

Долговые и денежные рынки  
5 апреля 2012 г.

## Конъюнктура рынков

### Внешние рынки

Внешние площадки сохранили депрессивный настрой, поскольку не сформировалось каких-либо событий/новостей, способных добавить позитива. Заседание ЕЦБ и последовавшая после пресс-конференция М. Драги не принесли оптимизма в части европейских рисков. В США статистика продолжила разочаровывать.

### Российские еврооблигации

Отрицательные переоценки, преобладавшие в ходе вчерашних торгов, были во многом обусловлены давлением внешнего негатива. Вместе с тем, общий пессимизм не стал помехой для размещения новых бумаг ВТБ, которое характеризовалось значительным переспросом.

### Рублевые облигации

Рублевый долговой рынок в среду оставался столь же невыразительным, как в предыдущие дни. Предложенные Минфином ОФЗ нашли спрос, но только при доходности, отражающей наличие хотя бы минимальной премии к рынку. Бонды Теле2 еще сохраняют возможность ценового апсайда.

### FX/Rates

Национальная валюта, хоть и сдала позиции при открытии вчерашних торгов, но в течение дня все же «предпочла» не отступать дальше.

### Наши ожидания

Внешним рынкам необходим импульс для укрепления позитивных настроений, которые робко формируются с началом сегодняшних торгов. В этом свете основная «нагрузка» падает на публикуемую в ближайшие дни макростатистику, особенно по рынку труда в США, сегодняшнего недельного отчета по безработице, а также завтрашнего, характеризующего общую ситуацию. Для европейских площадок, как мы полагаем, стимулом для формирования положительного настроения может оказаться факт того, что сегодняшние торги завершают рабочую неделю перед пасхальными выходными.

В еврооблигациях ждем замедления отрицательных переоценок, но зависимость от внешних настроений все также высока.

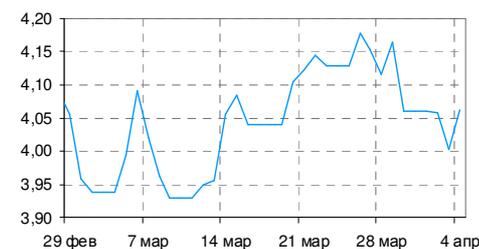
Внутренний долговой рынок по-прежнему без четкого курса, хотя попытки рубля укрепляться могут способствовать проявлениям спроса.

На внутреннем валютном рынке инвесторы, как мы полагаем, продолжают совершать попытки восстановить позиции рубля относительно бивалютной корзины, при этом курс доллара может сохраниться на прежних уровнях.

#### Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	4,06	6
CDS России	182	-3
MOSPRIME o/n	5,24	-75
NDF 3M	5,47	-4
	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	679,5	-62
Остатки на депозитах, млрд руб.	181,1	21
Доллар / рубль (ЦБ), руб	29,48	0,29
Корзина (ЦБ), руб	33,64	0,09

#### Динамика доходности Russia-30



#### Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	0,0
ERIBOR 3M	0,77	-0,2
EUR/USD	1,31	
UST-10	2,22	-8
Германия-10	1,79	-2
EFSF-10	2,79	-2
Италия - 10	5,35	21
Испания - 10	5,67	24
Португалия-10	11,80	24
CDS 5Y Ирландия	568	11
CDS 5Y Португалия	1086	41
CDS 5Y Италия	410	21
CDS 5Y Испания	463	26

#### Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	632,0	22
iTRAXX CEEMEA 5Y	273,7	2
iTRAXX SOVX WE 5Y	270,7	7

#### Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 26205	7,84	4
ОФЗ 25077	7,20	0
Газпром-11	6,95	-1
РЖД-10	7,33	2
ФСК-6	7,64	26
РусГидро-1	8,31	0
МТС-04	7,90	-11
Вк-Инвест6	8,87	0
Северсталь-БО1	7,51	-9
ВЭБ-09	8,78	0
Альфа-Банк01	8,73	0

#### Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,91	1
Gazprom-37	6,28	3
Sberbank-21	5,62	3
AlfaBank-21	8,01	5
Evraz-18	7,62	6
Vimpel-22	8,08	17
TNK-BP-18	4,61	4

## Главные новости

### Инфляция в марте: максимальный рост цен за последний год.

В марте потребительские цены выросли на 0.6 %, что является максимальным ежемесячным приростом за последний год. Годовой показатель инфляции остался на уровне предыдущего месяца – 3.7 %. В ближайшее время инфляционное давление будет увеличиваться, а во второй половине года инфляционная картина может измениться принципиально.

### Платежный баланс в 1-м квартале: рекордный профицит по счету текущих операций.

В 1-м квартале был зафиксирован рекордный текущий профицит в размере \$ 42.3 млрд. Отток капитала составил \$ 35.1 млрд. В текущем квартале мы ожидаем сокращения сальдо счета текущих операций до \$ 25 млрд. при уменьшении оттока до \$ 15-20 млрд. Наш прогноз по рублю на текущий квартал нейтральный – мы видим бивалютную корзину в диапазоне 33-34. Во второй половине года рубль может снизиться.

### Банк Ренессанс Кредит (B2/B/B) – итоги 2011 года по МСФО.

Прошлый год был для банка удачным, что отражается и в росте прибыли, и в улучшении качества кредитного портфеля, и в темпах роста. Не исключено, что как и ТКС-Банк, Банк Ренессанс Кредит вслед за позитивными результатами по МСФО выйдет на первичный рынок.

### ТНК-ВР – итоги 2011 года.

По-прежнему компания показывает безупречный кредитный профиль. Среди евробондов эмитента идей практически нет.

Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте, либо на нашем сайте в интернете. Для этого Вам достаточно прислать заявку с указанием адреса электронной почты, на который Вы хотели бы получать аналитические материалы, на адрес [research@nomos.ru](mailto:research@nomos.ru) или, пройдя по ссылке <http://nomos.ru/investment/special/>, заполнить форму подписки.

## Рыночная конъюнктура

### Внешние рынки

*Внешние площадки сохранили депрессивный настрой, поскольку не сформировалось каких-либо событий/новостей, способных добавить позитива. Заседание ЕЦБ и последовавшая после пресс-конференция М. Драги не принесли оптимизма в части европейских рисков. В США статистика продолжила разочаровывать.*

Кривая доходности гособлигаций США



Торги среды проходили в русле сформировавшегося днем ранее депрессивного настроения. Европейский долговой сегмент ощущал на себе не только внешнее давление, отражающее глобальную тенденцию уменьшения спроса в рискованных активах. Разочаровали вторичный рынок и результаты проходившего вчера размещения госбумаг Испании на 3, 4 и 8 лет, где не только был зафиксирован несопоставимый с предыдущими аукционами слабый спрос (всего 2,59 млрд долл. при объеме предложения 2,5 млрд долл.), но и доходности, которые были выше, чем на мартовских аукционах.

На фоне этого можно было наблюдать спад спроса на вторичных торгах как на испанские бумаги, так и на обязательства Италии и особенно Португалии, которая также вчера размещала свои новые векселя без какого-либо энтузиазма потенциальных покупателей. В результате, на 10-летней дюрации доходность бумаг перечисленных стран прибавила более 20 б.п.

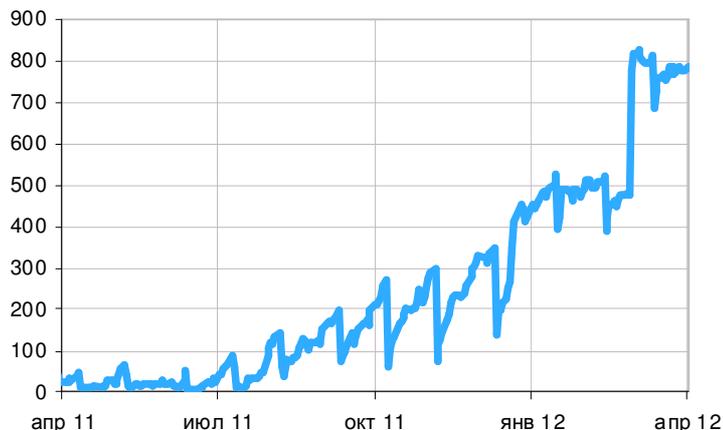
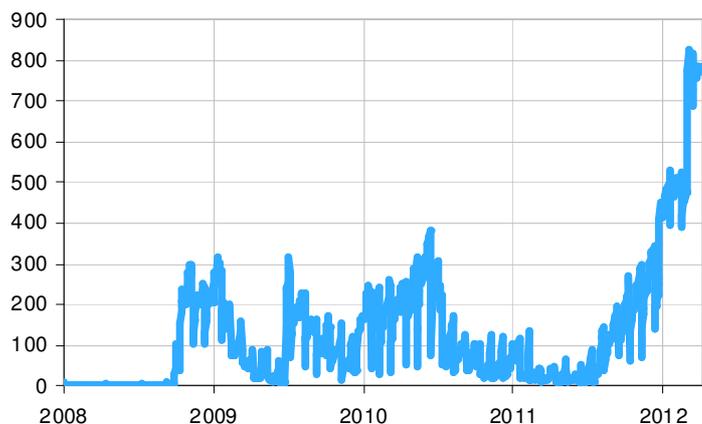
Отметим, что объявление ЕЦБ решения сохранить ключевую процентную ставку на прежнем уровне не вызвало какого-то заметного резонанса, как впрочем и «старания» главы европейского регулятора в ходе его пресс-конференции настроить инвесторов на более позитивный лад сообщениями том, что «экономическая ситуация в регионе начинает стабилизироваться, а инфляция находится на рамках целевых значений». Спросом по-прежнему пользовались «защитные» немецкие бонды – доходность 10-летних снизилась до 1,79 б.п. («-2» б.п.).

Американские инвесторы поддержали европейский пессимизм, кроме того, разочарований добавила американская макростатистика - Индекс деловой активности в сфере услуг США (ISM Non-Manufacturing) в марте упал до 56 пунктов с 57,3 пункта месяцем ранее, при ожидании его увеличения до 56,8 пунктов. При этом данных от ADP, отразивших ощутимый рост количества новых рабочих мест и пересмотр данных за прошлый месяц в лучшую сторону, оказалось недостаточно, чтобы нарушить преобладающий негативный тренд. Спрос концентрировался в UST – доходность 10-летних снизилась на 8 б.п. до 2,22% годовых.

Международный валютный рынок в ходе вчерашних торгов продолжал испытывать эффект от опубликованного во вторник протокола мартовского заседания FOMC. При этом американская валюта продолжала укреплять свои позиции: пара EUR/USD, еще в начале недели находившаяся на уровне 1,33x, снизилась в рамках европейской сессии до значения 1,3107x. Свой вклад в формирование негативного отношения инвесторов к европейской валюте сделали опубликованные данные о снижении объемов розничных продаж в Еврозоне на 0,1% в феврале. Продолжился спад спроса на евро и после заседания ЕЦБ, в отношении которого наибольший интерес вызвала информация о программах LTRO I и II, «помогающего избежать серьезного кредитного кризиса». Однако для оценки их эффективности, как заявил М. Драги, «потребуется время». На наш взгляд, это может свидетельствовать, что ранее проведенные кредитные аукционы - не последние действия монетарных властей по предоставлению ресурсов европейской банковской системе. По всей видимости, после того, как ФРС начала понемногу подготавливать рынок к возможному сокращению программы количественного смягчения, подобным инструментом может начать пользоваться и ЕЦБ, однако не «своими руками», как это делал американский регулятор, а методом

выделения длинных и дешевых ресурсов банковской системе. В то же время следует отметить, что пока привлеченные на кредитных аукционах ресурсы по большей части оседают на депозитных счетах в ЕЦБ.

Динамика депозитов о/п в ЕЦБ



Источник: ЕЦБ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Ближе к закрытию торгов пара EUR/USD замедлила свое снижение и закрыла день на уровне 1,313х.

*Ольга Ефремова  
Алексей Егоров*

Российские еврооблигации

Отрицательные переоценки, преобладавшие в ходе вчерашних торгов, были во многом обусловлены давлением внешнего негатива. Вместе с тем, общий пессимизм не стал помехой для размещения новых бумаг ВТБ, которое характеризовалось значительным переспросом.

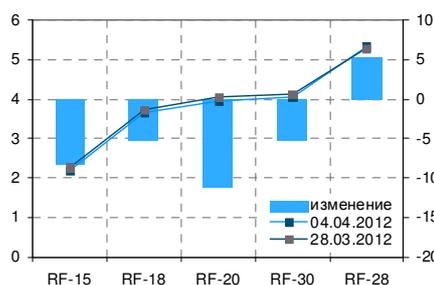
В ходе вчерашних торгов активизировались продавцы, которых «мотивировали» общие негативные настроения на внешних площадках.

В сегменте суверенных бумаг более ощутимо снижались котировки выпусков Russia-30 и Russia-42 - отрицательная переоценка достигала 50 б.п. В конечном счете, к закрытию котировки бенчмарков были на уровне 119,625% (YTM 4,06%) и 101,125% (YTM 5,54%) соответственно.

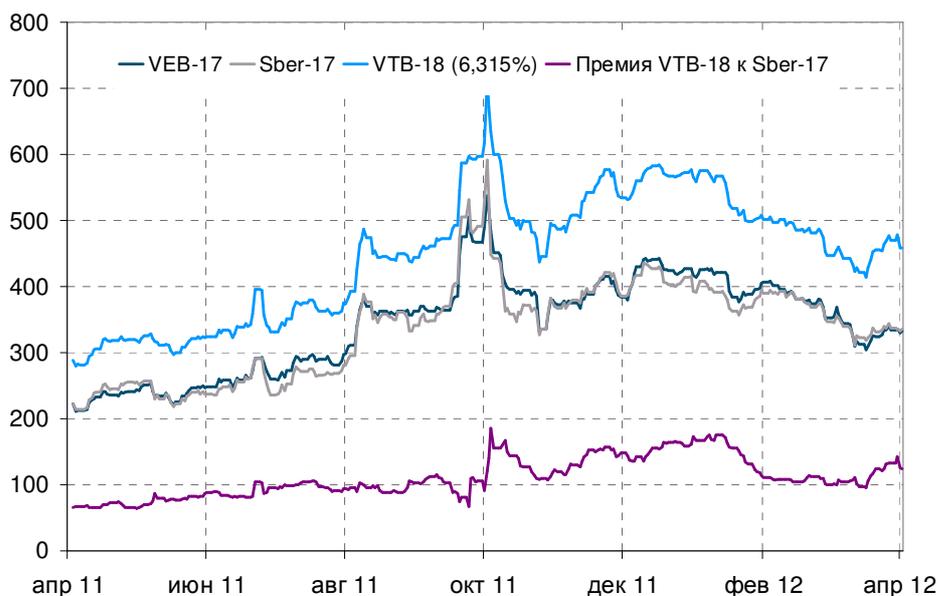
В негосударственном секторе преобладающим также был негативный тренд. Объектом продажи выступали выпуски Кокса, ТМК, Евраз, Лукойла, длинные бумаги Газпрома. Вновь усилилось давление негативного новостного фона на ВымпелКом, Vimpel-22 потерял за вчерашний день в цене порядка 1%. В банковском секторе инвесторы сокращали позиции в бумагах ВЭБа. Говоря о динамике банковских выпусков, отметим, что ее во многом определял факт вчерашнего размещения 5-летних бумаг ВТБ. С одной стороны, обозначенные ориентиры выглядели достаточно привлекательно на фоне сопоставимых по дюрации бумаг госбанков, в частности Сбербанка, поскольку премия к ним составляла порядка 140 б.п.

Вероятно, именно данный факт обуславливал значительный объем выставленных заявок – около 6 млрд долл. С другой – решение установить объем размещения в 1,5 млрд долл. несколько уменьшило общий позитив относительно возможностей дальнейшего ценового апсайда.

Кривая доходности гособлигаций России



## Динамика Z-спрэдов в банковском секторе



Источник: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Привлек внимание и тот факт, что когда еще только появились предварительные оценки возможного объема привлечения (был обозначен диапазон 1-1,5 млрд долл.), другие торгующиеся выпуски оказались объектом фиксации, теряя в котировках в диапазоне от 0,125% до 0,25%, хотя утром на сообщениях о переспросе наблюдался ценовой рост в пределах 0,375%. С началом сегодняшнего дня новый выпуск снова в области интересов покупателей, поскольку премия к госбанкам выглядит привлекательной.

*Ольга Ефремова*

### Рублевые облигации

*Рублевый долговой рынок в среду оставался столь же невыразительным, как в предыдущие дни. Предложенные Минфином ОФЗ нашли спрос, но только при доходности, отражающей наличие хотя бы минимальной премии к рынку. Бонды Теле2 еще сохраняют возможность ценового апсайда.*

В целом, вчерашние торги на локальном долговом рынке складывались в рамках все того же невыразительного тренда, который преобладает в последнее время. В негосударственном секторе торговая активность была еще слабее, чем в предыдущие дни, ценовая динамика не выражала каких-либо общих предпочтений, а исключительно попытки отдельных инвесторов оптимизировать свои портфели.

Что касается выхода на вторичные торги бумаг Теле2 серий 04 и 05, то он характеризовался реализацией апсайда «накопленного» на форвардах – котировки прибавили 60 и 40 б.п. соответственно, однако не будем торопиться говорить о том, что потенциал снижения доходности исчерпан полностью – на длинной дюрации спрэд бумаг Теле2 к бондам ВымпелКома составляет не более 50 б.п., тогда как по данным выпускам (с дюрацией менее 2 лет) спрэд остается шире 70 б.п.

В сегменте ОФЗ основное внимание вчера концентрировалось на проходившем аукционе. Отметим, что общий результат вполне позитивен – размещено бумаг на 17,9 млрд руб. из 20 млрд руб. предложенных. При этом доходность сложилась по верхней границе ориентира Минфина (доходность отсечения 8,2%, средневзвешенная доходность - 8,19% годовых), что отражает возросшие требования инвесторов к премии и, что раньше не было свойственно Минфину, готовность регулятора ее предоставить. По итогам дня доходность выпуска сложилась в районе 8,15% годовых, но это все равно выше, чем днем ранее, цена выпуска

снизилась более чем на 40 б.п.

В остальных ОФЗ также преобладали отрицательные переоценки, особенно по сериям 26204, 26205 и 26206.

*Ольга Ефремова*

## Forex/Rates

*Национальная валюта, хоть и сдала позиции при открытии вчерашних торгов, но в течение дня все же «предпочла» не отступать дальше.*

Внешний фон еще до открытия российских бирж складывался довольно негативный: инвесторы предпочитали американский доллар, сокращая позиции в других валютах. Вследствие чего, рубль довольно сильно «отступил» в первые минуты торгов. Курс доллара при этом достиг отметки 29,46 руб., а стоимость бивалютной корзины - 33,70 руб. Однако причины для дальнейшего снижения отсутствовали. Единственным негативом стало резкое изменение расстановки сил в паре EUR/USD, что отразилось на спросе локальных инвесторов на американскую валюту и стало причиной продаж евро. Вместе с тем, бивалютная корзина в ходе торгов демонстрировала попытки восстановить свои позиции, особенно активно проявляемые во второй половине дня. И все же, рублю не удалось завершить среду, отыграв существенную часть снижения. Поводом на этот раз стали данные о росте коммерческих запасов нефти в США, которые негативным образом отразились на сырьевых площадках, понизив цену «черного золота» на 2 долл. По итогам дня стоимость бивалютной корзины составила 33,63 руб., а курс доллара «пробивал» отметку 29,5 руб.

Ликвидность банковской системы, несмотря на сокращения объемов задолженности перед ЦБ по однодневному РЕПО с 219,1 млрд руб до 39,56 млрд руб., все же не испытала существенного потрясения. Так, согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах сократилась на 40,4 млрд руб. до 860,6 млрд руб. Вместе с тем, банковская система не испытывала острой потребности в ресурсах, о чем свидетельствуют ставки денежного рынка: MosPrime о/п вновь пошла на снижение и составила 5,24%.

*Алексей Егоров*

## Наши ожидания

Внешним рынкам необходим импульс для укрепления позитивных настроений, которые робко формируются с началом сегодняшних торгов. В этом свете основная «нагрузка» падает на публикуемую в ближайшие дни макростатистику, особенно по рынку труда в США: сегодняшнего недельного отчета по безработице, а также завтрашних данных, характеризующих общую ситуацию. Для европейских площадок, как мы полагаем, стимулом для формирования положительного настроения может оказаться факт того, что сегодняшние торги завершают рабочую неделю перед пасхальными выходными.

В еврооблигациях ждем замедления отрицательных переоценок, но зависимость от внешних настроений все также высока.

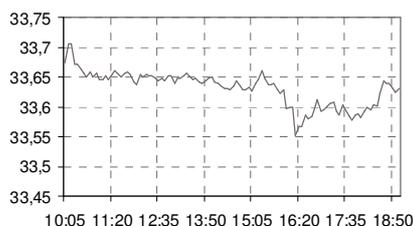
Внутренний долговой рынок по-прежнему без четкого курса, хотя попытки рубля укрепляться могут способствовать проявлениям спроса.

На внутреннем валютном рынке инвесторы, как мы полагаем, продолжают совершать попытки восстановить позиции рубля относительно бивалютной корзины, при этом курс доллара может сохраниться на прежних уровнях.

*Ольга Ефремова*

*Алексей Егоров*

Динамика бивалютной корзины



## Календарь событий

### Долговой рынок

9 апреля Размещение: АИЖК-21 – 15 млрд руб.

### Внешний долговой рынок

5 апреля Размещение гособлигаций Франции с погашением в 2017, 2022, 2026 и 2041 годах.

### Макроэкономические события

5 апреля Статистика по рынку труда в США за март, отчет по безработице за март.

### Корпоративные события

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

## Новости коротко

### Макроновости

- По данным Минфина, **внешний долг РФ** в первом квартале 2012 года увеличился на 3,7% - до 565,247 млрд долл. с 545,150 млрд долл. Прирост внешнего долга за три месяца 2012 года составил 20,097 млрд долл. В том числе: на 1,555 млрд долл. или на 4,7%, до 34,763 млрд долл. увеличился долг органов госуправления, банки РФ увеличили внешнюю задолженность на 1,570 млрд долл. или на 1,0%, до 164,451 млрд долл., предприятия небанковского сектора нарастили внешний долг на 16,711 млрд долл. или на 4,9% до 354,563 млрд долл. За первый квартал 2011 года задолженность предприятий по долговым ценным бумагам увеличилась на 0,751 млрд долл. или на 6,2% до 12,813 млрд долл., по кредитам - на 9,104 млрд долл. или на 3,9%, до 242,824 млрд долл. Кроме того, их обязательства перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования за этот период выросли на 6,987 млрд долл. или на 8,2% до 92,193 млрд долл.

### Корпоративные новости

- Telenor увеличил голосующую долю в **VimpelCom Ltd.** до 39,51% с 36,36%, выкупив 65 млн акций компаний у JP Morgan Securities. Стоимость сделки – 715 млн долл. Сделка состоялась в рамках своп-соглашения Telenor и JP Morgan Securities на ADR VimpelCom Ltd., заключенного в июле 2011 года. Первоначально соглашение предполагало возможность выкупа норвежской компанией до 40 млн расписок телекоммуникационного холдинга, в октябре прошлого года соглашение было расширено до 65 млн ADR, что соответствует 3,15% голосующих акций VimpelCom Ltd. и 3,99% обыкновенных акций. /Интерфакс/

*Данная новость нейтральна для котировок облигаций VimpelCom Ltd., ранее Telenor уже заявлял о намерении увеличить долю голосующих акций в операторе. (См. наш комментарий:*

*[http://www.nomos.ru/upload/iblock/085/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_16\\_02\\_2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/085/NOMOS_daily_debt_markets_16_02_2012.pdf)*

- Министр финансов Алжира Карим Джуди заявил, что переговоры с **VimpelCom Ltd.** по выкупу контрольного пакета Orascom Telecom Algeria (ОТА, бренд Djezzy) займут несколько месяцев – время может потребоваться для устранения разногласий по цене сделки. Напомним, на прошлой неделе алжирский суд первой инстанции вынес решение о наложении на Djezzy и ее главу штрафа в размере 1,3 млрд долл., который может отразиться на цене выкупа.

*В целом, данная новость несет негативный оттенок для VimpelCom Ltd., поскольку вновь добавляет неопределенности как по срокам выкупа ОТА, так и стоимости сделки (см. наш комментарий к ситуации вокруг выкупа ОТА: [http://www.nomos.ru/upload/iblock/33e/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_29\\_03\\_2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/33e/NOMOS_daily_debt_markets_29_03_2012.pdf))*

### Долговые рынки

- Объем спроса на **ОФЗ 26207** составил 39,546 млрд руб. при предложении в 20 млрд руб. Размещенный объем выпуска составил 17,926 млрд руб., выручка - 18,284 млрд руб. Цена отсечения облигаций была установлена на уровне 100,9078% от номинала, средневзвешенная цена - 101,0555% от номинала. Доходность по цене

отсечения составила 8,20% годовых, по средневзвешенной цене - 8,19% годовых.

- **ОАО «Мечел»** в течение вчерашнего дня завершило сбор заявок на биржевые облигации серий БО-05, БО-06, БО-07, БО-11 и БО-12. Ставка купонов по биржевым облигациям установлена на уровне 11,25% годовых, что соответствует доходности к погашению через 3 года 11,57% годовых. Техническое размещение указанных выпусков на ФБ ММВБ запланировано на 10 апреля текущего года. Общий объем займов составляет 15 млрд руб.: 5 млрд руб. серии БО-05, по 2 млн. облигаций серий БО-06 и БО-07, а также по 3 млн. бумаг серий БО-11 и БО-12.
- **Россельхозбанк** 9 апреля 2012 года начнет сбор заявок на облигации серии 16 объемом 10 млрд руб. Закрытие книги - 11 апреля текущего года. Ориентир по ставке купона – 8,4-8,6% годовых, что соответствует доходности к 3-летней оферте порядка 8,58-8,78% годовых. Предварительная дата размещения – 16 апреля.
- Ставка 1 купона по облигациям **ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию»** серии А21 установлена по результатам сбора заявок на уровне 8,8% годовых. Как сообщалось ранее, ориентир ставки купона при открытии книги заявок находился в диапазоне 8,70-8,80% годовых, что соответствовало доходности на уровне 8,99-9,10% годовых.

#### Рейтинги и прогнозы

- Standard&Poor's присвоило рейтинг «BB» облигациям **ВымпелКома** серий 01, 02 и 04 общим объемом 35 млрд руб.
- Standard&Poor's пересмотрело прогноз по рейтингам **Тверской области** со «Стабильного» на «Негативный». Одновременно подтвержден долгосрочный кредитный рейтинг эмитента «В+», рейтинг по национальной шкале «ruA+». Эксперты S&P отметили, что пересмотр прогноза связан с «ожиданиями более низких финансовых показатели области и более высоких расходов на обслуживание и погашение долга, чем предполагалось ранее. Данный факт может привести к ухудшению показателей ликвидности области и повышение рисков рефинансирования в 2013-2014 годы».

## Главные новости

### Инфляция в марте: максимальный рост цен за последний год.

*В марте потребительские цены выросли на 0.6 %, что является максимальным ежемесячным приростом за последний год. Годовой показатель инфляции остался на уровне предыдущего месяца – 3.7 %. В ближайшее время инфляционное давление будет увеличиваться, а во второй половине года инфляционная картина может измениться принципиально.*

**Событие.** По итогам марта потребительские цены выросли на 0.6 %; по отношению к марту прошлого года рост цен составил 3.7 %.

#### Показатели инфляции

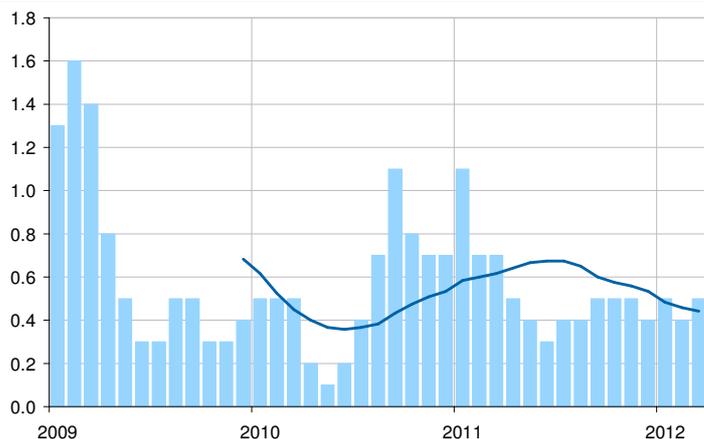
	% м/м	% г/г	% с начала года
Цены потребителей	0.6	3.7	1.5
Цена на продовольствие	0.8	1.3	2.3
Базовая инфляция	0.5	5.5	1.4

Источники: Росстат

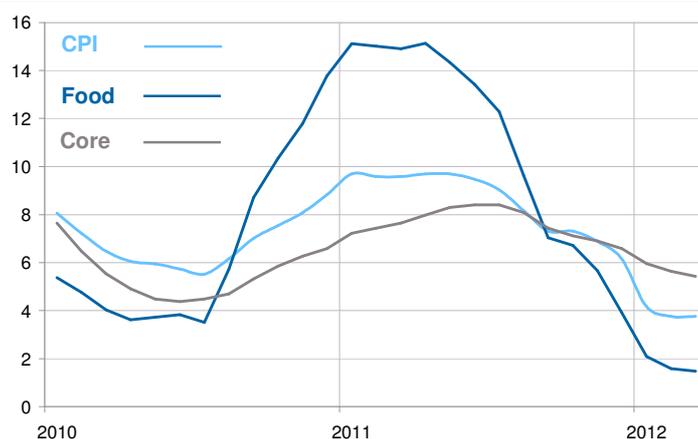
**Комментарий.** Рост потребительских цен на 0.6 % в месяц стал максимальным с марта прошлого года. В то же время на уровне базовой инфляции каких-то принципиальных изменений не видно – этот показатель последние 9 месяцев стабильно прирастает на 0.4-0.5 % в месяц.

Мы ждем плавного нарастания инфляционного давления в ближайшие месяцы, однако радикально картина изменится лишь во втором полугодии после повышения регулируемых тарифов. По году мы прогнозируем рост цен в диапазоне 6-7 %.

Базовая инфляция, % м/м



Инфляция, % г/г



Источники: Росстат, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

*Кирилл Тремасов*

### Платежный баланс в 1-м квартале: рекордный профицит по счету текущих операций.

В 1-м квартале был зафиксирован рекордный текущий профицит в размере \$ 42.3 млрд. Отток капитала составил \$ 35.1 млрд. В текущем квартале мы ожидаем сокращения сальдо счета текущих операций до \$ 25 млрд. при уменьшении оттока до \$ 15-20 млрд. Наш прогноз по рублю на текущий квартал нейтральный – мы видим бивалютную корзину в диапазоне 33-34. Во второй половине года рубль может снизиться.

**Событие.** Сальдо счета текущих операций в 1-м квартале составило рекордные \$ 42.3 млрд. или почти что 10 % ВВП. Отток капитала - \$ 35.1 млрд.

Платежный баланс, квартальные данные, \$ млрд.

	1 кв. 2011	2 кв. 2011	3 кв. 2011	4 кв. 2011	1 кв. 2012
Сальдо счета текущих операций	31	22	18	28	42
Отток капитала	-20	-7	-18	-35	-35
Торговый баланс	48	51	45	54	61
Экспорт	113	134	130	145	135
% год к году	23	37	34	27	19
Импорт	65	83	85	91	73
% год к году	42	43	25	18	13

Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

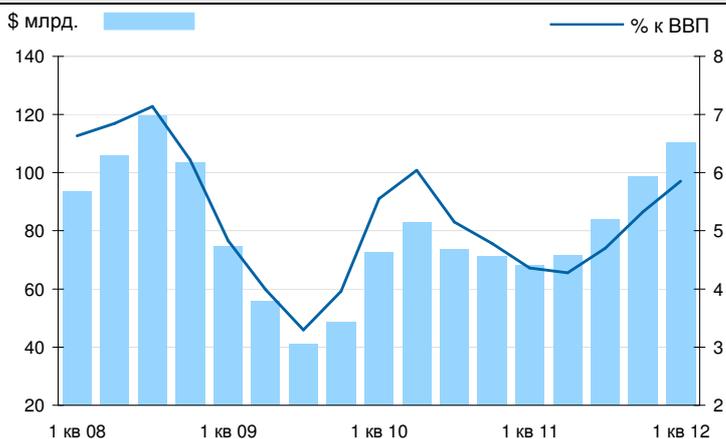
**Комментарий.** Средняя цена Urals в 1-м квартале составила \$ 117.4 за баррель, что явилось абсолютным рекордом. Однако не только высокие цены на нефть объясняют сверхвысокое значение торгового и текущего профицита – другая причина заключается в замедлившемся росте импорта. Рост импорта в 1-м квартале всего лишь на 13 % год к году, на наш взгляд, является сюрпризом. Первое объяснение, которое приходит в голову – ослабление потребительского спроса. Однако эта гипотеза не подтверждается динамикой других макроиндикаторов – и реальные зарплаты, и розничные продажи демонстрируют в начале года уверенный рост. Скорее всего, причина связана с валютными курсами – резкое падение рубля в конце прошлого года могло заставить импортеров взять паузу и сократить запасы. Сейчас рубль вернулся к своим более справедливым уровням, и, возможно, импорт в ближайшие месяцы начнет ускоряться. Отток капитала в размере \$ 35.1 млрд. соответствует тем оценкам, которые давали Центробанк и МЭР по январю-февралю – напомним, что они оценивали ежемесячный отток в размере более \$ 10 млрд. Судя по представленным цифрам, в марте отток

сохранился на том же уровне.

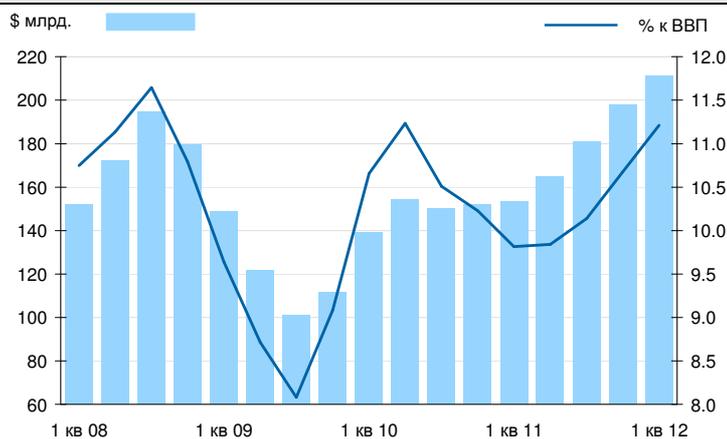
В текущем квартале профицит счета текущих операций при неизменных ценах на нефть может сократиться примерно до \$ 25 млрд. Скорее всего, сократится и отток капитала, но вряд ли, менее чем до \$ 5 млрд. в месяц. Для рубля подобное состояние платежного баланса будет носить скорее нейтральный характер – на ближайшие 1-2 месяца мы видим бивалютную корзину в диапазоне 33-34.

По году мы прогнозируем текущий профицит в размере \$ 105 млрд. (при \$ 120 за баррель Urals), оценивая отток капитала не менее чем в \$ 60 млрд. Сезонное сокращение текущего профицита в летние месяцы может усилить давление на рубль в сторону его понижения.

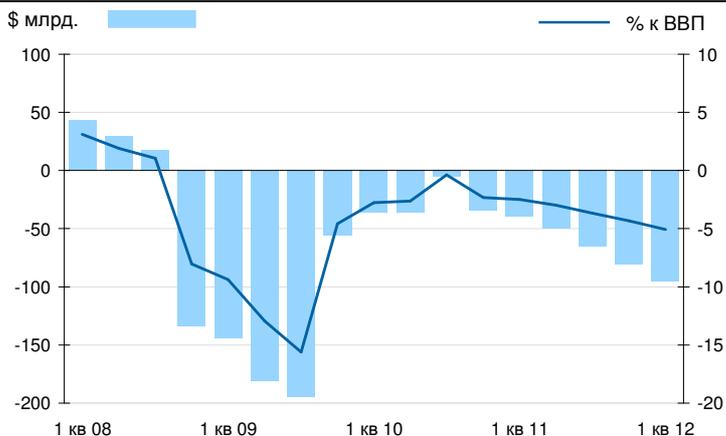
Сальдо счета текущих операций\*



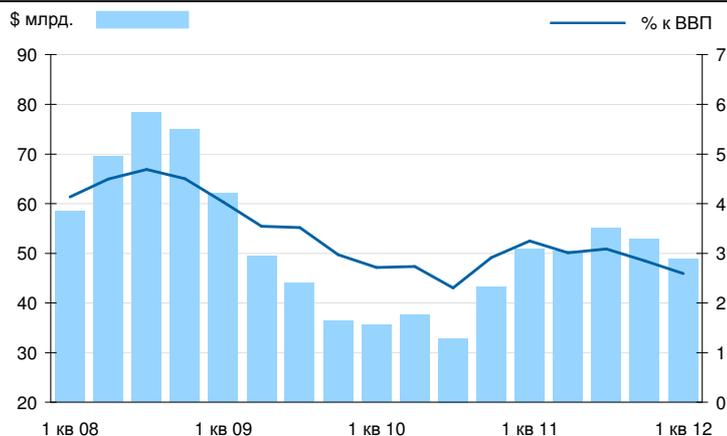
Торговый баланс



Чистый отток капитала из частного сектора



Прямые иностранные инвестиции



\* - все графики - накопленным итогом за 4 квартала

Источники: Банк России, Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа  
Кирилл Тремасов

**Банк Ренессанс Кредит (В2/В/В) – итоги 2011 года по МСФО.**

Прошлый год был для банка удачным, что отражается и в росте прибыли, и в улучшении качества кредитного портфеля, и в темпах роста. Не исключено, что как и ТКС-Банк, Банк Ренессанс Кредит вслед за позитивными результатами по МСФО выйдет на первичный рынок.

**Событие.** Банк Ренессанс Кредит представил инвесторам отчетность по МСФО за 2011 год.

**Комментарий.** Прежде чем переходить к финансовым итогам 2011 года, хотелось бы напомнить об одном немаловажном факте – изменении акционерной структуры Банка Ренессанс Кредит в конце прошлого года. Напомним, в среди его конечных бенефициаров банка теперь числится Группа Онэксим, которой принадлежит доля в капитале банка порядка 32,25% (см. наш комментарий от (1 марта 2012 года [http://www.nomos.ru/upload/iblock/fc3/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_01\\_03\\_2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/fc3/NOMOS_daily_debt_markets_01_03_2012.pdf)).

С точки зрения финансовых показателей мы отмечаем, что банк уложился в цифры,

озвученные в конце года (см. наш обзор от [http://www.nomos.ru/upload/iblock/868/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_23\\_12\\_2011.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/868/NOMOS_daily_debt_markets_23_12_2011.pdf)):

- **Портфель депозитов – источник роста активов:** по итогам года активы банка выросли на 51% до 62 млрд руб., кредитный портфель (gross) – на 59% до 52 млрд руб., то есть заметно выше среднеотраслевых значений («+36%»). Основным драйвером роста послужило активное привлечение средств клиентов – «+74%» до 32 млрд руб., подавляющее большинство которых – это депозиты физических лиц. На 2012 год прогноз по росту кредитного портфеля – 30-35%, и, судя по всему, основной источник фондирования будет тот же.
- **Улучшение структуры доходов, рост прибыли и маржинальности:** отметим, что показатель NIM по итогам года у банка сложился на уровне 19% (Русский Стандарт – 18,9%, ТКС-Банк – 49%), что в целом при конъюнктуре рынка и растущей доли дорогих клиентских средств в пассивах (с 45% до 51%) вполне понятно. Однако как еще один фактор отметим, что ранее существенный вклад в значение данного показателя вносили начисленные пени и штрафы (свыше трети процентных доходов в 2010 году, по итогам 2011 года – менее четверти), сбор которых, как справедливо было замечено на вчерашнем конференц-колле, дело «хлопотное». Таким образом, значение NIM в настоящее время вернулось, на наш взгляд, к более объективному значению, и, по данным менеджмента, останется на этом уровне и в 2012 году. При этом комиссионные доходы выросли в 2 раза до 5 млрд руб., отчисления в резервы сократилось в 2 раза до 2,6 млрд руб. В результате объем полученной прибыли увеличился в 1,7 раза до 2,7 млрд руб. Прогноз на 2012 год – 4 млрд руб. (в 1,5 раза к 2011 году).
- **Структура кредитного портфеля за год изменилась незначительно:** на конец прошлого года структура портфеля выглядела следующим образом – 57% приходилось на кредиты наличными, еще порядка 16% - на POS-кредитование, 14,5% - на кредитные карты.
- **Качество кредитного портфеля по NPL улучшилось:** по итогам года показатель NPL (90+) сократился до 4,6% (ХКФ-Банк – 5,8%, Русский Стандарт – 4,5%, ТКС-Банк – 3,7%) против 6,4% на начало года. Как мы уже отмечали выше, улучшение качества портфеля и сокращение отчислений в резервы положительно влияло на прибыль кредитной организации. В качестве положительного фактора также выделяем, что покрытие неработающих кредитов резервами повысилось с 0,6х до 0,7х, однако в отличие от ряда других розничных банков все еще остается заметно меньше 1х. В 2012 году уже столь существенных изменений по NPL не ожидается.
- **Низкая долговая нагрузка:** В настоящее время у банка в обращении два рублевых выпуска и LPN (последний с погашением в 2013 году). По состоянию на конец отчетного периода объем обязательств на текущий год был порядка 3 млрд руб. после погашения займа серии 02 в начале апреля, у банка осталось задолженности на 1,7 млрд руб. С учетом того, что кредитный портфель в месяц генерирует порядка 4 млрд руб., долговая нагрузка на текущий год смотрится более чем комфортной.
- **Достаточность капитала:** по МСФО уровень достаточности капитала был высоким – 23% (ХКФ-Банк – 20,5%, Русский Стандарт – 21,4%, ТКС-Банк – 13%). При этом комфортным уровнем менеджмент считает для банка 18-19%. Справедливости ради отметим, что по РСБУ Н1 смотрится гораздо скромнее - на конец года около 12,9% (на 1 марта 2012 года уже 13,57%)

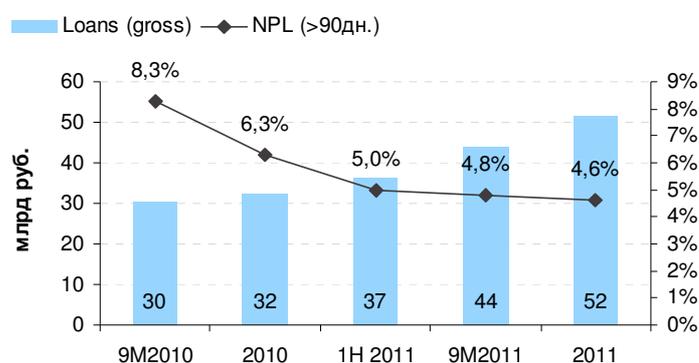
Среди бумаг Банка Ренессанс Кредит (B2/B/B) наиболее интересно смотрится выпуск БО-03 с офертой в августе 2013 года, который в настоящее время торгуется с УТР 11,8%. В целом, в связи с малым количеством бумаг в обращении, мы не исключаем, что в ближайшем будущем увидим банк на первичном рынке. Напомним, что у кредитной организации зарегистрировано два биржевых выпуска на общую сумму 9 млрд руб.

## Показатели Банка Ренессанс Кредит по МСФО

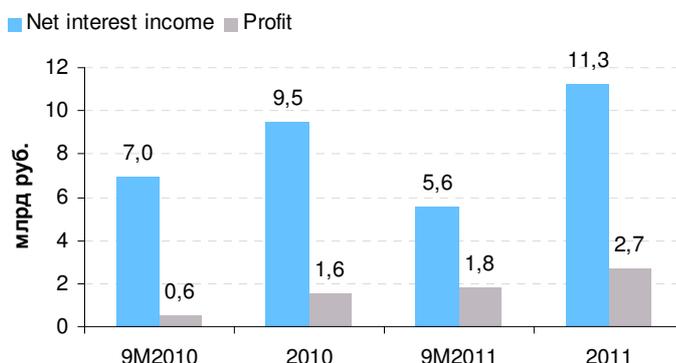
Балансовые показатели, млрд руб.	2009	2010	1H 2011	9M2011	2011	2011 к 2010
ASSETS	43,1	41	44	51	62	51%
Loans	28,2	31	35	43	50	59%
Loans (gross)	33,0	32	37	44	52	59%
% assets	65%	77%	80%	84%	81%	---
NPL (>90дн.)	19%	6,3%	5,0%	4,8%	4,6%	---
allowance for loan impairment / NPL	0,8	0,6	0,7	0,6	0,7	
Customer accounts	6,2	18	22	n/a	32	74%
% assets	14,4%	45%	49%	n/a	51%	---
EQUITY	9,5	11	12	n/a	14	20%
Total Capital Adequacy Ratio	21,2%	29%	27%	26%	23%	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2009	2010	1H 2011	9M2011	2011	2011 к 2010
Net interest income	12,5	9,5	5,1	5,6	11,3	19%
Fee and commission income (net)	0,7	2,5	1,8	n/a	5	87%
Allowance for loan impairment	-12,5	-5,1	-1,1	n/a	-3	-49%
Operating income*	11,2	11,9	5,2	7,0	12,6	6%
Profit	-4,2	1,6	0,8	1,8	2,7	72%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	1H 2011	9M2011	2011	2011 vs 2010
RoAA	отриц.	3,7%	3,6%	5,3%	5,2%	1,5%
RoAE	отриц.	15,0%	13,1%	20,5%	21,5%	6,5%
NIM	26,0%	28,0%	20,0%	22,0%	19,0%	-9,0%
Cost / Income	32,5%	42,2%	59,4%	54,0%	52,5%	10,4%

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

## Кредитный портфель Банка Ренессанс Кредит



## Доходы Банка Ренессанс Кредит



Елена Федоткова

## ТНК-ВР – итоги 2011 года.

По-прежнему компания показывает безупречный кредитный профиль. Среди евробондов эмитента идей практически нет.

**Событие.** ТНК-ВР представила инвесторам итоги 2011 года согласно US GAAP.

## Комментарий.

За прошлый год выручка выросла более чем на треть и по итогам декабря составила 60,2 млрд долл. (44,6 млрд долл. –10), EBITDA опережала динамику выручки – «+40%», рост чистой прибыли составил 55% (2,7 млрд долл./1,9 млрд долл.). Операционный денежный поток за 12 месяцев составил 10,5 млрд долл. (9,7 млрд долл.) Указанных средств в полном объеме хватило на финансирование инвестиционных расходов – 4,2 млрд долл.

Долговые обязательства компании за год увеличились на 1 млрд долл. до 8 млрд, однако структура долга улучшилась – в рамках года предстоит погасить 998 млн долл., что полностью покрывается запасом денежных средств – 1,2 млрд долл.

Евробонды эмитента на текущий момент оценены довольно справедливо, единственно, мы можем выделить выпуск TNK15, который несколько «выбивается» из общей кривой

евробондов ТНК-ВР, однако реализовать имеющейся апсайд выпуску мешает его довольно низкая ликвидность.

## Показатели ТНК-ВР US GAAP

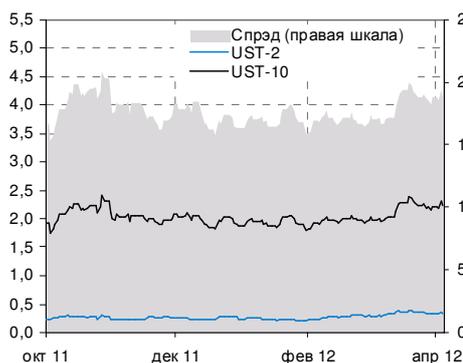
\$ млн	ТНК-ВР		
	2010	2011	Изм. %
Выручка	44 646	60 199	34,8
Операционный денежный поток	9 682	10 525	8,7
Свободный денежный поток	4 764	6 327	32,8
ЕВITDA	10 391	14 601	40,5
Чистая прибыль	6 269	9 728	55,2
% расходы	241	242	0,4
Активы	33 126	37072	11,9
Денежные средства и их эквиваленты	1 844	1164	-36,9
Финансовый долг, в т.ч.:	7 129	8 047	12,9
долгосрочный	6 078	7049	16,0
краткосрочный	1 051	998	-5,0
Чистый долг	5 285	6 883	30,2
Рентабельность ЕВITDA	23,3%	24,3%	1 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	14,0%	16,2%	2.1 п.п.
Фин.долг/ЕВITDA	0,69	0,55	-0,13
Чистый долг/ЕВITDA	0,51	0,47	-0,04
ЕВITDA/% расходы	43,12	60,33	17,22
Фин. долг/Активы	0,22	0,22	0,00

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

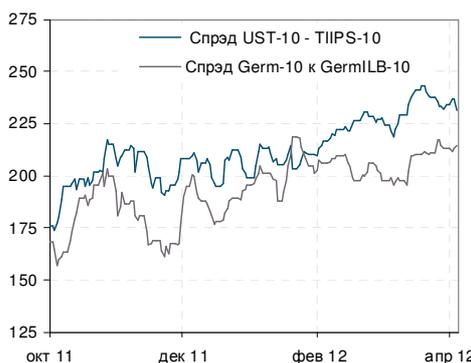
Игорь Голубев

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



Спрэд UST-10 к TIPS-10 и Germ-10 к GermILB-10



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



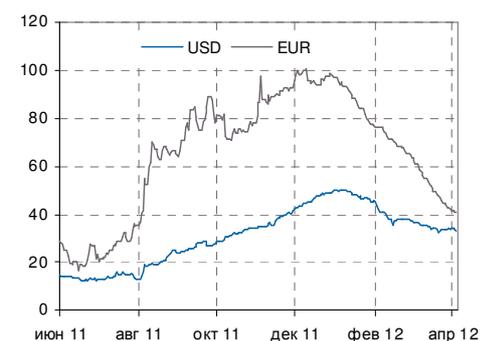
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

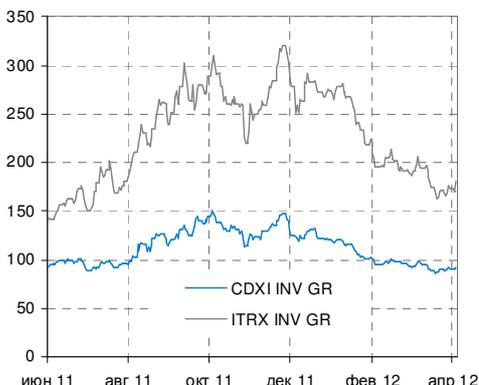


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

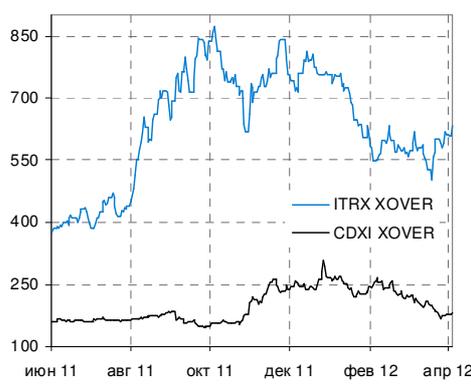


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

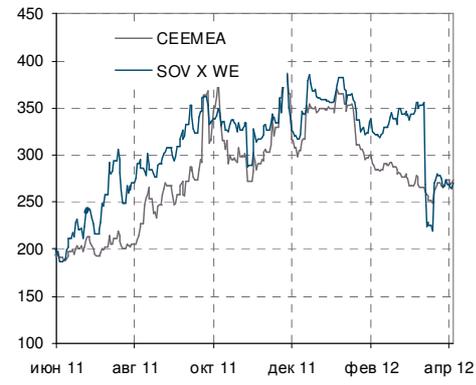
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

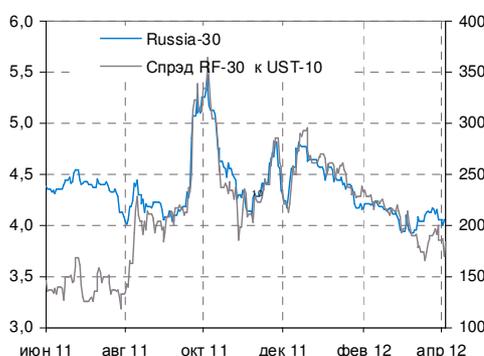


ITRX / Governments

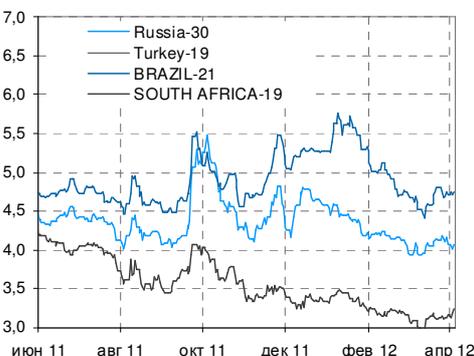


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

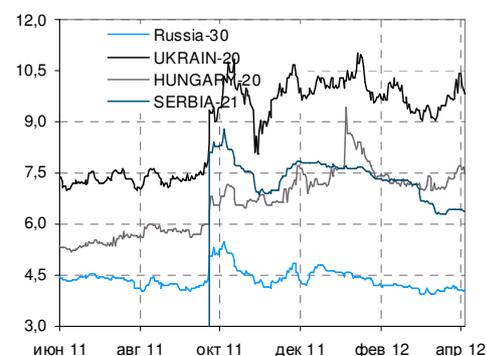
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

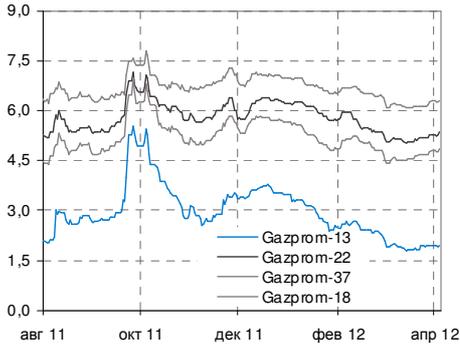


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

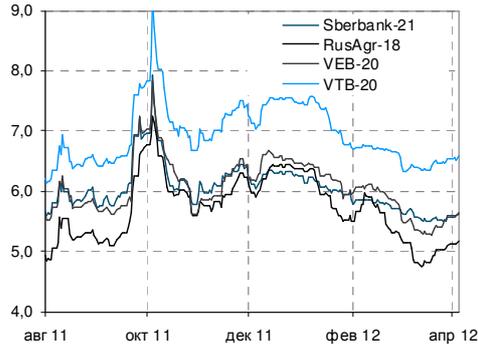


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

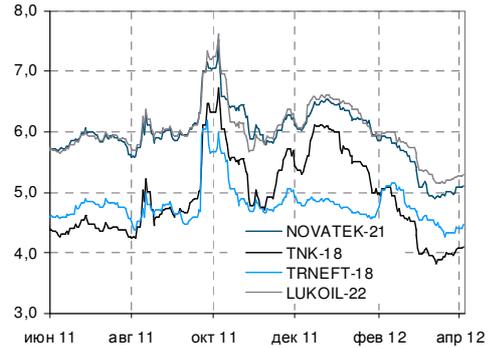
Еврооблигации Газпрома



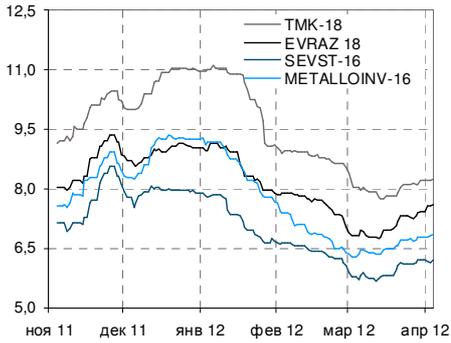
Евробонды госбанков



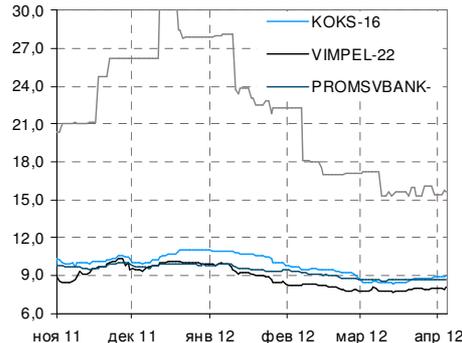
Еврооблигации нефтегазового сектора



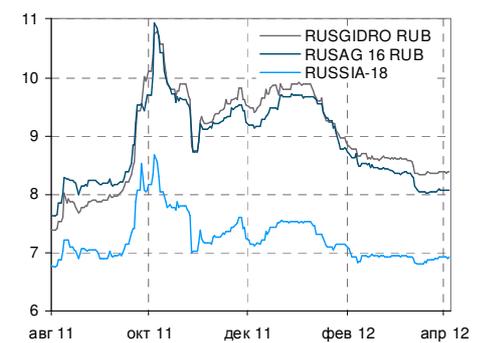
Еврооблигации металлургического сектора



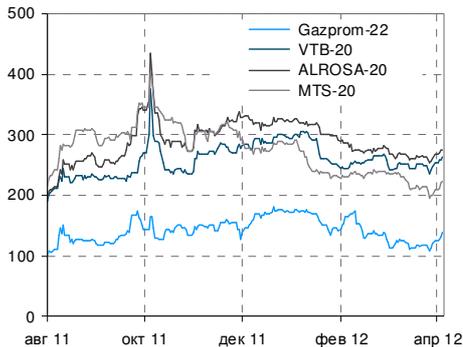
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



Еврооблигации, номинированные в рублях



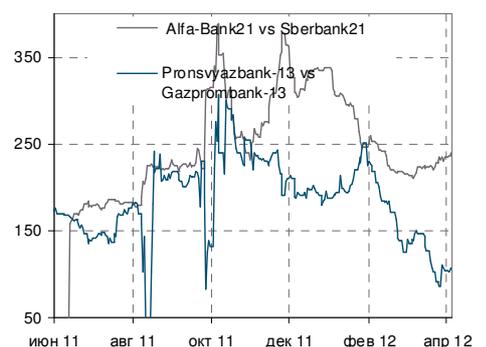
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

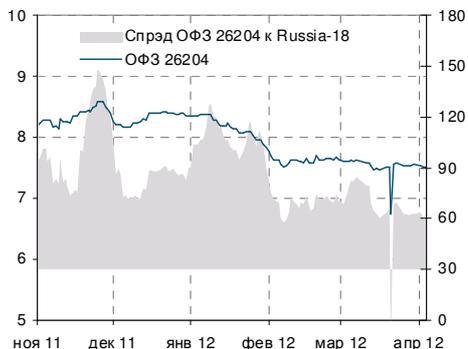


Спрэды в банковском секторе

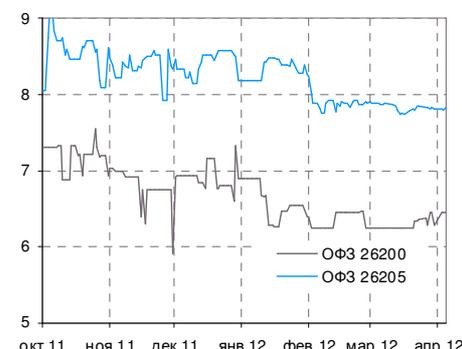


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

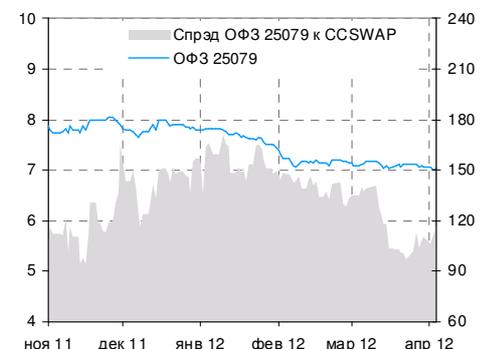
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

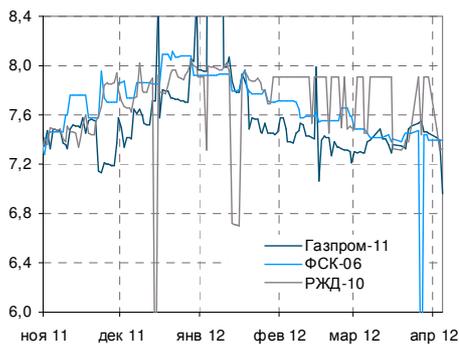


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

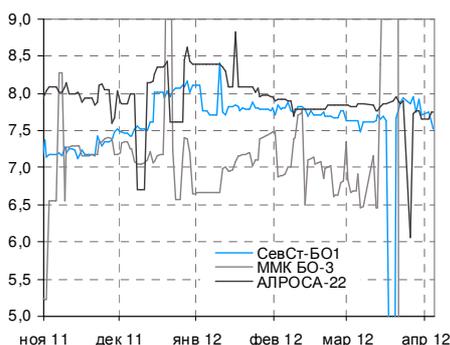


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

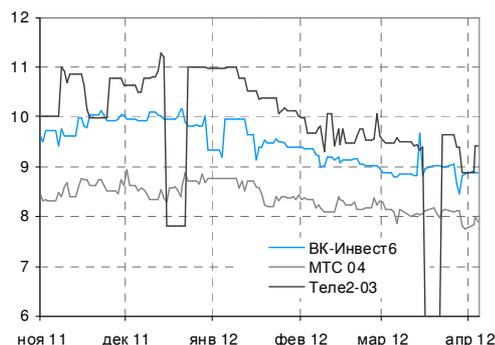
Доходности российских монополий



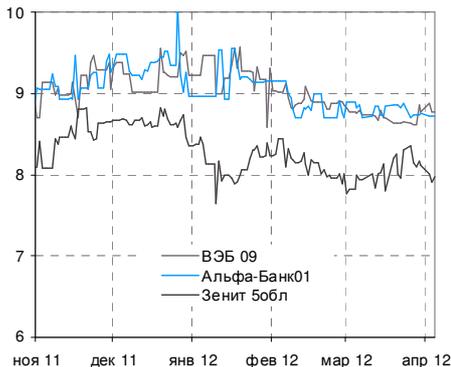
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



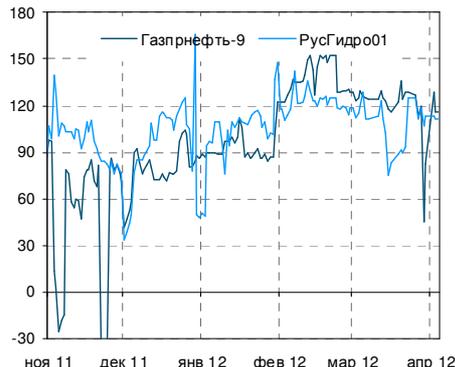
Доходности "Телекоммуникации"



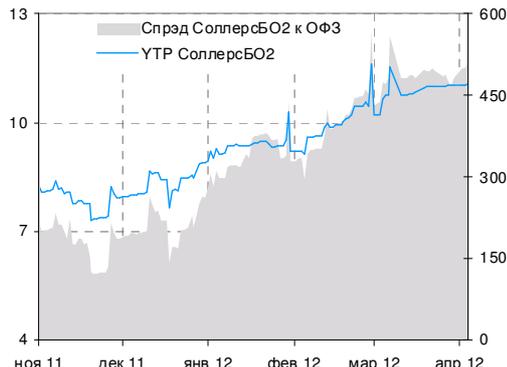
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

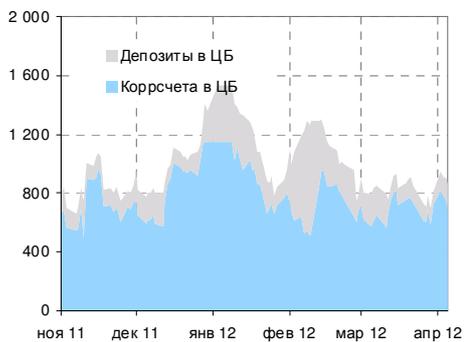


Облигации с текущей доходностью выше 10%

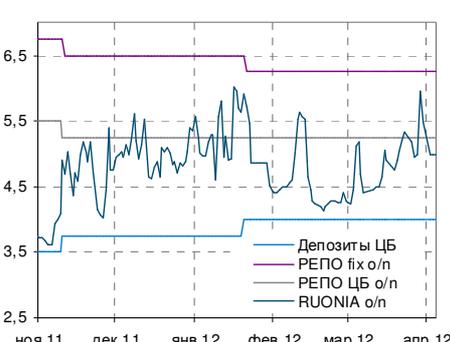


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на корсчетах



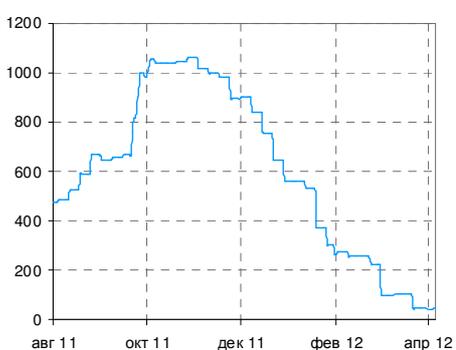
Динамика ставок денежного рынка



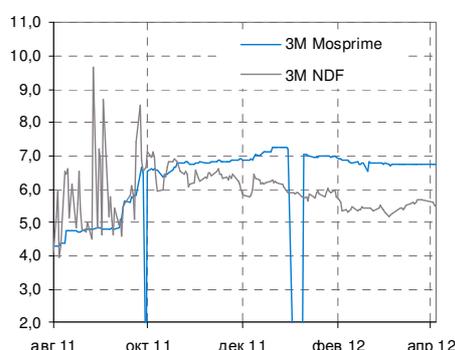
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



Динамика задолженности по депозитам Минфина



3M Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Волон, CFA

Volov\_YM@nomos.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin\_IA@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/  
Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy\_EA@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov\_AVi@nomos.ru

Александр Полютон

Polyutov\_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova\_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.