

Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

Ревью предыдущего дня

- **«Скромная» реакция на европейские новости.** Первоначальная реакция на неожиданный поворот в европейской долговой саге оказалась на удивление скромной. Фондовые активы вчера отделались снижением на 0.5-0.8%, и даже бонды периферийных суверенов практически не пострадали. Сегодняшнее голосование кипрских парламентариев, однако, может добавить нервозности.
- **Еврооблигации продавали из-за Кипра.** Суверенная кривая и премия CDS России слабо отреагировали на новости о возможной национализации части депозитов в кипрских банках. Корпоративный сегмент под давлением продавцов отметился более существенным ростом доходностей.
- **Рубль отступил на новостях из Кипра.** Решение о национализации около 8% депозитов в кипрских банках обусловило сдержанную коррекцию рубля (корзина 34.90, +3 коп). На сегодняшних торгах рубль продолжит движение вблизи вчерашних уровней в ожидании итогов голосования по «депозитному» вопросу. Однако в ближайшие дни проблема может усугубиться, что спровоцирует попытку корзины вновь протестировать уровень 35.00.
- **Депозиты Минфина помогут смягчить стресс в марте, но не решают структурную проблему.** Минфин нарастил предложение депозитов до 300 млрд руб. за последние две недели, увеличив их срочность до 2-4 недель. Этой меры может быть достаточно для краткосрочной компенсации нехватки ликвидности, однако данные шаги не решают структурную проблему, оставляя в центре внимания необходимость трансформации инструментов рефинансирования ЦБР.
- **Госбумаги встретили интерес нерезидентов.**

Макроэкономика

- **Промышленное производство.** Падение промышленности смягчит риторику Банка России.

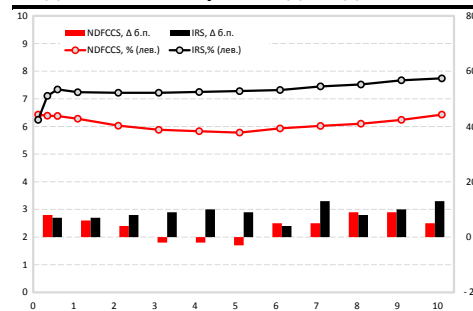
Корпоративные новости

- **Мечел.** Moody's понизило кредитный рейтинг компании до В3 с негативным прогнозом.

Основные события дня

Показатель	Страна	Период
Индикатор деловых настроений по оценке ZEW	Еврозона	Март
Объем начатого строительства	США	Февраль

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, Московская Биржа, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач.	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	1.95	-7.50	-10.30
BUND'10Y, %	1.41	-6.60	-10.90
ЦВОР'ЭМ, %	0.28	+0.00	+0.00
Россия'30, %	3.11	-3.60	-3.20
MosPrime'ON, %	6.11	+11.00	-16.00
iTraxx Xover, б.п.	414.22	+11.56	+11.42
EMBI+Sov, б.п.	281.66	+9.25	+11.86
Россия'5Y CDS, б.п.	141.87	+1.37	+1.54
Коррсчета, млрд. руб.	774.00	-22.40	-100.80
Депозиты, млрд. руб.	107.30	+1.00	-28.10
Операции с ЦБ, млрд. руб.	-24.30	-47.30	+26.80
Dow Jones	14 452.06	-0.60	+0.03
S&P500	1 552.10	-0.72	-0.27
PTC	1 494.30	-2.77	-3.05
ММВБ	1 462.82	-2.47	-2.82
Золото, \$/тр. унц.	1 605.63	+0.96	+1.60
Нефть Brent \$/барр.	109.51	+0.50	-0.65
Руб./\$	30.83	+0.16	+0.30
Руб./Корзина	34.93	+0.07	+0.05

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

Перечень наших свежих публикаций
[на последней странице](#)

Ревью предыдущего дня

- **«Скромная» реакция на европейские новости**

Первоначальная реакция на неожиданное развитие событий в Европе оказалась на удивление скромной. Вероятно, инвесторы пока не полностью оценили прецедентные последствия такой «недружелюбной» по отношению к вкладчикам реструктуризации, а, возможно, воодушевились планами киприотских лидеров перераспределить «налоговую» нагрузку в пользу менее защищенных слоев населения с вкладами размером меньше €100 тыс. (которые должны были быть защищены гарантией по вкладам). Как бы то ни было, фондовые индексы, ведомые распродажами акций финансовых институтов, отделались снижением в пределах 0.5-0.8%, единая европейская валюта потеряла лишь 0.9%, и даже суверенные бонды периферийных стран практически не пострадали (+3-5 бп по доходности).

Учитывая «неожиданный» поворот событий в европейской долговой саге, статистическая картина пока отходит на второй план, тем более что сегодняшние релизы вряд ли преподнесут сюрпризы – данные по американскому рынку недвижимости, вероятно, подтвердят тренд на постепенное восстановление строительного сектора, а деловая активность в Европе (ZEW, промпроизводство Италии) остается подавленной. Основное же внимание инвесторов привлечет голосование киприотских парламентариев по условиям предоставления финансовой помощи, что, учитывая острую социальную и политическую подоплеку, обещает добавить нервозности на мировые рынки.

- **Еврооблигации продавали из-за Кипра**

Новости о возможной национализации части депозитов в кипрских банках оказали слабое влияние на доходности суверенных бенчмарков (RUSSIA 03/30 (3.11%; +1 бп), RUSSIA 04/42 (4.72%; 0 бп)), а премия CDS России повысилась до 142 бп. В корпоративном сегменте под давлением продавцов умеренным ростом доходностей в пределах 2-4 бп отметились нефтегазовые бенчмарки, а доходности бумаг банков и металлургов повысились на 5-10 бп. Возглавили список аутсайдеров евробонды Вымпелкома, прибавившие до 15 бп в доходности.

Кроме того, вчера появились сообщения, что ТМК с 20 по 25 марта проведет роуд-шоу выпуска еврооблигаций в США и Европе. Параметры выпуска пока не сообщаются. По опыту последних сделок компаний металлургического сектора, речь, вероятно, будет идти о размещении пятилетних бумаг. Находящийся в обращении выпуск TRUBRU 01/18 при дюрации 4.12 года торгуется с премией 505 бп к свопам, что предполагает премию около 30 бп к длинному участку кривой Евразы и, на наш взгляд, свидетельствует о переоцененности бумаг. Мы считаем, первичное предложение компании потребует премию к вторичному рынку, и оцениваем справедливый уровень компенсации в виде премии не менее 50 бп к бумагам Евразы.

- **Рубль отступил на новостях из Кипра**

Необходимое условие национализации около 8% депозитов (шкала до сих пор обсуждается) в банках Кипра, озвученное властями Кипра во время уикенда, ожидаемо негативно отразилось на позициях рубля, вызвав сдержанную коррекцию против бивалютной корзины. Отскочив в первой половине дня к отметке 35.00, бивалютная корзина так и не смогла пробить важный психологический уровень, встретив сопротивление со стороны экспортных продаж. В ходе вечерней сессии

смягчение панических настроений улучшило динамику рубля и позволило ему отыграть утреннее снижение (34.90, +3 коп).

На сегодняшнем открытии рубль остался вблизи вчерашних уровней. Настороженная позиция участников рынка в ожидании итогов парламентского голосования по «депозитному» вопросу (8 часов вечера по МСК) ограничит волатильность рубля в ходе сегодняшних торгов. И хотя предварительные сообщения ключевых политических фигур Кипра указывают на отказ от введения налога на депозиты, подобное обсуждение может стать серьезным негативным триггером для краха кипрской банковской системы и обострения проблем в банковской системе Европы. Этот фактор может вынудить бивалютную корзину более основательно протестировать отметку 35.00 в ближайшие дни.

- **Депозиты МинФина помогут смягчить стресс в марте, но не решают структурную проблему**

МинФин наращивает размещение депозитов. В противовес нависающей над денежным рынком угрозы усугубления структурного дефицита ликвидности, начиная с конца 1к'13, Казначейство РФ начало наращивать объемы размещения свободных средств федерального бюджета на банковские депозиты. Только за последние две недели объем предложения необеспеченного рефинансирования от МинФина вырос до 300 млрд рублей, а срочность при неизменном уровне минимальных ставок (6.0%) увеличилась до 2-4 недель.

Необеспеченное фондирование от МинФина может сгладить мартовский налоговый период. Такая тактика МинФина может существенным образом поменять краткосрочную расстановку сил на денежном рынке в свете грядущего в ближайшие недели сжатия ликвидности. Так, если Казначейство увеличит совокупный объем размещения до 300 млрд рублей, это потенциально может нивелировать месячный отток ликвидности по бюджетному каналу (порядка 300 млрд рублей). Приток необеспеченного фондирования, в свою очередь позволит сохранить задолженность по РЕПО с ЦБР вблизи 1.6-1.7 трлн рублей, что не должно эскалировать проблему с нехваткой (неравномерным распределением) рыночного обеспечения. Таким образом, при условии «щедрых» лимитов от МинФина (по необеспеченным депозитам) и ЦБР (по РЕПО) ставки денежного рынка в течение налогового периода могут остаться в пределах 5.5-6.0%.

Депозиты МинФина не решают структурную проблему. В среднесрочной перспективе депозиты МинФина вряд ли решат структурную проблему оттока ликвидности.

- Во-первых, ресурсы МинФина ограничены (на начало месяца остаток свободных средств составлял чуть более 700 млрд рублей), а сезонный профицит бюджета характерен не только для федерального бюджета, но и для региональных бюджетов, что ограничивает возможности МинФина полностью компенсировать отток ликвидности по бюджетному каналу.
- Кроме того, размещение депозитов, очевидно, представляет неразрешимый конфликт интересов для МинФина: в целях пополнения казны Казначейство априори заинтересовано в более высоких ставках, а для системного решения проблемы необходим стабильный инструмент рефинансирования с прогнозируемыми ставками.
- Дополнительным ограничением также является понятная осторожность МинФина в части принятия кредитного риска и планы по переходу к залоговым депозитам

(что окажет дополнительное давление на и так уже высокий уровень использования рыночного обеспечения).

Таким образом, по мере интенсификации оттока ликвидности в последующие месяцы объемов предложения беззалоговой ликвидности от Минфина будет недостаточно, что учитывая «рыночный» характер размещения (аукцион) непременно приведет к росту эффективных ставок привлечения (и, соответственно ставок денежного рынка) до альтернативных источников рефинансирования (валютный своп и 312-П).

Реформирование инструментария рефинансирования ЦБР – единственный выход. Именно по этой причине мы не перестаем повторять о необходимости реформирования монетарным регулятором «вспомогательных» инструментов рефинансирования (валютный своп, 312-П). В этом случае беззалоговые депозиты Минфина будут конкурировать с альтернативными источниками обеспеченной ликвидности от ЦБР (что ограничит их искажающее влияние), а система рефинансирования в целом приобретет сбалансированный вид, способствуя стабилизации ставок денежного рынка (что должно быть основной операционной целью регулятора).

- **Госбумаги встретили интерес нерезидентов**

Негативная реакция рынка рублевых облигаций в ответ на предложенное решение банковского кризиса на Кипре и сопутствующие опасения за европейскую банковскую систему не заставила себя долго ждать. Темпы падения котировок бенчмарковых выпусков вдоль кривой достигали масштабов 100 бп от цены, однако менее значительные масштабы коррекции мировых площадок впоследствии способствовали частичному восстановлению покупательной активности. При этом помимо интереса внутренних инвесторов были отмечены интересы нерезидентов. В результате закрытие состоялось в пределах снижения котировок на 30-50 бп от уровней понедельника, что эквивалентно росту доходностей на 4-5 бп на длинных дюрациях (более 7-ми лет) и 9-10 бп на средних дюрациях (от 4-х до 7-ми лет).

Корпоративный сектор без задержки следовал за коррекцией госбумаг: помимо расширения bid/ask спредов на всем спектре отраслевых бенчмарков, большинство отраслевых лидеров – банков первого эшелона, металлургов, нефтегазовых и инфраструктурных компаний – демонстрировали рост доходностей на 3-5 бп, 9-10 бп, 7-12 бп и 5-6 бп, соответственно. Чуть лучше рынка выглядели бумаги телекомов, однако покупки сосредоточились на дюрациях в пределах 3-х лет.

Тем временем, в ходе сессии вторника участники денежного рынка вопреки двойному переспросу на дневном аукционе РЕПО с ЦБР остались на стороне предложения ликвидности. Ставки денежного рынка концентрировались возле отметки 5.75%, а «экстренные» инструменты по-прежнему были вне поля зрения. Сегодня ЦБР предложит недельное РЕПО в объеме 1.35 трлн руб. (погашение 1.15 трлн руб.), которых в условиях ненасыщенной событиями недели должно быть вполне достаточно для удержания ставок в пределах 6.00%. Однако уже следующий понедельник будет сопряжен с выплатой НДС и акцизов и, вполне вероятно, потребует более щедрых лимитов на дневном интервале.

Владимир Кольчев
+7 (495) 725-56-37
VKolychev@mx.rosbank.ru

Евгений Кошелев, CFA, FRM
+7 (495) 662-1300, доб. 14838
EKoshelev@mx.rosbank.ru

Владимир Цибанов
+7 (495) 662-1300, доб. 14834
VNTsibanov@mx.rosbank.ru

Макроэкономическая статистика

Понедельник, 18 марта

Показатель	Период	Значение	Предыдущий период	Опрос	Прогноз Росбанка
Промышленное производство (г/г)	февраль	-2.1%	-0.8%	-1.0%	-1.8%

Промышленное производство. Промышленное производство в России продолжило разочарывающую тенденцию в феврале. Хотя спад промышленного выпуска в годовом исчислении в основном связан с календарным эффектом (високосным 2012 годом), тем не менее, с учетом коррекции на сезонность и календарные эффекты, последовательная месячная динамика также выглядит довольно сдержанной. Падение промышленного производства, безусловно, должно стать еще одним аргументом в пользу смягчения монетарной политики, однако снижение ставок по-прежнему сдерживается высокой инфляцией, и мы не ожидаем их сокращения до начала 3-го квартала. В то же время ЦБ может ослабить монетарные условия и раньше, изменив операционную структуру инструментов реформирования.

Компоненты промышленного производства, (г/г)



Источник: Росстат, Росбанк

Владимир Колычев
+7 (495) 725-56-37
VKolychev@mx.rosbank.ru

Владимир Цибанов
+7 (495) 662-1300, доб. 14834
VNTsibanov@mx.rosbank.ru

Корпоративные новости

Корпоративные события: Мечел

- **Moody's понизило кредитный рейтинг Мечела до В3 с негативным прогнозом**

В своем пресс-релизе агентство отмечает, что причиной снижения рейтинга и изменения прогноза стал ряд факторов, а именно: высокая долговая нагрузка компании, неизбежность нарушения Мечелом финансовых ковенантов, неопределенность в отношении их пересмотра, а также неблагоприятная ситуация на рынке коксующегося угля.

Мы считаем, что понижение рейтингов компании ожидаемо рынком. По нашим оценкам, долговая нагрузка по показателю Чистый долг/ЕБИТДА на конец 2012 г. составила около 6х, в то время как ковенантами предусмотрено предельное значение соотношения на уровне 5.5х. Тем не менее, поскольку действие данных ковенантов распространяется только на часть кредитного портфеля компании, Мечелу, вероятно, предстоят переговоры только с российскими кредиторами (по синдицированному кредиту ковенанты установлены на уровне 3.5х для Мечел Майнинг, данные условия, на наш взгляд, были выполнены, а по облигациям ограничения отсутствуют).

Частично снижению долговой нагрузки способствует деятельность компании в отношении продажи непрофильных активов. Так, компания уже продала металлургические и энергетические активы в Европе, а в конце прошлой недели Bloomberg сообщил о том, что Glencore интересуется приобретением

ферросплавных активов. Мы считаем, что если сделка состоится, Мечел получит до \$150 млн, что не решит проблем высокой долговой нагрузки, но немного поддержит кредитный профиль и избавит от некоторых убыточных активов.

Наконец, вчера появились сообщения, что Мечел обратился в ВЭБ с заявкой на получение финансирования проекта по освоению Эльгинского угольного месторождения. Вложения, необходимые для вывода месторождения на проектную мощность к 2021 г., могут составить около \$2 млрд. Мечел существенно снизил свой бюджет капзатрат на 2013 г. до \$500-600 млн, ограничившись вложениями в основные проекты – развитие Эльги и строительство рельсобалочного стана. Мы считаем, компанию может интересовать проектное финансирование со стороны ВЭБа, что позволит осуществить внебалансовое финансирование проекта и направить сэкономленные \$200-300 млн в год на другие проекты или погашение долга.

Мы оцениваем риски дефолта по краткосрочным долгам компании как умеренные и ожидаем сообщений о результатах переговоров с кредиторами. Что касается кредитного профиля Мечела, то положительно на нем могут сказаться два события – продажа доли в Мечел Майнинг и повышение цен на сталь и уголь. Вероятность первого целиком и полностью будет зависеть от цены вопроса, второго крайне низка в краткосрочной перспективе.

Александр Сычев
+7 (495) 662-1300, доб. 14837
AASychev@mx.rosbank.ru

Последние публикации

Брифинг долговых рынков	Экономика	Специальные обзоры
Понедельник, 18 марта (Еврохим)	Промышленное производство в феврале (рус / eng)	Квартальный экономический обзор (eng)
Пятница, 15 марта (Роснефть 7,8)	Итоги мартовского заседания ЦБР (рус)	Россия в фокусе, февраль (eng)
Четверг, 14 марта (Торговый баланс, недельная инфляция)	Мартовское заседание ЦБР (рус)	Норильский никель – профиль эмитента (рус / eng)
Среда, 13 марта (X5 Retail Group)	Ликвидность банковского сектора в марте (рус)	Россия в фокусе, январь (рус / eng)
Вторник, 12 марта	Инфляция в феврале (рус / eng)	Прогноз факторов ликвидности банковского сектора в 2013 году (рус)
Понедельник, 11 марта (Новатек)	Экономика в январе (рус / eng)	Россия в фокусе, ноябрь (рус / eng)
Четверг, 7 марта (Вымпелком, ТМК)	Промышленное производство в январе (рус / eng)	Квартальный экономический прогноз - Россия: в борьбе со встречными ветрами (рус / eng)
Среда, 6 марта (Инфляция в феврале, Северсталь)	Итоги февральского заседания ЦБР (рус / eng)	Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП (рус / eng)
Вторник, 5 марта (Композитный индекс деловой активности)	Февральское заседание ЦБР (рус)	Новации ЦБР помогут «расчистить» канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики (рус / eng)
Понедельник, 4 марта (Ростелеком 19, Русал)	Ликвидность банковского сектора (рус)	Комментарий к первичному размещению: Внешпромбанк БО-2 (рус)
Пятница, 1 марта (PMI производственного сектора, Мегафон, Мегафон Финанс 6,7)	Инфляция в январе (рус / eng)	Россия в фокусе, октябрь (eng)
Четверг, 28 февраля (Недельная инфляция)	Экономика в декабре (рус / eng)	
Среда, 27 февраля (ВЭБ-Лизинг 10,11, Евраз)	Промышленное производство в декабре (рус / eng)	
Вторник, 26 февраля	Итоги январского заседания ЦБР (рус / eng)	
	Январское заседание ЦБР (рус)	

Команда

Исследования и аналитика	Трейдинг	Продажи финансовым учреждениям	Корпоративные продажи	Инвестиционно-банковские услуги
Владимир Колычев VKolychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	Борис Брук BBruck@rosbank.ru +7 (495) 232-9828	Марина Петухова MPetukhova@rosbank.ru +7 (495) 725-5477	Владимир Мацко vladimir.matsko@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Михаил Афонский MAfonsky@rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Попов, CFA APopov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14836	Василий Королев VKorolev@rosbank.ru +7 (495) 234-0986	Вера Шаповаленко VShapovalenko@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Роман Воронин roman.voronin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Виктория Якимова Yakimova@rosbank.ru +7 (495) 725-5494
Евгений Кошелев, CFA, FRM EKoshelev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14838	Александр Ройко ARoiko@rosbank.ru +7 (495) 604-7461	Павел Малявкин PMalyavkin@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Евгений Курочкин evgeniy.kurochkin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Татьяна Амброжевич TAmbrozhevitch@mx.rosbank.ru +7 (495) 956-6714
Владимир Цибанов VNTsibanov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14834	Михаил Петушков MAPetushkov@rosbank.ru +7 (495) 604-7461		Александра Павлова avpavlova@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	Юрий Новиков YNovikov@mx.rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Сычев AASychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14837	Дмитрий Зайцев DZaitsev@rosbank.ru +7 (495) 721-9557		Роман Будаев roman.budaev@socgen.com +7 (495) 725-57-44	
Алексей Думнов ADumnov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14835			Андрей Галкин aagalkin@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	

Настоящий обзор предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, Росбанк не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни Росбанк, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ОАО АКБ «РОСБАНК», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © Росбанк 2013