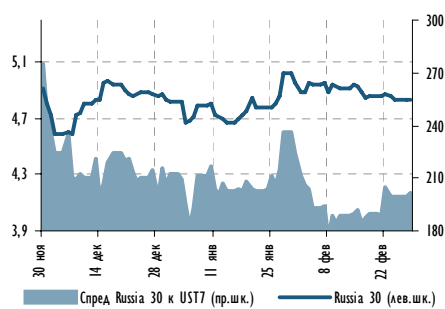


## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>				
EUR/USD	1,375	▼ -0,3%	2,8%	
USD/RUB	28,89	▼ -0,4%	-5,4%	
Корзина валют/RUB	33,78	▼ -0,4%	-3,9%	
<b>Денежный рынок</b>				
Корсчета, млрд руб.	634,6	▲ 82,7	-253,8	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	684,2	▼ -141,8	114,6	
MOSPRIME о/п	3,0	▲ 0,0	1,3	
3М-MOSPRIME	4,0	■ 0,0	-0,1	
3М-LIBOR	0,31	■ 0,0	0,0	
<b>Долговой рынок</b>				
UST-2	0,72	▼ 0,0	0,1	
UST-10	3,41	▼ 0,0	0,1	
Russia 30	4,83	▼ 0,0	0,0	
Russia 5Y CDS	145	▼ -5,6	-0,8	
EMBI+	276	▼ -3	28	
EMBI+ Russia	190	▲ 1	-9	
<b>Товарный рынок</b>				
Urals, долл./барр.	110,02	▲ 1,0%	19,5%	
Золото, долл./унц.	1410,6	▲ 0,6%	-0,7%	
<b>Фондовый рынок</b>				
FTC	1 933	▲ 1,7%	9,2%	
Dow Jones	12 130	▲ 0,5%	4,8%	
Nikkei	10 621	▲ 0,9%	3,8%	

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.** На рынке внешнего долга конъюнктура продолжает улучшаться. Котировки «Тридцатки» по итогам дня выросли примерно на 3/8 п. п. до 115,5625%. Пятилетний CDS-спред на Россию сузился почти на 10 б. п. до 145 б. п. Подтягивались цены и в корпоративных бумагах.

► Мы полагаем, что конъюнктура мировых рынков, которая имеется на сегодняшний день, создает просто уникальные предпосылки для роста котировок ликвидных российских еврооблигаций (подробнее см. Темы глобального рынка).

► **Рублевый долговой рынок** умеренно пострадал из-за неожиданного для основной части наблюдателей решения ЦБ повысить большинство основных ставок. Как мы уже отмечали ранее, в последние недели инвесторы на рынке рублевых облигаций и игроки на рынке оффшорных ставок «расслабились» и перестали верить в то, что ЦБ сможет реально что-то ужесточить. В результате пятничное решение ЦБ привело к умеренному повышению доходности (3–5 б. п.) по ликвидным рублевым облигациям. Оффшорные ставки подросли в среднем на 5–7 б. п. вдоль всей кривой.

► Мы полагаем, что пятничное решение ЦБ означает нечто большее, чем разовое повышение ставок (см. наш комментарий к решению ЦБ в пятничном ежедневном обзоре). Тем не менее в краткосрочной перспективе реакция локального долгового рынка на нынешнее и возможное дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики будет очень сдержанным благодаря избытку ликвидности. В то же время мы полагаем, что, даже несмотря на обилие ликвидности, действия ЦБ в итоге станут ключевым фактором, который определит динамику рынка в 1П10. В этой связи мы по-прежнему не видим серьезного апсайда в рублевых бумагах.

## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- Бегство в качество без бегства в качество: что может быть лучше для российского долга?
- Снижение объема месячных покупок и увеличение сроков: самый вероятный сценарий для QE-2

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Совет директоров ТНК-ВР (BBB-/Baa2/BBB-) по сделке ВР и Роснефти не состоялся из-за неявки представителей ВР
- Evraz (B/B1/B+) может продать свою долю (40%) в Распадской; потенциально позитивно с точки зрения кредитного профиля Evraz

## НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

Коммерческий суд Лондона перенес рассмотрение заявления Telenor о наложении обеспечительных мер на Vimpelcom Ltd. на 1 марта, сообщил Рейтер

## СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- Уплата налога на прибыль



## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

**Бегство в качество без бегства в качество: что может быть лучше для российского долга?**

Прошедшая неделя на глобальных рынках завершилась на несколько шизофренической ноте. Ключевые фондовые рынки развитых и развивающихся стран подросли в среднем в пределах 1–1,5%, а индекс ожидаемой волатильности VIX снизился до 19,22 пункта (-3 п. от недавних максимумов), указывая на то, что опасения рынков, связанные с геополитической нестабильностью, снижаются и инвесторы в целом сохраняют оптимистичный настрой относительно перспектив мировой экономики. В то же время доходность долгосрочных Treasuries продолжила стремительное снижение на фоне стабильных инфляционных ожиданий. Складывается впечатление, что этот рынок по-прежнему под влиянием risk aversion. Кроме того, цены NYMEX WTI все еще держатся в районе 100 долл. за баррель, указывая на сохраняющиеся опасения относительно стабильности поставок нефти.

Дополнительную поддержку рынку Treasuries оказали довольно слабые пересмотренные данные по ВВП США за 4К10 (+2,8% против +3,2%, согласно предыдущей оценке). В результате ставка UST10 упала ниже отметки 3,40%.

Оценка ВВП была пересмотрена главным образом из-за более существенных сокращений госрасходов как на федеральном, так и на местном уровнях. Эта статистика наглядно демонстрирует, как уязвим еще экономический рост и как он зависит от стимулов. Пятничные данные еще раз позволяют предположить, что бюджетная консолидация, необходимость которой сейчас широко обсуждается, может крайне негативно сказаться на будущих темпах экономического роста. В такой ситуации вся ответственность за стимулирование ложится на плечи ФРС, и это означает, что мягкая денежно-кредитная политика сохранится еще долго.

Пока не слишком понятно, как долго могут одновременно расти фондовые рынки, сохраняться нынешние цены на нефть и при этом снижаться доходности Treasuries. Но как бы то ни было, такой расклад, по нашему мнению, создает просто уникальные предпосылки для уверенного роста котировок российских еврооблигаций.

**Снижение объема месячных покупок и увеличение сроков: самый вероятный сценарий для QE-2**

На днях Bloomberg опубликовал обширную статью о главе ФРБ Сент-Луиса Джеймсе Буларде (в этом году не голосует в FOMC). В статье, в частности, приводятся несколько его комментариев относительно будущих действий ФРС, которые мы находим весьма любопытными.

Во-первых, Булард считает, что на заседаниях FOMC 15 марта и 26–27 апреля может обсуждаться сокращение объемов покупки Treasuries в связи с улучшением экономических перспектив. Объем сокращения может составить 100 млрд долл.

Во-вторых, по его мнению, ФРС может решить сворачивать программу QE-2 постепенно и продлить действие программы на третий квартал, чтобы избежать ситуации, когда «ФРС присутствует на рынке еще в пятницу и уже отсутствует в понедельник».

С учетом последней экономической статистики вариант постепенного сворачивания QE, в рамках которого ФРС уменьшает ежемесячный объем покупки Treasuries, но растягивает срок действия программы при неизменности ее общего объема, кажется нам очень вероятным. Не исключено, что ФРС может заявить об этом уже по итогам мартовского заседания. Тем не менее, с учетом нынешнего уровня доходностей долгосрочных Treasuries, такая эволюция QE не кажется нам угрозой для рынка.

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



## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

**ТНК-BP**  
S&P/Moody's/Fitch BBB- / Baa2 / BBB-

### Совет директоров ТНК-BP по сделке BP и Роснефти не состоялся из-за неявки представителей BP

**Новость:** Заседание совета директоров ТНК-BP, назначенное на 25 февраля, на котором предполагалось обсудить сделку BP и Роснефти, не состоялось из-за отсутствия кворума – члены совета директоров от BP не прибыли на заседание. При этом менеджмент ТНК-BP выдал заключение о заинтересованности ТНК-BP заменить BP в сделке BP и Роснефти, включая СП в Арктике и обмен акциями. В частности, совету было предложено одобрить приобретение ТНК-BP 5% акций BP за 7,6 млрд долл. с последующим обменом их на 9,5% акций Роснефти. Следующее заседание совета директоров с той же повесткой дня назначено на 4 марта и пройдет также в Берлине.

**Комментарий:** Напомним, что начало арбитражного процесса в Стокгольме по сделке между BP и Роснефти запланировано на 7 марта. Для одобрения или отказа от сделки требуется единогласное голосование всех членов совета директоров ТНК-BP, и отсутствие решения может повлиять на результаты судебного процесса в Стокгольме. В связи с этим, по нашему мнению, весьма вероятно, что вопрос не будет рассмотрен по существу до начала судебного разбирательства и назначенное на 4 марта заседание СД ТНК-BP вновь не состоится.

Предложение руководства ТНК-BP предлагает вариант участия в сделке через выкуп акций BP примерно за 7,6 млрд долл., что подразумевает рост долговой нагрузки нефтяной компании (Чистый долг/EBITDA более 1,20x) и возможные негативные рейтинговые действия. Поэтому отказ ТНК-BP от участия в сделке мы склонны оценивать как благоприятный для облигаций компании.

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

Иван Хромушин  
Ivan.Khormushin@gazprombank.ru  
+7 495 980 438

**Evrax**  
S&P/Moody's/Fitch B / B1 / B+

### Evrax (B/B1/B+) может продать свою долю (40%) в Распадской; потенциально позитивно с точки зрения кредитного профиля Evrax

**Новость:** По информации газеты «Коммерсант», ссылающейся на некоторых инвестиционных банкиров, Evrax может продать свою долю (40%) в Распадской. То, что «пока прямых предложений не было, но рынок об этом знает», газете подтвердили источники в нескольких металлургических и угольных компаниях. В Evrax от комментариев отказались, представители Millhouse и Распадской заявили, что им неизвестно о планах продажи. По информации Коммерсанта, возможная цена продажи пакета пока неизвестна, но она выше его рыночной стоимости (порядка 2,44 млрд долл. по цене закрытия на ММВБ в пятницу 25 февраля). Обсуждается несколько вариантов продажи, в том числе дробление пакета. Часть акций может выкупить руководство «Распадской», которое также владеет 40% компании, чтобы довести свою долю до контрольной. Частично пакет может быть продан через СПО.

**Комментарий:** Продажа доли в Распадской могла бы стать позитивным событием с точки зрения кредитного профиля компании. По нашим оценкам, если бы пакет был продан по текущим рыночным котировкам, соотношение «Чистый долг/EBITDA» опустилось бы в район 2x (по сравнению с 3x по состоянию на 9M10). Безусловно, ключевым моментом является то, куда будут направлены средства от продажи пакета. Мы не исключаем, что у Евраха есть стимулы сокращать долг, учитывая ограничения, накладываемые существующими кредитными соглашениями на объем инвестиционных расходов компании (в ходе телеконференции по итогам 1П10 менеджмент подтвердил, что такие ограничения действуют в течение 2011 года). В то же время отметим, что компания достаточно давно (с 2008 года) не выплачивала заметных дивидендов акционерам.



Мы полагаем, что если пакет действительно будет продан, а полученные средства – направлены на сокращение долговой нагрузки (а не на выплату дивидендов или новые покупки), это с большой вероятностью приблизит момент повышения кредитных рейтингов Евраз и их возвращения в категорию «Double B» (для сравнения: рейтинги ММК, имеющего соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» на уровне 1,8х, – Вa3 от Moody's и ВВ- от Fitch).

С операционной точки зрения продажа доли в Распадской не ухудшает позиций Evgaz – без учета поставок Распадской собственные угольные активы (Южжубассуголь) покрывали 50% потребностей компании в коксующемся угле в 1П10 и 74% в 2009 году, а закупки у Распадской производятся по рыночным ценам.

Мы не исключаем позитивной реакции в котировках торгующихся публичных долговых инструментов компании в случае подтверждения слухов о продаже пакета Распадской.

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

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



## Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
28.02.2011	Оферта <b>Белон-Финанс, 2</b>	2 000
	Оферта <b>ТГК-6-Инвест, 1</b>	2 000
	Уплата налога на прибыль	
01.03.2011	Аукцион РЕПО сроком 3 месяца	
	Закрытие книги <b>РУСАЛ Братск, 7</b>	15 000
	Закрытие книги <b>СБ Банк БО-1</b>	2 000
02.03.2011	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю, 3 месяца	
	Возврат ВЭБу пенсионных средств с депозитов	33 000
	Размещение <b>ОФЗ-26204</b>	30 000
03.03.2011	Закрытие книги <b>Магнит БО-5</b>	5 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
04.03.2011	Закрытие книги <b>Банк Национальный стандарт, 1</b>	1 500
	Закрытие книги <b>ММК БО-4</b>	5 000
	Погашение <b>Куйбышевазот-инвест, 2</b>	2 000
05.03.2011	Размещение <b>Куйбышевазот-инвест, 3</b>	3 000
	Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	
07.03.2011	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
07.03.2011	Оферта <b>Татфондбанк, 6</b>	2 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
28.02.2011	<b>Еврохим:</b> консолидированные финансовые результаты по МСФО	2010 г.
03.03.2011	<b>Северсталь:</b> финансовые результаты по МСФО	2010 г.
17.03.2011	BOCA <b>Vimpelcom Ltd.</b> (утверждение допэмиссии акций в рамках сделки с Wind Telecom)	
31.03.2011	<b>МТС:</b> финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
07.04.2011	<b>Vimpelcom Ltd.:</b> финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
апрель 2011г.	<b>Отчетность ТНК-ВР Холдинга по МСФО</b>	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 Туинов**

+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

### 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 Пещименти**

+7 (495) 989 91 27

#### Трейдинг

**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

**Алексей Семенов**

директор

+7 (495) 989 91 34

### 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

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.