

	Закр.	Изм.	Изм.
		день, %	нед., %
MMB5	1564,82	1,45%	3,77%
PTC	1625,60	1,41%	3,82%
S&P 500	1344,90	1,46%	2,17%
VIX	17,10	-4,89%	-7,72%
FTSE 100	5901,07	1,81%	2,92%
DAX 30	6766,67	1,67%	3,91%
NIKKEI 225	8929,20	1,10%	1,55%
		день, б.п.	нед., б.п.
UST 2 YTM, %	0,24	1,17	2,34
UST 10 YTM, %	1,92	10,11	3,31
UST 10 - TIPS 10, б.п.	1,29	9,61	13,81
iTraxx Crossover Europe 5Y, б.п.	384,30	0,00	-21,22
Russia 30 YTM, %	4,23	4,70	0,20
Russia 5Y CDS, б.п.	218,60	0,00	1,41
Libor 3m USD, %	0,53	-0,36	-2,41
Libor 12m USD, %	1,08	-0,25	-1,52
USD/RUB NDF 3m, %	5,34	-21,00	-51,00
USD/RUB NDF 12m, %	5,50	-16,00	-26,00
RUB overnight, %	4,5	25,00	-75,00
Mosprime 3m, %	6,88	-4,00	-9,00
		день, %	нед., %
USD Index	79,06	-0,07%	0,06%
EUR/USD	1,31	-0,02%	-0,61%
USD/JPY	76,56	0,50%	-0,14%
GBP/USD	1,58	0,04%	0,50%
корзина (EUR+USD)/RUB	34,40	-0,20%	-0,44%
USD/RUB ЦБ	30,19	-0,73%	-0,57%
EUR/RUB ЦБ	39,77	0,22%	-0,18%
		день, %	нед., %
нефть WTI, USD/барр. (ICE)	97,84	1,54%	-1,73%
нефть Brent, USD/барр. (ICE)	114,58	2,24%	2,80%
золото, USD/ун.	1724,44	-1,99%	-0,80%

В понедельник греческое правительство и политические партии должны дать свой окончательный ответ на требования «Тройки» по мерам сокращения бюджетного дефицита, от согласования которых зависит выделение Греции второго пакета помощи; запланированные на апрель досрочные парламентские выборы только осложняют политическую обстановку в Греции. На выходных премьер-министр Греции достиг общего соглашения с тремя политическими партиями по сокращению расходов на 1,5% ВВП.

Новостной фон по Греции остается нестабильным и отличается низкой открытостью, что может привести как к положительным сюрпризам для рынка, так и к распродаже активов. Министр финансов Греции заявил, что соглашение с кредиторами должно быть достигнуто перед встречей министров финансов еврозоны, назначенной на 8 февраля; к 13 февраля должно быть готово соглашение по реструктуризации греческого долга, чтобы завершить все требуемые процедуры перед крупным погашением греческих облигаций 20 марта. Реструктуризация греческого долга, в свою очередь, потребует рекапитализации греческих банков.

На саммите ЕС на прошлой неделе 25 из 27 стран ЕС (кроме Великобритании и Чехии) подписали проект бюджетной реформы ЕС, продвигаемый Германией, но на фоне Греции эта новость не имела сильного влияния на рынок. Доходности суверенных облигаций периферийных стран преимущественно продолжили свое снижение на прошедшей неделе, сильную волатильность продемонстрировали облигации Португалии. После резкого роста доходностей португальских облигаций в начале прошлой недели, произошло сильное снижение доходностей, вызванное, вероятно, покупками со стороны ЕЦБ. Португалия все чаще начинает упоминаться как следующий кандидат на реструктуризацию долга, но возможность этого станет яснее после завершения реструктуризации греческого долга и выделения ей второго пакета помощи.

## Рекомендация на неделю

Суверенные еврооблигации России находились на прошлой неделе в боковом движении, а ОФЗ продемонстрировали сильный рост, поддержанный хорошей динамикой российского рубля. Достижение договоренности по выделению Греции второго пакета помощи от Тройки и соглашения по реструктуризации её долга частными инвесторами может подстегнуть дальнейший рост рискованных активов.

Важным событием первичного рынка стало успешное размещение Сбербанком 5- и 10-летних еврооблигаций на \$1,5 млрд при высоком спросе инвесторов. Продолжается сужение спреда доходности ОФЗ к рублевым евробондам на фоне приближения либерализации доступа иностранных инвесторов к ОФЗ (планируется запустить расчеты по ОФЗ через Euroclear с 1 июля 2012 г.), что повышает спрос иностранных инвесторов на российские облигации.

## Аукционы и выкупы государственных облигаций

Понедельник, 06 февраля	Вторник, 07 февраля	Среда, 08 февраля	Четверг, 09 февраля	Пятница, 10 февраля
США продают USD33 Bln 3-Month Bills, USD31 Bln 6-Month Bills	США продают 4-Week Bills, USD26 Bln 52-Week Bills, USD32 Bln 3-Year Notes	США продают USD24 Bln 10-Year Notes	США продают USD16 Bln 30-Year Bonds	Бельгия продает Bonds
Нидерланды продают Up to EUR2 Bln 79-Day Bills, Up to EUR2 Bln 174-Day Bills	Австрия отменяет Bond Auction	Германия продает Add'l EU4 Bln 5-Year Notes		
Франция продает Bills				

Дорофейкин Олег

+ 7 (812) 329 81 81 (доб. 1222)

o.dorofeykin@bfa.ru

[www.bfa.ru](http://www.bfa.ru)

Стр.1 из 12

## Макроэкономическая статистика

Дата	Страна	Показатель
06 фев	ЕС	Индекс доверия инвесторов Sentix
06 фев	RU	Базовый индекс потреб. цен м/м
06 фев	RU	Базовая инфляция YTD
06 фев	RU	Потребительские цены м/м; г/г; YTD
06 фев	RU	Официальные резервные активы
06 фев	RU	Выплата купона по ОФЗ 1796 млн руб.
06 фев	RU	Возврат депозитов респ. Коми 1000 млн руб.
07 фев	RU	Торговый баланс
07 фев	RU	Экспорт USD
07 фев	RU	Импорт USD
07 фев	US	Открытые вакансии от JOLT
07 фев	US	Индекс экономического оптимизма
07 фев	RU	Ломбардный аукцион ЦБ
08 фев	RU	Недельный индекс потреб. цен YTD; н/н
08 фев	RU	Продажи легковых автомобилей г/г
08 фев	US	Потребительские кредиты
08 фев	US	Индекс ип. кредитования от MVA
08 фев	RU	Выплата купона по ОФЗ 11136 млн руб.
08 фев	RU	Размещение ОФЗ 18273 млн руб.
08 фев	RU	Возврат средств (вторая часть РЕПО) 10765 млн руб.
08 фев	RU	Возврат ломбардных кредитов в ЦБ
09 фев	US	Оптовые запасы
09 фев	US	Число первичных заявок на получение пособия по безработице
09 фев	ЕС	Процентная ставка ЕЦБ
09 фев	US	Число повторных заявок на получение пособия по безработице
09 фев	US	Индекс комфорта потребителей от Bloomberg
09 фев	RU	Золотовалютные резервы
09 фев	RU	Бюджетный уровень YTD
09 фев	RU	Выплата купона по ОФЗ 8705 млн руб.
09 фев	RU	Депозитный аукцион ЦБ
10 фев	US	Ежемесячный отчет об исполнении бюджета
10 фев	US	Торговый баланс
10 фев	RU	Денежный агрегат M2
10 фев	US	Индекс уверенности от Университета Мичигана
10 фев	RU	Возврат депозитов ЦБ

## Ключевые факторы 30 января - 05 февраля

## Статистика США

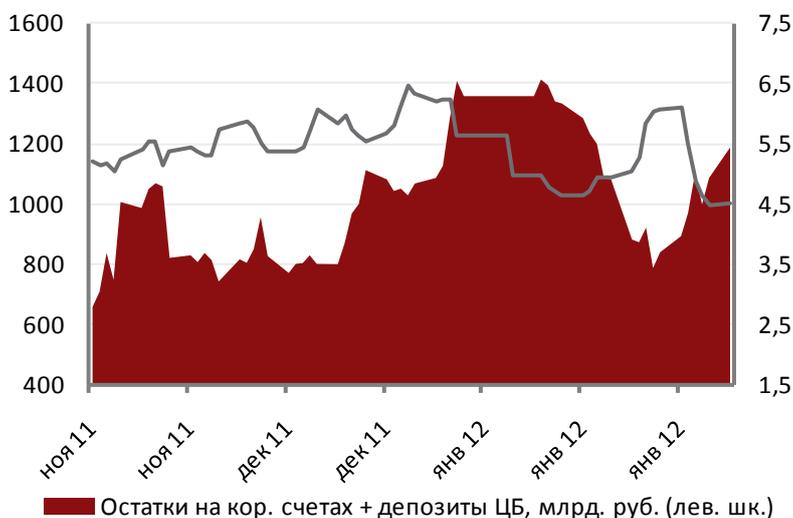
Данные по экономике США носили смешанный характер на прошлой неделе: индекс Case-Shiller снизился в ноябре на 0,7% м/м и 3,67% г/г, Чикагский индекс менеджеров по закупкам снизился в январе вместо прогнозируемого роста, изменение числа занятых от ADP показало в январе прирост на 170 тыс. при прогнозе в 182 тыс. и 325 тыс. в декабре; позитивные новости включают в себя рост продаж автомобилей в январе выше прогнозов и снижение первичных заявок на пособие по безработице с 377 тыс. до 367 тыс.

На текущей неделе в США ожидается немного статистических данных: в четверг выйдут заявки на пособие по безработице, в пятницу - торговый баланс США за декабрь и предварительный индекс уверенности от Мичиганского университета за февраль.

## Европейские данные

Отрицательной новостью стало снижение розничных продаж в Германии в декабре на 1,4% м/м и 0,9% г/г; во Франции потребительские расходы упали в декабре на 0,7% м/м и 3,1% г/г. Данные по безработице в Европе остаются смешанными: безработица в Германии снизилась до 6,7% в январе, а в Италии выросла на 0,3% до 8,9%. Индексы PMI вышли немного выше ожиданий в промышленности, но оказались чуть хуже ожиданий в сфере услуг. Индексы уверенности в еврозоне на прошлой неделе также были смешанными.

В понедельник выйдут заводские заказы и промышленное производство в Германии за декабрь, во вторник – данные по текущему счету. Также 10 февраля станут известны окончательные данные по инфляции в Германии в сентябре и промпроизводству во Франции и Италии в декабре. 9 февраля состоится заседание ЕЦБ, ожидается сохранение ставки на отметке 1%.



## Денежный рынок

На прошлой неделе произошло улучшение ситуации на денежном рынке: на 6 февраля остатки на корсчетах и депозиты ЦБ выросли до 1186 млрд руб. по сравнению с 892,7 в начале прошлой недели, а чистая ликвидная позиция банков вышла в положительную зону. Рост ликвидности привел к снижению ставок межбанковского рынка: 3 февраля Mosprime o/n составил 4,49% против 6,09% 30 января. 7 и 8 февраля предстоит возврат 12 млрд фонду ЖКХ и 20 млрд руб. Минфину, но это не окажет ощутимого влияния на ликвидность. 7 февраля Минфин проведет депозитный аукцион в объеме 10 млрд руб. на 28 дней.

1 февраля успешно прошло самое крупное в этом году размещение ОФЗ 26205 в размере 35 млрд руб. 8 февраля мы ожидаем удачного размещения ОФЗ 26204 (3,27 млрд руб.) и ОФЗ 25079 (15 млрд руб.).

## Сюжет недели

### Будущее реструктуризации долгов европейских стран

Переговоры по реструктуризации греческого долга частными инвесторами (PSI – Private Sector Involvement) пока так и не завершены, и неясны параметры возможного участия ЕЦБ в реструктуризации. Европейские власти стремятся снизить показатель долг/ВВП Греции до 120% к 2020 г. с текущих 160%, и им очень важно добиться высокой доли участия частных инвесторов в реструктуризации. Ситуация с продолжающейся реструктуризацией долгов Греции и возможными реструктуризациями в будущем значительно осложняется тем, что облигации каждой проблемной страны выпускаются по местному праву и по английскому праву. Так, греческое право, по которому выпущена большая часть греческих облигаций, предоставляет очень слабую защиту инвесторам. Греческие власти могут задним числом изменить законодательство и обязать всех держателей греческих облигаций, выпущенных по греческому праву, участвовать в реструктуризации посредством принципа коллективных действий (CACs – Collective Action Clauses). Однако это невозможно в отношении облигаций, выпущенных по английскому праву, где четко указан необходимый процент согласия от общего числа инвесторов для реструктуризации всего выпуска облигаций (обычно 75%). Хедж-фонды вполне могли собрать больше 25% отдельных выпусков для того, чтобы иметь возможность заблокировать возможную реструктуризацию.

Основными отличительными чертами английского права, отсутствующими в греческом, являются:

- Оговорка об отрицательном залоге (Negative Pledge): эмитент не может выпустить новые обязательства, которые подвергнут опасности приоритетное право текущих кредиторов на активы эмитента.
- Принцип равноправного подхода ко всем кредиторам (Pari passu): все держатели облигаций получают выплаты в равной приоритетности (особенно важно для роли ЕЦБ в реструктуризации).
- Принцип коллективных действий (CACs): решение об изменении параметров облигаций (например, реструктуризация) может быть применено ко всем держателям облигациям, если оно будет одобрено необходимым большинством голосов.
- Кросс-дефолт (Cross-default): возможность ускорения выплат по обязательству в случае дефолта эмитента по его другим обязательствам

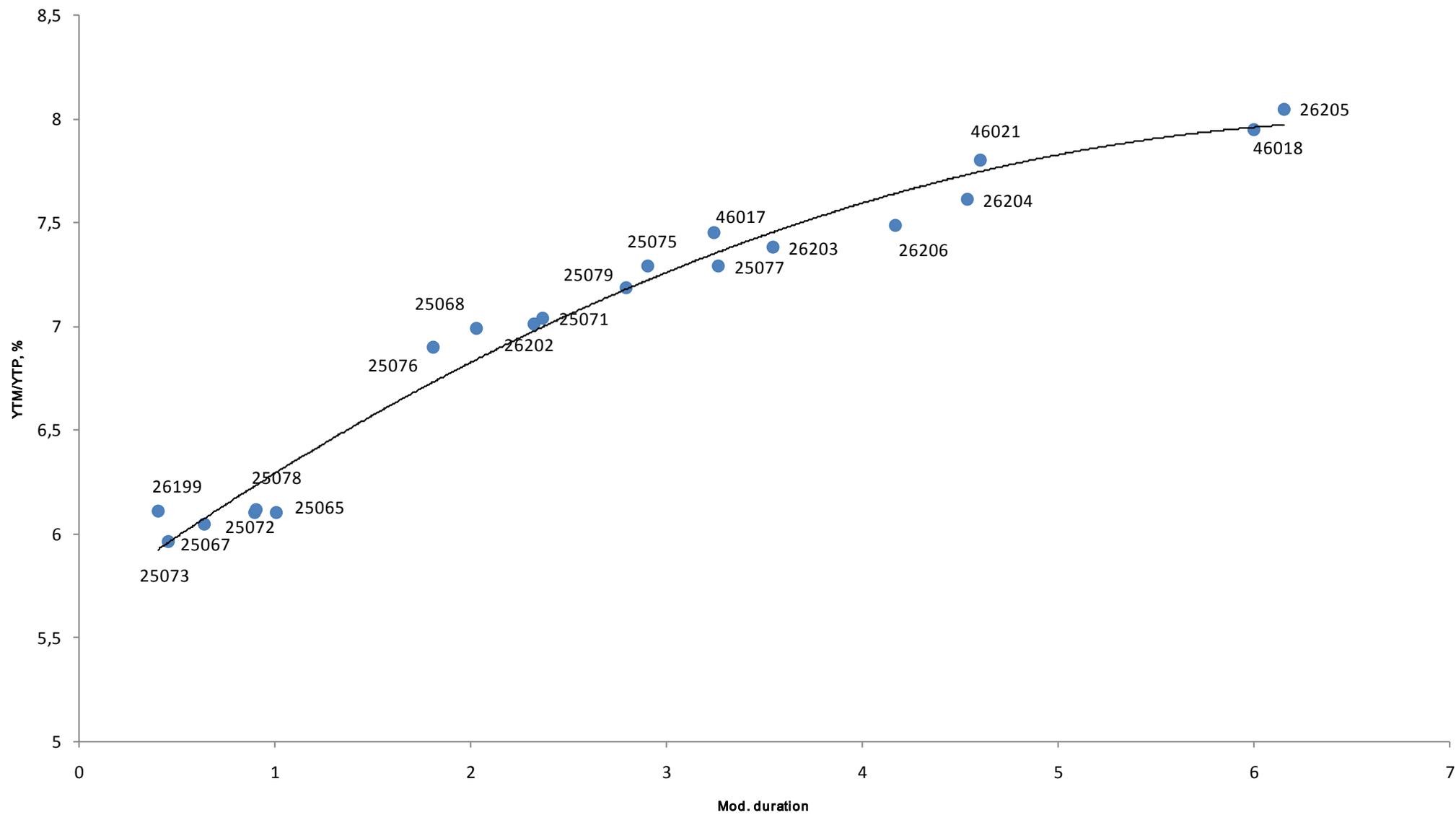
К сожалению, переговоры по PSI характеризуются крайне низкой информационной открытостью для рынка, что не позволяет получить достоверные данные об их прогрессе. Также возникают обоснованные вопросы по расчету объема списания долга частными инвесторами и возникающей необходимости участия ЕЦБ. Европейские власти не раз подчеркивали, что списание должно произойти в достаточном объеме, чтобы позволить Греции снизить долг к 120% от ВВП к 2020 г., поэтому размер фактического списания долга по номиналу очень важен для них. Ниже мы приведем наши собственные расчеты, основанные на данных Bloomberg.

Общий государственный долг Греции равен примерно €350 млрд; из них около €274 млрд приходится на облигации и краткосрочные векселя, а другая часть долга состоит из программы помощи Греции. Объем иностранных греческих облигаций составляет €18,2 млрд, и к ним применяется иностранное право. Таким образом, объем греческих государственных облигаций, за исключением векселей и иностранных облигаций, составляет примерно €242 млрд. Европейские власти хотят произвести списание номинальной стоимости греческих облигаций частными инвесторами в объеме около €200 млрд на 50% (€100 млрд). ЕЦБ также не раскрывает свои вложения в греческие облигации, но, по рыночным оценкам, они составляют примерно €40-50 млрд. Данный прогноз вложений ЕЦБ соответствует объему облигаций, участвующих в PSI, и данным Bloomberg относительно объема греческих облигаций. Из €242 млрд греческих бондов, по нашей оценке, примерно 18% выпущено по иностранному праву (по другим оценкам 9-10%), и из-за этого у нас возникают вопросы по условиям их участия в PSI. Также неизвестно, какие выпуски облигаций выкупал ЕЦБ: выпущенные по греческому или английскому праву? Возможные изменения греческого законодательства не будут иметь силы для облигаций, эмитированных по английскому праву, и их реструктуризация может проходить значительно сложнее.

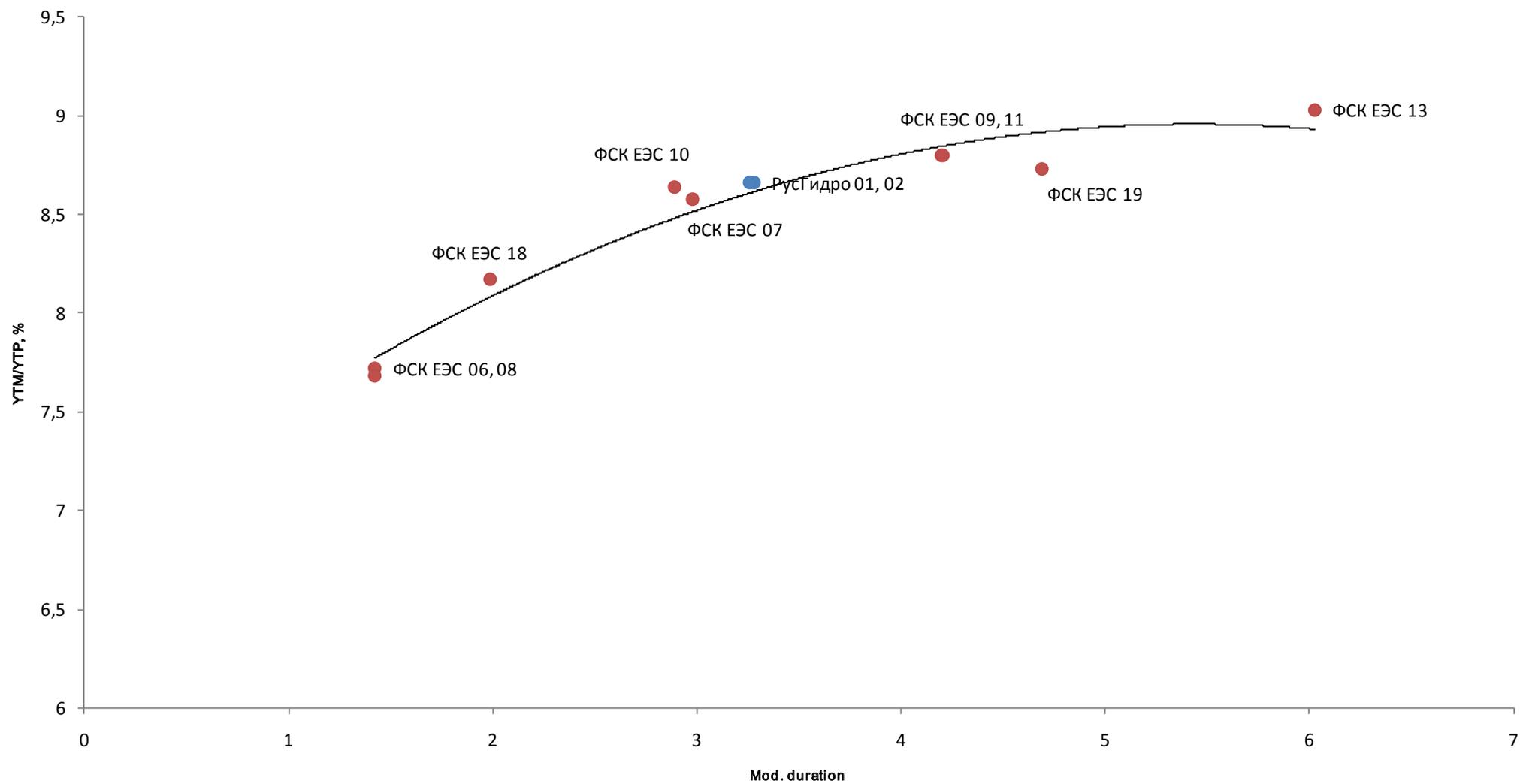
С одной стороны, проходящая реструктуризация греческого долга создает опасный прецедент в рамках еврозоны, но, с другой стороны, греческий сценарий не может быть применен к другим европейским странам из подчиненности значительной части их облигаций иностранному праву. Доля облигаций, подчиняющихся английскому или другому иностранному праву, от общего числа облигаций будет важнейшим фактором в вопросах возможного проведения реструктуризаций в других европейских странах и участия ЕЦБ в них. В Португалии по английскому праву выпущено уже более 24% облигаций, у Ирландии – 41%, у Испании – 63%, а у Италии – почти 76%. Высокая доля облигаций, подчиненных иностранному праву, оставляет возможность повторения греческого сценария только для Португалии.

Карты российского рынка на 06.02.2012

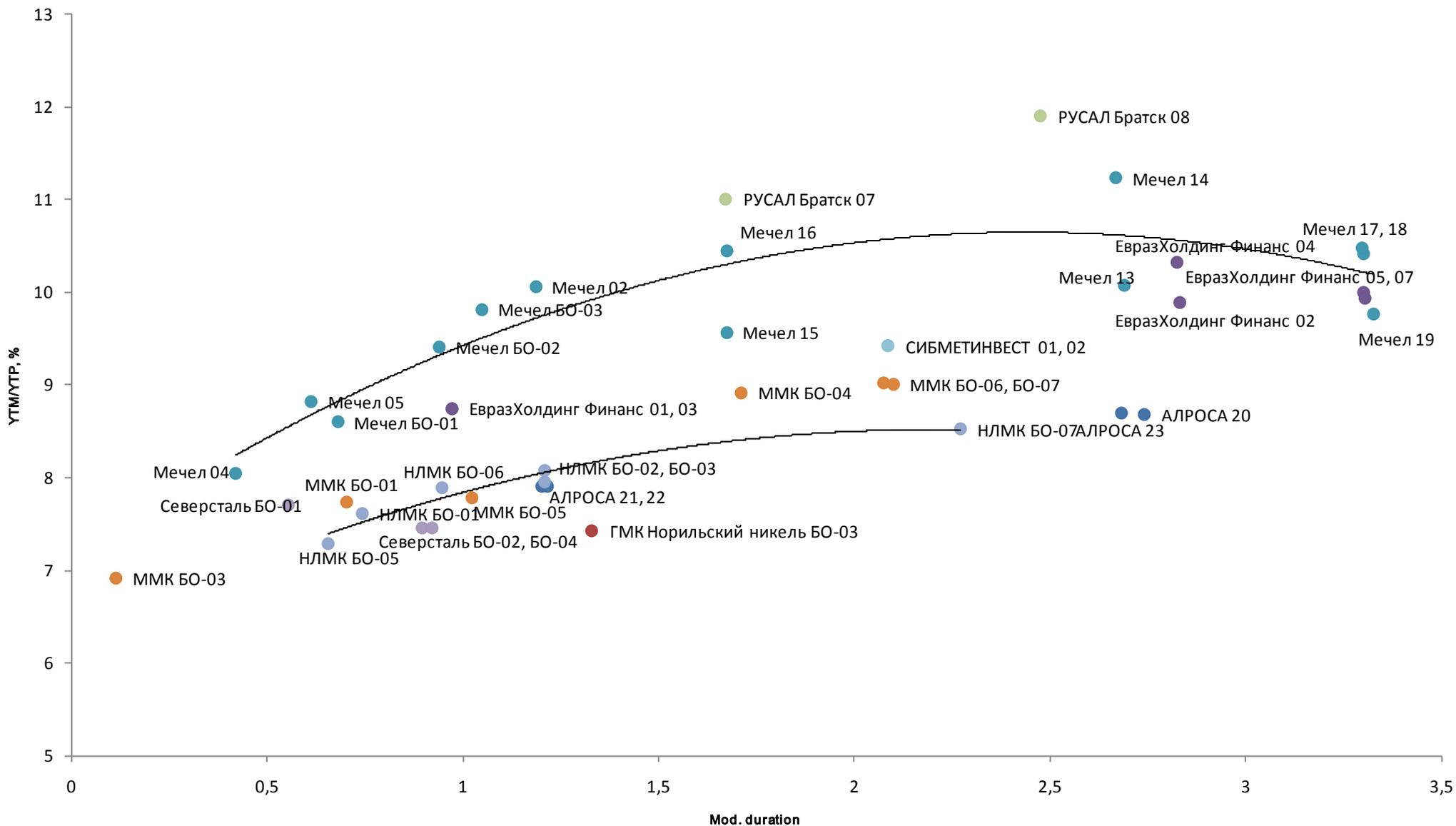
# ОФЗ



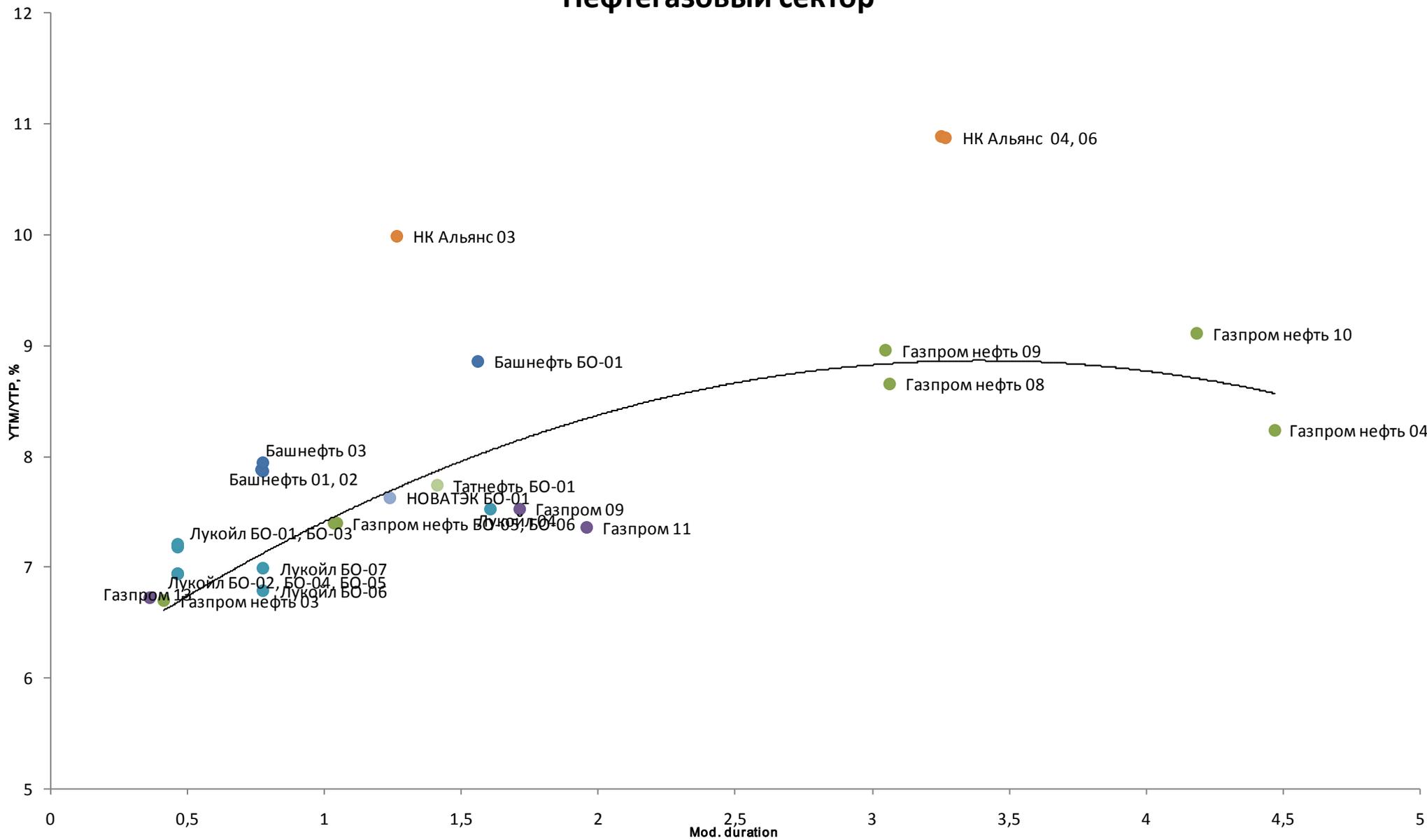
## Энергетический сектор



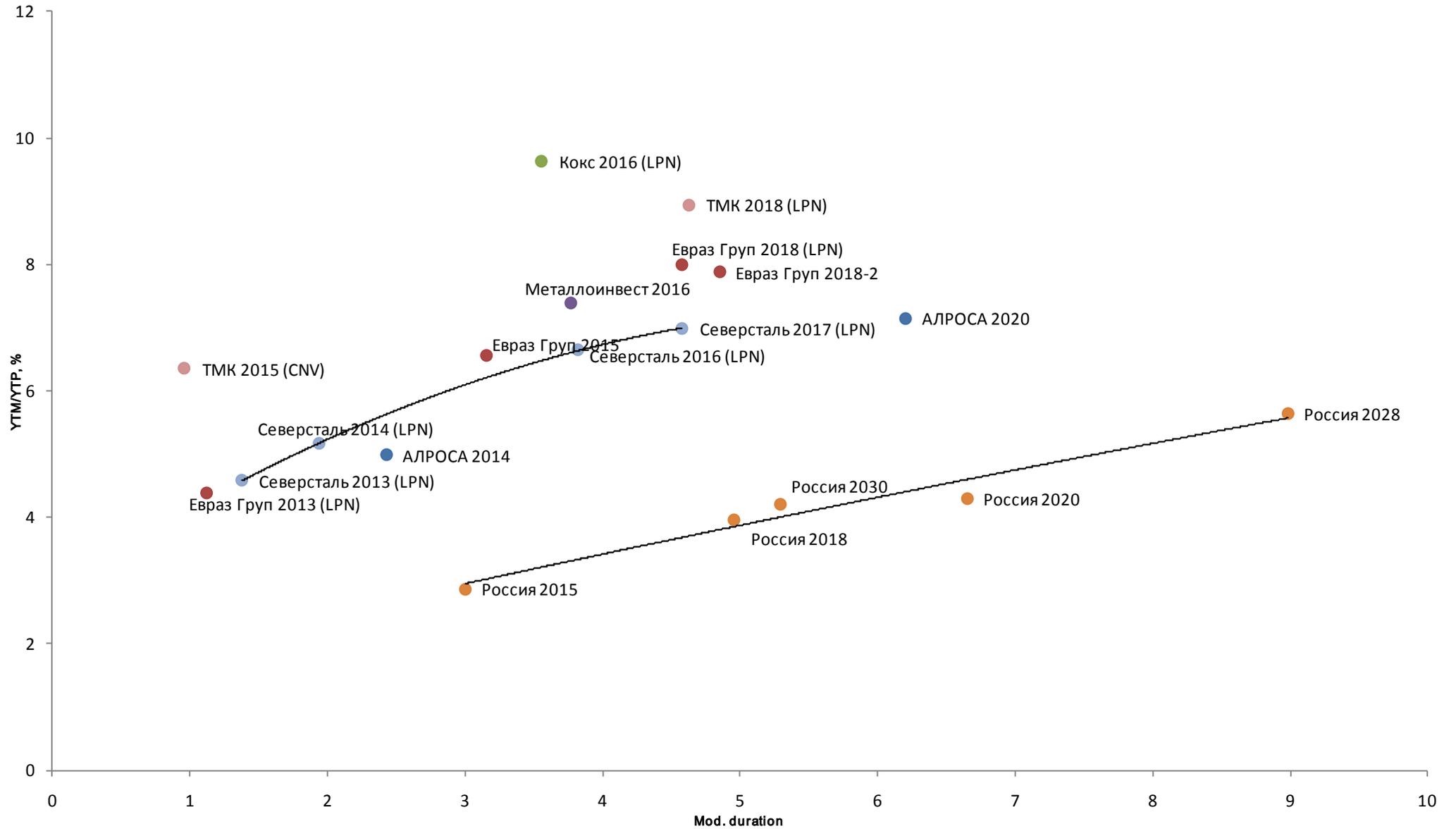
# Металлургический сектор



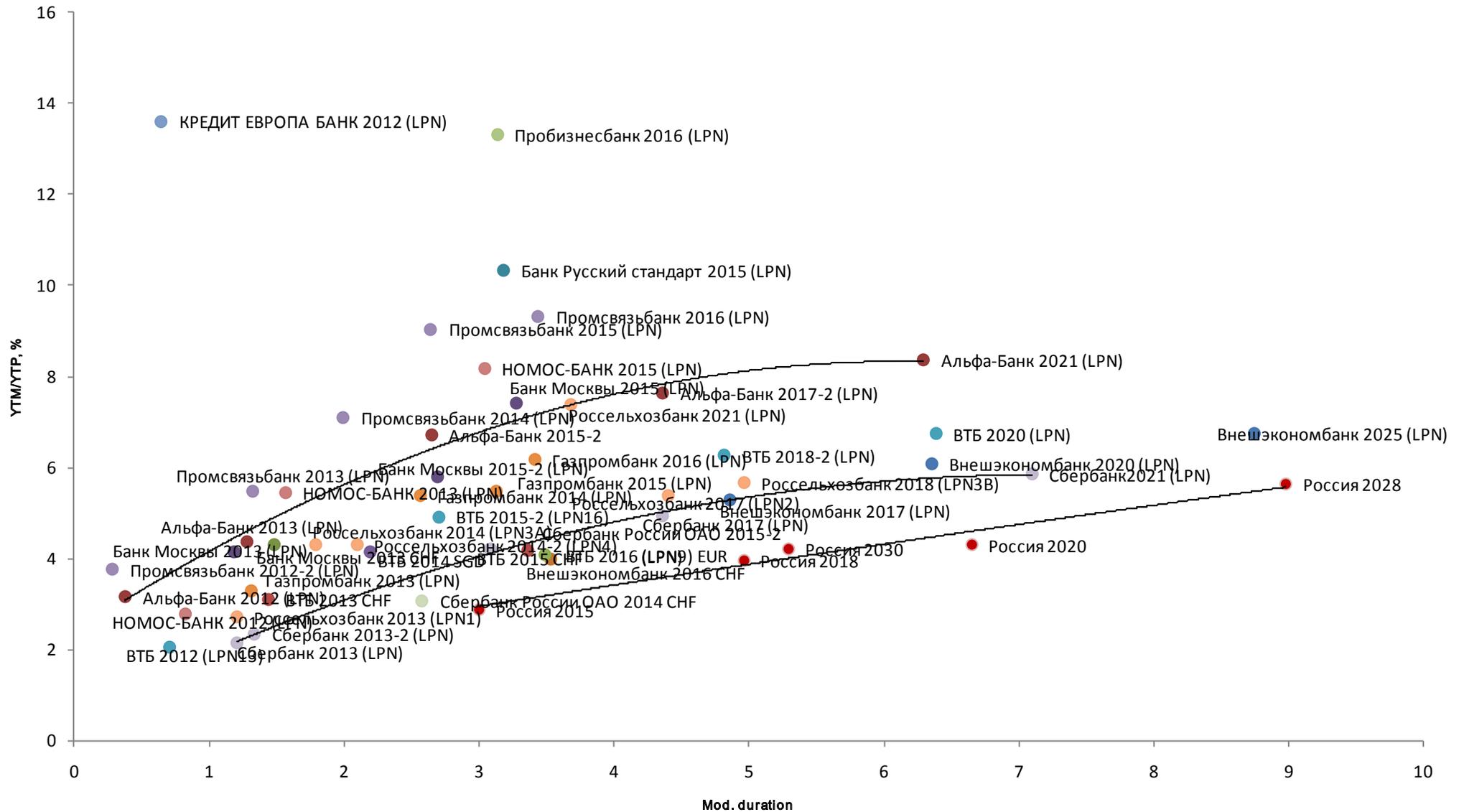
# Нефтегазовый сектор



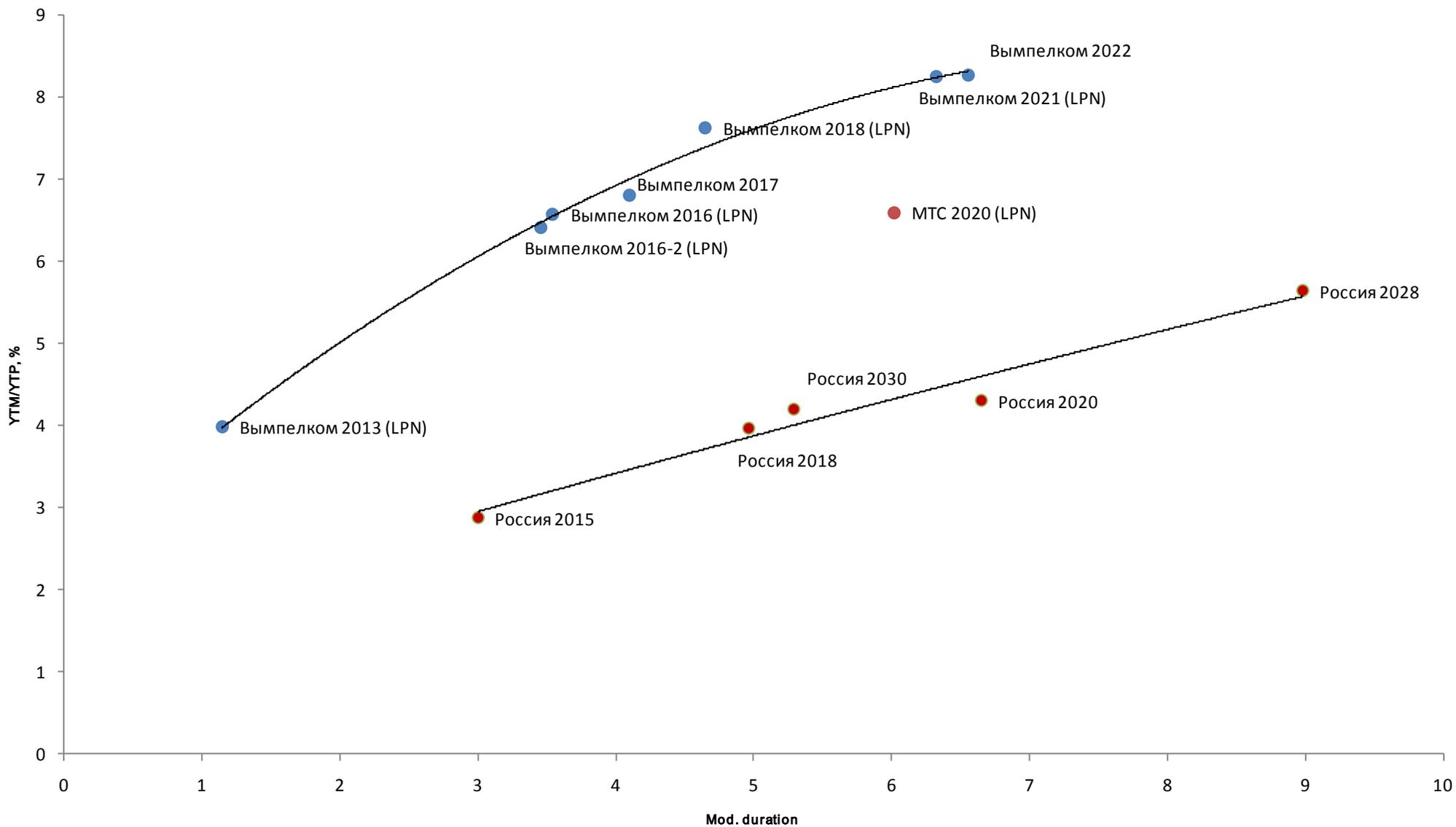
## Еврооблигации: Metallurgical sector



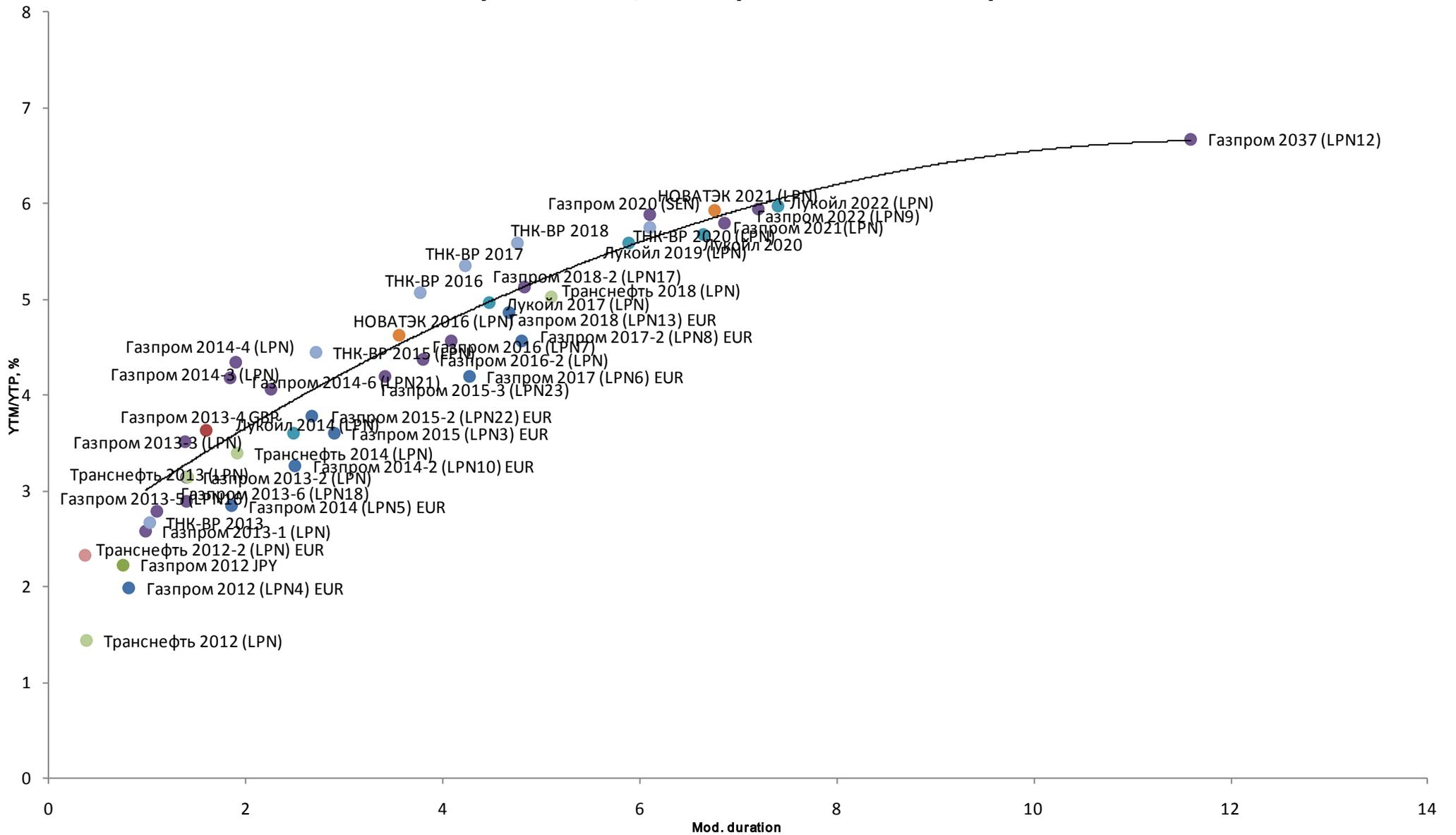
## Еврооблигации: Банковский сектор



## Еврооблигации: Телекоммуникационный сектор



# Еврооблигации: Нефтегазовый сектор



## Инвестиционная компания БФА

197101, Санкт-Петербург,  
Петроградская наб., д. 3б, лит. А, б/ц «Линкор»  
Тел.: +7 (812) 329 81 81 (основной)  
Факс: +7 (812) 329 81 80  
info@bfa.ru  
www.bfa.ru

### Управление продаж

<b>Думчева Анна</b> начальник управления	прямой +7 (812) 326 93 61, доб. 1088 a.dumcheva@bfa.ru
<b>Тапинов Петр</b> старший специалист	прямой +7 (812) 611 00 64, доб. 1032 p.tapinov@bfa.ru
<b>Виноградов Кирилл</b> специалист	доб. 1144 k.vinogradov@bfa.ru

### Отдел рынков акций

<b>Анастасов Антон</b> трейдер	доб. 1052 a.anastasov@bfa.ru
<b>Широков Станислав</b> трейдер	доб. 1053 s.shirokov@bfa.ru

## Аналитический отдел

research@bfa.ru

<b>Дёмин Денис</b> начальник отдела	доб. 1284 d.demin@bfa.ru
<b>Моисеев Алексей</b> заместитель начальника отдела	доб. 1286 a.moiseev@bfa.ru
<b>Куриленко Кирилл</b> ведущий аналитик	доб. 1280 k.kurilenko@bfa.ru
<b>Казанцев Сергей</b> аналитик	доб. 1281 s.kazantsev@bfa.ru
<b>Дорофейкин Олег</b> аналитик	доб. 1222 o.dorofeykin@bfa.ru
<b>Иванова Ольга</b> аналитик	доб. 1241 o.ivanova@bfa.ru
<b>Настыч Мария</b> специалист	доб. 1154 m.nastych@bfa.ru

### Управление торговых операций

<b>Малев Всеволод</b> начальник управления	прямой +7 (812) 322 5899, доб. 1293 v.malev@bfa.ru
<b>Деордиев Александр</b> трейдер	доб. 1092 a.deordiev@bfa.ru
<b>Пашков Алексей</b> аналитик	доб. 1147 a.pashkov@bfa.ru

### Отдел брокерских операций

<b>Иванов Николай</b> Начальник отдела	прямой +7 (812) 329 8195, доб. 1235 n.ivanov@bfa.ru
<b>Мишарев Андрей</b> заместитель начальника отдела	прямой +7 (812) 329 8195, доб. 1199 a.misharev@bfa.ru

### Клиентский отдел

client@bfa.ru

<b>Лексина Елена</b> начальник отдела	доб. 1196 e.leksina@bfa.ru
<b>Щекина Елена</b> ведущий специалист	доб. 1174 e.schekina@bfa.ru
<b>Ермолина Анастасия</b> специалист	доб. 1173 a.ermolina@bfa.ru
<b>Дымникова Светлана</b> специалист	доб. 1073 s.dymnikova@bfa.ru
<b>Артёменкова Анастасия</b> специалист	доб. 1087 a.artemenkova@bfa.ru

Настоящий документ подготовлен аналитическим отделом ЗАО «Балтийское Финансовое Агентство» и носит исключительно информационный характер. Все оценки и мнения, высказанные в отчете, представляют собой независимое суждение аналитиков на дату выхода отчета. Вознаграждение авторов отчета ни прямым, ни косвенным образом не увязано с представленными в отчете точками зрения. ЗАО «Балтийское Финансовое Агентство» оставляет за собой право изменять высказанные оценки и мнения в любое время без предварительного уведомления. Информация, содержащаяся в отчете, получена из источников, признаваемых нами достоверными, однако не существует никаких гарантий, что указанная информация является полной и точной и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и точная. Мы оставляем за собой право не обновлять информацию на основе новых данных либо полностью отказаться от ее освещения. ЗАО «Балтийское Финансовое Агентство» и его сотрудники могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать иные сделки в качестве принципала с инвестиционными инструментами, упомянутыми в настоящем отчете. ЗАО «Балтийское Финансовое Агентство» проводит внутреннюю политику, направленную на предотвращение потенциальных конфликтов интересов. ЗАО «Балтийское Финансовое Агентство» и его сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания.