

Ежедневный обзор долговых рынков от 23 мая 2011 г.

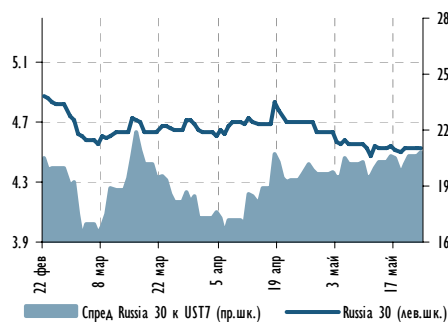


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1.416	▼ -1.0%	5.8%	
USD/RUB	28.17	▲ 0.8%	-7.7%	
Корзина валют/RUB	33.46	▲ 0.3%	-4.8%	
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	747.4	▲ 8.3	-140.9	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	303.7	▼ -58.8	-265.8	
MOSPRIME o/n	4.0	▲ 0.5	2.2	
3M-MOSPRIME	4.2	▲ 0.0	0.1	
3M-LIBOR	0.26	▼ 0.0	0.0	
Долговой рынок				
UST-2	0.51	▼ 0.0	-0.1	
UST-10	3.15	▼ 0.0	-0.1	
Russia 30	4.54	▲ 0.0	-0.3	
Russia 5Y CDS	135	▲ 1.5	-10.3	
EMBI+	276	▲ 1	28	
EMBI+ Russia	189	▲ 3	-10	
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	109.77	▲ 0.7%	19.3%	
Золото, долл./унц.	1512.3	▲ 1.3%	6.4%	
Фондовый рынок				
FTC	1,825	▼ -1.8%	3.1%	
Dow Jones	12,512	▼ -0.7%	8.1%	
Nikkei	9,607	▼ -0.1%	-6.1%	

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 пятницу не продемонстрировал единого тренда, однако в целом оставался довольно сильным. Котировки «Тридцатки» не изменились по сравнению с предыдущим днем, и последние сделки шли в районе 117,375%. Стоит отметить агрессивную фиксацию прибыли в недавно доразмещенном выпуске Russia2018, который сразу после доразмещения «дорастал» до 116%. Мы по-прежнему считаем бумагу слишком дорогой.
- ▶ Сегодня происходящее на глобальных фондовых площадках указывает на негативный старт торгов российскими евробондами.
- ▶ **Рублевый долговой рынок** пережил обычный торговый день, кто-то искал биды, кто-то – офера, единого тренда не было. Сегодня инвесторы могут стать более осторожными на фоне ослабления курса рубля (33,50 RUB/Bkt), последовавшего за ухудшением глобальной конъюнктуры.
- ▶ Кроме того, сохраняется угроза обострения ситуации с ликвидностью в ближайшие дни. Однако Минфин, похоже, предпринимает попытки избавить рынок от серьезных проблем, назначив дополнительный депозитный аукцион (см. Денежный рынок). И вообще, похоже, что Минфин становится главным регулятором денежного предложения со своими инструментами абсорбирования ликвидности, рефинансирования и ставками.
- ▶ Офшорные кривые стали еще более плоскими. Ставка годового NDF сегодня с утра вновь в районе 4,70% (+10 б. п.), в то время как 5-летний контракт по-прежнему указывает рублевую доходность в районе 6,15%.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- ▶ Инвесторы вспомнили о Европе, риски остаются высокими

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- ▶ Рублевый долговой винегрет: пора открыть глаза

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Минфин окажет поддержку банкам

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ Татнефть (-/Ba2/BB): дальнейший рост долговой нагрузки откладывается?

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ Депозитный аукцион Минфина на 70 млрд руб.



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Инвесторы вспомнили о Европе, риски остаются высокими

Несмотря на то что инвесторы, казалось бы, вновь настроились на рост, итоги пятничных торгов, а также динамика фондовых фьючерсов в понедельник с утра не внушают большого оптимизма. В частности, американские индексы закрылись в пятницу снижением примерно на 0,7%, а сегодня с утра фьючерсы на S&P, NASDAQ и DJIA ушли в минус еще на 0,5%. Более процента теряли азиатские индексы.

«Безрисковые» активы – доллар и Treasuries, – наоборот, продолжают расти. В частности, пара евро/доллар потеряла с утра пятницу более двух центов и опустилась ниже 1,41. Ставка UST10 опустилась до 3,15% (-2 б. п.). Между тем американская эпопея с лимитом на объем госдолга привела к росту CDS-спреда на риск США с 43 до 51 б. п. Впрочем, эта оценка пока не выходит за рамки диапазона последних 12 месяцев.

Под давлением остаются и товарные рынки, однако ценам на нефть пока по-прежнему удается держаться. В частности, стоимость барреля WTI по-прежнему не уходит существенно ниже отметки 99 долл., а Brent остается выше 110 долл. Тем не менее технически этот рынок смотрится довольно слабо, и мы не исключаем, что в ближайшее время и здесь может последовать серьезная просадка.

Что касается формальных поводов, то их в очередной раз дала Европа, чем спровоцировала очередную волну бегства в качество. На этот раз напомнила о себе Испания. Партия премьер-министра Хосе Луиса Родригеса Сапатеро потерпела поражение на региональных выборах, и у инвесторов появился повод подозревать, что на уровне регионов может обнаружиться ранее неизвестный долг. Плюс к этому очередное понижение рейтингов Греции, разногласия относительно мер финансовой поддержки и признание агентством S&P риска понижения рейтингов Италии.

Подобный новостной фон создает предпосылки для снижения котировок на рынке российского внешнего долга, курса рубля, а также в акциях на сегодняшних торгах сегодня.

В общем и целом мы по-прежнему склонны считать, что риски по длинным позициям, особенно в корпоративных евробондах, сейчас гораздо выше, чем возможные дополнительные доходы.

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

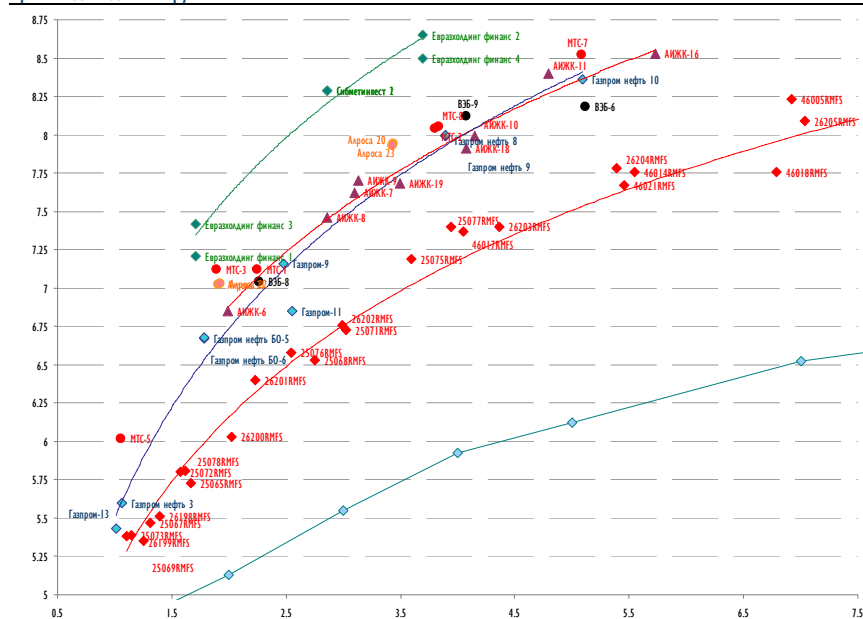
ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Рублевый долговой винегрет: пора открыть глаза

Может быть еще и не пришел период устойчиво дефицитной ликвидности, однако уже совершенно очевидно, что в ближайшее время того изобилия, что наблюдалось в начале этого года, не будет. Кроме того, представители Минфина вновь заговорили о том, что они хотели бы выполнить первоначальный план по заимствованиям на внутреннем рынке (1,7 трлн руб.) и, более того, готовы быть щедрее при размещении длинных бумаг. Помимо всего прочего растет волатильность глобальных рынков. В этой связи инвесторам на рублевом долговом рынке уже нельзя быть столь беспечными, как раньше.

Ценообразование на рынке локального долга неэффективно, и если раньше избыток денег позволял закрывать на это глаза, то с ростом рисков увеличиваются шансы, что рано или поздно инвесторы обратят на эту неэффективность внимание. В данном случае речь идет даже не о третьем эшелоне. Даже в качественных бумагах прослеживается, что инвесторы не хотят замечать никаких различий в кредитном качестве. Ниже – кривая доходности рублевых облигаций из эмитентов разных секторов. Точнее, их типичных представителей.

Кривая доходности рублевых облигаций

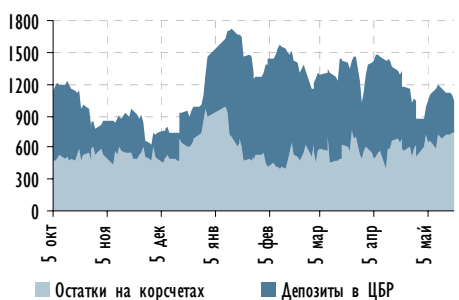


Источник: Bloomberg, Газпромбанк

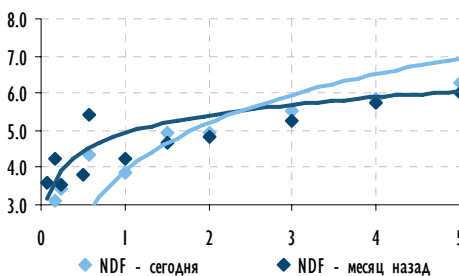
Инвесторы не делают никаких различий между такими эмитентами как ВЭБ, МТС, Агросса, АИЖК, Газпром нефть. В сегменте дюрации около 4 лет наблюдается полный «винегрет», и этот винегрет находится менее чем в 100 б. п. над кривой ОФЗ. Это особенно опасно с учетом того, что планы по заимствованиям самого Минфина весьма амбициозны.

В случае если в ближайшие месяцы продолжится плавное ухудшение ситуации с рублевой ликвидностью и в отсутствие каких-то потрясений (резкое падение цен на нефть, бегство в качество и т. д.). Наиболее вероятным сценарием для рынка локального долга видится следующий. Снижение активности на первичном рынке, падение торговой активности в корпоративных бондах, рост ставок кросс-валютных свопов и NDF. В случае если эмитенты будут пытаться размещать бумаги на слабом рынке, возможно расслоение кривой доходности: старый, низколиквидный и низкодоходный слой, и новый, более ликвидный и более доходный. Положение кривой ОФЗ будет зависеть от того, насколько агрессивно Минфин в действительности будет стремиться к исполнению плана по заимствованиям.

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

Минфин окажет поддержку банкам

На прошедшей неделе российская банковская система испытала довольно существенный отток ликвидности в связи с началом периода налоговых выплат. Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ к концу недели опустилась ниже 1,0 трлн руб. (-157 млрд руб. за неделю), однако стоимость заимствования на денежном рынке не превышала 3,85% (по кредитам о/п для банков первого круга), что в целом свидетельствует об отсутствии острого дефицита ликвидности.

На предстоящей неделе Минфин предпримет попытку несколько ослабить давление на ликвидность, предоставив банкам возможность рефинансироваться на довольно привлекательных условиях в рамках двух (а не одного, как обычно) депозитных аукционов на общую сумму 140 млрд руб. Мы полагаем, что банки воспользуются данной опцией, поскольку на неделе им предстоит еще одно непростое испытание: в среду 25 мая банки должны перечислить в бюджет платежи по акцизам и НДС/ПИ. Потенциальный отток средств в связи с данными выплатами может составить до 200 млрд руб.

Отметим, что сегодня банки выставляют котировки на уровне 3,65–4,15% (ставки по кредитам о/п для банков первого круга), что пока несущественно превышает уровни прошлой недели. Благодаря действиям Минфина дальнейшего роста ставок, вероятно, удастся избежать, однако возврата на уровни около 3,0% мы пока не ожидаем.

Что касается аукциона по продаже ОБР-19 (на сумму 10 млрд руб.), который запланирован на четверг, то его успех представляется нам сомнительным, особенно в преддверии заседания совета директоров ЦБ по ставкам 30 мая. Аналогичная участь в условиях дефицита ликвидности может постигнуть и размещение ОФЗ.

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Татнефть
S&P/Moody's/Fitch – / Ba2 / BB

Татнефть: дальнейший рост долговой нагрузки откладывается?

Новость: В прошедшую пятницу генеральный директор Татнефти Шафагат Тахаутдинов заявил, что в результате ввода формулы 60–66, срок окупаемости ТАНЕКО может вырасти в два раза, с 7-8 лет до 15 лет.

По словам г-на Тахаутдинова, выпадающие доходы компании до 2016 г. составят 34 млрд руб. В результате компания может рассмотреть перенос сроков строительства второй очереди ТАНЕКО, которая должна была увеличить мощность завода до 14 млн т в год с текущих 7 млн т.

При этом г-н Тахаутдинов отметил, что представители компании ведут переговоры с профильными министерствами о компенсации выпадающих доходов.

Комментарий: Напомним, что ранее принятое решение о начале строительства второй очереди нефтеперерабатывающего завода постоянно переносилось (см. комментарий от 27 апреля 2011 г.). Основные работы по первой очереди НПЗ были завершены в 4К10. Строительство нефтеперерабатывающего завода привело к росту долговой нагрузки компании: только по итогам 2011 г. чистый долг Татнефти до 97,8 млрд руб. (+49% г/г), в то время как финансовый долг увеличился до 115 млрд руб. (+28,6%). Соотношение «Чистый долг/ЕВITDA» на конец 2010 г. оценивается нами на уровне 1,3х.



Мы расцениваем вышеуказанные новости как позитивный знак для кредитных метрик компании: перенос сроков строительства второй очереди ТАНЕКО позволяет нам рассчитывать на снижение долговой нагрузки за счет роста денежного потока и постоянного уровня долга.

В настоящее время на рублевом рынке облигаций обращается единственный выпуск биржевых облигаций Татнефти БО-1 (УТМ 6,72%), который характеризуется низкой ликвидностью и котируется с небольшой премией (15–20 б. п.) к кривой доходности выпусков Газпром нефти (BBB-/Baa3/-) и Лукойла (BBB-/Baa2/BBB-), эмитенты которых характеризуются более сильными кредитными метриками. Мы считаем, что выпуск должен торговаться с премией не менее 30–40 б. п.

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

Александр Назаров
Alexander.Nazarov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 21476



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
24.05.2011	Закрытие книги Банк Зенит БО-6	5,000
	Погашение Атомстройэкспорт-Финанс, 1	1,500
	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
25.05.2011	Погашение НС-Финанс, 1	2,000
	Уплата акцизов, НДС	
	Аукцион 3-летних ОФЗ	20,000
26.05.2011	Оферта АВТОВАЗ, 4	5,000
	Погашение Республика Саха (Якутия), 34003	2,500
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
27.05.2011	Закрытие книги Акрон, 4 и Акрон, 5	7,500
30.05.2011	Оферта ИТЕРА Финанс, 1	5,000
	Уплата налога на прибыль	
31.05.2011	Погашение Группа Черкизово, 1	2,000
	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
01.06.2011	Аукцион 10-летних ОФЗ	20,000
	Погашение Москва, 58	15,000
	Погашение Татфондбанк, 4	1,500
	Возврат ЦБР 3-месячных ломбардных кредитов	
02.06.2011	Оферта Банк Спурт, 2	1,000
	Погашение Карелия, 34012	1,000
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
03.06.2011	Погашение Главная дорога, 1	300

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
24.05.2011	Черкизово: финансовые результаты по US GAAP	1K11
26.05.2011	Лукойл: финансовые результаты по US GAAP	1K11
26.05.2011	X5 Retail Group: финансовые результаты по МСФО	1K11
май	Банк Москвы: финансовые результаты 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

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

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

Редакторская группа

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 983 18 00 доб. 21476

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 Демкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 21426

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

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

Трејдинг

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

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. 21455

Трејдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

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) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трејдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

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.