

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Новости из Греции об утверждении парламентом программы оптимизации госрасходов были одним из главных драйверов для покупателей рискованных активов. Новое предложение итальянских госбумаг оказалось востребованным, причем инвесторы оказались менее взыскательны по части доходности. Спрос на «защитные» бонды Германии, напротив, оказался умеренным. Судя по всему, инвесторы настроены наращивать позиции в более доходных инструментах, ожидая позитивного решения по Греции в ближайшую среду. Спрос на UST, казалось, несколько уменьшился, однако вечернее заявление от Moody's о снижении рейтинговых оценок Италии, Испании, Португалии и др., а также негативный outlook по рейтингам Франции, Великобритании и Австрии внесло свои коррективы, и «защитные» инструменты снова были востребованы.

Российские еврооблигации

Для российских еврооблигаций новая неделя началась без серьезного изменения настроений, хотя новости по Греции были восприняты позитивно. Участники продолжают отыгрывать идею возможного послабления по налогообложению купонных доходов.

Рублевые облигации

Локальный долговой рынок начал неделю с попыток восстановиться после пятничной коррекции. В целом, это удалось реализовать, причем не только в сегменте ОФЗ, в корпоративных выпусках также выборочная положительная переоценка.

FX/Rates

Попытки рубля восстановиться против мировых валют не увенчались успехом, виной тому стал негативный внешний фон.

Наши ожидания

Несмотря на то, что рейтинговое действие Moody's, по сути, продолжение ранее реализованного агентством S&P, негативная реакция может последовать, в частности, по причине особого акцента, сделанного на негативные прогнозы по «эталонным» рейтингам Франции и Великобритании. В свете этого спрос на рискованные активы может уменьшиться, и для его восстановления потребуются сильный драйвер, однако реальное положение дел позволят оценить итоги аукционов по векселям Испании и Греции, а также по среднесрочным бондам Италии.

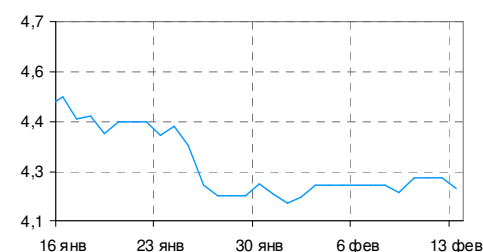
Для российских долговых инструментов ухудшение внешнего фона может стать причиной для снижения покупательской активности. При этом для рублевых инструментов негатив усугубляется очередным этапом ослабления рубля.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	4,20	-3
CDS России	219	-3
MOSPRIME o/n	4,56	4,00
NDF 3M	5,34	-15,00

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	944,7	76
Остатки на депозитах, млрд руб.	357,7	-66
Доллар / рубль (ЦБ), руб	29,87	-0,17
Корзина (ЦБ), руб	34,20	-0,17

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,50	-0,3
ERIBOR 3M	1,06	-0,6
EUR/USD	1,32	
UST-10	1,98	-1
Германия-10	1,93	2
EFSF-10	3,11	3
Италия - 10	5,59	0
Испания - 10	5,23	-4
CDS 5Y Ирландия	568	-3
CDS 5Y Португалия	1139	-3
CDS 5Y Италия	398	5
CDS 5Y Испания	367	4
CDS 5Y Греция	6531	16

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	590,1	-7
iTRAXX CEEMEA 5Y	289,3	-1
iTRAXX SOVX WE 5Y	329,2	0

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 26205	7,78	-12
ОФЗ 25077	7,28	-11
Газпром-11	7,41	-2
РЖД-10	7,52	-9
ФСК-6	7,58	0
РусГидро-1	8,54	0
МТС-04	8,09	0
Вк-Инвест6	9,08	-15
Северсталь-БО1	7,86	15
ВЭБ-09	8,94	6
Альфа-Банк01	8,83	12

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,91	-3
Gazprom-37	6,66	-5
Sberbank-21	5,81	-4
AlfaBank-21	8,23	-4
Euras-18	7,75	-9
Vimpel-22	8,21	-9
TNK-BP-18	5,27	-18

Мы полагаем, что негативный внешний фон в ближайшее время продолжит играть наиболее важную роль при принятии решений локальными инвесторами, что будет не лучшим образом влиять на позиции национальной валюты.

Главные новости

Федеральный бюджет: агрессивные расходы в преддверие выборов

Расходы бюджета в январе выросли на 63 % (!) год к году, при этом структура расходов говорит о выраженном социальном (предвыборном) характере январских трат.

Анализ доходной части бюджета свидетельствует о повышении сырьевой зависимости российской экономики – доля нефтегазовых доходов в общей структуре доходов бюджета перевалила уже за 50 %.

Инвестиционная программа Газпром нефти в 2012 году может достигнуть 5,5 млрд долл.

Инвестиционная программа Газпром нефти ожидается в этом году на уровне 5,5 млрд долл., что всего на 100 млн долл. больше, чем в 2011 году. Однако, если в прошлом году величина CAPEX (включая затраты сербской NIS) составила около 75% от общего размера инвестиций (4,1 млрд долл.), то теперь данное значение планируется увеличить почти до 100% (5,4 млрд долл.). Планируемый рост CAPEX (основной прирост будет достигнут за счет инвестиций в новые upstream проекты и модернизацию НПЗ) в краткосрочной перспективе способен оказать негативное влияние на котировки SIBN (FCF- yield'12 может составить всего 6 %). В долгосрочной перспективе инвестиции в высококачественные upstream проекты (прежде всего, Мессояхское и Новопортовское месторождения) способны привести к увеличению стоимости компании.

Трансаэро (-/-/-): первичное предложение.

Новые бумаги авиакомпании в силу ее кредитного профиля, на наш взгляд, могут найти интерес у инвесторов, склонных к риску и готовых в текущих условиях покупать неломбардные бумаги. Для них облигации могут быть привлекательными ближе к верхней границе заявленного индикатива.

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 или, пройдя по ссылке <http://nomos.ru/investment/special/>, заполнить форму подписки.

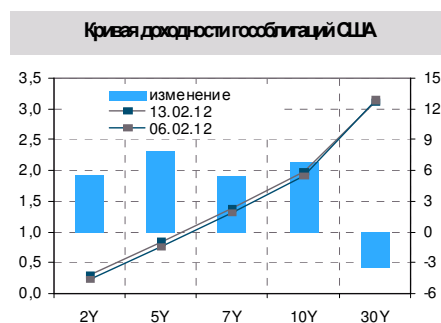
Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

Новости из Греции об утверждении парламентом программы оптимизации госрасходов были одним из главных драйверов для покупателей рискованных активов. Новое предложение итальянских госбумаг оказалось востребованным, причем инвесторы оказались менее взыскательны по части доходности. Спрос на «защитные» бонды Германии, напротив, оказался умеренным. Судя по всему, инвесторы настроены наращивать позиции в более доходных инструментах, ожидая позитивного решения по Греции в ближайшую среду. Спрос на UST, казалось, несколько уменьшился, однако вечернее заявление от Moody's о снижении рейтинговых оценок Италии, Испании, Португалии и др., а также негативный outlook по рейтингам Франции, Великобритании и Австрии внесли свои коррективы, и «защитные» инструменты снова были востребованы.

В понедельник настроения инвесторов в отношении европейских госдолгов складывались в пользу более доходных инструментов. Похоже, инвесторы сконцентрировались на том, чтобы в текущих ценах отражали ожидания благополучного исхода очередной встречи глав минфинов ЕС по вопросу предоставления финансовой помощи Греции после того, как национальный парламент утвердил программу оптимизации госрасходов.

Подобный настрой обеспечил довольно позитивные результаты аукционов по новым векселям Италии, в частности, можно констатировать, что сейчас стоимость короткого итальянского долга «вернулась» на уровень первой половины лета прошлого года.



Динамика доходности 12-месячных векселей Италии



Источник: Bloomberg

В то же время итогом аукциона по доразмещению 6-месячных векселей Германии стало размещение бумаг на сумму 3,01 млрд евро против 4,535 млрд евро ранее запланированных, несмотря на то, что доходность при размещении составила 0,076% годовых против отрицательной доходности в 0,012% по итогам предыдущего аналогичного аукциона, состоявшегося 9 января.

В части более длинных европейских бумаг отметим, что доходности обязательств Италии, Испании и Португалии продолжали снижаться. По бумаги Португалии в пределах 50 б.п. – до 11,5% по 10-летним. Доходность 10-летних бумаг Германии составила вчера 1,93% годовых.

(«+3» б.п.).

С началом торгов в США спрос на treasuries был умеренным, однако после сообщения от Moody's о снижении кредитных рейтингов шести европейских стран включая Испанию, Италию, Португалию, а также предупреждения, что наивысшего рейтинга могут лишиться Франция и Великобритания - покупки в них вновь возобновились. Доходность 10-летних UST по итогам торгов осталась на уровне 1,97% годовых.

На международном валютном рынке вчерашний день прошел не так гладко, как ожидалось. В начале торгов можно было наблюдать восстановление евро после того, как стало известно, что политические партии все же согласовали требования, выдвинутые «тройкой» кредиторов. Однако эффект на рынке продлился недолго, и уже во второй половине дня инвесторы вернулись к сценарию пятничных торгов. Коррекция пары EUR/USD продолжалась до окончания вчерашних торгов. Дополнительным поводом для создания негативного фона стало сообщение агентства Moody's. По итогам дня пара EUR/USD опустилась ниже уровня 1,32х. В рамках сегодняшней азиатской сессии движение евро по нисходящей продолжилось.

Однако во вторник на рынке произошло еще одно довольно важное событие. После объявления в Японии предварительного значения ВВП за четвертый квартал 2011 года, продемонстрировавшего снижение хуже пессимистичных прогнозов, Банк Японии принял решение о расширении программы выкупа активов с целью стимулирования темпов роста экономики (с 55 трлн иен до 65 трлн иен (853 млрд долл.)). При этом, монетарные власти сохранили на минимальном уровне ключевую процентную ставку. Иен отреагировала на данные события снижением к доллару с 77,57 до 77,97.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Российские еврооблигации

Для российских еврооблигаций новая неделя началась без серьезного изменения настроений, хотя новости по Греции были восприняты позитивно. Участники продолжают отыгрывать идею возможного послабления по налогообложению купонных доходов.

В понедельник в сегменте российских евробондов настроения особо не отличались от пятничных. Основная активность концентрировалась в выпусках корпоративного сектора, где идея возможного послабления по налогообложению оставалась основной для поддержания спроса на выпуски Газпром-19, Газпром-34. Кроме того, на общем фоне выделялись положительными переоценками бумаги ТНК-ВР, где рост котировок составлял 0,75%-1%, а также бонды Евраза и Лукойла, подорожавшие в пределах 75-50 б.п.

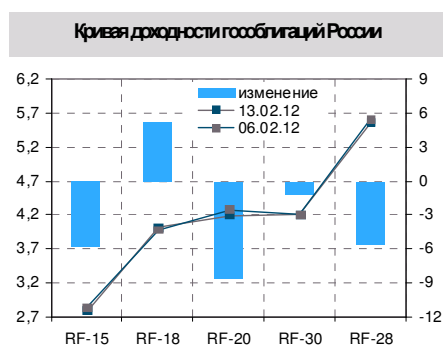
Не пропадает интерес к выпускам Сбербанка и ВЭБа, появившимся на рынке в первых числах февраля, они подорожали вчера в пределах 25 б.п. Новость о планах РСХБ размещать новый евробонд, номинированный в рублях, не оказал серьезного давления на торгующиеся выпуски.

Суверенные Russia-30 характеризуются ценовой стабильностью: диапазон, в котором проходит основная масса сделок сохраняется прежним – 118,375-118,5%, что соответствует доходности около 4,2% годовых. Суверенный спрэд к UST-10 остается в диапазоне 220-225 б.п.

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

Локальный долговой рынок начал неделю с попыток восстановиться после пятничной коррекции. В целом, это удалось реализовать, причем не только в сегменте ОФЗ, в корпоративных выпусках также выборочная положительная переоценка.



С понедельника в рублевом сегменте активизировались попытки восстановить котировки после «сейла» конца прошлой недели. В целом, это удалось реализовать, причем не только в сегменте ОФЗ. Так, если в госсекторе лидерами ценового роста стали выпуски серий 26205, 26204, 26206, 25077, 25071, подорожавшие в пределах от 20 до 70 б.п. (наиболее значительная переоценка в бумагах 26205), то в корпоративном секторе спросом пользовались бумаги Сибметинвеста серии 01 и 02, НЛМК-БО7, ФСК-18, ВЭБ-06, где уровень переоценок был весьма неоднороден: от 20 б.п. до 1,15% (по Сибметинвест-02). Вместе с тем, вторичному сегменту корпоративных бумаг не под силу «замкнуть» внимание участников на себе – он не выдерживает конкуренции с первичным корпоративным предложением. Отметим, что все большее распространения получает практика, когда, ориентируясь на переспрос, эмитенты оперативно стараются увеличить объем предложения. В этом случае важно, что, принимая решение по ставке, эмитенты по большей части не настаивают на дисконтах к рынку, напротив, имеющееся предложение довольно часто несет премию ко «вторичке». И хотя размер премии довольно умеренный – редко выше 20-40 б.п., этого пока достаточно по причине того, что формируется навес неудовлетворенного платежного спроса.

Ольга Ефремова

Forex/Rates

Попытки рубля восстановиться против мировых валют не увенчались успехом, виной тому стал негативный внешний фон.

Локальный валютный рынок вчера следовал на поводу у международных площадок. Утреннее укрепление европейской валюты способствовало восстановлению позиций рубля против мировых валют. Курс доллара вновь опустился ниже уровня 30 руб., а стоимость бивалютной корзины составляла до 34,25 руб. Примечательно то, что, несмотря на приближающиеся выплаты в страховые взносы, рынок впервые за последние месяцы не испытывает недостаток ликвидности, и это также немного ограничивает укрепление рубля. Вчерашняя коррекция пары EUR/USD, переросшая в последующем в сильную распродажу, не прошла незамеченной и для локального рынка. Сегодняшнее открытие в очередной раз продемонстрировало незащищенность национальной валюты. По всей видимости, в ближайшее время не следует рассчитывать на возобновление тренда по усилению рубля.

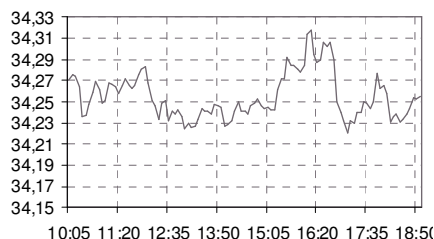
Ликвидность банковской системы накануне уплаты страховых взносов выглядит вполне комфортной. Сумма остатков на корсчетах и депозитах удерживается на достаточно высоком уровне (1302,4 млрд руб.). Вместе с тем, на денежном рынке наблюдается рост процентных ставок (MosPrime o/n - 4,56% («+4 б.п.»)). Сегодня у банков появится возможность пополнить ресурсную базу за счет сразу двух депозитных аукционов от Минфина и ВЭБа. На наш взгляд, более востребованными будут ресурсы от ВЭБа по причине более позднего срока возврата и несущественного отличия по минимальной процентной ставке.

Алексей Егоров

Наши ожидания

Несмотря на то, что рейтинговое действие Moody's, по сути, продолжение ранее реализованного агентством S&P, негативная реакция может последовать, в частности, по причине особого акцента, сделанного на негативные прогнозы по «эталонным» рейтингам Франции и Великобритании. В свете этого спрос на рискованные активы может уменьшиться, и для его восстановления потребуются сильный драйвер, однако реальное положение дел позволят оценить итоги аукционов по векселям Испании и Греции, а также по среднесрочным бондам Италии. Для российских долговых инструментов ухудшение внешнего фона может стать причиной для снижения покупательской активности. При этом для

Динамика бивалютной корзины



рублевых инструментов негатив усугубляется очередным этапом ослабления рубля.

Мы полагаем, что негативный внешний фон в ближайшее время продолжит играть наиболее важную роль при принятии решений локальными инвесторами, что будет не лучшим образом влиять на позиции национальной валюты.

Ольга Ефремова

Алексей Егоров

Календарь событий

Долговой рынок

14 февраля	Размещение: Мечел-БО-04
	Размещение: Зенит-БО-05
	Размещение: ЛК Уралсиб БО-06
	Размещение: Оренбургская ИЖК, 02
15 февраля	Размещение: НОТА-Банк-01
16 февраля	Размещение: ММК, БО-08
17 февраля	Размещение: Гидромашсервис-02
	Размещение: Башнефть-04

Внешний долговой рынок

14 февраля	Размещение 12- и 18-месячных векселей Испании
	Размещение векселей Греции на 91 день – на 1 млрд евро.
	Размещение госбумаг Италии с погашением в 2014 году – на 4 млрд евро, с погашением в 2015, 2017
	Размещение госбумаг Нидерландов в с погашением в 2017 году на 4 млрд евро.
15 февраля	Продажа 91-, 182- и 371-дневных векселей Португалии.
16 февраля	Размещение госбумаг Франции с погашением в 2014, 2015 и 2017 годах.

Денежный рынок

14 февраля	Ломбардный аукцион на срок 1 неделя
	Депозитный аукцион Минфина сроком на 70 дней, объемом 10 млрд руб.
	Депозитный аукцион ВЭБа сроком 34 дня, объемом 15 млрд руб.
15 февраля	Уплата страховых взносов в фонды
	Возврат Фонду ЖКХ 22 млрд р с депозитов банков (22 дек 11 г под 9,15%)
	Возврат Минфину 10,0 млрд р с депозитов банков (17 янв под 7,39%)

Макроэкономические события

14 февраля	Промышленное производство в еврозоне за декабрь
	Розничные продажи в США
15 февраля	ВВП Германии за 4 кв. 2011 года
	ВВП Италии за 4 кв. 2011 года
	ВВП еврозоны за 4 кв. 2011 года
16 февраля	Закладки новых домов в США

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- Сегодня **Банк Японии** по итогам февральского заседания принял решение сохранить базовую процентную ставку на уровне 0-0,1% годовых, кроме того, была расширена программа покупки активов до 65 трлн иен (853 млрд долл.) с 55 трлн иен.

Корпоративные новости

- **Татфондбанк** планирует к концу 2013 года увеличить активы в 1,7 раза по сравнению с показателем на начало текущего года, то есть с 83,1 млрд руб. до 141,3 млрд руб. За два года долю розничного бизнеса в активах планируется довести до 30%. Кроме того, Татфондбанк в 2013 году планирует утроить чистую прибыль по сравнению с 2011 годом, когда она равнялась 288 млн руб. Таким образом, при росте в 3 раза ожидаемый показатель 2013 года - 864 млн руб. В целях поддержки роста активов акционеры планируют увеличение капитала банка. Источниками роста собственных средства банка рассматриваются как увеличение уставного капитала и прибыль банка, так и привлечение субординированного депозита. На 1 января 2012 года собственный капитал Татфондбанка по методике ЦБ РФ составлял 9,869 млрд руб. В соответствии со стратегией развития, капитал планируется увеличить более чем на 90%. Также Татфондбанк за два года планирует увеличить количество офисов со 109 до 176. Базовым регионом останется Татарстан. Регионами развития будут Красноярск, Екатеринбург, Челябинск, Саратов, Пенза и другие. /Интерфакс/

Предоставленная информация, в целом, соответствует основным выводам, сделанным в нашем обзоре к размещению займа. См. комментарий http://nomos.ru/upload/iblock/0c1/primary_10022012.pdf

- ФАС удовлетворила ходатайство **ОАО «Аэрофлот - российские авиалинии»** о приобретении в собственность 100% голосующих акций ОАО «Владивосток Авиа». /Finambonds/

Долговые рынки

- **Татфондбанк** установил ставку 5-6 купонов по облигациям серии «В» (серии 06) на уровне 10,25% годовых. Выпуск облигаций общим номинальным объемом 2 млрд руб. был размещен в марте 2010 года сроком на 3 года.

Отметим, что заем входит в Ломбардный список, но отсутствует в перечне прямого РЕПО с ЦБ. При этом у банка сейчас открыта книга по выпуску серии БО-04 объемом 3 млрд руб. с годовой офертой. Ориентир ставки купона по нему предложен заметно интереснее: 11,5-12,0% годовых. Таким образом, у держателей бондов банка на текущий момент есть неплохая альтернатива.

- Владельцы облигаций **ОАО «Фортум»** серии 02 не предъявили в рамках оферты к выкупу ни одной ценной бумаги. Напомним, общий объем выпуска по номиналу составляет 5 млрд руб.
- Ставка 13-14 купонов по облигациям **Мосэнерго** серии 02 объемом 5 млрд руб. установлена эмитентом в размере 1% годовых.

Очевидно, что определив ставку купона на данном уровне, причем в преддверии оферты (29 февраля 2012 года), компания не намерена в дальнейшем сохранить выпуск «в рынке». Не исключено, что Мосэнерго в скором времени может предложить инвесторам свои бумаги на первичном рынке. Напомним, в настоящее время у компании зарегистрировано два выпуска биржевых облигаций серий БО-1 и БО-3 общим объемом 3 млрд руб.

Рейтинги и прогнозы

- Агентство Moody's понизило кредитный рейтинг шести европейских стран, в том числе **Италии** (с «A2» до «A3»), **Испании** (с «A1» до «A3») и **Португалии** (с «Ba2» до «Ba3») и по всем из них был установлен «Негативный» прогноз. Moody's также изменило до «Негативного» прогнозы рейтингов **Великобритании**, **Франции** и **Австрии**, и снизило кредитные оценки **Мальты**, **Словакии** и **Словении**. В отношении Великобритании, которая имеет наивысший рейтинг, агентство указало на «растущую неопределенность в отношении темпов бюджетной консолидации» из-за замедления роста экономики и рисков, связанных с развитием кризиса в еврозоне.

Изменение в кредитных рейтингах стран Европы

	До	После	Прогноз
Италия	A2	A3	Негативный
Испания	A1	A3	Негативный
Португалия	Ba1	Ba3	Негативный
Словакия	A1	A2	Негативный
Словения	A1	A2	Негативный
Мальта	A2	A3	Негативный
Франция	Aaa	Aaa	Негативный
Великобритания	Aaa	Aaa	Негативный
Австрия	Aaa	Aaa	Негативный

Источник: Bloomberg

- Агентство Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента **РЖД** в иностранной и национальной валюте на уровне «BBB» со «Стабильным» прогнозом. Национальный долгосрочный рейтинг подтвержден на уровне «AAA(rus)», прогноз «Стабильный». Также агентство подтвердило приоритетный необеспеченный рейтинг в иностранной валюте RZD Capital Limited на уровне «BBB». Эксперты Fitch отметили, что «рейтинги РЖД отражают сильные связи компании с государством. Данный факт подтверждается тем, что годовые тарифы и капвложения одобряются правительством, предоставляются федеральные и региональные субсидии по перевозкам, осуществляются финансирование госбанками и прямые вливания в капитал для реализации капвложений. При этом самостоятельные бизнес-позиции компании соответствуют середине рейтинговой категории «BBB», что обусловлено монопольным положением РЖД, не долгосрочным характером регулирования тарифов, зависимостью от конъюнктуры на сырьевые товары, недостаточной географической диверсификацией, зависимостью от денежных средств государства в форме субсидий и взносов в капитал».

Главные новости

Федеральный бюджет: агрессивные расходы в преддверие выборов

Расходы бюджета в январе выросли на 63 % (!) год к году, при этом структура расходов говорит о выраженном социальном (предвыборном) характере январских трат.

Анализ доходной части бюджета свидетельствует о повышении сырьевой зависимости российской экономики – доля нефтегазовых доходов в общей структуре доходов бюджета перевалила уже за 50 %.

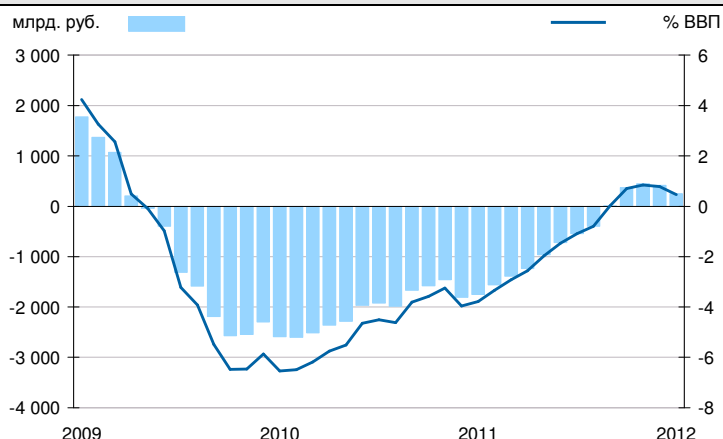
Событие. Минфин опубликовал предварительную оценку исполнения федерального бюджета в январе 2012 года. Бюджет в минувшем месяце был исполнен с дефицитом в размере 18 млрд. рублей (0.5 % ВВП). Не нефтегазовый дефицит составил 14.3 % ВВП.

Федеральный бюджет, млрд. руб.

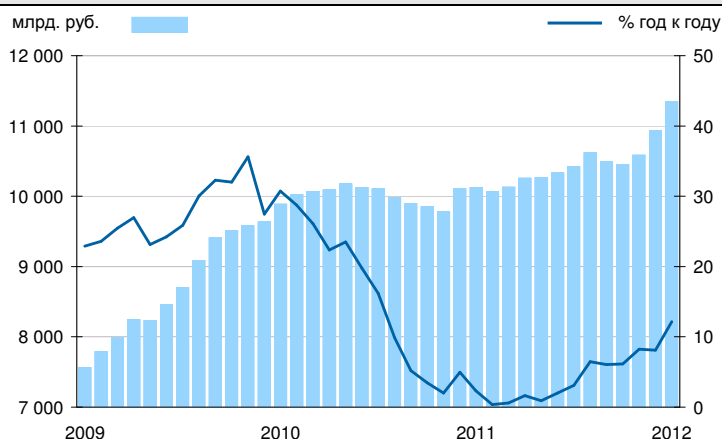
	Янв.2011	Янв.2012	% год к году
Доходы	805	1 056	31.2
% ВВП	23.0	27.6	
в т.ч.			
Нефтегазовые доходы	356	530	49.1
% к ВВП	10.2	13.8	
% к общим доходам	44.2	50.2	
Не нефтегазовые доходы	449	526	17.0
% к ВВП	12.8	13.7	
Расходы	657	1 074	63.4
% к ВВП	18.8	28.0	
Профицит / дефицит	147	-18	
% к ВВП	4.2	-0.5	
Не нефтегазовый дефицит	-208	-548	163.4
% к ВВП	-5.9	-14.3	

Источники: Минфин, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Дефицит бюджета, накопленным итогом за 12 мес.



Расходы бюджета, накопленным итогом за 12 мес.



Источники: Минфин, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Комментарий. Данные Минфина по исполнению бюджета в январе вызывают легкий шок. В первую очередь это касается расходов, которые выросли на 63 % (!) в сравнении с январем прошлого года и составили 8.5 % от запланированных годовых трат (в 2010/11 гг на январь приходилось чуть более 6 % годовых расходов, а в предыдущие годы – 4-5 %). Впервые в ежемесячной оценке Минфин опубликовал разбивку расходов по различным статьям. Эти цифры свидетельствуют о ярко выраженной

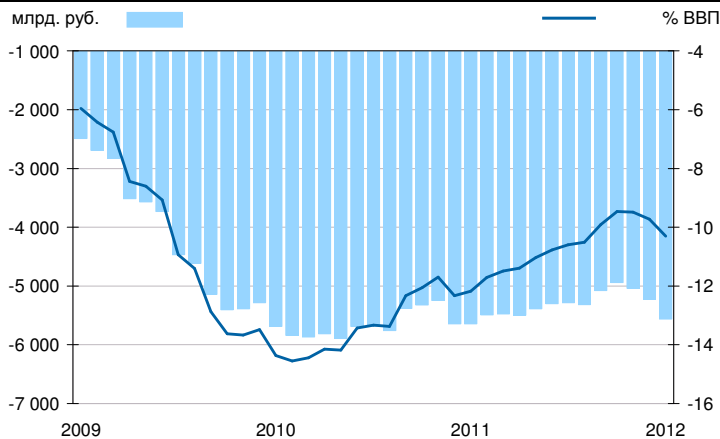
социальной (предвыборной) направленности январских трат. Так в январе было профинансировано 21 % всех годовых расходов на здравоохранение, 11 % - расходов на образование и социальную политику, 12.8 % - расходов на трансферты регионам.

Доходная часть федерального бюджета больших сюрпризов не преподнесла. Здесь мы видим устойчивый тренд опережающего роста нефтегазовых доходов, доля которых в общей структуре доходов бюджета перевалила уже за 50 %. Не нефтегазовый дефицит накопленным итогом за последние 12 месяцев вновь превысил 10 % ВВП, а по итогам января достиг просто неприличных 14.3 % ВВП.

Доля нефтегазовых доходов в федеральном бюджете, % накопленным итогом за 12 мес.



Не нефтегазовый дефицит бюджета, накопленным итогом за 12 мес.



Источники: Минфин, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Бюджетная статистика объясняет неожиданную метаморфозу, случившуюся с банковской ликвидностью в начале февраля. После публикации данных по расходам становится совершенно очевидно, что именно Минфин обеспечил существенный впрыск ликвидности в систему, благодаря чему ставки money market резко пошли вниз.

Операции Минфина на долгом рынке значительного влияния на состояние ликвидности в январе не оказали – Минфин привлек 38 млрд., а погасил долги на 45 млрд. рублей.

Высокий темп расходования бюджетных средств, который Минфин взял в начале года, подтверждает наше мнение о том, что в этом году Минфин не сможет размещать значительные ресурсы на банковских депозитах. Сейчас в банках остается 256.6 млрд. рублей бюджетных средств, и до конца квартала эти средства, по-видимому, будут изъяты из системы.

Кирилл Тремасов

Инвестиционная программа Газпром нефти в 2012 году может достигнуть 5,5 млрд долл.

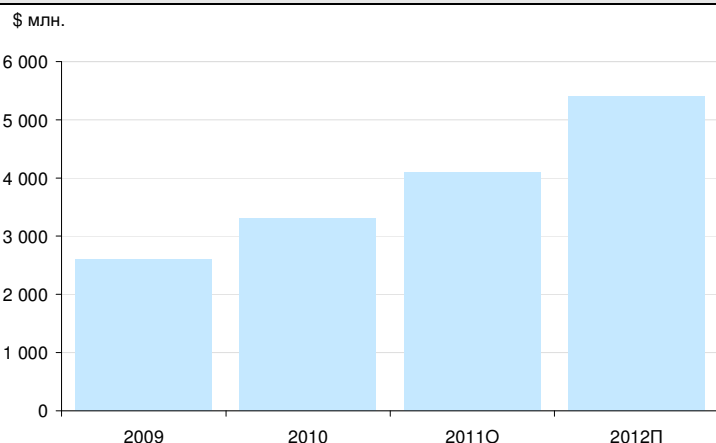
Инвестиционная программа Газпром нефти ожидается в этом году на уровне 5,5 млрд долл., что всего на 100 млн долл. больше, чем в 2011 году. Однако, если в прошлом году величина CAPEX (включая затраты сербской NIS) составила около 75% от общего размера инвестиций (4,1 млрд долл.), то теперь данное значение планируется увеличить почти до 100% (5,4 млрд долл.). Планируемый рост CAPEX (основной прирост будет достигнут за счет инвестиций в новые upstream проекты и модернизацию НПЗ) в краткосрочной перспективе способен оказать негативное влияние на котировки SIBN (FCF- yield'12 может составить всего 6 %). В долгосрочной перспективе инвестиции в высококачественные upstream проекты (прежде всего, Мессояхское и Новопортовское месторождения) способны привести к увеличению стоимости компании.

Событие. Инвестиционная программа Газпром нефти в 2012 году может вырасти до 5,5 млрд долл. (из них органический CAPEX составит 5,4 млрд долл. против 4,1 млрд долл. годом ранее).

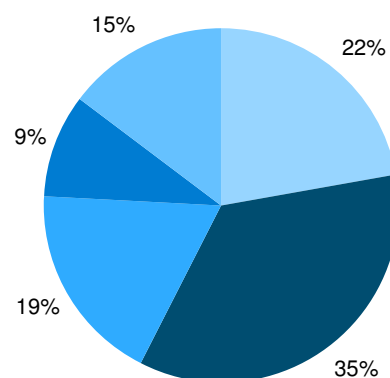
Комментарий. Основными драйверами планируемого увеличения капитальных вложений Газпром нефти станут рост инвестиций в новые upstream проекты (примерно на 0,8 млрд долл.) и модернизацию НПЗ (примерно на 0,3 млрд долл.). Прогнозный CAPEX/bbl вырастит до рекордных 14 долл. (в 2011 году - около 11 долл.), что, впрочем, ниже, чем аналогичный ожидаемый показатель Роснефти (около 17 долл./bbl). Увеличение инвестиций Газпром нефти в 2012 году (мы не ожидали существенного прироста этого показателя) приведет к снижению величины свободного денежного потока (FCF- yield'12 может составить всего 6%).

Новость если и окажет влияние на котировки бондов Газпром нефти (Baa3/BBB-/-), то в долгосрочной перспективе. В текущий момент большее давление оказывают макроэкономические факторы. Из обращающихся заимов обращает на себя внимание разве что выпуск серии 09, предлагающий хоть какую-то премию к кривой остальных бондов эмитента - на уровне 10-15 б.п., однако характеризующийся меньшей ликвидностью. В целом, бумаги банка все также стоит рассматривать как защитную позицию.

Динамика органического CAPEX Газпром нефти



Ожидаемая структура капитальных вложений Газпром нефти в 2012 году



■ Действующие месторождения ■ Новые месторождения ■ НПЗ ■ Сбыт ■ Прочее

Источники: Reuters, данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Денис Борисов
Елена Федоткова

Трансаэро (-/-/-): первичное предложение.

Новые бумаги авиакомпании в силу ее кредитного профиля, на наш взгляд, могут найти интерес у инвесторов, склонных к риску и готовых в текущих условиях покупать неломбардные бумаги. Для них облигации могут быть привлекательными ближе к верхней границе заявленного индикатива.

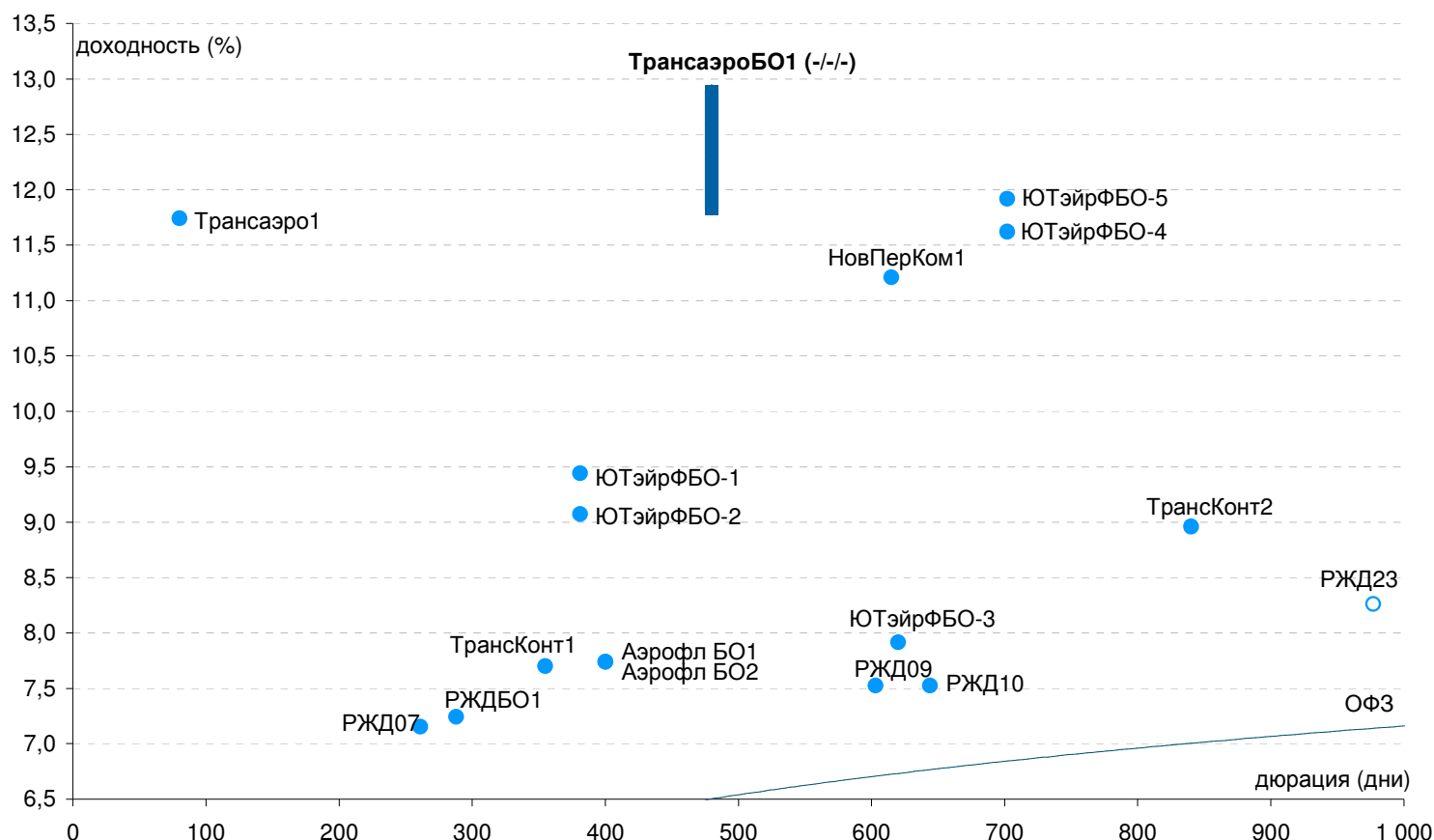
Событие. Авиакомпания Трансаэро сегодня планирует начать сбор заявок на биржевые облигации серии БО-01 объемом 2,5 млрд руб. Заккрытие книги намечено на 21 февраля 2012 г., а размещение бумаг на ММВБ – на 24 февраля. По 3-летнему выпуску объявлена 1,5-годовая оферта. Ориентир ставки 1 купона определен на уровне 11,5-12,5% годовых, что соответствует доходности к оферте в диапазоне 11,83-12,89% годовых. Трансаэро предполагает направить привлеченные средства на «модернизацию и перекомпоновку салонов своих воздушных судов, а также на введение новой услуги широкополосного доступа в Интернет на борту самолетов».

Комментарий. Трансаэро является второй крупнейшей авиакомпанией России – ее доля (по собственным оценкам) в общем пассажирообороте страны за 9 мес. 2011 г. достигла 19,5%. Компания продолжает демонстрировать темп роста бизнеса, превосходящий

средний по отрасли: за 2011 г. пассажирооборот компании достиг 33,12 млрд пассажирокилометров, прибавив 26,2% к 2010 г. (для сравнения, по отрасли прирост составил 13%), при этом было перевезено 8,5 млн чел., что на 27% больше, чем годом ранее. Коэффициент занятости пассажирских кресел у Трансаэро находился на уровне порядка 83% против 77% в среднем по стране. Авиакомпания эксплуатирует парк воздушных судов, состоящий из 77 самолетов (за год их количество возросло на 18 шт.), в который в том числе входят дальнемагистральные Боинг-777 (11 шт.) и Боинг-747 (21 шт.). Отметим, что Трансаэро не новичок на долговом рынке рублевых облигаций. Так, в настоящее время у компании в обращении находится выпуск облигаций серии 03 объемом 3 млрд руб. (оферта 3 мая 2012 г.). Тем не менее, компания не отличается высокой транспарентностью. В частности, последняя консолидированная отчетность по МСФО, представленная на сайте компании, охватывает период за 2007-2008 гг. (аудиторский отчет датирован апрелем 2011 г.). Наиболее актуальной является неконсолидированная отчетность ОАО «Трансаэро» за 9 мес. 2011 г. по РСБУ, согласно которой, на фоне высоких операционных показателей, компания демонстрирует заметную динамику выручки («+40%» до 61,8 млрд руб. к а.п.п.г.), но при этом прибыльность бизнеса находилась на низком уровне (по нашим оценкам, показатель EBITDA был порядка 4,4 млрд руб., а рентабельность EBITDA - 7,2%), в то время как долг составлял 24,7 млрд руб. (причем, 60,6% - краткосрочная часть).

Учитывая все это, а также отсутствие рейтинга у Трансаэро (выпуск не попадает в Ломбард ЦБ), мы считаем, что при текущей конъюнктуре рынка бумаги компании, скорее всего, могут найти интерес у инвесторов, готовых к риску и желающих повысить доходность своих портфелей.

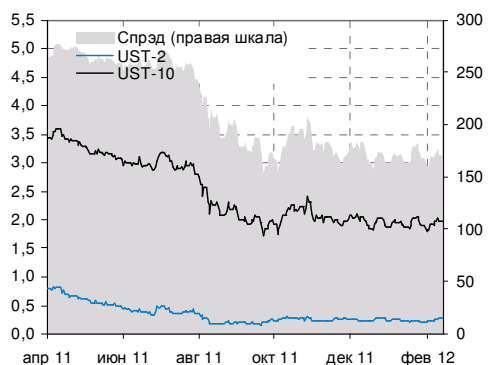
Распределение доходностей облигаций компаний транспортного сектора



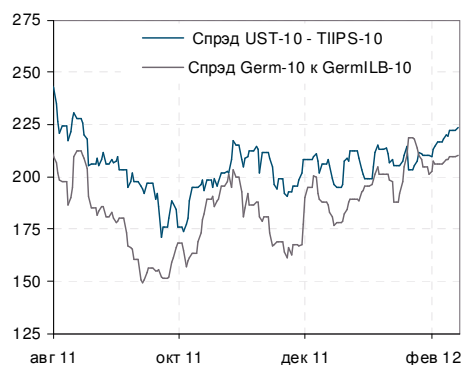
Александр Полютков

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

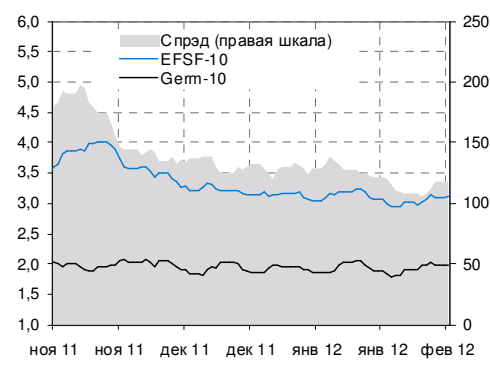
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



Спреды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

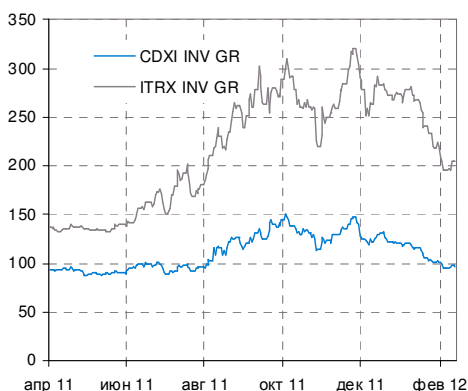


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

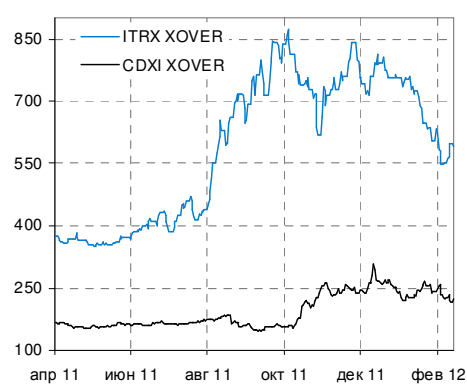


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

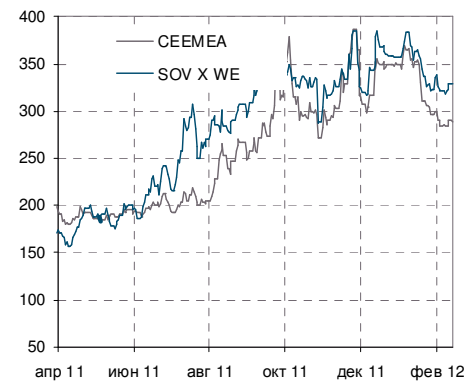
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

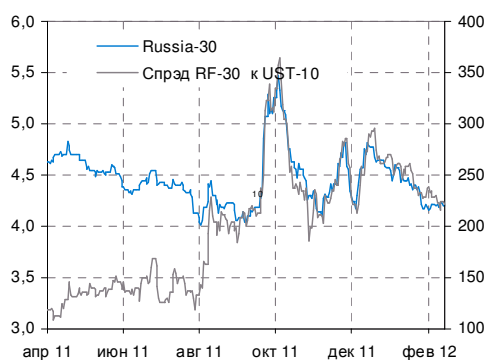


ITRX / Governments

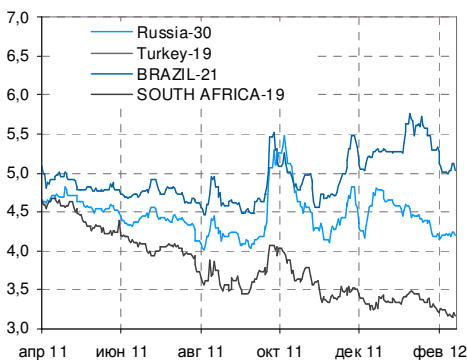


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

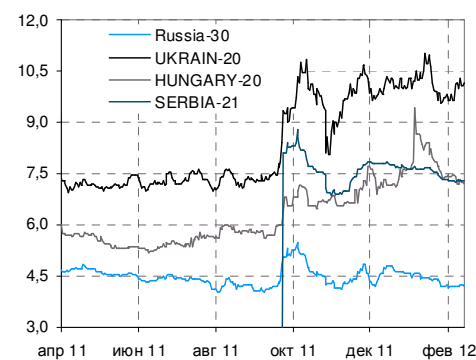
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

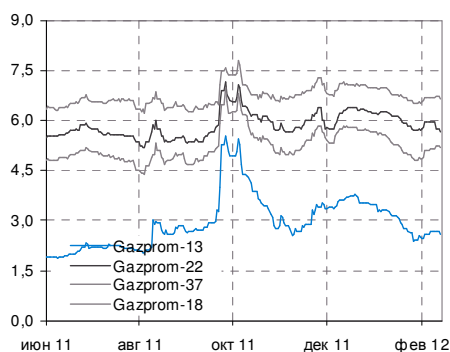


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

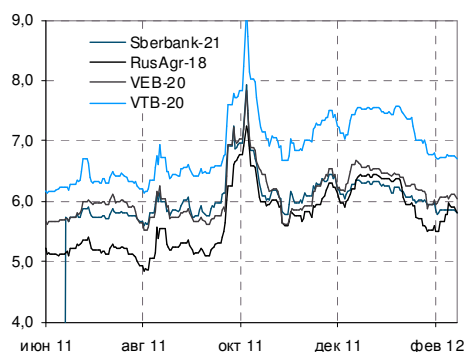


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

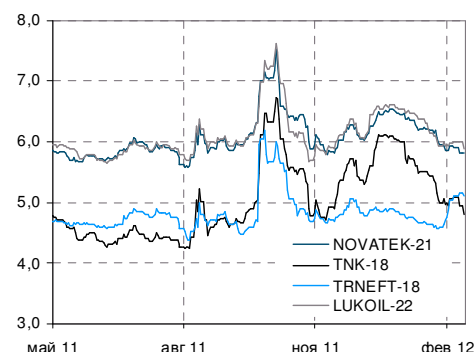
Еврооблигации Газпрома



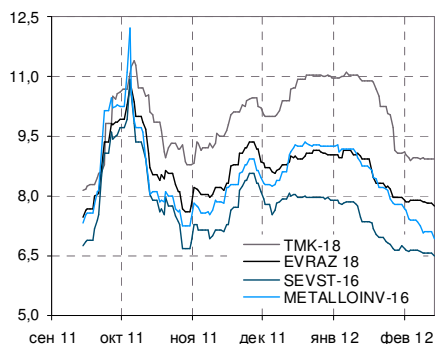
Евробонды госбанков



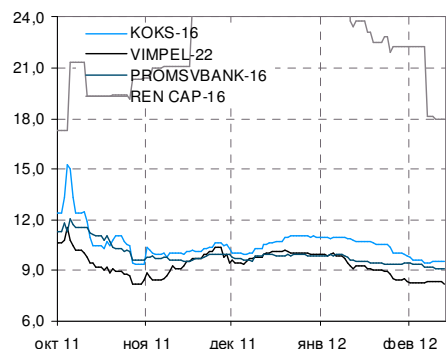
Еврооблигации нефтегазового сектора



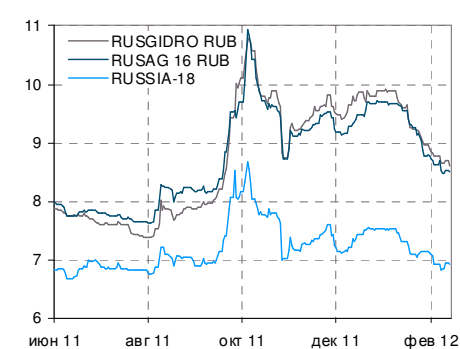
Еврооблигации металлургического сектора



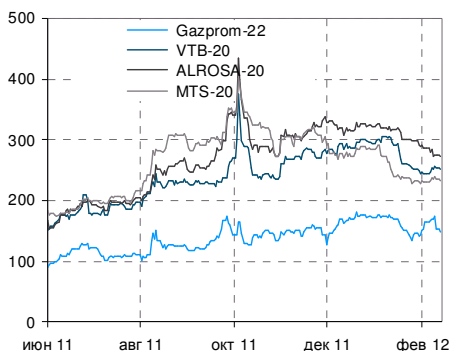
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



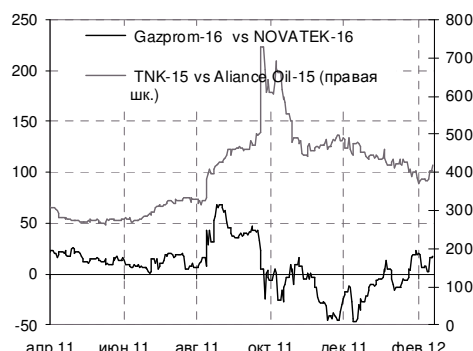
Еврооблигации, номинированные в рублях



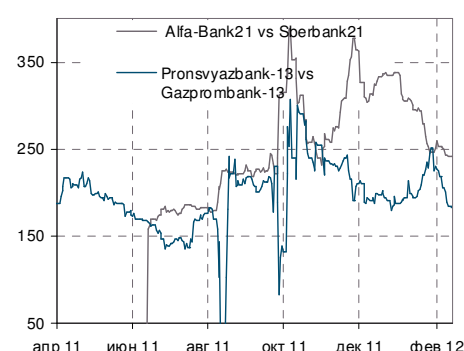
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе



Спрэды в банковском секторе

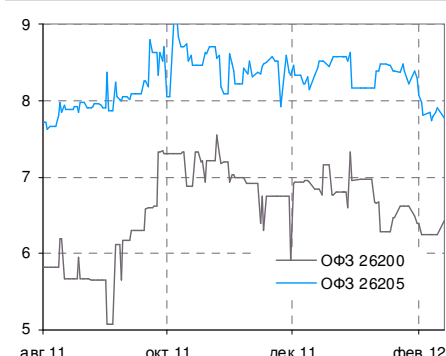


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

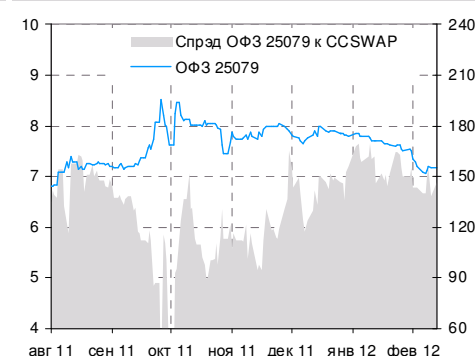
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

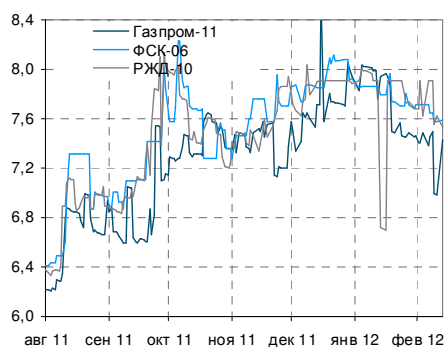


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

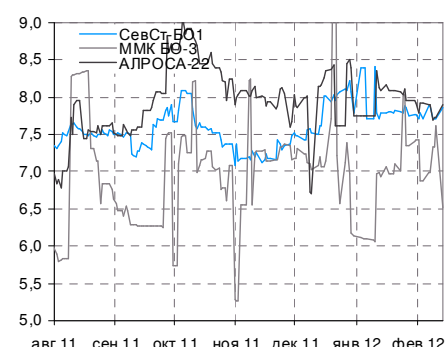


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

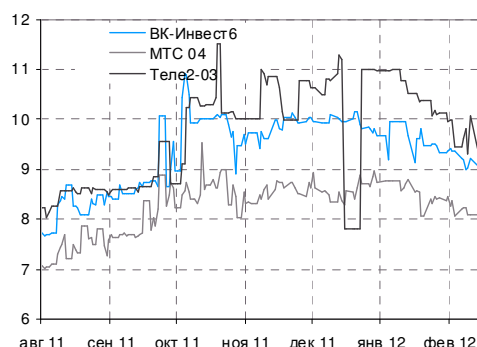
Доходности российских монополий



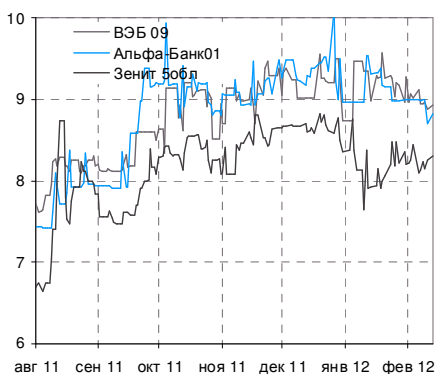
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



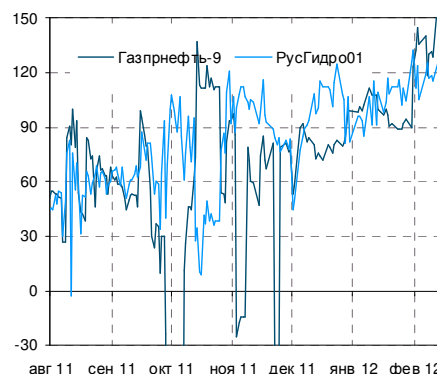
Доходности "Телекоммуникации"



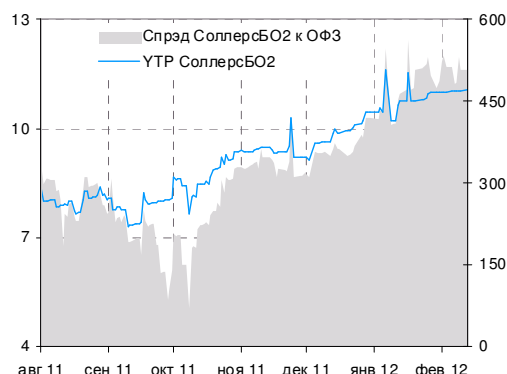
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

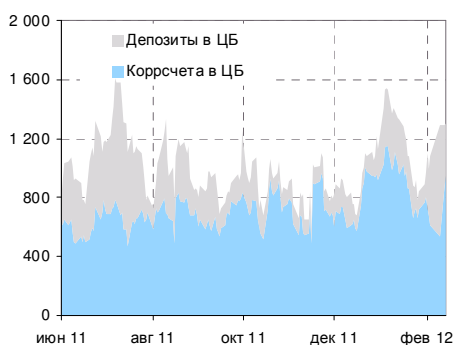


Облигации с текущей доходностью выше 10%

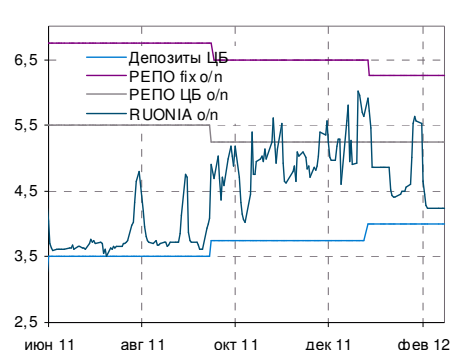


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на корсчетах



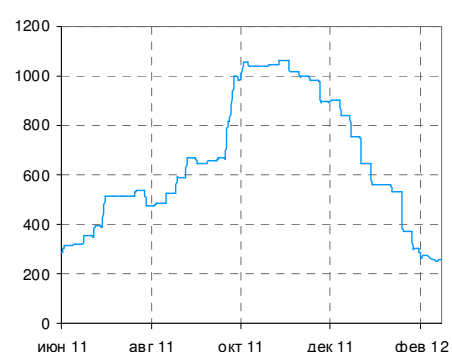
Динамика ставок денежного рынка



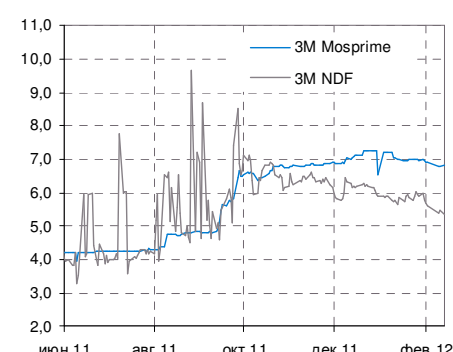
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



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 абсолютную 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.