

# Ежедневный обзор долговых рынков от 24 мая 2011 г.

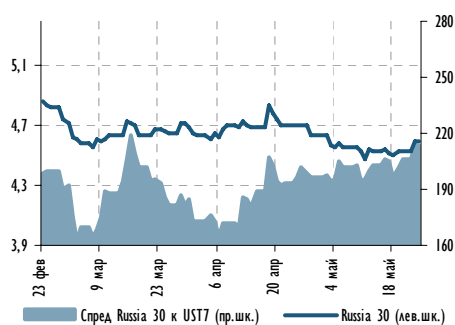


## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>				
EUR/USD	1,405	▼ -0,8%	5,0%	
USD/RUB	28,50	▲ 1,2%	-6,7%	
Корзина валют/RUB	33,68	▲ 0,7%	-4,2%	
<b>Денежный рынок</b>				
Корсчета, млрд руб.	718,6	▼ -28,8	-169,7	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	250,9	▼ -52,8	-318,7	
MOSPRIME о/п	3,8	▼ -0,2	2,0	
3М-MOSPRIME	4,2	▲ 0,0	0,1	
3М-LIBOR	0,26	▼ 0,0	0,0	
<b>Долговой рынок</b>				
UST-2	0,53	▲ 0,0	-0,1	
UST-10	3,13	▼ 0,0	-0,2	
Russia 30	4,60	▲ 0,1	-0,2	
Russia 5Y CDS	141	▲ 5,9	-4,4	
EMBI+	281	▲ 5	33	
EMBI+ Russia	195	▲ 6	-4	
<b>Товарный рынок</b>				
Urals, долл./барр.	106,96	▼ -2,6%	16,2%	
Золото, долл./унц.	1517,0	▲ 0,3%	6,8%	
<b>Фондовый рынок</b>				
PTS	1 765	▼ -3,3%	-0,3%	
Dow Jones	12 381	▼ -1,0%	6,9%	
Nikkei	9 461	▼ -1,5%	-7,5%	

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 этот раз не смог проигнорировать всеобщие негативные настроения (см. Темы глобального рынка). Котировки «Тридцатки» упали примерно на 0,5 п. п. до 116,875%. Цены на качественные корпоративные долговые инструменты снизились в пределах 0,25–0,75% в зависимости от дюрации; тем не менее активность торгов остается невысокой, спешно сокращать позиции в долгах EM инвесторы не хотят.

► Сегодня с утра динамика фьючерсов на глобальные фондовые индексы подсказывает, что открытие европейских торгов на рынке внешнего долга будет весьма спокойным. Тем не менее мы опасаемся, что передышка может оказаться довольно краткосрочной.

► Рублевый долговой рынок вчера также пострадал от снижения котировок. В частности, длинные ОФЗ и наиболее ликвидные корпоративные инструменты потеряли в цене несколько десятков б. п.

► Курс рубля остается под давлением из-за событий на мировых рынках, даже несмотря на налоговые платежи. Глубина коррекции с конца прошлой недели уже составила около 30 копеек. Сегодня с утра корзина стояла в районе 33,65 RUB/Bkt

► Офшорные ставки остаются довольно стабильными. В частности, годовой NDF/XCCY указывает на доходность чуть выше 4,70%, 5-летний – около 6,35%.

► Налоговых выплат вчера не было, ликвидность и ставки МБК пока остаются стабильными, но запаса ликвидности по-прежнему нет, и угроза резкого роста ставок денежного рынка сохраняется (см. Денежный рынок).

## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

► Коррекция набирает скорость и инерцию

## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

► Справедливое положение субординированного РСХБ

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

► Спасение утопающих – дело рук самих утопающих

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

► Северсталь (ВВ-/ВаЗ/ВВ-) может привлечь синдицированный кредит на 5 млрд дол. для финансирования покупки Распадской. Возможно сужение спреда евробондов Евраз к Северстали

## СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- Минфин разместит на депозитах в банках до 70 млрд руб.
- Размещение UST-2



## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

**Коррекция набирает скорость и инерцию**

Чем примечателен нынешний европейский кризис, так это тем, что в какой момент времени ни взгляни в сторону Европы, там всегда найдется какой-нибудь негатив, достаточно серьезный, чтобы оправдать «бегство в качество». Другое дело то, что далеко не всегда инвесторы готовы этот негатив замечать, поэтому плохие новости из Европы совершенно невозможно использовать для предсказания коррекций. Новости плохие все время, но рынки падают лишь время от времени.

Очень похоже, что пришло время очередного такого падения. Коррекция на глобальных фондовых рынках и в динамике курса европейской валюты уже набрала собственную логику, силу и инерцию, и теперь с этого пути свернуть будет уже не так просто. Вчера европейские фондовые индексы потеряли в среднем около 2%, более чем на 1% упали индексы США, пара евро/доллар тестировала отметку 1,40, а CDS-спреды европейских стран, включая Испанию и Италию, расширились.

Инвесторы начинают опасаться, что долговые проблемы начинают распространяться с периферии в «сердце» Европы. Поводом для таких опасений стала угроза понижения рейтингов Бельгии (Fitch) и Италии (S&P). Кроме того, хоть Греция и приступила к форсированной распродаже активов, возможность мягкой реструктуризации ее долга (так называемого «репрофилирования») обсуждается все более широко. Bloomberg, ссылаясь на мнение Нуриэля Рубини, пишет, что в рефинансировании греческого долга в 2012–2013 гг. имеется «дыра» объемом 30 млрд евро.

Мы опасаемся, что потенциал дальнейшего «бегства в качество» сохраняется и дальнейшее падение – как фондовых индексов, так и курса евро, а также цен на нефть – весьма вероятно. Помимо формальных поводов для снижения, на наш взгляд, есть еще и «неформальный» – грядущее окончание QE в США. Вполне вероятно, что в этой связи котировки различных категорий российских активов, в том числе еврооблигаций, курса рубля и акций, а также в меньшей степени – рублевого долга будут оставаться под давлением.

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

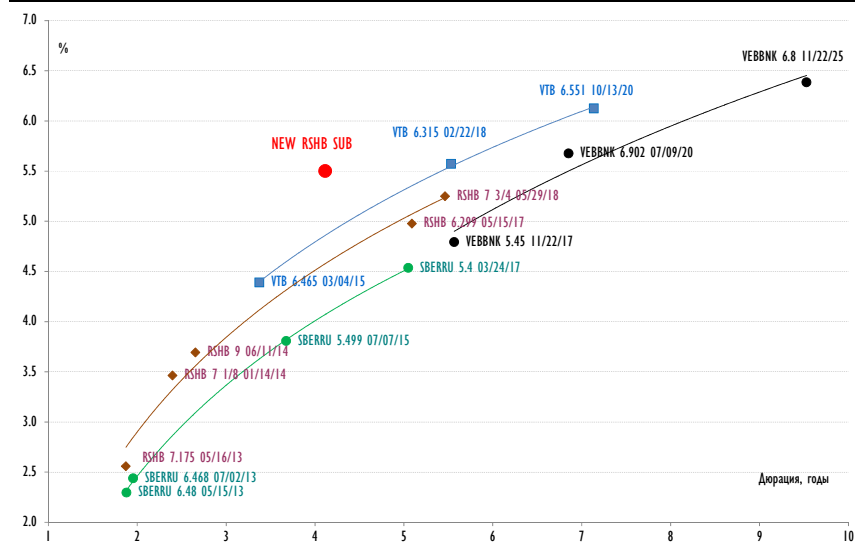


## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

## Справедливое положение субординированного РСХБ

Продолжается маркирование субординированных долларовых бондов РСХБ. Ориентиров пока нет, но известно, что это будет 10-летний выпуск с колл-опционом через 5 лет и step-up купонов на случай неотзыва. По нашим оценкам, премия за субординацию по долгам квазисуверенных банков сейчас должна составлять около 75 б. п., что при нынешнем положении кривой РСХБ дает нам купон на ближайшие пять лет в районе 5,5%.

## Кривая доходности долларовых еврооблигаций госбанков



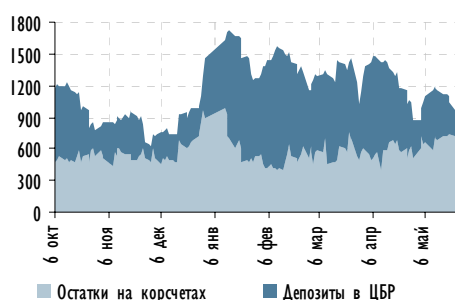
Источник: Bloomberg

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



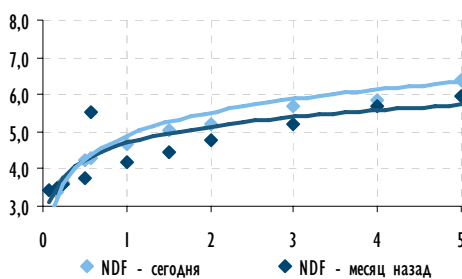
## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## Спасение утопающих – дело рук самих утопающих

Минфин протянул банкам руку помощи, однако они ею не воспользовались, а вернее, воспользовались в крайне ограниченном объеме: в рамках вчерашнего внеочередного депозитного аукциона Минфина спрос составил всего 13 млрд руб. из предложенных 70 млрд руб. И это – несмотря на невысокий запас прочности банковских балансов (сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ по-прежнему не превышает 1,0 трлн руб.) и довольно привлекательные условия размещения бюджетных средств (средневзвешенная ставка на вчерашнем аукционе составила 3,95% – лишь незначительно выше стоимости заимствования о/п на рынке МБК).

Сегодня Минфин предложит банкам еще 70 млрд руб. временно свободных средств федерального бюджета для размещения на банковских депозитах. Нам кажется неразумным отказываться от рефинансирования в преддверии выплат акцизов и НДС (их нужно будет перечислить их в среду 25 мая), однако банки, по всей видимости, принимают во внимание какие-то другие факторы, которые для нас пока неочевидны.

Стоимость заимствования на рынке МБК в понедельник не претерпела существенных изменений: ставки о/п для банков первого круга находились в диапазоне 2,75–3,50%. Сегодня утром банки выставляют котировки на уровне 3,0–3,5%, что указывает на отсутствие дефицита ликвидности. В этой связи спрос в рамках сегодняшнего депозитного аукциона Минфина остается под вопросом.

На валютном рынке вчера произошло резкое ослабление рубля. Этому способствовало укрепление доллара по отношению к большинству мировых валют на фоне «бегства в качество» в совокупности со снижением цен на нефть. Тем не менее предстоящие налоговые выплаты могут несколько ослабить давление на российскую валюту, в связи с чем темпы ослабления рубля могут замедлиться.

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



## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Северсталь  
S&P/Moody's/Fitch BB- /Ba3 / BB-

Северсталь может привлечь синдицированный кредит на 5 млрд долл. для финансирования покупки Распадской. Возможно сужение спреда евробондов Евраз к Северстали

**Новость:** Как сообщают Ведомости и Bloomberg со ссылкой на источники в банковских кругах, Северсталь ведет переговоры с банками о возможности привлечения синдицированного кредита на 5 млрд долл. Эти средства могут быть частично использованы для финансирования выкупа 80% акций Распадской, а также на другие цели. По словам официального представителя компании (приводит Bloomberg), Северсталь не принимала никаких решений о привлечении кредита.

**Комментарий:** Слухи о том, что Северсталь рассматривает возможность приобретения 80% Распадской, появились еще на прошлой неделе (см. наш комментарий в ежедневном обзоре долговых рынков от 19 мая). Очевидно, пока процесс продажи пакета (40%-ной доли Евраз и такой же доли менеджмента Распадской) находится на «начальной» стадии. По данным источников Ведомостей, Северсталь не готова давать премию за пакет, что, по всей видимости, расходится с позицией продавцов (рыночная стоимость 80% Распадской сейчас составляет около 3,4 млрд долл., тогда как фигурировавший в СМИ ориентир цены, по которой предлагается пакет – 4–6 млрд долл.). В то же время, даже если сделка по приобретению Распадской не состоится, мы не исключаем, что заемные средства могут быть использованы для финансирования других покупок, а также новых инвестиционных проектов – ранее компания заявляла, что рассматривает возможность строительства сталепрокатного завода в Индии.

Если предположить, что Северсталь займет 5 млрд долл. и купит 80% Распадской по «верхней границе» предполагаемого диапазона цены – 6 млрд долл., по нашим оценкам, соотношение чистого долга и EBITDA на конец 2011 г. (на основе консенсус-прогноза по EBITDA Северстали 4,2 млрд долл. и Распадской – 670 млн долл.) может составить порядка 1,9х, против 1,2х на конец 1К11. При этом чистый долг Евраз на конец 2011 г. в этом случае может сократиться до 1,3х EBITDA 2011Г (2,7х – на конец 1К11), если средства от продажи 40% акций Распадской будут направлены на погашение долга. Если Евраз предпочтет направить средства от продажи своей доли в угольной компании на другие цели (выплата дивидендов, новые приобретения), сокращение левериджа будет менее существенным. В то же время, учитывая ожидаемый рост денежных потоков, соотношение чистого долга и EBITDA без учета средств от продажи Распадской, по нашим оценкам, по итогам 2011 г. сократится до 1,9х.

Как следствие, если предполагаемые планы Северстали по привлечению долга и покупке пакета Распадской подтвердятся, расположение кривых Евраз и Северстали на рынке еврооблигаций может измениться – текущая премия, составляющая порядка 40 б. п. для длинных выпусков (Evrz 18 к Severstal 17), может сократиться до нуля или даже стать отрицательной. В этом свете инвесторам, уверенным в том, что Северсталь в итоге привлечет средства на новые покупки, имеет смысл сделать ставку на сужение спреда через покупку длинного выпуска Evraz 18 и продажу Severstal 17.

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



## Календарь событий долгового и денежного рынка

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

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Календарь основных корпоративных событий

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