

## Конъюнктура рынков

### Внешние рынки

Опасения перехода рейтинговых агентств от заявлений о возможном снижении рейтинга европейским странам к конкретным действиям выражаются в поиске инвесторами «защитных» позиций. Сегмент европейских госбумаг слабо справляется с этой функцией, хотя фактор возможных покупок со стороны ЕЦБ оказывает серьезную поддержку. Сегодня новая серия аукционов по европейским долгам, которая, судя по всему, будет отражать возрастающие требования к премиям. В целом же рынки в ожидании заявлений от FOMC.

### Российские еврооблигации

Неделя началась усилением продаж. Если на прошлой неделе сегмент по большей части отражал давление фактора российских политических рисков, то вчера негатив усилился на фоне обострения опасений, которые провоцирует текущая нестабильная ситуация в Европе.

### Рублевые облигации

Для локального рынка пятничные торги были весьма невыразительными. Активность была минимальная. При этом «сдержанность» участников, во многом обусловленная обострением политических рисков, усугублялась ростом ставок денежного рынка.

### FX/Rates

Небольшое «ослабление гаек» со стороны ЦБ в части предоставления ликвидности рынок воспринял сдержанно. Опасения появлений нового «дефицита» ресурсов сохраняются.

### Наши ожидания

Ключевое событие сегодняшнего дня – заседание FOMC, от которого инвесторы ждут комментариев в отношении приоритетов в монетарной политике и, возможно, новых стимулирующих мер. Однако до этого момента инвесторам предстоит проявить свое отношение к европейским рискам на сегодняшних аукционах.

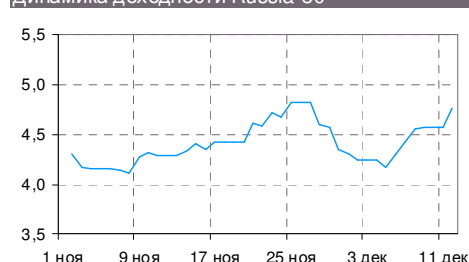
При таком насыщенном внешнем фоне российские еврооблигации способны проявить попытку к восстановлению котировок после провала последних дней, получая поддержку позитивных новостей.

Локальный валютный рынок сохранит свой негативный настрой по отношению к риску. Спрос на ликвидность в банковской системе остается высоким, что делает сегодняшний аукцион Минфина крайне привлекательным, а ставка размещения может превысить минимальный обозначенный уровень больше чем на 100-130 б.п.

#### Россия - основные индикаторы

	значение	изм. б п
Russia-30	4,75	18
CDS России	277	14
MOSPRIME o/n	5,83	-23
NDF 3М	6,27	-5
	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	741,7	169
Остатки на депозитах, млрд руб.	129,0	-98
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,65	0,15
Корзина (ЦБ), руб	36,21	-0,08

#### Динамика доходности Russia-30



#### Глобальные рынки

	значение	бп
LIBOR 3М	0,54	0
ERIBOR 3М	1,43	-1
EUR/USD	1,32	
UST-10	2,01	-5
Германия-10	2,02	-13
EFSF-10	3,50	-10
Италия - 10	6,53	20
Испания - 10	5,75	4
CDS 5Y Ирландия	737	24
CDS 5Y Португалия	1120	18
CDS 5Y Италия	565	31
CDS 5Y Испания	449	26
CDS 5Y Греция	11310	1194

#### Индикаторы отношения к риску

	значение	бп
iTRAXX Crossover 5Y	792,7	33
iTRAXX CEEMEA 5Y	352,5	36
iTRAXX SOVX WE 5Y	347,4	4

#### Рублевые облигации

	доходность	б.п
ОФЗ 26205	8,33	19
ОФЗ 26200	6,85	-9
Газпром-11	7,71	19
РЖД-10	7,86	7
ФСК-6	7,85	-1
РусГидро-1	8,95	22
МТС-04	8,36	1
Вк-Инвест6	10,05	-3
Северсталь-БО1	7,49	-3
ВЭБ-09	9,02	0
Альфа-Банк01	9,18	-5

#### Российские еврооблигации

	доходность	б.п
Russia-18 RUB	7,35	15
Gazprom-37	7,13	4
Sberbank-21	6,36	7
AlfaBank-21	9,49	6
Evraz-18	8,86	8
Vimpel-22	9,97	16
TNK-BP-18	6,23	15

## Главные новости

**В декабре Минфин должен потратить более 2 трлн. рублей.**

Дефицит бюджета в декабре составит около 950 млрд. рублей – это деньги, которые Минфин вольёт в систему. В то же время с депозитов в банках Минфин изымет 300-350 млрд. Т.о. чистое вливание в систему со стороны Минфина составит в декабре 600-650 млрд., и эти деньги начнут активно поступать на счета бюджетополучателей уже на следующей неделе. По-видимому, ожидая поступления этих денег, Центробанк и не хочет сейчас существенно увеличивать лимиты по операциям РЕПО, несмотря на явный дефицит ликвидности. Позиция монетарных властей может быть продиктована опасениями за устойчивость национальной валюты.

**Газпромбанк 16 декабря закроет книгу по выпуску БО-04 на 10 млрд руб.**

Интерес к участию в размещении подогревает премия 40-90 б.п. к рынку и дисконт при операциях РЕПО с ЦБ на уровне госбанков с суверенным рейтингом. Сдерживает – текущая конъюнктура и объем предложения. Рекомендуем участвовать в займе при УТР от 8,8%.

**Отчетность ТКБ за 9 месяцев 2011 года – поддержка ВТБ оказалась не лишней.**

Третий квартал текущего года прошел для эмитента под знаменем интенсивного роста объема кредитования, что потребовало привлечения дополнительного фондирования - при сокращении объема депозитов РЖД на счетах банку пришлось обратиться к ВТБ.

**Вологодская область (Ва2/В+/-): первичное предложение интересно ближе к верхней границе ориентира.**

Кредитное качество Вологодской области мы оцениваем как умеренное. Отметим высокую концентрацию экономику региона на металлургии и как следствие низкую диверсификацию налоговой базы. Присутствует существенная зависимость собственных доходов области от мировых цен и спрос на металл. Кроме того, за последние 3 года у региона заметно возросла долговая нагрузка, которая является довольно высокой. Рекомендуем принять участие в выпуске на уровне не ниже 10,8% годовых.

**VimpelCom Ltd. привлек кредиты на почти 1 млрд долл.**

Новость нейтральна для кредитного профиля компании, поскольку ранее уже сообщалось о синдицированном кредите, а рублевые заемные средства могут быть направлены на рефинансирование долга российского ВымпелКом в текущем квартале. Новые кредитные линии не приведут к серьезному наращиванию долговой нагрузки

Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте. 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)

## Рыночная конъюнктура

### Внешние рынки

Опасения перехода рейтинговых агентств от заявлений о возможном снижении рейтинга европейским странам к конкретным действиям выражаются в поиске инвесторами «защитных» позиций. Сегмент европейских госбумаг слабо справляется с этой функцией, хотя фактор возможных покупок со стороны ЕЦБ оказывает серьезную поддержку. Сегодня новая серия аукционов по европейским долгам, которая, судя по всему, будет отражать возрастающие требования к премиям. В целом же рынки в ожидании заявлений от FOMC.

В силу того, что принятые на саммите решения отражают явный среднесрочный характер и слабо способствуют преодолению текущей проблемной ситуации, отношение к европейским рискам сохраняется весьма настороженным. Свои опасения в очередной раз высказывают рейтинговые агентства, которых вовсе не убедили итоги встречи в Брюсселе, настаивая на том, что текущее положение ряда ведущих экономик ЕС, в частности, Франции, не соответствует максимальной оценке «AAA».

После серии вчерашних заявлений со стороны как Moody's, так и Fitch доходности «проблемных» европейских госбумаг (Франции, Италии, Испании, Бельгии) демонстрировали рост доходностей в пределах 20 б.п. В то же время немецкие бонды выполняли роль основного «защитного» инструмента – здесь доходность снизилась на 12 б.п. (по 10-летним бумагам).

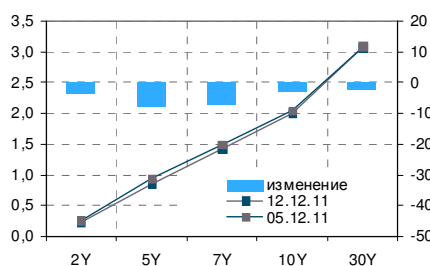
Что касается вчерашних европейских аукционов по новым краткосрочным обязательствам Франции и Италии, то их можно считать довольно успешными – размещение характеризовалось наличием спроса, и доходность сложилась ниже уровней, хотя такой результат был возможен, поскольку размещение проходило до появления заявлений от рейтинговых агентств. На этом фоне возрастает интерес к итогам сегодняшних размещений, в частности, аукционам по векселям Испании и Греции, а также векселям EFSF, которые, наверняка, будут ощущать на себе эффект возрастающих требований к рисковому премиям, особенно на фоне весьма сдержанного поведения ЕЦБ по части продолжения скупки европейских госбумаг на вторичном рынке.

В сегменте американского госдолга вчера наблюдался довольно ощутимый спрос как на вторичном рынке, так и на аукционе по 3-летним treasuries. Судя по всему, этому «благоприятствовало» повсеместная коррекция фондовых площадок. Отметим, что при размещении 3-летних UST доходность сложилась на уровне 0,352% против 0,379% на предыдущем ноябрьском аукционе. Доходность 10-летних UST вчера снизилась до 2,01% («-5» б.п. относительно пятницы).

С началом торгов вторника ажиотаж в UST несколько снизился, хотя в целом говорить о восстановлении спроса на рискованные активы пока преждевременно. Судя по всему, сказываются ожидания сегодняшнего макроотчета по розничным продажам за ноябрь, который обещает быть довольно сильным. Кроме того, еще не полностью утрачены надежды на возможные заявления от FOMC о мерах, способствующих притоку дополнительной ликвидности участникам рынка.

Участники международного рынка Forex оценили решения, принятые на саммите европейских лидеров, и поставили оценку «неудовлетворительно». Несмотря на то, что в ходе встречи были приняты довольно важные меры с точки зрения дальнейшей стратегии развития экономики региона, инвесторы все же ожидали более решительных действий. При открытии вчерашних торгов европейская валюта начала активно снижаться против доллара. Кроме того, дополнительно беспокойство у участников вызвали заявления рейтинговых агентств. Тот факт, что вчера президент Франции в газете

Кривая доходности гособлигаций США



дал комментарий о возможном понижении национального рейтинга, может свидетельствовать о попытках «сгладить» эффект от возможных пересмотров оценок кредитного качества страны. Даже вполне позитивные итоги размещения государственных векселей Италии не смогли восстановить доверие инвесторов к европейской валюте. По итогам дня пара EUR/USD снизилась до уровня 1,3186х.

*Ольга Ефремова  
Алексей Егоров*

## Российские еврооблигации

*Неделя началась усилением продаж. Если на прошлой неделе сегмент по большей части отражал давление фактора российских политических рисков, то вчера негатив усилился на фоне обострения опасений, которые провоцирует текущая нестабильная ситуация в Европе.*

Вчера в сегменте российских евробондов настроения сохранялись весьма негативными, отражая глобальную тенденцию осторожного отношения к рисковому активам. Суверенные Russia-30 с открытия котировками на уровне 116,5% (YTM 4,56%) подешевели к концу дня до 115,25% - 115,375% (YTM 4,76 – 4,74%), не получая какой-либо поддержки от потенциальных покупателей.

Серьезно потеряли в цене рублевые евробонды Russia-18: котируясь в пятницу на уровне 103-102,9% (YTM 7,24 – 7,26%) подешевели до 102% (YTM 7,44%).

В негосударственном секторе сделок было немного, вместе с тем, они отражали весьма агрессивное движение цен вниз. В среднем снижение котировок составляло от 1% до 1,5%. Отрицательная переоценка затронула основную часть квазигосударственных бумаг (Газпром, РСХБ, Сбербанк), а также выпуски металлургического сектора и, конечно же, бумаги ВымпелКома.

*Ольга Ефремова*

## Рублевые облигации

*В сегменте рублевых облигаций сохраняется довольно напряженная обстановка. При минимальной активности игроков котировки продолжают снижаться, отражая ограниченный интерес к каким-либо покупкам. Приток первичного предложения не иссякает.*

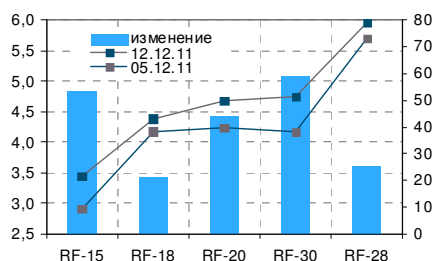
На локальном рынке в понедельник не происходило чего-то выдающегося. Несмотря на довольно ограниченное количество сделок, они по большей части отражали желание участников продать, даже при возможной потере в ценах. Также можно констатировать, что немногочисленные покупатели начинают сдвигать уровни потенциальной покупки. Таким образом, расширение bid/offer спреда является основной реакцией участников на внешний негатив и весьма некомфортную ситуацию на денежном рынке.

Продажи в ОФЗ отразили снижение котировок в пределах 25 б.п. В корпоративном секторе на общем фоне выделялись выпуски МТС-5, Система-2, ФСК-19, РСХБ-15, где снижение цен составляло от 15 до 85 б.п.

Примечательно, что поток первичного предложения сохраняется, пополняясь новыми именами (за вчерашний день книги открыли ГПБ и Вологодская область). Судя по всему, эмитенты с большим оптимизмом оценивают возможность притока дополнительной ликвидности в виде «бюджетных средств» во второй половине месяца. При этом участники рынка вполне оправданно сохраняют достаточно высокие требования к премии ко вторичному рынку.

*Ольга Ефремова*

Кривая доходности гособлигаций России



## Forex/Rates

*Небольшое «ослабление гаек» со стороны ЦБ в части предоставления ликвидности рынок воспринял сдержанно. Опасения появлений нового «дефицита» ресурсов сохраняются.*

Рубль в ходе вчерашних торгов на локальном валютном рынке выглядел вполне неплохо. На фоне сильнейших потрясений международных площадок, и в частности пары EUR/USD, национальная валюта смогла удержаться на пятничных уровнях. По всей видимости, действия монетарных властей по сдерживанию объемов предоставляемой рублевой ликвидности стали хорошим уроком для локальных участников, которые предпочли, даже несмотря на неблагоприятную внешнюю конъюнктуру, довольно ограниченно формировать валютные позиции. Еще одним фактором, позволившим удержать соотношение между рублем и бивалютной корзиной, стал ослабевающий евро. По итогам дня рубль немного ослаб против основных валют, однако предстоящие на этой неделе выплаты страховых взносов должны повысить у участников спрос на него.

Размещаемые средства на вчерашних аукционах прямого РЕПО с ЦБ в очередной раз пользовались повышенным спросом. На первом этапе кредитные организации привлекли практически весь предлагаемый объем (257,73 млрд руб. из 260 млрд руб.). Вместе с тем, ажиотажа, наблюдаемого в пятницу на рынке МБК, уже не было: ставки денежного рынка немного снизились. Так, MosPrime o/n составила 5,83% против 6,02% в пятницу. Остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ, при поддержке дополнительных 130 млрд руб. от Банка России, увеличились на 71 млрд руб.

Сегодня состоятся два аукциона по предоставлению дополнительной ликвидности. Первые 30 млрд руб. предложит ВЭБ, размещая на депозиты пенсионные средства сроком 11 месяцев. На наш взгляд, данный аукцион привлечет повышенное внимание со стороны участников. Вместе с тем, средства не отразятся на общем состоянии ликвидности в банковской системе, что нельзя сказать о средствах Минфина. Согласно условиям аукциона, средства в объеме 150 млрд руб. размещаются сроком на 27 дней минимальная ставка составляет 6,3%, в сравнении с текущей стоимостью ресурсов на МБК сроком на 1 месяц (6,58%), это выглядит крайне привлекательно. Дополнительным стимулом может стать предстоящий завтра возврат ранее размещенных на депозиты средств в объеме 211 млрд руб., а также уплата в четверг страховых взносов организациями.

*Алексей Егоров*

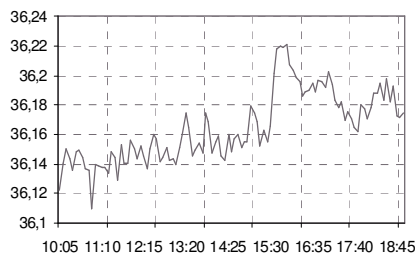
## Наши ожидания

Ключевое событие сегодняшнего дня – заседание FOMC, от которого инвесторы ждут комментариев в отношении приоритетов в монетарной политике и, возможно, новых стимулирующих мер, способных обеспечить предновогоднее «ралли». Однако до этого момента инвесторам предстоит проявить свое отношение к европейским рискам на сегодняшних аукционах, а также выразить реакцию на макростатистику, в отношении которой неоднородные ожидания: по предварительным прогнозам отчет по розничным продажам в США будет довольно сильным, а вот индикатор настроений в деловых кругах Германии может оказаться минимальным за последние 3 года.

При таком насыщенном внешнем фоне российские еврооблигации способны проявить попытку к восстановлению котировок после провала последних дней, получая поддержку позитивных новостей.

Сегмент рублевого долга, на наш взгляд, останется достаточно вялым, находясь под давлением факторов ограниченной ликвидности и весьма неустойчивого положения рубля.

Динамика бивалютной корзины



Мы полагаем, что сегодня локальный валютный рынок сохранит свой негативный настрой по отношению к риску, на фоне чего следует ожидать умеренного ослабления рубля. Спрос на ликвидность в банковской системе остается высоким, что делает сегодняшняя аукциона Минфина крайне привлекательным, а ставка размещения может превысить обозначенный минимальный уровень больше чем на 100-130 б.п.

*Ольга Ефремова  
Алексей Егоров*

## Календарь событий

### Долговой рынок

- 13 декабря Размещение Свердловская область, 3400
- 14 декабря Размещение ЮниКредит Банк, БО-01
- 15 декабря Размещение Республика Коми, 32010
- 16 декабря Размещение МДМ Банк, БО-04

### Внешний долговой рынок

- 13 декабря Аукцион по годовым и 1,5-летним векселям Испании
- Аукцион по векселям Греции на 182 дня на 1,25 млрд евро
- Аукцион по векселям EFSF на 91 день на 2 млрд евро
- Аукцион по 10-летним UST на 21 млрд долл.
- 14 декабря Аукцион по облигациям Италии с погашением в 2016 году на сумму 3 млрд евро
- Аукцион по доразмещению 2-летних облигаций Германии на 5 млрд евро
- Аукцион по 30-летним UST на 13 млрд долл.
- 15 декабря Размещение облигаций Испании с погашением в 2016, 2020 и 2021 годах.
- Аукцион по 5-летним TIPS на 12 млрд долл.

### Денежный рынок

- 13 декабря Ломбардный аукцион ЦБ на 1 неделю, 3 месяца
- Аукцион прямого РЕПО на 1 неделю
- Аукцион Минфина объемом 150 млрд руб. сроком 28 дней
- 14 декабря Возврат Фонду ЖКХ 5,0 млрд руб с депозитов (19 октября под 7,25%)
- Возврат Минфину 16,3 млрд руб с депозитов банков (17 мая под 4,45%)
- Возврат Минфину 30,0 млрд руб с депозитов банков (14 июня под 4,11%)
- Возврат Минфину средств 180,65 млрд руб с депозитов банков (8 ноя под 6,55%)
- Исполнение 2-й части РЕПО 6 дек (351,3 млрд руб/5,28%)
- 15 декабря Уплата страховых взносов в фонды

### Макроэкономические события

- 13 декабря Заседание FOMC по ставке
- Публикация отчета по розничным продажам в США за ноябрь
- Индекс настроений в деловых кругах ЕС в декабре ZEW
- 15 декабря Публикация PPI в США за ноябрь
- Декабрьский отчет ЕЦБ

Публикация PMI ЕС прогноз на декабрь  
Публикация PMI Китая прогноз на декабрь от HSBC  
Публикация CPI ЕС за ноябрь  
Отчет по безработице в ЕС за 3 квартал 2011 года  
Публикация PPI в США за ноябрь  
Отчет по промышленному производству в США за ноябрь  
16 декабря Публикация CPI в США за ноябрь

## Новости коротко

### Макроновости

- Объем государственного внутреннего долга РФ за 11 месяцев 2011 года вырос на 36,1% и по состоянию на 1 декабря текущего года составил 4,003 трлн руб. За ноябрь текущего года внутренний госдолг снизился на 0,2%. В том числе в составе внутреннего долга государственные гарантии РФ в рублях за 11 месяцев 2011 года сократились на 2,7% и на 1 декабря 2011 года составили 459,358 млрд руб. За ноябрь текущего года госгарантии выросли на 1,2%.
- Сальдо торгового баланса РФ в октябре 2011 года, по данным Банка России (по методологии платежного баланса), сложилось положительным и составило 16,881 млрд долл., что на 1% больше уточненного показателя за сентябрь текущего года (16,711 млрд долл.), и на 67,9% больше результата за октябрь 2010 года (10,054 млрд долл.). Объем экспорта в октябре 2011 года вырос на 32,3% по сравнению с октябрём 2010 года и составил 45,947 млрд долл., объем импорта вырос на 17,8% до 29,066 млрд долл.
- Министерство финансов Российской Федерации ввело в действие для применения в России Международные стандарты финансовой отчетности. Консолидированная финансовая отчетность российских организаций за 2012 год подлежит составлению непосредственно по МСФО.

### Долговые рынки

- **СКБ-Банк** в рамках оферты выкупил 74,7% (на сумму 1,5 млрд руб.) выпуска серии БО-04 у их владельцев.
- Ставка 1 купона по биржевым облигациям **ЮниКредит Банка** серии БО-01 установлена по результатам сбора заявок на уровне 9% годовых. Техническое размещение на ФБ ММВБ состоится 14 декабря текущего года. Номинальный объем выпуска составляет 5 млрд руб. Срок обращения бумаг - 3 года, предусмотрена оферта через 2 года. Напомним, ориентир купона при размещении был на уровне 8,75-9,0% годовых.
- Совет директоров **ОАО «Челябинский трубопрокатный завод»** в четверг (15 декабря) рассмотрит вопрос о размещении четырех выпусков биржевых облигаций на сумму 5 млрд руб. каждый. Срок обращения бумаг - 3 года.

## Главные новости

### В декабре Минфин должен потратить более 2 трлн рублей.

Дефицит бюджета в декабре составит около 950 млрд. рублей – это деньги, которые Минфин вольёт в систему. В то же время с депозитов в банках Минфин изымет 300-350 млрд. Т.о. чистое вливание в систему со стороны Минфина составит в декабре 600-650 млрд., и эти деньги начнут активно поступать на счета бюджетополучателей уже на следующей неделе. По-видимому, ожидая поступления этих денег, Центробанк и не хочет сейчас существенно увеличивать лимиты по операциям РЕПО, несмотря на явный дефицит ликвидности. Позиция монетарных властей может быть продиктована опасениями за устойчивость национальной валюты.

**Событие.** Минфин опубликовал предварительную оценку исполнения федерального бюджета за 11 месяцев. Профицит бюджета за этот период составил 1 343 млрд. рублей (2.8 % ВВП), чистое привлечение на рынке внутреннего долга – 1 052 млрд. рублей.

#### Федеральный бюджет

	Янв.-нояб. 2010	Янв.-нояб. 2011	% год к году
Доходы	7 432	10 165	36.8
% ВВП	18.4	20.9	
в т.ч.			
Нефтегазовые доходы	3 401	5 059	48.7
% к ВВП	8.4	10.4	
% к общим доходам	45.8	49.8	
Не нефтегазовые доходы	4 031	5 106	26.7
% к ВВП	10.0	10.5	
Расходы	8 323	8 822	6.0
% к ВВП	20.6	18.2	
% к годовым расходам	82.3	79.3	
Профицит / дефицит	-892	1 343	
% к ВВП	-2.2	2.8	
Не нефтегазовый дефицит	-4 293	-3 716	-13.4
% к ВВП	-10.6	-7.7	

Источники: Минфин, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

**Комментарий.** Исходя из текущей экономической конъюнктуры, годовые доходы федерального бюджета должны несколько превысить официальный прогноз (11 121 млрд. рублей) и, по нашим оценкам, могут приблизиться к 11.3 трлн., из которых нефтегазовые доходы составят чуть меньше половины (5.6 трлн.). В резервный фонд должны быть перечислены все нефтегазовые доходы, превышающие 4.55 трлн. Т.о. в конце января 2012 г. резервный фонд должен пополниться более чем на 1 трлн. рублей, в результате чего его размер достигнет \$ 58-59 млрд.

Расходы правительства в 2011 г. запланированы на уровне доходов, но ранее представители Минфина заявляли о возможности сэкономить порядка 200 млрд. Т.о. потрачено будет примерно 10.9 трлн. рублей. Это значит, что декабрьские расходы наверняка превысят 2 трлн. рублей.

Профицит бюджета по году составит не менее 400 млрд. рублей (0.7 % ВВП), при этом в декабре ожидается дефицит в размере около 950 млрд. Из банков Минфин изымет в этом месяце 300-350 млрд. (на начало декабря в банках было размещено 904 млрд. бюджетных средств). Т.о. чистые вливания Минфина в систему составят в этом месяце 600-650 млрд. рублей, и эти деньги начнут активно поступать на счета бюджетополучателей уже на следующей неделе. По-видимому, ожидая поступления этих денег, Центробанк и не хочет сейчас существенно увеличивать лимиты по операциям РЕПО, несмотря на явный дефицит

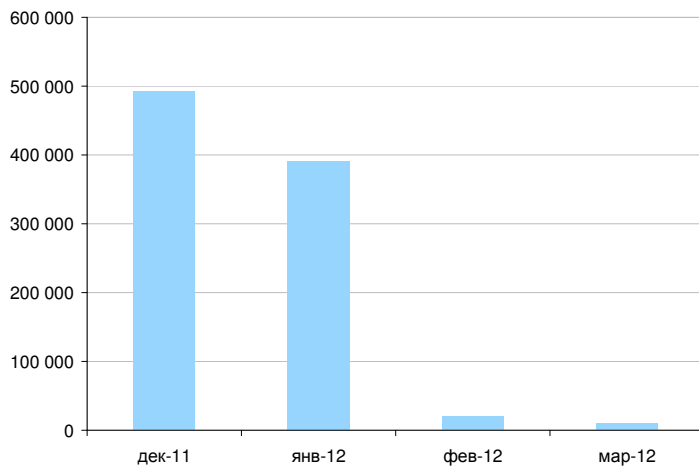


ликвидности на рынке. Такая позиция монетарных властей может быть связана с нежеланием создавать избыточное давление на национальную валюту в конце года, когда у банков на счетах окажется существенный объем рублей.

Депозиты Минфина в коммерческих банках, млрд. рублей

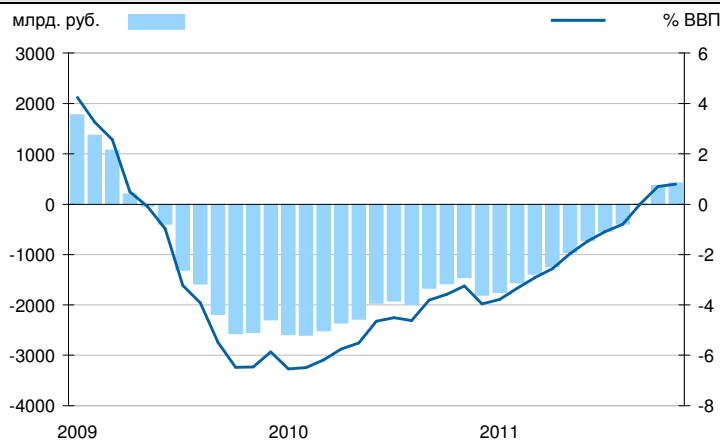


График погашения задолженности коммерческих банков перед Минфином, млн. рублей

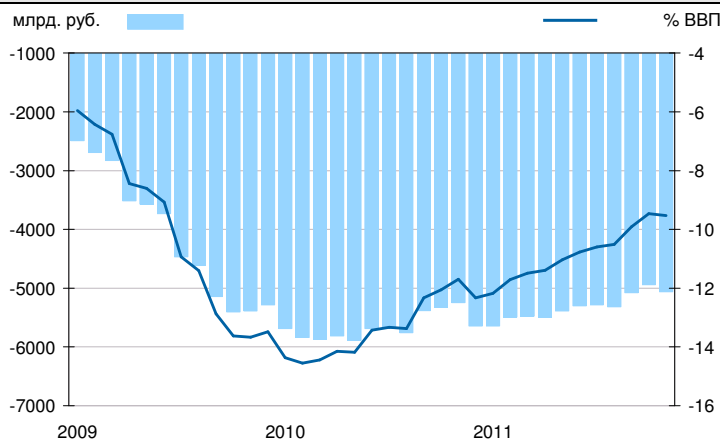


Источники: Минфин, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Дефицит бюджета, накопленным итогом за 12 мес.



Не нефтегазовый дефицит бюджета, накопленным итогом за 12 мес.



Источники: Минфин, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

*Кирилл Тремасов*

**Газпромбанк 16 декабря закрывает книгу по выпуску БО-04 на 10 млрд руб.**  
 Интерес к участию в размещении подогревает премия 40-90 б.п. к рынку и дисконт при операциях РЕПО с ЦБ на уровне госбанков с суверенным рейтингом. Сдерживает – текущая конъюнктура и объем предложения. Рекомендуем участвовать в займе при УТР от 8,8%.

**Событие.** ГПБ открыл книгу на облигации серии БО-04 на сумму 10 млрд руб. Ориентир ставки купона составляет 8,25-8,75%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 8,42-8,94% годовых. Закрытие книги – 16 декабря, техническое размещение – 20 декабря 2011 года.

**Комментарий.**

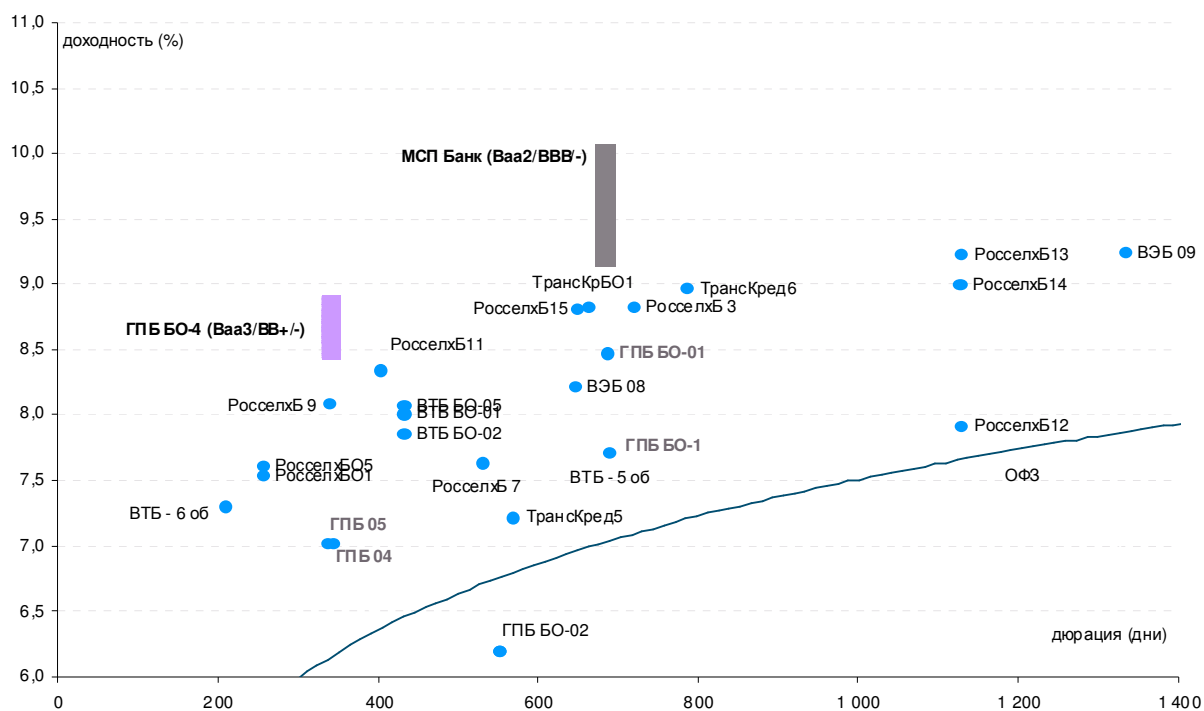
Несмотря на негативную конъюнктуру второй половины 2011 года Газпромбанк

продолжает выходить на рынок с новыми предложениями. Напомним, в ноябре банк осуществлял заимствования на международном рынке капитала, привлекая средства в швейцарских франках. Затем появилась информация о намерении эмитента занять в долларах – даже была объявлена дата начала road-show (28 ноября), однако о его результатах информация не поступала, чему, на наш взгляд, немало способствовала волатильность финансовых рынков. Видимо, привлекательность внутреннего рынка оказалась достаточно высокой, чтобы банк попробовал свои силы и здесь, предлагая, надо сказать, немалый объем – 10 млрд руб. Отметим, что с учетом торгуемых выпусков других госбанков обозначенный ориентир доходности смотрится достаточно комфортным: премия к рынку составляет 40-90 б.п. Последнее рублевое размещение в июле 2011 года прошло на уровне 6,86% к 2-летней оферте.

Несмотря на то, что рейтинг ГПБ (Ваа3/BB+/-) на две ступени ниже суверенного, тем не менее, дисконт по ним по операциям РЕПО с ЦБ такой же, как и у бондов ВТБ и Россельхозбанка – 12,5%, что, на наш взгляд, отчасти смягчает требование инвесторов к премии. Кроме того, эмитент в 1,5 раза больше Россельхозбанка, что также немаловажно. В ноябре последний разместил заем с 2-летней офертой с доходностью 8,94% - сейчас он торгуется выше номинала (100,2) с УТР 8,8% годовых.

Учитывая все вышесказанное, участие в текущем размещении Газпромбанка, на наш взгляд, интересно, начиная от доходности 8,8% годовых.

### Карта рынка: эмитенты финансового сектора



Источник: ММВБ

Елена Федоткова

**Отчетность ТКБ за 9 месяцев 2011 года – поддержка ВТБ оказалась не лишней.**

Третий квартал текущего года прошел для эмитента под знаменем интенсивного роста объема кредитования, что потребовало привлечения дополнительного фондирования - при сокращении объема депозитов РЖД на счетах банку пришлось обратиться к ВТБ.

**Событие.** ТКБ опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 9 мес.2011 года.

**Комментарий.** Третий квартал текущего года прошел для эмитента под знаменем интенсивного роста объема кредитования, что потребовало привлечения дополнительного фондирования - при сокращении объема депозитов РЖД на счетах банку пришлось обратиться к ВТБ.

Несмотря на то, что в июле-сентябре по отрасли наблюдалось сокращение темпов кредитования, ТКБ продолжил демонстрировать высокие результаты: его кредитный портфель за 3 месяца вырос на 55 млрд руб. или 18% («+38%» за 1 полугодие). Отметим, что это было выше и по сравнению с Группой ВТБ, консолидированный показатель которой (без учета Банка Москвы) за 3 квартал 2011 года вырос на 15%. В результате, за 9 месяцев текущего года рост активов составил – 12% до 437 млрд руб., кредитного портфеля (gross) – 63% до 352 млрд руб. На фоне этого банк сохранил качество общего объема выданных кредитов: NPL (90+) на 1 октября составил 2,9% при также 2,9% на 1 июля и 3,6% на 1 января 2011 года. Хотя при таких темпах роста можно было ожидать формальное улучшение уровня NPL.

### Финансовые показатели ТКБ по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	2009	2010	6м 2011	9м 2010	9м 2011	%
Активы	259	391	427	344	437	12%
Кредиты (net)	143	204	283	207	337	65%
Кредиты (gross)	155	216	297	220	352	63%
доля в активах	55,4%	52,2%	66,3%	60,0%	77,2%	---
NPL (>90дн.)	5,0%	3,6%	2,9%	3,7%	2,9%	---
уровень резервов	7,5%	5,5%	4,8%	6,0%	4,1%	---
Финансовые активы	32	71	90	75	60	-16%
доля в активах	12,2%	18,2%	21,1%	21,7%	13,7%	---
Средства клиентов	152	276	309	241	284	3%
доля в активах	58,8%	70,7%	72,3%	70,0%	64,9%	---
Кoeffициент достаточности общего капитала	14,6%	10,8%	10,9%	10,9%	14,6%	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	13	14	9	10	15	44%
Прибыль	4	7	3	5	5	-4%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	6м 2011	9м 2010	9м 2011	%
ROAE	22,8%	31,9%	21,1%	30,9%	22,0%	-8,9%
ROAA	1,7%	2,3%	1,5%	2,3%	1,6%	-0,7%
C / I	40,1%	53,5%	52,1%	47,2%	52,5%	5,4%
NIM	6,5%	5,3%	5,0%	5,3%*	5,1%	---

\* только за 3 квартал

Источники: данные ТКБ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНК

Важно, что одним из основных источников фондирования в последние месяцы для ТКБ стала материнская структура: в третьем квартале 2011 года задолженность эмитента перед Группой ВТБ увеличилась более чем на 40 млрд руб. и составила 44,9 млрд руб. или более 10% валюты баланса ТКБ. При этом в третьем же квартале объем депозитов, размещенных РЖД на счетах ТКБ, сократился на 34 млрд руб. до 65 млрд руб. (15% пассивов). Таким образом, условно можно говорить о том, что часть привлеченных средств Группы замещала отток клиентских депозитов. Кроме того, был сокращен объем задолженности по публичным долгам с 27 млрд руб. до 22 млрд руб. Учитывая, что по итогам 9 месяцев 2011 года маржинальность (NIM) бизнеса ТКБ не упала по сравнению с 1 полугодием 2011 года, а даже несколько выросла с 5,0% до 5,1%, вряд ли можно однозначно негативно относиться к данному временному замещению источников фондирования (средства ВТБ – до 1 года). Однако перед ТКБ, вероятно, сейчас встанет задача о рефинансировании материнских средств: соответственно, либо придется ограничивать себя в объемах кредитования, либо есть риск удорожания стоимости ресурсов, что будет оказывать давление на рентабельность деятельности. С учетом того, что существенная часть клиентской базы связана с выполнением госзаказов, то, принимая во внимание приток бюджетных средств в конце года, скорее всего, данная рокировка носит временный характер. Так что в 4 квартале, судя по всему, столь существенных темпов роста мы не увидим. В пользу снижения динамики говорит и уровень достаточности капитала: TCAR на

конец отчетного периода составил 14,6%, Tier 1 ratio - 8,4%. При этом напомним, что последний показатель, по соглашению между ВТБ и РЖД, должен поддерживаться на уровне 9,5% (срок введения нормы требует уточнения). И поскольку ближайшая допэмиссия акций планируется не раньше 1 квартала следующего года, то вопрос размера активов становится актуальным. По прогнозам ТКБ, их рост в следующем году ограничится 15%, темпы кредитования также снизятся, но все же останутся выше среднеотраслевого уровня (кредитный портфель – 25%, розничный – 30%).

Среди ликвидных бумаг ТКБ (Ва1/BBB-/-) можно отметить облигации серии 05, 06 и БО-01, однако они обращаются с минимальным спрэдом (до 20 б.п.) к бондам ВТБ (Ваа1/BBB/BBB), поэтому, на наш взгляд, неинтересны к приобретению. Напомним, что дисконт по ним по операция РЕПО с ЦБ выше, чем у облигаций ВТБ – 17,5% против 12,5%.

*Елена Федоткова*

### **Вологодская область (Ва2/В+/-): первичное предложение интересно ближе к верхней границе ориентира.**

*Кредитное качество Вологодской области мы оцениваем как умеренное. Отметим высокую концентрацию экономики региона на металлургии и как следствие низкую диверсификацию налоговой базы. Присутствует существенная зависимость собственных доходов области от мировых цен и спроса на металл. Кроме того, за последние 3 года у региона заметно возросла долговая нагрузка, которая является довольно высокой. Рекомендуем принять участие в выпуске на уровне не ниже 10,8% годовых.*

**Событие.** Вологодская область в понедельник открыла книгу заявок на 5-летние облигации серии 34002 объемом 2,51 млрд руб. Сбор заявок будет осуществляться до 16 декабря, размещение на ММВБ ожидается 21 декабря. Бонды имеют амортизационную структуру погашения: через 2 года – 20% номинала; 3 года – 30%; 4 года – 30%; 5 лет – 20%. Дюрация составляет около 2,94 года. Ориентир ставки 1 купона составляет 9,95-10,65% годовых, ему соответствует диапазон доходности 10,33-11,08% годовых. Выпуск соответствует требованиям Ломбарда ЦБ.

**Комментарий.** Вологодская область обладает средним по размеру бюджетом среди других субъектов российской федерации (38,2 млрд руб. по плану в 2011 г.). Впрочем, это соответствует экономическому потенциалу региона: ВРП в 2009 г. составил 212,8 млрд руб., что обеспечивало области 40 место в России. Экономика региона является довольно концентрированной на одной отрасли – металлургии (ключевой российский актив Северстали – ЧМК находится на территории отрасли). На нее приходится более 50% всего промышленного производства. Кроме того, в области представлены предприятия химической и пищевой промышленности, машиностроения. Учитывая отраслевую специфику региона, отметим низкую диверсификацию налогооблагаемой базы и высокую зависимости собственных доходов области от мировых цен на металлы. Так, в кризисный 2009 г. собственные доходы области сократились на 44% к 2008 г. и все еще не восстановились в полном объеме: в 2011 г. по плану они составят 29 млрд руб. против 34 млрд руб. в 2008 г. Вместе с тем, в настоящее время зависимость региона от безвозмездных поступлений из федерального бюджета является умеренной (доля 25,2% от всех доходов), но ситуация может измениться, учитывая наблюдаемое замедление мировой экономики и сокращение спроса на металлы. В то же время за последние 3 года область существенно увеличила долговую нагрузку: госдолг возрос с 1,8 млрд руб. в 2008 г. до 20,3 млрд руб. по итогам 9 мес. 2011 г. В результате, на конец сентября госдолг в собственных доходах, по нашим оценкам, составил около 70%, что является высоким уровнем (напомним, согласно Бюджетному кодексу РФ, не должно превышать 100%). Отметим, что в структуре госдолга на госгарантии приходится около 30% (6,07 млрд руб.), остальная часть это бюджетные кредиты (7,74 млрд руб.) и банковские кредиты (6,48 млрд руб.), то есть существенная часть госдолга несет реальные риски рефинансирования. Кроме того, в 2011 г. у области запланирован значительный размер дефицита бюджета (6,2 млрд руб. или 16,2% всех доходов), что может привести к увеличению долговой нагрузки (по плану в 2011 г. госдолг может возрасти до 24,6 млрд руб. или 85% от соб. доходов). Таким образом, мы считаем текущее кредитное качество Вологодской области умеренным с присутствием рисков его ухудшения из-за негативных тенденций в мировой экономике.

За последний месяц состоялось ряд размещений регионов различного кредитного качества, которые могут выступить неплохим ориентиром по доходности для новых облигаций Вологодской области. На наш взгляд, с учетом уровня кредитных рейтингов региона и масштабов его бюджета, можно выделить размещения облигаций соответствующих эмитентов: Нижегородской, Костромской областей, Карелии и Удмуртии. По масштабу бюджета Вологодская область уступает Нижегородской области, но превосходит Костромскую область, Карелию и немного Удмуртию. По доле соб.доходов область близка к Нижегородской области и Удмуртии, и лучше чем у Костромской области и Карелии. По высокой долговой нагрузке Вологодская область схожа только с Костромской областью. Учитывая все выше перечисленное, а также итоги размещений облигаций рассматриваемых регионов, мы считаем, что облигации Вологодской области могут представлять интерес ближе к верхней границе ориентира на уровне 10,8-11,1% годовых.

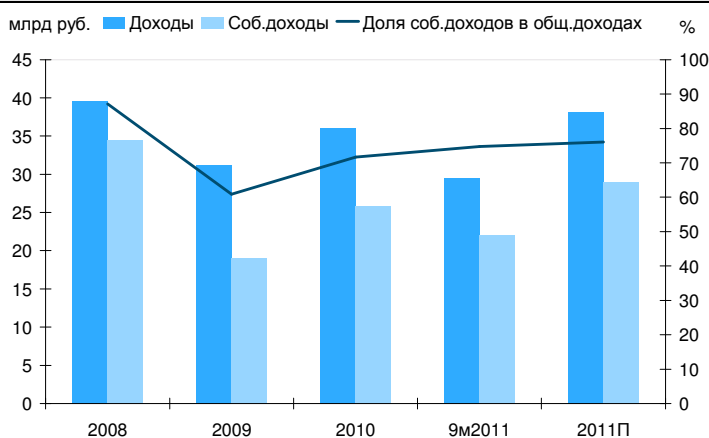
Бюджетные показатели сравниваемых регионов (за 9 мес. 2011 г.)

млрд руб.	Рейтинг (M/S&P/F)	Доходы			Соб.доходы			Доля в дох-х	Расходы			Дефиц./профиц.		Госдолг		Госдолг/	
		План	Факт	Исп-е	План	Факт	Исп-е		План	Факт	Исп-е	План	Факт	План	Факт	План	Факт
<b>Вологодская область</b>	<b>Ba2 / B+ / -</b>	<b>38,2</b>	<b>29,5</b>	<b>77,4%</b>	<b>29,0</b>	<b>22,1</b>	<b>76,1%</b>	<b>74,8%</b>	<b>44,3</b>	<b>30,4</b>	<b>68,7%</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>24,6</b>	<b>20,3</b>	<b>85,0%</b>	<b>68,8%</b>
Республика Карелия	- / - / BB-	25,7	20,5	79,7%	17,0	13,5	79,4%	65,8%	28,0	18,3	65,3%	-2,3	2,2	9,5	6,7	56,1%	37,2%
Костромская область	- / - / B+	17,7	13,1	73,7%	10,2	7,0	68,5%	53,3%	20,1	12,8	63,7%	-2,3	0,3	8,0	8,3	78,7%	89,0%
Нижегородская область	Ba2* / - / B+	90,5	67,2	74,3%	71,7	52,3	73,0%	77,9%	102,7	68,7	66,9%	-12,2	-1,4	35,4	29,7	49,4%	42,6%
Республика Коми	Ba2 / - / BB+	45,0	36,2	80,4%	35,8	28,6	80,0%	79,1%	51,9	31,7	61,1%	-6,9	4,5	8,7	5,8	24,3%	15,3%
Удмуртия	Ba1 / - / BB+	35,8	31,9	89,2%	23,5	21,0	89,5%	65,7%	43,1	29,9	69,3%	-7,3	2,1	16,4	11,2	69,9%	40,0%
Свердловская область	- / BB / -	141,9	102,6	72,3%	123,6	85,6	69,3%	83,4%	156,0	99,7	63,9%	-14,1	2,9	25,7	11,5	20,8%	10,1%
Красноярский край	Ba2/BB+/BB+	129,2	99,6	77,1%	101,1	77,0	76,2%	77,3%	157,2	95,3	60,6%	-28,1	4,3	36,9	10,8	36,5%	10,5%

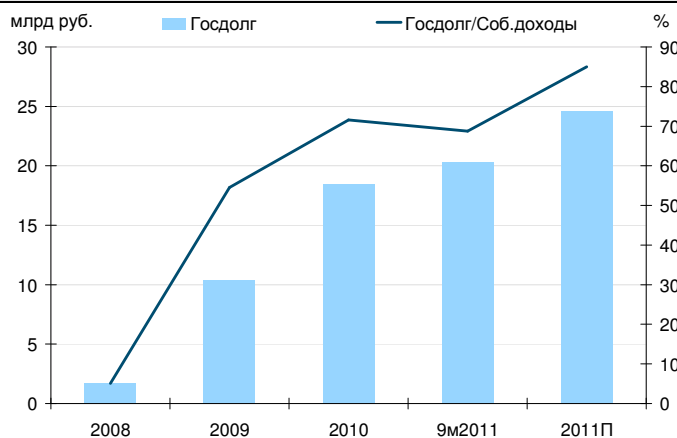
\*рейтинг в нац. валюте

Источники: данные Минфина РФ, Федерального казначейства, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

**Динамика ключевых бюджетных показателей Вологодской области**



**Изменение долговой нагрузки Вологодской области**



Источники: данные Минфина РФ, Федерального казначейства, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

*Александр Полютков*

**VimpelCom Ltd. привлек кредиты на почти 1 млрд долл.**

Новость нейтральна для кредитного профиля компании, поскольку ранее уже сообщалось о синдицированном кредите, а рублевые заемные средства могут быть направлены на рефинансирование долга российского ВымпелКом в текущем квартале. Новые кредитные линии не приведут к серьезному наращиванию долговой нагрузки.

**Событие.** Вчера VimpelCom Ltd. сообщил о привлечении кредитов на сумму порядка 1 млрд долл. Оператор уточнил, что завершил привлечение синдицированного револьверного кредита на 500 млн долл., который состоит из двух частей: 225 млн долл. и 205 млн евро. Поручителями по займу являются российский ВымпелКом и VimpelCom Holdings B.V. Кроме того, ОАО «ВымпелКом» получил 3-летнюю кредитную линию на 15 млрд руб. (около 475 млн долл.) от Сбербанка. Все привлеченные кредиты будут направлены на общекорпоративные цели и повысят

гибкость в управлении ликвидностью.

**Комментарий.** Формирование довольно существенной позиции ликвидности может потребоваться VimpelCom Ltd. для исполнения своих обязательств по долгу. В частности, в 4 кв. 2011 г. компании предстоит погасить порядка 557 млн долл., в основном это рублевый долг. Кроме того, в 2012 г. оператору потребуется еще около 1,2 млрд долл. для рефинансирования кредитов и займов. Не исключено, что средства могут потребоваться VimpelCom Ltd. для исполнения опциона на покупку 25% акций «Евросети» (срок действия истекает в начале 2012 г.).

Отметим, что о синдицированном кредите ранее уже сообщалось и его привлечение вряд ли приведет к существенному наращиванию долговой нагрузки: скорее всего, соотношение Долг/ЕБИТДА не выйдет за рамки 2,8х (по итогам 9 мес. 2011 года – 2,7х). Поэтому мы нейтрально оцениваем данную новость для бумаг оператора.

На наш взгляд, среди бумаг VimpelCom Ltd. интерес по-прежнему могут представлять еврооблигации оператора, которые предлагают неоправданно высокую премию (250-270 б.п.) к евробондам MTS.

Долговая нагрузка VimpelCom Ltd.

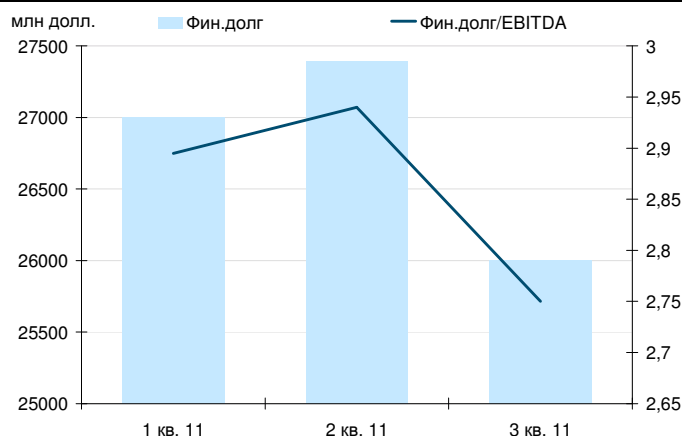
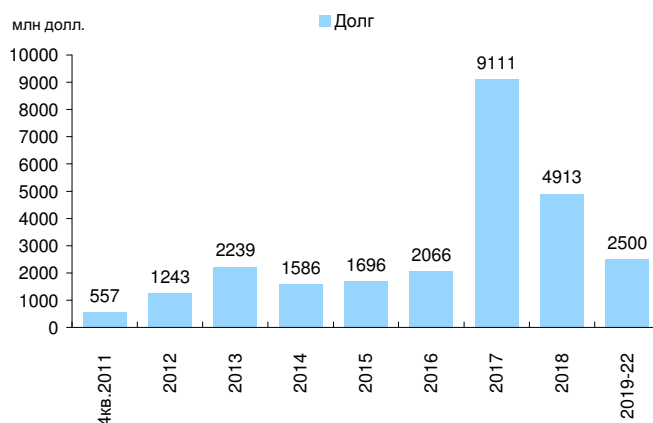


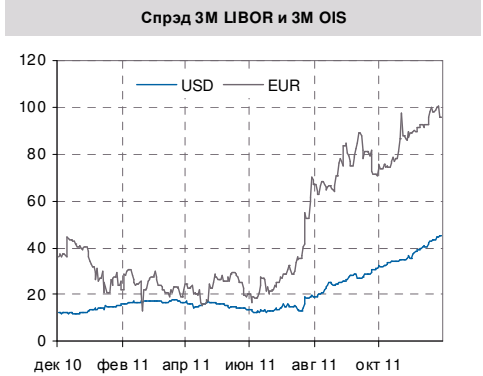
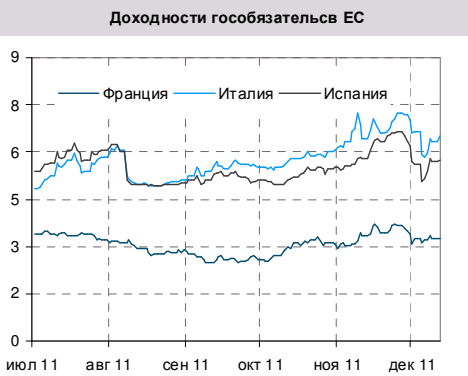
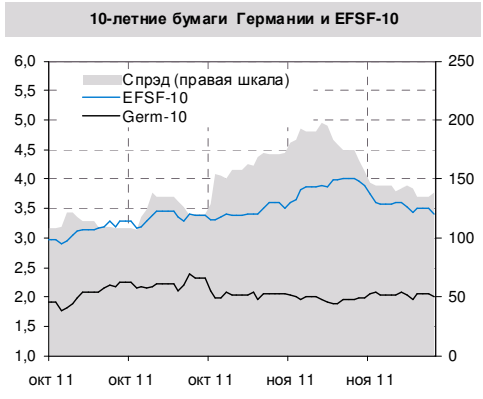
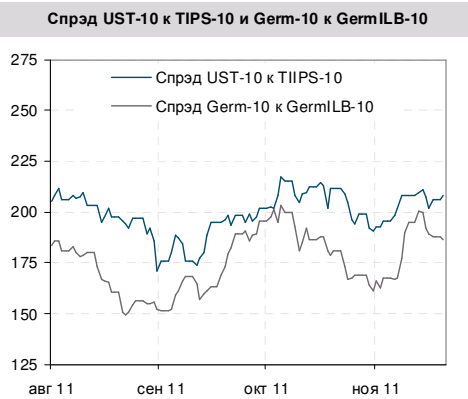
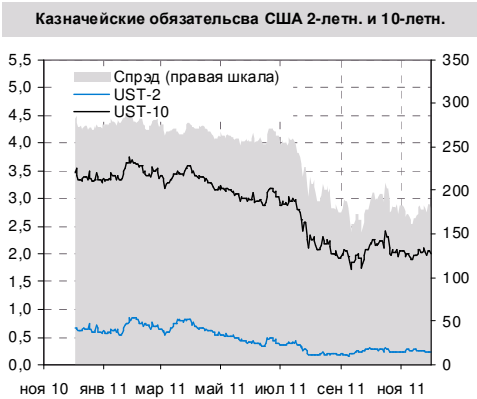
График погашения долга VimpelCom Ltd.



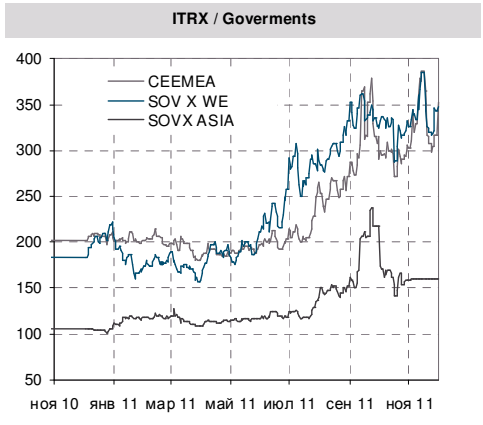
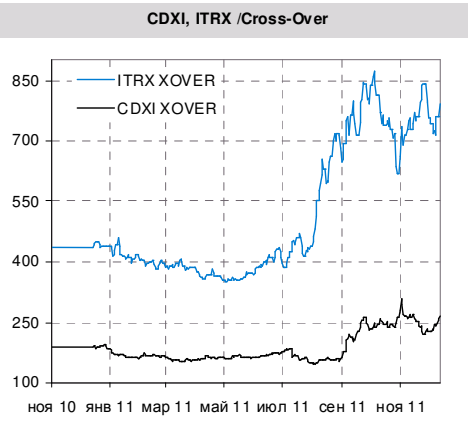
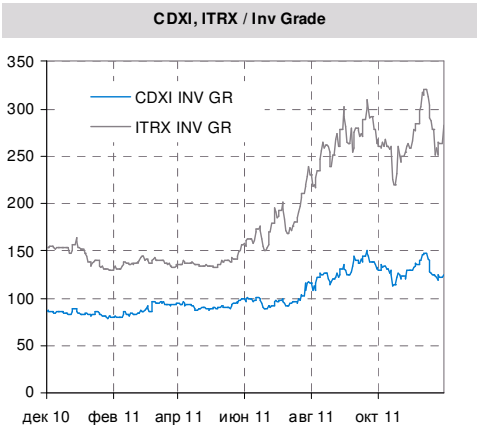
Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНК

*Александр Полютов*

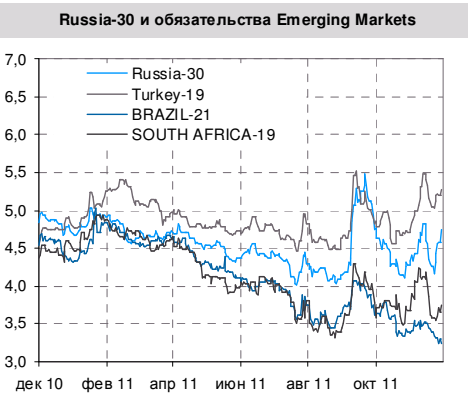
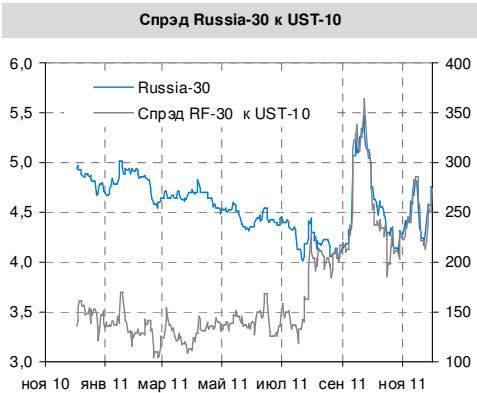
ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ



ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

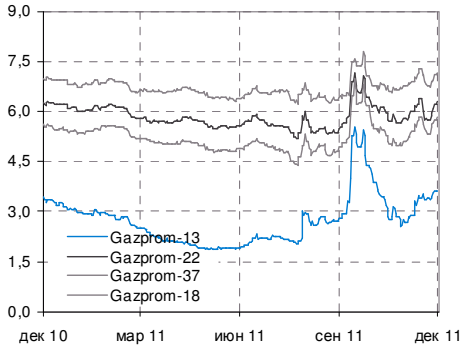


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

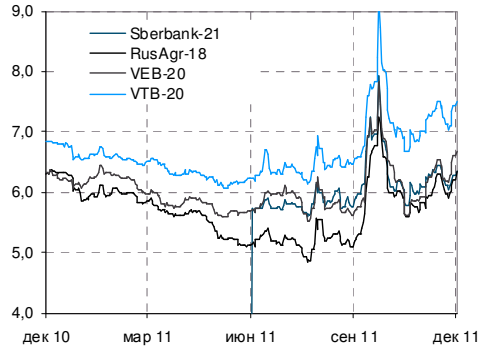


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

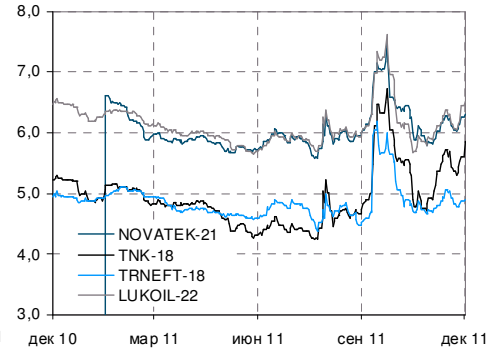
Еврооблигации Газпрома



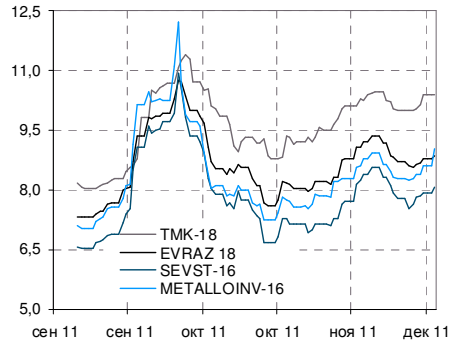
Евробонды госбанков



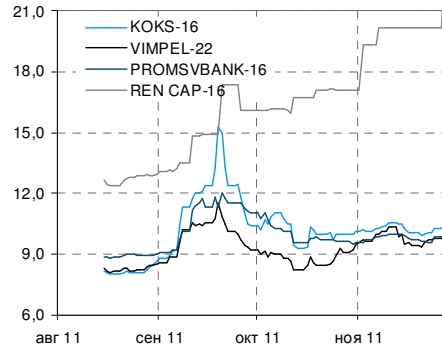
Еврооблигации нефтегазового сектора



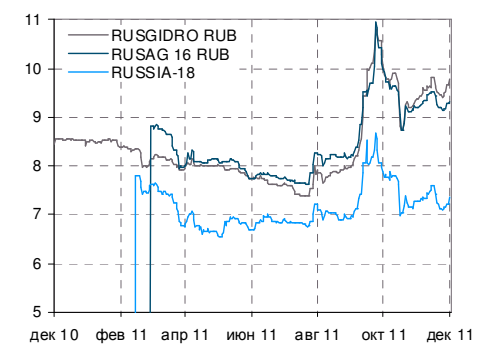
Еврооблигации металлургического сектора



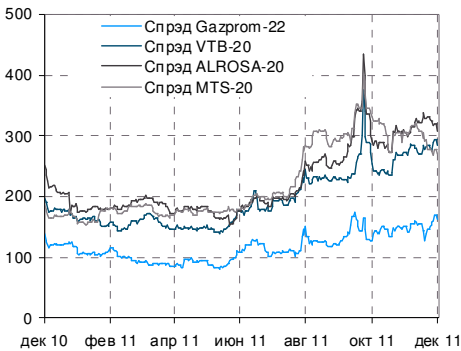
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



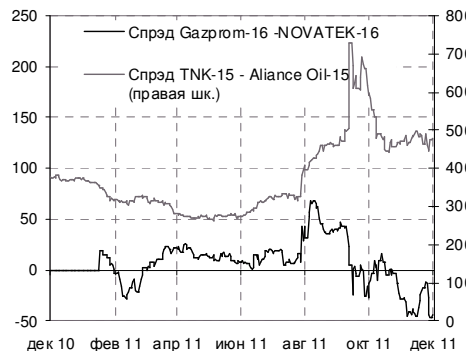
Еврооблигации, номинированные в рублях



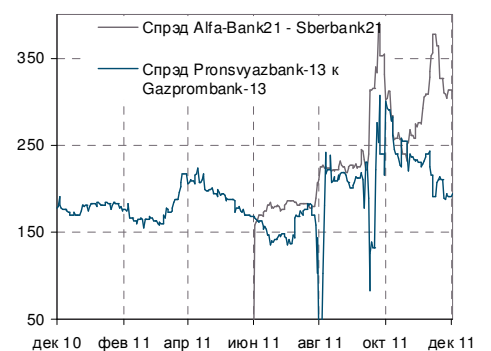
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

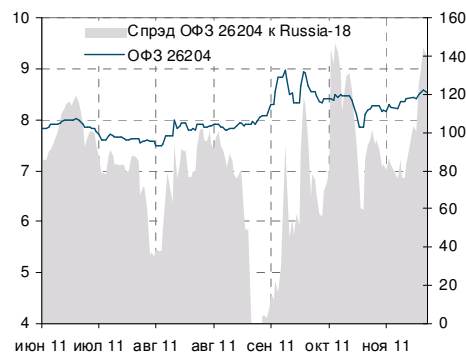


Спрэды в банковском секторе

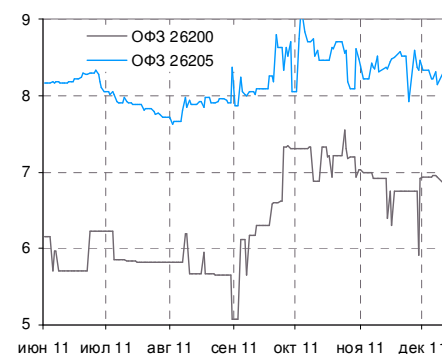


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

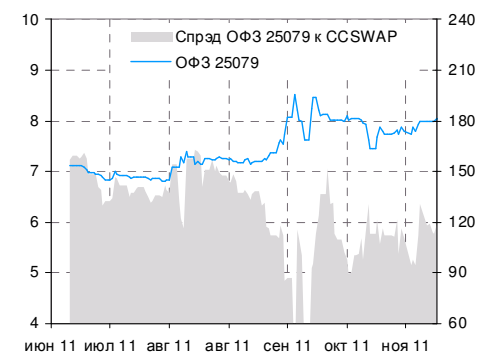
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205



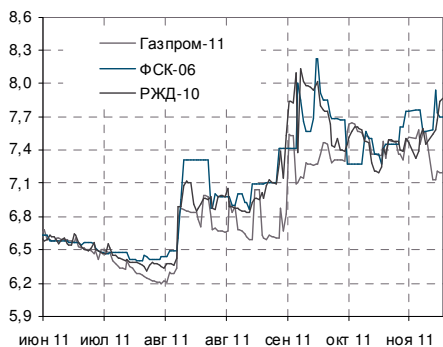
ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP



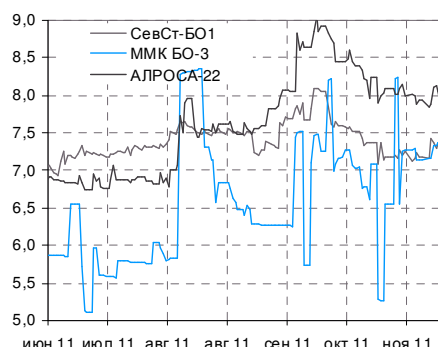


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

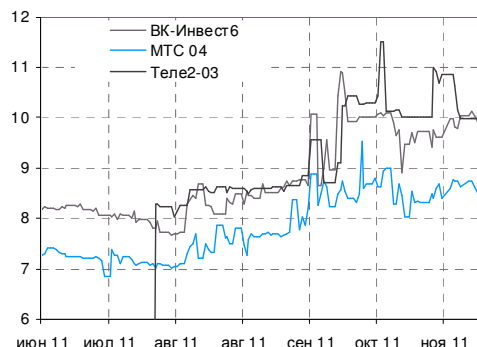
Доходности российских монополий



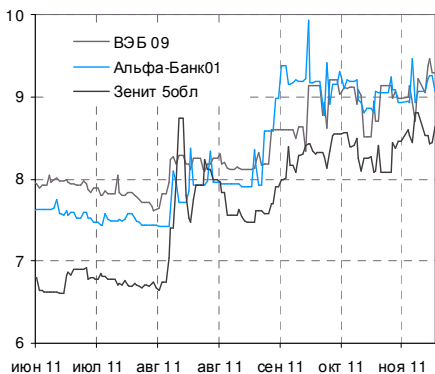
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



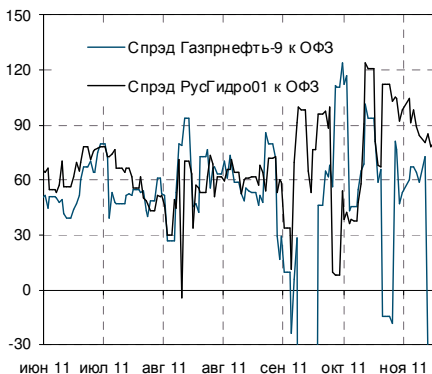
Доходности "Телекоммуникации"



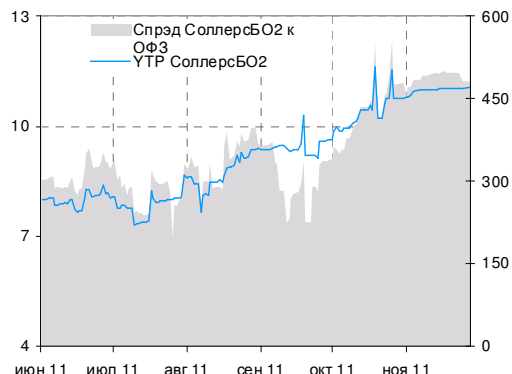
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

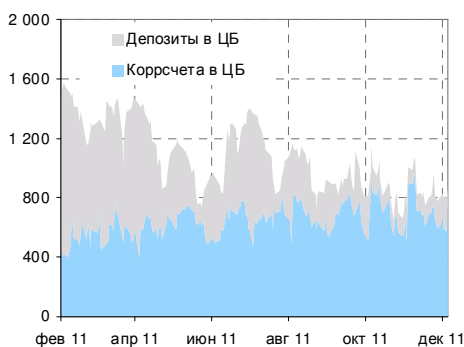


Облигации с текущей доходностью выше 10%

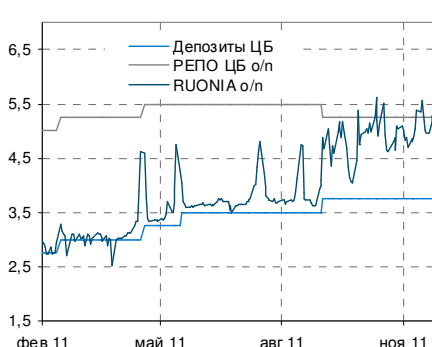


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

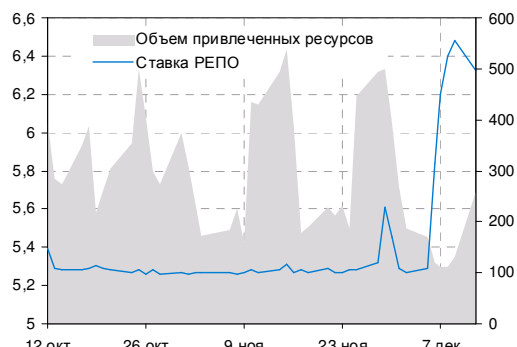
Динамика депозитов и остатков на кор. счетах



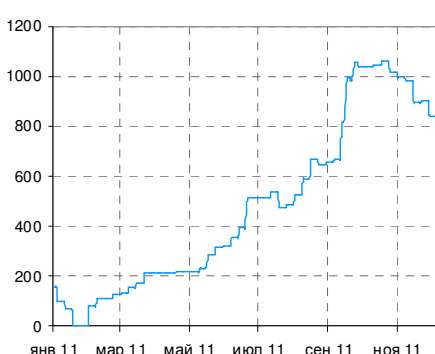
Динамика ставок денежного рынка



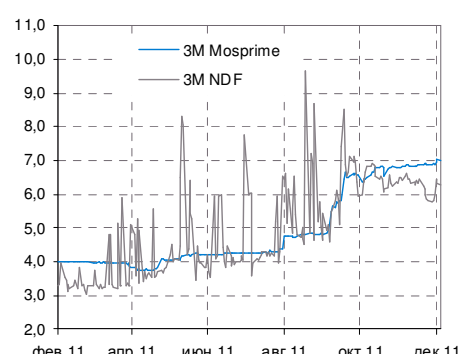
Динамика объемов и ставок РЕПО (о/н)



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

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov\_AVi@nomos.ru

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

**Кредитный анализ**

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 рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его 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 Банка 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, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его 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 не берет 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. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.