

Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

Ревью предыдущего дня

- Рисковые активы проигнорировали статистический негатив.** Порция небудительных статданных не сумела разочаровать восстановительные настроения на фондовых рынках по обе стороны Атлантики (Euro Stoxx 50 +0.41%, S&P 500 +0.44%) и в нефтяных котировках. Защитные активы, тем не менее, остались настроенными: UST'10 (1.85%, б.и.), Bunds'10 (1.29%, +2 бп).
- Корпоративные евробонды отстали от суверенных бумаг.** Суверенная кривая за исключением длинного бенчмарка RUSSIA 04/42 снизилась в доходности, вторя сдержанному росту рискованных активов. Корпоративные бумаги, напротив, повысили доходности на 2-4 бп.
- Рубль корректируется, потеряв поддержку экспортеров.** Снижение активности экспортеров обвалило котировки рубля в ходе вечерней торговой сессии четверга (корзина 35.06, +16 коп). Баланс факторов: снижение продаж валютной выручки, с одной стороны, и восстановление нефтяных котировок, с другой, обусловит боковое движение котировок бивалютной корзины вблизи отметки 35.00.
- Кривая НДФЛ на участке 6-12 месяцев обладает наибольшим потенциалом снижения.** С момента нашей рекомендации «получать» короткие ставки НДФЛ кривая снизилась на 10-20 бп. Учитывая наши ожидания по смягчению монетарной политики в течение следующих 6 месяцев, наибольшим потенциалом дальнейшего снижения обладает участок кривой 6-12 месяцев.
- Кривая госбумаг сдвинулась вниз на приличных оборотах**
- Рефинансирование ЦБР сгладило уплату налога на прибыль**

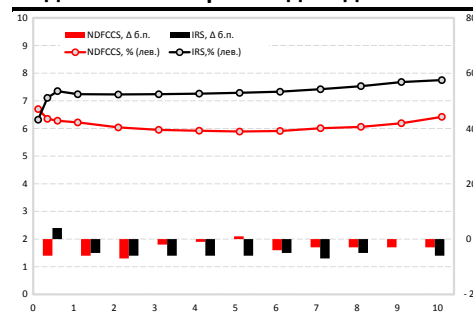
Корпоративные новости

- Ростелеком.** Слабые результаты в 4к'12, облигации переоценены.

Основные события дня

Показатель	Страна	Период
Расходы и доходы домохозяйств	США	Февраль
Индекс потребительской уверенности от ун-та Мичигана	США	Март

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, Московская Биржа, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач.	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	● 1.85	+0.33	-6.25
BUND'10Y, %	● 1.29	+1.90	-7.60
ЦВОР'ЭМ, %	● 0.28	-0.10	-0.15
Россия'30, %	● 3.19	-6.00	+2.00
MosPrime'ON, %	● 6.28	+0.00	+21.00
iTraxx Xover, б.п.	● 486.08	-6.80	+9.81
EMBI+Sov, б.п.	● 297.12	-1.46	+8.95
Россия'5Y CDS, б.п.	● 163.34	-1.91	+4.85
Коррсчета, млрд. руб.	● 911.10	+64.40	+66.30
Депозиты, млрд. руб.	● 102.20	-6.50	-2.20
Операции с ЦБ, млрд. руб.	● -24.30	-47.30	+26.80
Dow Jones	● 14 578.54	+0.36	+1.08
S&P500	● 1 569.19	+0.40	+1.49
PTC	● 1 454.72	+0.60	-2.13
ММВБ	● 1 434.18	+0.64	-1.75
Золото, \$/тр. унц.	● 1 594.50	-0.73	-1.31
Нефть Brent \$/барр.	● 110.02	+0.30	+2.32
Руб./\$	● 31.08	+0.10	+0.59
Руб./Корзина	● 35.06	+0.32	+0.27

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

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

Ревью предыдущего дня

- **Рисковые активы проигнорировали статистический негатив**

Европейские и американские фондовые рынки синхронизировали свои предпраздничные сессии (с сегодняшнего дня начинается Пасхальный уикенд) и завершили их на умеренно позитивной ноте (Euro Stoxx 50 +0.41%, S&P 500 +0.44%) вопреки порции поводов для продаж. Видимо, участников рынка удовлетворило отсутствие панических настроений среди вкладчиков кипрских банков на открытии финансовых учреждений после вынужденных длительных каникул, о чем свидетельствует частичное восстановление котировок крупнейших европейских банковских групп. Неприятная статистика не обошла стороной рынки. Сперва немецкие статистические органы отчитались в ускорении роста числа безработных в стране, и американский Департамент Труда опубликовал разочаровывающую статистику по еженедельным обращениям за пособием по безработице: первичный показатель вновь начал ускоряться на обострении опасений сокращения госрасходов (в рамках намеченного секвестра). Впоследствии очередная оценка ВВП США в 4к'12 была понижена из-за пересмотра объемов потребления частного сектора. Однако чувствительность биржевых индексов к неприятной статистике осталась сниженной, что и позволило им продолжить поступательное обновление своих максимумов. Сырьевые индексы слегка отступили под натиском распродаж сельхозпродукции (CRB -0.61%), однако котировки «черного золота» остались на уровнях среды: баррель Brent удержался вблизи отметки \$110 вопреки первичной негативной реакции на ВВП США. Одновременно с этим, некоторая настороженность, фиксируемая защитными активами с начала недели не позволила им далеко оторваться от локальных минимумов доходностей: UST'10 (1.85%, б.и.), Bunds'10 (1.29%, +2 бп).

Сегодня на европейских и американских площадках предстоит выходной день, однако мы увидим несколько публикаций данных из США, приоритет из которых стоит отдать показателями доходов и расходов домохозяйств. Кроме того, внимание в ближайшие дни может сместиться на политические события в Европе – попытка правоцентристов сформировать правительство провалилась, о чем стало известно лишь ночью в четверг. В этой связи президент Наполитано продолжит диалоги с представителями всех партий, однако ситуация все больше смещается к патовой, так как даже техническое правительство (с целью реформирования выборного законодательства) заходит в тупик.

- **Корпоративные евробонды отстали от суверенных бумаг**

На фоне сдержанного роста рискованных активов по всему миру суверенная кривая немного опустилась на коротком и среднем участках, лишь длинный бенчмарк повысился в доходности (RUSSIA 04/22 (3.26%; -3 бп), RUSSIA 03/30 (3.19%; -6 бп), RUSSIA 04/42 (4.81%; +2 бп)). Корпоративные бумаги отстали от динамики госбондов и отметились ростом доходностей. Как и в предыдущий торговый день «голубые фишки» за исключением бумаг Газпрома, удержавшихся на уровне последнего закрытия, поднялись на 2-4 бп. Выпуски второго эшелона отметились схожей динамикой.

- **Рубль корректируется, потеряв поддержку экспортеров**

Рубль подешевел к бивалютной корзине в ходе вечерних торгов среды на фоне снижения давления экспортеров после уплаты мартовских налоговых платежей. В результате по итогам дня бивалютная корзина, отскочив выше психологического уровня в 35.00, прибавила в цене 16 коп. (35.06). Неактивная в свете празднования католической пасхи сегодняшняя торговая сессия, вероятно, сохранит расстановку сил на рублевом валютном рынке. Мы полагаем, что баланс факторов: стабилизация котировок нефти марки Brent вблизи уровня \$110/барр., поддерживаемых умеренным оптимизмом на мировых площадках, с одной стороны, и снижение продаж валютной выручки, с другой, обусловит боковое движение котировок бивалютной корзины вблизи отметки 35.00.

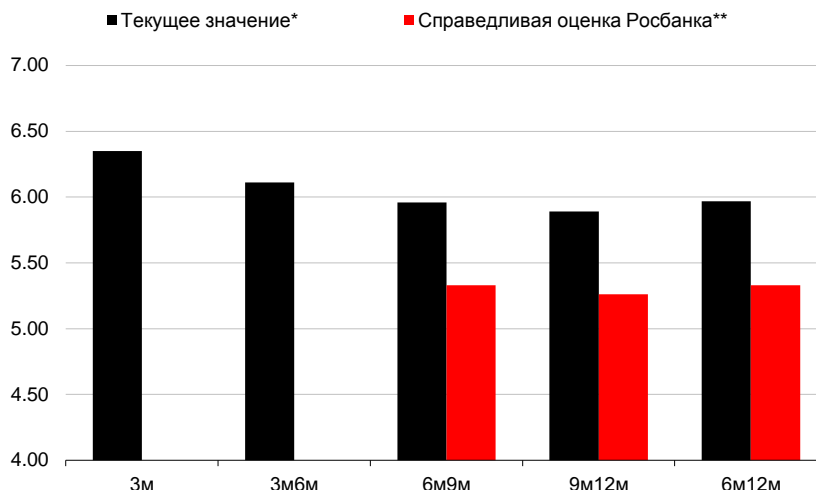
- **Кривая НДФЛ на участке 6-12 месяцев обладает наибольшим потенциалом снижения**

Короткий участок кривой НДФЛ скорректировался ниже. В конце прошлой недели мы обращали внимание на то, что короткий участок кривой НДФЛ приблизился к «потолку» ЦБР (ставка валютного свопа), что выглядело очень привлекательным для открытия позиций «получать» ставки. За прошедшую неделю ставки НДФЛ на участке 1-12 месяцев упали на 10-15 бп, что ставит вопрос потенциала дальнейшего снижения.

Потенциал дальнейшего снижения на участке до 3-х месяцев ограничен. Во-первых, снижение ставок НДФЛ на самом коротком участке (1-3 месяца -10 бп), очевидно, отражает переоценку участниками рынка шансов на снижение ставок ЦБР на следующем заседании в начале апреля. По нашим оценкам, за неделю, вмененная (исходя из ставок НДФЛ 1-2 месяца) вероятность снижения ставок ЦБР (или, правильнее сказать, ставки валютного свопа, т.к. теоретически она может быть снижена и без соответствующего изменения ставки аукционного РЕПО – т.е. сужение коридора) выросла с 15% до 60%. Соответственно, потенциал дальнейшего снижения ставок НДФЛ на этом участке должен соответствовать ожиданиям изменения политики ЦБР. Мы не ожидаем, что ЦБР изменит ключевые ставки на апрельском заседании, однако вероятность сужения коридора, по нашему мнению, не является ничтожной. Сегодняшние комментарии Сергея Швецова в то же время снижают вероятность и такого события. В любом случае на текущих уровнях соотношение риска (в случае неизменности политики ЦБР ставки могут подрасти в пределах 10 бп) и доходности (снижение ставок НДФЛ еще на 10 бп в случае снижения ставок ЦБР на 25 бп) выглядит по нашему мнению непривлекательным.

Существенный потенциал снижения ставок на участке 6-12 месяцев. В то же время, учитывая наши ожидания по смягчению монетарной политики в течение года, потенциал снижения ставок НДФЛ на участке 6-12 месяцев выглядит интересным. По нашим оценкам снижение базовых ставок ЦБР, а также реализация мер, направленных на улучшение трансмиссионного механизма ДКП в течение следующих 6 месяцев приведет к снижению ставок по операциям валютный своп на 125 бп (50 бп снижение всех ставок, плюс 75 бп за счет проведения операций валютный своп на аукционной основе по ставкам близким к аукционному РЕПО) по сравнению с сегодняшним «потолком» 6.5%. Соответственно, «справедливый» уровень ставок НДФЛ на участке 6-12 месяцев в этом сценарии находится на 20-45 бп ниже текущих значений. Наибольшим компрессионным потенциалом при этом обладает 12 месячный НДФЛ – целевое значение, ожидаемое нами на горизонте 6 месяцев, составляет 5.75%.

Форвардные ставки пока не отражают ожиданий смягчения политики ЦБР



* на закрытие 28 марта

** исходя из сценария снижения ставок ЦБР на 50 бп, и проведения операций валютный своп на аукционной основе

Источник: Bloomberg, Росбанк

• **Кривая госбумаг сдвинулась вниз на приличных оборотах**

В ходе торгов четверга госбумаги показали непривычно объемные и в то же время безальтернативные покупки вдоль кривой: ОФЗ 25079 (5.89%; -14 бп), ОФЗ 25077 (6.08%; -5 бп), ОФЗ 26209 (7.00%; -6 бп), ОФЗ 26207 (7.37%; -4 бп). В рамках ускорения позитивной переоценки рублевых «безрисковых» бумаг, продолжившей восстановление дальнего участка кривой наблюдаемого последние пару недель, вчерашнее движение было синхронизировано (в ценовом эквиваленте) объемной переоценкой на коротком участке кривой (до 3-х лет дюрации). Мы не исключаем, что рынок, таким образом, отразил изменение ожиданий относительно предстоящего решения ЦБР в контексте переноса заседания Банка России. Однако в свете утренних комментариев зампреда ЦБ Сергея Швецова о рисках снижения ставок для инфляции и недостаточности этого шага для ускорения реального сектора, мы полагаем реакцию рынка преждевременной и избыточной.

• **Рефинансирование ЦБР сгладило уплату налога на прибыль**

Приток короткой ликвидности от дневного аукциона РЕПО с Банком России в размере 405 млрд руб. сгладил стресс уплаты налога на прибыль, объем которого по нашим оценкам составил 350-400 млрд руб., а также минимизировал спрос на вспомогательные залоговые инструменты (объем дневного валютного свопа составил порядка 12 млрд руб.). Достаточно точное «попадание» лимитов Банка России в потребности рынка в дневной ликвидности и относительно низкая ставка на первом аукционе РЕПО (5.54%) помимо всего прочего сдержали давление на ставки денежного рынка: сделки концентрировались вблизи отметок 6.00/6.25%. В довершение Минфин встретил неплохой спрос на 28-дневный депозит (46/35 млрд руб.), что позволит частично сгладить ситуацию в ходе сегодняшнего дня. Тем не менее сниженный лимит ЦБ на дневное РЕПО до 290 млрд руб. может добавить волнения участникам в ближайшие дни, замершим в ожидании разворота бюджетных потоков в обратном направлении.

Владимир Колычев
+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

Корпоративные новости

Финансовые результаты: Ростелеком

• **Ростелеком (-/ВВ+/ВВВ-) опубликовал отчетность по МСФО за 2012 год**

Выручка компании в 4к'12 выросла на 3.6% г/г, а в целом за год на 6.6%. Рост вопреки продолжающейся миграции трафика в сети мобильных операторов был обеспечен увеличением доходов в сегменте облачных и IT услуг, услуг широкополосного доступа и услуг платного ТВ. Прирост по последним двум направлениям в основном достигнут за счет роста абонентской базы (услуги ШПД +12% до 9.2 млн абонентов, платного ТВ +12% до 6.6 млн абонентов).

Рентабельность EBITDA в 4к'12 снизилась до 29.8% по сравнению с 38.7% в 4к'11. Существенное снижение в основном объясняется ростом в 4 квартале расходов на персонал на 6 млрд руб. (+36% г/г). Без учета разовой бумажной прибыли от уменьшения долгосрочных социальных обязательств перед персоналом в связи с заключением нового коллективного договора рентабельность EBITDA в 4к'11 составляла 32.7%. Дополнительный негативный эффект оказало создание резервов по компенсациям сотрудникам в рамках планируемого сокращения на 20% административного персонала.

Основные финансовые показатели, млн руб.

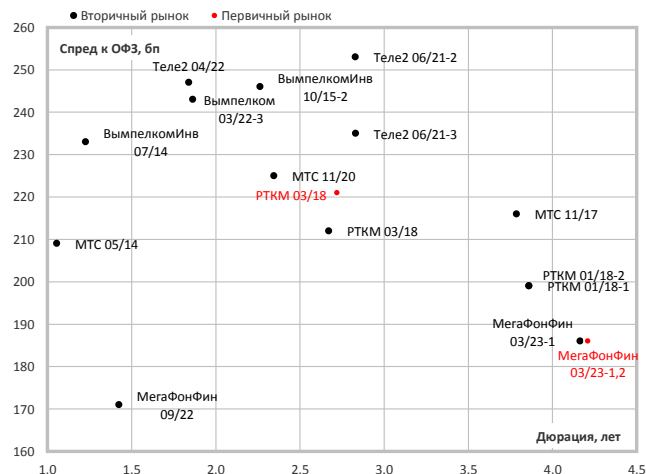
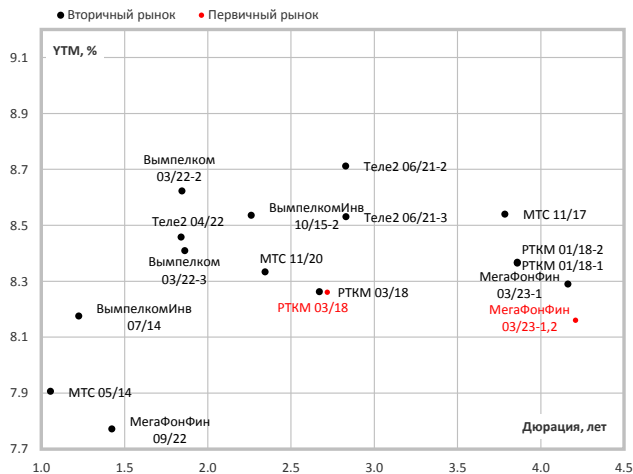
	4к'12	г/г	4к'11	кв/кв	3к'12	2012	г/г	2011
Выручка	82 560	+3.6%	79 656	+4.8%	78 776	321 251	+6.6%	301 494
Операционная прибыль	7 954	-56.8%	18 410	-32.4%	11 768	53 825	-10.6%	60 189
рентабельность, %	9.6%	-13.5 пп	23.1%	-5.3 пп	14.9%	16.8%	-3.2 пп	20.0%
ЕБИТДА	24 582	-20.3%	30 854	-15.9%	29 233	118 554	+0.7%	117 712
рентабельность, %	29.8%	-9.0 пп	38.7%	-7.3 пп	37.1%	36.9%	-2.1 пп	39.0%
Чистая прибыль	4 614	-70.2%	15 490	-36.3%	7 245	35 240	-17.1%	42 528
рентабельность, %	5.6%	-13.9 пп	19.4%	+10.2 пп	9.2%	11.0%	-3.1 пп	14.1%
Активы	580 031	+9.5%	529 613	+5.1%	551 911	580 031	+9.5%	529 613
Собственные средства	255 966	-6.1%	272 718	+1.5%	252 208	255 966	-6.1%	272 718
Долгосрочный долг	150 907	+64.3%	91 851	+18.2%	127 655	150 907	+64.3%	91 851
Краткосрочный долг	63 499	-21.6%	80 972	-14.1%	73 963	63 499	-21.6%	80 972
Чистый долг	204 036	+23.3%	165 443	+2.9%	198 249	204 036	+23.3%	165 443
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	1.72x	+0.32x	1.41x	+0.13x	1.59x	1.72x	+0.32x	1.41x
ЕБИТДА/Проценты	6.40x	-4.60x	11.00x	+0.35x	6.05x	7.41x	-1.60x	9.01x

Источники: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Капитальные затраты составили 91.2 млрд руб. в 2012 году или 28% от выручки, немного превысив ориентир 26% ранее озвученный компанией. Инвестиции в 2013-2017 гг. планируются в среднем на уровне 14% выручки. Чистый долг компании вырос на 23.3% до 204 млрд руб. Структура долга по срокам до погашения улучшилась, в том числе благодаря размещению облигаций общим объемом 35 млрд руб. в 2012 году. Уровень долговой нагрузки по итогам года превысил 1.7х.

Облигации Ростелекома торгуются со спредом 200-210 бп к суверенной кривой и по нашему мнению переоценены. Мы предпочитаем бумаги МТС (Ba2/ВВ/ВВ+), предлагающие дополнительную премию 10-25 бп при более сильном кредитном профиле эмитента.

Карта доходности: Телекоммуникации



Источник: Bloomberg, Росбанк

Александр Попов, CFA
+7 (495) 662-1300, доб. 14836
APopov@mx.rosbank.ru

Последние публикации

Брифинг долговых рынков	Экономика	Специальные обзоры
<p>Четверг, 28 марта (Аукционы МинФина подтвердили «осторожный» спрос на длинные ОФЗ, которые мы продолжаем считать недооцененными; Недельная инфляция; Евраз, Теле2)</p> <p>Среда, 27 марта (Новая пенсионная формула призвана сбалансировать бюджет ПФР; МТС БО1, НЛМК)</p> <p>Вторник, 26 марта (Магнит БО-8,9)</p> <p>Понедельник, 25 марта (Аэрофлот БО-3, ДельтаКредит 11-ИП, Магнит)</p> <p>Пятница, 22 марта (Фосагро)</p> <p>Четверг, 21 марта (Индикаторы внутреннего спроса, недельная инфляция)</p> <p>Среда, 20 марта (МТС)</p> <p>Вторник, 19 марта (Промышленное производство в феврале, Мечел)</p> <p>Понедельник, 18 марта (Еврохим)</p> <p>Пятница, 15 марта (Роснефть 7,8)</p> <p>Четверг, 14 марта (Торговый баланс, недельная инфляция)</p> <p>Среда, 13 марта (X5 Retail Group)</p>	<p>Экономика в феврале (рус / eng)</p> <p>Промышленное производство в феврале (рус / eng)</p> <p>Итоги мартовского заседания ЦБР (рус)</p> <p>Мартовское заседание ЦБР (рус)</p> <p>Ликвидность банковского сектора в марте (рус)</p> <p>Инфляция в феврале (рус / eng)</p> <p>Экономика в январе (рус / eng)</p> <p>Промышленное производство в январе (рус / eng)</p> <p>Итоги февральского заседания ЦБР (рус / eng)</p> <p>Февральское заседание ЦБР (рус)</p> <p>Ликвидность банковского сектора (рус)</p> <p>Инфляция в январе (рус / eng)</p> <p>Экономика в декабре (рус / eng)</p> <p>Промышленное производство в декабре (рус / eng)</p> <p>Итоги январского заседания ЦБР (рус / eng)</p>	<p>Торговая идея: Покупать ОФЗ 26207 (eng)</p> <p>Квартальный экономический обзор (рус / eng)</p> <p>Россия в фокусе, февраль (рус / eng)</p> <p>Норильский никель – профиль эмитента (рус / eng)</p> <p>Россия в фокусе, январь (рус / eng)</p> <p>Прогноз факторов ликвидности банковского сектора в 2013 году (рус)</p> <p>Россия в фокусе, ноябрь (рус / eng)</p> <p>Квартальный экономический прогноз - Россия: в борьбе со встречными ветрами (рус / eng)</p> <p>Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП (рус / eng)</p> <p>Новации ЦБР помогут «расчитать» канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики (рус / eng)</p> <p>Комментарий к первичному размещению: Внешпромбанк БО-2 (рус)</p> <p>Россия в фокусе, октябрь (eng)</p>

Команда

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

Настоящий обзор предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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