



# Ежедневный обзор долговых рынков от 19 июля 2012 г.

## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>				
EUR/USD	1,228	▼ -0,1%		-5,2%
USD/RUB	32,24	▼ -0,6%		0,3%
Корзина валют/RUB	35,55	▼ -0,5%		-2,5%
<b>Денежный рынок</b>				
Корсчета, млрд руб.	718,9	▼ -91,6		-428,5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	93,7	▲ 4,6		-115,0
MOSPRIME о/п	5,8	▲ 0,0		0,2
3М-MOSPRIME	7,3	▼ 0,0		0,0
3М-LIBOR	0,46	■ 0,0		-0,1
<b>Долговой рынок</b>				
UST-2	0,22	▼ 0,0		0,0
UST-10	1,50	▼ 0,0		-0,4
Russia 30	3,25	▲ 0,0		-1,3
Russia 5Y CDS	190	▼ 0,0		-85,3
EMBI+	338	▲ 3		-39
EMBI+ Russia	228	▲ 10		-93
<b>Товарный рынок</b>				
Urals, долл./барр.	105,99	▲ 1,1%		0,2%
Золото, долл./унц.	1573,5	▼ -0,6%		0,6%
<b>Фондовый рынок</b>				
ТСX	1 391	▲ 0,6%		0,6%
Dow Jones	12 909	▲ 0,8%		5,7%
Nikkei	8 727	▼ -0,3%		3,2%

Источник: Bloomberg

## Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

## Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- Данные по рынку жилья США и хорошая корпоративная отчетность оказали поддержку фондовым рынкам по обе стороны океана. В то же время слабые июньские данные «Бежевой книги» не смогли повлиять на настроения инвесторов. DJIA и S&P500 прибавили порядка 0,7-0,8%, FTSE100 и DAX - 1,0 и 1,6% соответственно.
- Строительство новых домов в июне в США составило 760 тысяч или максимальное значение с октября 2008 г., что на 6,9% больше пересмотренного показателя за май и на 23,6% выше показателя июня прошлого года. Лучше ожиданий отчитались банки Bank of America, Bank of New York, Credit Suisse.
- Доходность UST10 (УТМ 1,49%), как и курс евро (1,228 долл.) изменились незначительно, при этом доходность Bunds 10 (УТМ 1,20%) устремилась к историческим минимумам, потеряв 3 б.п.
- Похоже, часть игроков задумываются взять паузу в рали на рынке еврооблигаций и зафиксировать прибыль. EMBI+ Russia расширился больше, чем рынки в среднем, – до 228 б.п. или на 10 б.п. по сравнению 3 б.п. RUSSIA 30 (УТМ 3,24%) завершила день в районе 124,20 фигуры, почти не изменившись к предыдущему дню, RUSSIA 42 (УТМ 4,60%) – 116,60% (-1 п.п.).
- Хорошие результаты аукционов по 7- и 15-летним ОФЗ поддержали спрос на госбумаги на вторичном рынке - 7-летний выпуск прибавил порядка 50 б.п. Другие длинные бумаги закрылись почти без изменений, несмотря на рост внутри дня.
- Отметим, что доходности некоторых выпусков ОФЗ уже вплотную подошли к локальным минимумам этого года – в частности, по 9-летнему выпуску 26205 и 7-летнему 26208 текущие уровни выше всего на 4 б.п. и 10 б.п. соответственно. Не исключено, что дальнейший рост цен в госбумагах будет носить «точечный характер», так как темпы сжатия премий «над минимумами» были неоднородными. Например, самый длинный 15-летний выпуск сейчас торгуется на уровнях доходности на 20 б.п. выше мартовских минимумов, как и 6-летний 26204.

## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- Аукционы ОФЗ: снова успех
- Рынок корпоративного долга становится ближе к Euroclear? Внимание на спреды к ОФЗ
- КБ «Ренессанс Капитал» (В/В2/В) готов занять на 1 год с купоном в 12,5-13,0% годовых – привлекательный ориентир

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Недельная инфляция замедлилась до 0,2% - риски ужесточения монетарной политики снижаются
- Определены направления бюджетной политики РФ на 2013-2015 гг.
- Статистика сферы потребления: формальный рост
- Денежный рынок: колебания в пределах текущих отметок

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Металлоинвест (-/Ва3/ВВ-) может в ближайшее время выкупить 20% собственных акций у ВТБ: нейтрально, риски оттока ликвидности уже заложены в котировках
- НАМК (ВВВ-/Ва3/ВВВ-): хорошие операционные результаты за 2К12



### Аукционы ОФЗ: снова успех

Вчерашние аукционы по размещению ОФЗ прошли крайне успешно, в особенности по более короткой семилетней бумаге 26208. По 15-летней бумаге спрос на 40% превысил объем предложения (по верхней границе диапазона Минфина), а по 7-летней – был вдвое выше. В итоге Минфину удалось разместить почти весь предложенный объем (30 млрд руб. по двум выпускам), при этом 7-летняя бумага разместилась по нижней границе прогнозного диапазона, с доходностью 7,75% (7,75–7,8%), а 15-летняя – в середине диапазона, по 8,3% (8,27–8,32%).

Еще одним показателем высокого интереса к ОФЗ стал довольно существенный объем, проданный в рамках «неконкурентных заявок» – около трети всего реализованного объема по 15-летке и половина 7-летнего выпуска.

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

### Рынок корпоративного долга становится ближе к Euroclear? Внимание на спреды к ОФЗ

Во вторник агентство «Интерфакс» сообщило о том, что российские финансовые ведомства обсуждают возможность прямого доступа иностранных центральных депозитариев (включая Euroclear и Clearstream) не только на рынок государственного, но и корпоративного рублевого долга. Более того, «по словам источника, знакомого с итогами совещания, в целом было поддержано предложение о допуске Euroclear и Clearstream к российскому рынку корпоративных облигаций одновременно с допуском на рынок госбумаг». Согласно источникам Интерфакса, данное предложение было инициировано Минфином и поддержано ЦБ.

Суть данного сообщения прямо противоречит опубликованному недавно проекту ФСФР «Об утверждении Перечня иностранных организаций, которым Центральный депозитарий открывает счета депо номинального держателя». Напомним, согласно документу, до 1 июля 2014 года на счета депо иностранного номинального держателя могут зачисляться только «ценные бумаги, выпущенные от имени Российской Федерации, субъекта Российской Федерации, муниципального образования и ценные бумаги иностранных эмитентов» (см. Обзор долговых рынков от 29 июня т.г.). Учитывая то, как непросто в течение 2012 года шли переговоры между участниками финансового рынка относительно перспектив открытия рынка ОФЗ для нерезидентов и как часто происходили изменения парадигмы в данном вопросе, такой поворот событий не стал бы для нас большим сюрпризом. С другой стороны, мы дождались бы официальных документов, прежде чем делать далеко идущие выводы.

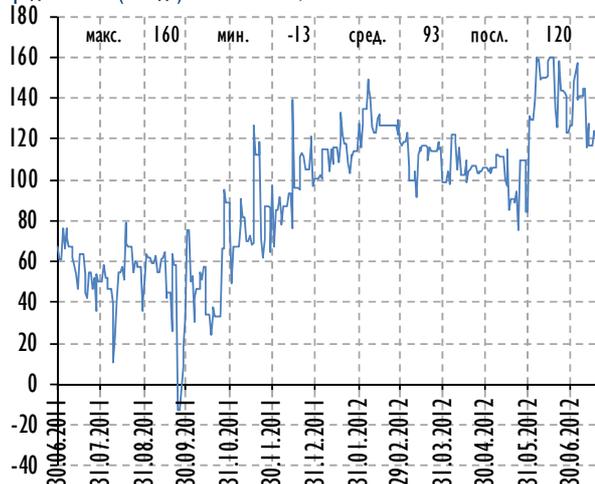
Инвестирование в российский корпоративный долг в настоящее время – задача не из простых. Кривые доходности имеют минимальный наклон – премия за увеличение дюрации невелика. Инвесторам, которые надеются на приход иностранных участников на рынок и параллельный сдвиг кривых доходностей вниз, имеет смысл смотреть на длинную дюрацию (чтобы получить наибольший прирост цены), однако ликвидность в корпоративном долге можно найти лишь на коротком участке кривой (в большинстве случаев, в бумагах не длиннее 1,5 лет).

Спреды качественных инструментов корпоративного долга к ОФЗ действительно расширились на протяжении последних месяцев – именно рынок российского госдолга имел наибольшую ликвидность, а также отыгрывал идею скорого прихода иностранных участников. Сужение данных спредов было бы вполне логично – однако пока трудно найти реальный драйвер для этого (крупное удачное размещение нового долга с гигантским переспросом – по примеру недавних евробондов Газпрома? официальное закрепление решения относительно допуска Euroclear и Clearstream? улучшение ситуации с рублевой ликвидностью?).



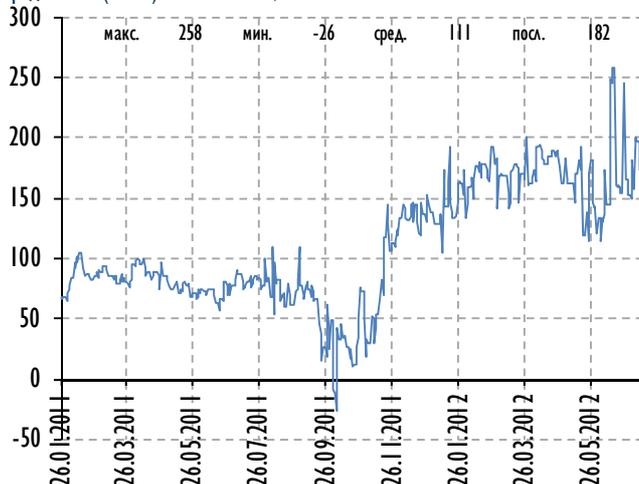
Мы рекомендуем в настоящее время взять расширившиеся спреды (см. ниже) на заметку – и внимательно следить за возможными поворотными точками для рынка. Наименее терпеливые инвесторы могут открывать позиции в качественных инструментах уже на данных уровнях доходности – в худшем случае среднесрочная спекулятивная идея превратится в более долгосрочную стратегию «buy and hold».

Спред ФСК-10 (3 года) к ОФЗ-25075, б.п.



Источник: Bloomberg, данные Газпромбанка

Спред ВЭБ-6 (5 лет) к ОФЗ-25077, б.п.



Источник: Bloomberg, данные Газпромбанка

Юрий Тулинов  
Yury.Tulinov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

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

КБ «Ренессанс Капитал»  
S&P/Moody's/Fitch

B/B2/B

**КБ «Ренессанс Капитал» готов занять на 1 год с купоном в 12,5-13,0% годовых – привлекательный ориентир**

**Новость:** Вчера КБ «Ренессанс Капитал» открыл книгу заявок на биржевые облигации серии БО-2 объемом 4 млрд руб. Ориентир ставки первых двух полугодовых купонов составляет в настоящее время 12,5-13,0% годовых, что соответствует YTP 12,9-13,4% к оферте через 1 год. Закрытие книги заявок запланировано на следующий вторник, 24 июля.

**Комментарий:** Факт возобновления размещения облигаций КБ «Ренессанс Капитал» серии БО-2 вряд ли выглядит удивительным. Банк активно развивается – только за 1П12 его розничный кредитный портфель по РСБУ вырос на 14,2% до 58,7 млрд руб. Основной фондирования данного роста бизнеса традиционно выступают розничные депозиты – которые, к слову, обходятся банку дешевле предполагаемого выпуска облигаций БО-2 (по данным интернет-сайта, максимальная ставка по депозитам на 1 год составляет 11,5%). Прибыльность деятельности банка по-прежнему высока: только за 1П12 организации удалось заработать 1,7 млрд руб. чистой прибыли по РСБУ (против 2,1 млрд руб. по итогам всего 2011 г.).

В течение последней недели небольшие по объему сделки в выпуске КБ «Ренессанс Капитал» серии БО-3 проходили преимущественно в диапазоне 98,0-98,2% от номинала, что соответствует YTP 12,33-12,11% годовых к оферте в августе 2013 г. Вчера с утра – после объявления ориентира доходности по новой бумаге – цена опустилась до 97,9% (YTP 12,44%). На этом фоне предлагаемая банком доходность в YTP 12,9-13,4% годовых к оферте в июле 2013 г. по бондам серии БО-2 представляется весьма привлекательной и должна способствовать успеху размещения. Важным условием закрытия сделки, однако, нам представляется отсутствие резкого ухудшения конъюнктуры рынка в ближайшую неделю.

Юрий Тулинов  
Yury.Tulinov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)



## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР

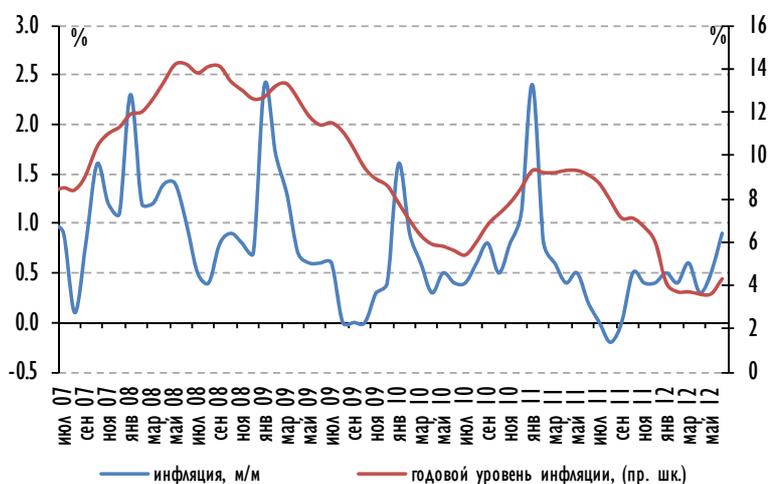


## Недельная инфляция замедлилась до 0,2% - риски ужесточения монетарной политики снижаются

Вчера Росстат сообщил о том, что недельная инфляция (10-16 июля) составила 0,2% (против 0,3% неделей ранее). С начала месяца цены выросли на 1,0%, с начала года – на 4,2% (в 2011 г. за аналогичный период прирост составил 5,1%).

За прошедшую неделю продолжился рост тарифов на услуги естественных монополий: плата за горячую воду выросла на 0,6%, за водоотведение и отопление – на 0,6-0,9%, за электроэнергию – на 0,2%. Стоимость проезда в городском транспорте увеличилась на 0,9%. Цены на бензин и дизтопливо не изменились. При этом росли цены на плодоовощную продукцию (на 1,3%), на прочие продукты прирост составил от 0,3% (хлеб, яйца, баранина) до 1,4% (водка).

## Динамика годового уровня инфляции в России, 2007-2012 гг.

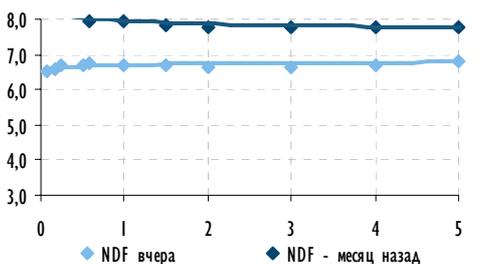


В июле 2011 г. инфляция составила 0,0% м/м, принимая во внимание развитие текущей ситуации, мы полагаем, что по итогам июля-2012 цены вырастут примерно на 1,2-1,5% м/м. Таким образом, годовой уровень инфляции достигнет 5,5-5,8%, что весьма близко к ориентиру ЦБ на 2012 г.

В то же время определенные опасения вызывают перспективы сельскохозяйственного урожая-2012 г. (последний прогноз Минсельхоза – 83 млн тонн зерновых), который из-за нашествия вредителей и продолжительной засухи может быть существенно хуже прошлогодних показателей (94,2 млн тонн).

Все же, учитывая июньское замедление промышленного производства и цен производителей, мы полагаем, что у регулятора пока что нет достаточных оснований для ужесточения монетарной политики.

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



## Приняты основные направления бюджетной политики России на 2013-2015 гг.

Минфин опубликовал «Основные направления бюджетной политики на 2013 г. и плановый период 2014 и 2015 гг.», которые являются основой формирования федерального бюджета.

Иван Синельников  
Ivan.Sinelnikov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

Таблица 1. Основные показатели уточненного прогноза экономики России, использованные для формирования федерального бюджета

	2010	2011	2012	прогноз 2013	2014	2015
<b>ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ</b>						
Цена на нефть марки Urals, долл./барр	78,2	109,3	115,0	97,0	101,0	104,0
Цена на газ в страны ДЗ, долл./тыс. м3	311,0	382,2	382,6	352,9	341,7	358,0
Курс доллара среднегодовой, руб./долл.	30,4	29,4	29,2	29,7	30,5	31,5
<b>ВНУТРЕННИЕ УСЛОВИЯ</b>						
Номинальный объем ВВП, трлн руб.	45,2	54,6	60,6	65,8	73,4	81,5
ИПЦ, %, г/г	8,8	6,1	6,0	5,5	5,0	5,0

Источник: Минфин, Минэкономразвития

В документе отмечены основные внешнеэкономические риски, которые в среднесрочной перспективе способны оказать негативное влияние на динамику доходов федерального бюджета:

- ▶ вероятность нового кризиса в мировой экономике, обусловленная эскалацией долговых проблем Европы;
- ▶ замедление роста стран Восточной Азии (вклад в снижение цен на нефть на 20% в среднесрочной перспективе и на 10% в долгосрочной);
- ▶ рост предложения сланцевой и сверхтяжелой нефти (риск снижения цены на нефть марки Urals до 80,0 долл./барр в долгосрочной перспективе).

В интересах повышения запаса прочности бюджета и макроэкономической стабильности с 2013 г. законодательно закрепляются бюджетные правила:

- ▶ расчет цены на нефть, исходя из среднего значения за последние 5 лет с последующим увеличением горизонта усреднения до 10 лет;
- ▶ при превышении базовой цены на нефть избыток нефтегазовых доходов будет направляться в Резервный фонд до достижения им нормативной величины в 7% ВВП, свыше этих цифр деньги будут поступать в Фонд национального благосостояния (ФНБ).

В соответствии с новыми бюджетными правилами бюджетный дефицит при базовой цене на нефть не должен превышать 1% ВВП. На наш взгляд, основной целью проводимой бюджетной политики является снижение зависимости от внешнеэкономической конъюнктуры.

Таблица 2. Основные параметры федерального бюджета на 2013-2015 гг., трлн руб.

	2011	2012	2013		2014		2015
			371-ФЗ	проект	371-ФЗ	проект	
<b>ДОХОДЫ, всего</b>	11,37	12,68	12,70	12,40	14,10	13,64	15,22
Нефтегазовые доходы	5,64	6,38	5,65	5,63	6,13	6,08	6,91
Нефтегазовые доходы	5,72	6,29	7,05	6,76	7,97	7,57	8,31
<b>РАСХОДЫ</b>	10,94	12,75	13,73	13,39	14,58	14,10	15,32
Процентные расходы	0,26	0,39	0,48	0,44	0,58	0,54	0,63
Непроцентные расходы	10,67	12,36	13,25	12,95	14	13,56	14,69
<b>ДЕФИЦИТ (-), ПРОФИЦИТ (+)</b>	0,43	-0,07	-1,02	-0,99	-0,49	-0,46	-0,09
Первичный профицит / дефицит	0,69	0,32	-0,55	-0,55	0,10	0,08	0,53
Нефтегазовый профицит / дефицит	-5,21	-6,45	-6,68	-6,63	-6,61	-6,53	-7,01
Нефтегазовый профицит / дефицит, % ВВП	-9,70	-10,60	-10,30	-10,10	-9,10	-8,90	-8,60
Поступления в Резервный фонд	0,04	0,83	0,57	0,60	0,96	0,99	0,72
Цена на нефть, при которой достигается баланс бюджета, долл./барр	118,3	116,2	113,5	113,9	107,2	108,6	105,4

Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

В соответствии с новым проектом бюджета доходы 2013-2015 гг. будут существенно ниже показателей, предусмотренных Законом РФ № 371-ФЗ от 30.11.2011 г. (в ред. от 05.06.2012 №48-ФЗ): в 2013 г. на 300,0 млрд руб. (0,5% ВВП), в 2014 г. – на 460 млрд руб. (0,6% ВВП). Основная часть прогнозируемых доходов (более 90%) будет обеспечена поступлениями по налогу на добавленную стоимость (33-35%), таможенными пошлинами (32-33%), налогу на добычу полезных ископаемых (18%) и акцизам (5-6%).

В то же время расходы сокращаются на большую величину (относительно 371-ФЗ): в 2013 г. – на 340,0 млрд руб. (0,5% ВВП), в 2014 г. – на 480,0 млрд руб. (0,7% ВВП). С точки зрения структуры

расходов доминируют статьи, связанные с национальной обороной и правоохранительной деятельностью: в 2013 г. – 32,5%, в 2014 – 33,9%, в 2015 – 35%. Доля затрат на национальную экономику и ЖКХ будет снижаться с 14,0% в 2013 г. до 12,4% в 2015 г.

На социальную политику планируется направить от 29,1% до 29,7% расходов бюджета. Наиболее спорным моментом внутри этой статьи является финансирование дефицита Пенсионного фонда (ПФР). В данном случае перед Правительством стоит дилемма: как увеличить пенсии на 45% в течение 2013-2015 гг., при этом снизить зависимость ПФР от бюджета.

Таблица 3. Планируемые источники финансирования дефицита федерального бюджета в 2013-2015 гг., трлн руб.

	2010	2011	2012 (закон №371-ФЗ)	2013	прогноз 2014	2015
Всего источников	1,80	-0,42	0,07	0,99	0,46	0,09
Госзаимствования	0,59	0,96	0,84	1,38	1,25	0,71
привлечение	1,02	1,38	1,52	2,06	1,91	1,69
погашение	-0,43	-0,42	-0,68	-0,69	-0,66	-0,98
Приватизация	0,01	0,13	0,30	0,38	0,48	0,39
Иные источники	1,19	-1,51	-1,07	-0,76	-1,26	-1,00
в т.ч. Резервный фонд	1,06	0,05	-0,83	-0,60	-0,99	-0,72

Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

В 2013-2015 гг. дефицит федерального бюджета планируется в объеме: 1,5% ВВП (991,9 млрд руб.) в 2013 г., 0,6% ВВП (459,7 млрд руб.) в 2014 г. и 0,1% ВВП (92,2 млрд руб.) в 2015 г. При относительно небольшом дефиците федерального бюджета объем ненефтегазового дефицита сохранится на достаточно высоком уровне (в 2013 г. – 10,1% ВВП, в 2014 г. – 8,9% ВВП, в 2015 г. – 8,6% ВВП).

Чистое привлечение денежных средств на внутреннем и внешнем рынках в течение 2013-2015 гг. составит 3,33 трлн руб., в т.ч.: в 2013 г. – 1,37 трлн руб., в 2014 г. – 1,25 трлн руб. и в 2015 г. – 0,7 трлн руб. На 2013-2015 гг. государственные заимствования запланированы в объеме, превышающем дефицит федерального бюджета. Это позволит воздержаться от траты Резервного фонда и пополнить его за счет части нефтегазовых доходов. В документе отмечается, что при самом негативном сценарии развития мировой экономики мировой рынок может быть фактически «закрыт». В такой ситуации возможно будет отказаться от пополнения Резервного фонда, а при необходимости использовать накопленные в фонде средства для исполнения расходных обязательств бюджета.

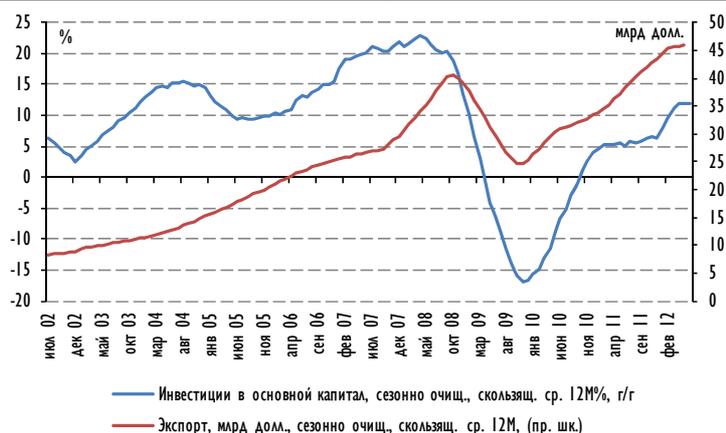
Иван Синельников  
Ivan.Sinelnikov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

### Статистика сферы потребления все еще лучше прошлогодних цифр, но в производственном секторе наметилось замедление

По официальной информации Росстата рост инвестиций в основной капитал в июне замедлился до 4,7% г/г (в мае – 7,7% г/г). В целом за 1П12 инвестиции выросли на 10,2% г/г (1П11 – 1,9%), за 2К12 – на 6,6% (2К11 – 4,3%). В России инвестиции в основной капитал сильно взаимосвязаны с экспортом, динамика которого, в свою очередь, определяется внешнеэкономической конъюнктурой. Анализ долгосрочных тенденций экспорта и инвестиций (см. диаграмму ниже) позволяет обнаружить торможение роста этих двух показателей. Это означает будущее замедление промышленного производства и истощение источников расширения совокупного потребления.



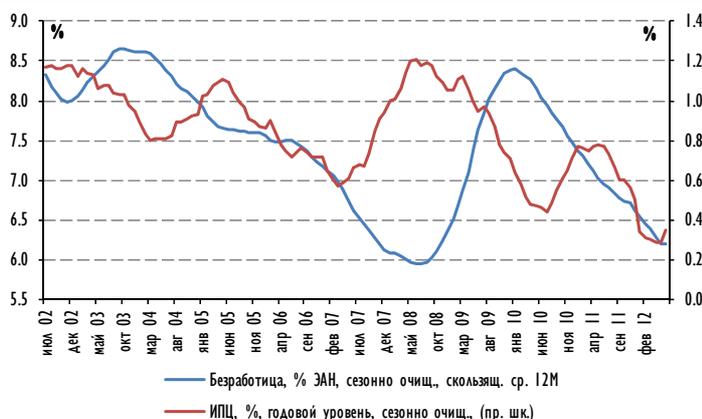
## Инвестиции в основной капитал (очищенные данные), 2007-2012 гг.



Источник: Росстат, Газпромбанк

Уровень безработицы остается рекордно низким – 5,4% от экономически активного населения (в июне 2011 г. – 6,07% ЭАН). В абсолютном выражении общее число безработных на 1 июля 2012 г. составило 4,14 млн чел. (+0,05 тыс. чел. к уровню мая 2012 г.). При этом количество официально зарегистрированных безработных уменьшилось на 58 тыс. чел. до 1,13 млн чел. В соотношении с низкими темпами инфляции (текущий годовой уровень - 4,3%) можно сказать, что в России сейчас достаточно сильные фундаментальные показатели. Однако, учитывая возможное замедление реального сектора, обусловленное торможением экспорта и инвестиций в основной капитал, можно предположить, что уровень безработицы скорректируется вверх в течение ближайших несколько месяцев (на 0,2-0,4 п.п.).

## Безработица в % от экономически активного населения (ЭАН), очищенные данные, 2007-2012 гг.



Источник: Росстат, Газпромбанк

Реальные располагаемые денежные доходы населения за 1П12 выросли на 2,7% г/г (за весь 2011 г. прирост был на уровне 0,8%). В июне этот показатель был равен 3,0% г/г (в мае 2012 г. – 3,6%). В номинальном выражении среднедушевые доходы за июнь увеличились на 7,8% г/г, т.е. до 23,0 тыс. руб. Среднемесячная номинальная заработная плата составила 28,2 тыс. руб., что на 17,7% больше, чем в июне 2011 г. В реальном выражении ее прирост за последний месяц увеличился до 12,9% г/г против 2,4% г/г за аналогичный месяц 2011 г.

Динамика оборота розничной торговли следовала за доходами населения. В 1П12 розничные продажи выросли на 7,1% г/г (в 1П11 – 5,4%) до 9,75 трлн руб. В июне 2012 г. этот показатель составлял 6,9% г/г против 5,8% г/г за июнь 2011 г.



Безработица в % от экономически активного населения (ЭАН), очищенные данные, 2007-2012 гг.



Источник: Росстат, Газпромбанк

Учитывая наметившиеся тенденции снижения темпов роста инвестиций, экспорта и промышленного производства, мы полагаем, что совокупное потребление также сократится. Возможности потребительского кредитования, на наш взгляд, также скоро будут исчерпаны. В итоге это должно выразиться в общем замедлении экономической активности в 3К12.

Иван Синельников  
Ivan.Sinelnikov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

#### Денежный рынок: колебания в пределах текущих отметок

- ▶ Чистая ликвидная позиция снизилась на 45,2 млрд руб.

Совокупные остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ снизились на 41,8 млрд руб. до 812,6 млрд руб. Задолженность банков перед ЦБ и Федеральным казначейством сократилась на меньшую величину (-41,8 млрд руб.), в основном за счет операций прямого РЕПО. В итоге чистая ликвидная позиция сократилась на 45,2 млрд руб. до минус 1,18 трлн руб.

- ▶ Операции рефинансирования: ставки на аукционах РЕПО держатся в пределах 5,30-5,34%

В среду Банк России установил лимит по 1-дневному аукционному РЕПО на уровне 230,0 млрд руб., что на 30,0 млрд руб. меньше, чем днем ранее. В течение первой сессии было заключено сделок на сумму 200,3 млрд руб., средневзвешенная ставка составила 5,34%. Во второй половине дня банки заняли еще 16,7 млрд руб. под 5,30%.

- ▶ Ставки междилерского РЕПО снизились еще на 4 б.п.

Ставки междилерского РЕПО на 1 день под залог облигаций упали еще на 4 б.п. до 5,88%. Оборот торгов оставался на среднем уровне – 100,8 млрд руб. Завтра наступает предельный срок расчетов по 1/3 НДС за 2К12 (оценка «внутреннего НДС» - около 150,0 млрд руб.). Учитывая все еще комфортный уровень остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ (более 800,0 млрд руб.), а также достаточное предложение ликвидности со стороны регулятора, мы полагаем, что резкого роста ставок не будет.

- ▶ Валютный рынок: рубль растет на восстановлении цен на нефть

Вчера рубль продолжил свое укрепление против основных резервных валют, чему способствовал рост цен на нефть и улучшение настроений на глобальных рынках. Бивалютная корзина потеряла 0,17 руб., опустившись до 35,59 руб. Средневзвешенный курс доллара (32,41 руб./дол.) снизился на 0,11%, курс последней сделки (32,29 руб./дол.) был меньше аналогичного показателя предыдущего дня на 0,25 руб. Европейская валюта в среднем подешевела на 0,31%, курс закрытия составил 39,62 руб./евро (-0,09 руб.). Сегодня мы ожидаем сохранения позитивного фона для российского рубля, при этом во второй



половине дня динамика может скорректироваться после выхода макроэкономической статистики по США

Иван Синельников  
Ivan.Sinelnikov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Металлоинвест  
S&P/Moody's/Fitch

–/Ba3/BB–

**Металлоинвест может в ближайшее время выкупить 20% собственных акций у ВТБ: нейтрально, риски оттока ликвидности уже заложены в котировках**

**Новость:** По словам первого зампреда правления ВТБ Юрия Соловьева, которые приводит Интерфакс, в ближайшее время банк рассчитывает достичь договоренности о продаже 20% акций Металлоинвеста. Пакет достался банку в декабре прошлого года за 2,5 млрд долл., в том числе 1,9 млрд долл. – в счет погашения долга (данные Интерфакса).

Соловьев подтвердил, что «достаточно вероятным вариантом» является покупка пакета самим Металлоинвестом. Ранее (в ходе конференц-звонка по результатам 2011 г., см. «Ежедневный обзор от долговых рынков» от 03/05/2012) менеджмент компании также говорил, что эта покупка рассматривается.

**Комментарий:** На наш взгляд, риски оттока ликвидности на выкуп собственных акций у ВТБ уже должны были быть заложены в котировках выпуска еврооблигаций METINR16. Напомним, в комментариях к отчетности по МСФО за 2011 год «События после отчетной даты» компания сообщила о приобретении векселей банка ВТБ на сумму около 2,4 млрд долл., при этом в 1К12 Металлоинвест привлек новый долг на 1,8 млрд долл. Мы полагаем, что приобретенные векселя могут быть использованы для оплаты существенной части расходов по сделке – почти 100%, если пакет будет продан по той же цене, по которой он достался банку. Учитывая также тот факт, что свободный денежный поток Металлоинвеста в 1П12, скорее всего, был положительным, а также планируемые поступления средств от продажи транспортной дочки Металлоинвесттранс (540 млн долл), привлечения существенного объема нового долга на выкуп акций может не потребоваться.

По нашим оценкам, исходя из цифр отчетности за 2011 год и корректируя на привлеченный долг в 1К12 и поступления от продажи транспортного бизнеса, левверидж Металлоинвеста в терминах «Чистый долг/EBITDA» мог вырасти до 1,5х по сравнению с 1,2х на конец 2011 г. Если цена приобретения акций будет сопоставима с объемом имеющихся векселей ВТБ, то выкуп 20% капитала не должен привести к ухудшению кредитных метрик.

Выпуск евробондов METINR16 сейчас торгуется с премией по Z-спреду к EVRAZ15 порядка 50 б.п., притом что кредитное качество Металлоинвеста мы оцениваем как более сильное, даже с учетом риска отвлечения ликвидности на выкуп собственных акций. На наш взгляд, непрозрачная инвестиционная политика является ключевым фактором, ухудшающим восприятие кредитного риска Металлоинвеста по сравнению с отраслевыми аналогами. Справедливое позиционирование METINR16 – на одной кривой с выпусками Евраза, и с этой точки зрения METINR16 сохраняет потенциал сужения спреда. С другой стороны, мы обращаем внимание на то, что кривая спредов Евраза имеет существенный наклон – выпуски с погашением в 2017-2018 г. торгуются с Z-спредами 620-650 б.п.

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

НАМК  
S&P/Moody's/Fitch

BBB-/Baa3/BBB-

## НАМК: хорошие операционные результаты за 2К12

**Новость:** НАМК опубликовал операционные результаты за 2К12, которые мы оцениваем позитивно: несмотря на общее снижение продаж, компания улучшила структуру выпуска за счет увеличения поставок на внутренний рынок и отгрузки продукции с высокой добавленной стоимостью.

На наш взгляд, результаты нейтральны для котировок неликвидных рублевых бумаг НАМК.

**Комментарий:** Во 2К12 производство стали выросло на 5,7% кв/кв до 3,8 млн т. При этом производство готовой продукции показало опережающий рост (+7% кв/кв), тогда как продажи незначительно снизились (-1,6% кв/кв).

Сезонно высокий внутренний спрос позволил частично компенсировать снижение спроса на внешнем рынке. Особенно позитивную динамику продемонстрировал, как и ожидалось, сегмент сортового проката (более 20% кв/кв для всех продуктов). На внутреннем рынке было реализовано 37% стальной продукции, что на 3 п.п. выше, чем кварталом ранее. Доля готового проката в продажах составила 74% (+3 п.п. кв/кв). Оба момента позитивны с точки зрения рентабельности. Реализация слябов внутри группы достигла 0,753 млн т (+5,5%).

В сегменте плоского проката хорошую динамику показали сталь с полимерным покрытием и трансформаторная сталь, являющиеся продукцией с высокой добавленной стоимостью. В частности, на фоне сильного спроса, поквартальный рост трансформаторной стали составлял 25% для ВИЗ-сталь и 37% кв/кв – для головной площадки.

Стойленский ГОК нарастил производство железорудного концентрата на 13% кв/кв на фоне роста поставок группе и третьим лицам.

Европейский дивизион снизил продажи на 7-11% кв/кв на фоне слабой конъюнктуры и эффекта высокой базы предыдущего квартала, в течение которого потребители наращивали запасы.

Дивизион НАМК США показал ожидаемо сильную динамику (5–24% кв/кв в зависимости от сегмента).

Менеджмент предоставил новые прогнозы: в 3 квартале ожидается стабильный уровень производства стали. Принимая в расчет конъюнктуру, мы смотрим на этот прогноз позитивно.

По итогам 2К12 менеджмент ожидает выручку около 3,2 млрд долл. и рентабельность по EBITDA – порядка 18%. Ранее (17 мая 2012 года) рост выручки прогнозировался компанией на 10% кв/кв, а EBITDA рентабельность – 17-19%. Новый прогноз выручки трансформируется примерно в 3%-ный поквартальный рост. Отметим, что на фоне ухудшения конъюнктуры, более низкий темп роста выручки не является большим сюрпризом. Больше внимание мы уделяем тому факту, что компании удалось удержать рентабельность в рамках прогнозного диапазона, улучшив показатель по сравнению со слабым 1К12 (14%).

### НАМК: объемы реализации, млн т

	2К12	1К12	кв/кв
Чугун	0,142	0,22	-35%
Товарные слябы	0,858	0,892	-4%
Листовой прокат	2,34	2,371	-1%
Сортового проката	0,394	0,327	20%
Метизы	0,077	0,063	22%
<b>Итого металлопродукция</b>	<b>3,811</b>	<b>3,872</b>	<b>-2%</b>

Источник: данные компании, расчет Газпромбанка

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

Наталья Шевелева  
Natalya.Sheveleva@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00, доб. 21448



## Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
19.07.12	Погашение <b>МДМ Банк, 7</b>	5 000
	Погашение <b>Пеноплэкс-Финанс, 2</b>	2 500
	Досрочное погашение <b>РГС, 1</b>	4 000
23.07.12	Оферта <b>Газпром нефть, 3</b>	8 000
24.07.12	Оферта <b>МКБ, 7</b>	2 000
25.07.12	Аукцион <b>ОФЗ-25080</b>	15 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	8 910
	Возврат средств Казначейству РФ	10 000
26.07.12	Оферта <b>МТС, 5</b>	15 000
30.07.12	Оферта <b>Мечел, 4</b>	5 000
	Оферта <b>ТД Копейка БО-1</b>	3 000
01.08.12	Аукцион <b>ОФЗ-26207 и ОФЗ-25080</b>	50 000
	Досрочное погашение <b>Ростелеком, 11</b>	3 000
02.08.12	Погашение <b>Мираторг Финанс, 1</b>	2 500
	Оферта <b>ЛОКО-Банк, 5</b>	2 500
03.08.12	Оферта <b>Глобэкс-Банк БО-4 и Глобэкс-Банк БО-6</b>	5 000
26.09.12	Аукцион <b>ОФЗ-25080</b>	25 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

## Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
31.07.12	<b>ТНК-ВР International:</b> финансовые результаты по МСФО	2К12
август 2012	<b>Газпром:</b> финансовые результаты по МСФО	1К12
21.08.12	<b>Alliance oil:</b> финансовые результаты по МСФО	2К12
21.08.12	<b>МТС:</b> финансовые результаты по US GAAP	2К12
20.11.12	<b>МТС:</b> финансовые результаты по US GAAP	3К12
21.11.12	<b>Alliance oil:</b> финансовые результаты по МСФО	3К12

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, СГА

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

### Управление анализа фондового рынка

#### Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

#### Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

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

#### Редакторская группа

#### Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

#### Макроэкономика

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

#### Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

#### Потребительский сектор

Виталий Баикин

+7 (495) 983 18 00, доб. 54072

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

#### Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

#### Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

#### Телекоммуникации и медиа

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

### Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, СГА

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

#### Стратегия

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

#### Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00, доб. 21417

### Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

### Управление торговлей 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

#### Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войникоис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

### Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, СГА

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

### 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 торговлей и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещини

+7 (495) 989 91 27

#### Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

### Управление электронной торговлей

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

#### Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

### Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, СГА

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 – 2012. «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.