

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

По мере приближения событий, в частности греческих выборов и предстоящего заседания ФРС, значимость которых для глобальных площадок очевидна, инвесторы, похоже, стараются не наращивать торговой активности, предпочитая дождаться результатов. Вместе с тем, текущие события и новости подталкивают к тому, чтобы основные приоритеты, особенно осторожность в части европейских рисков, оставались неизменными.

Российские еврооблигации

В четверг в российских евробондах наблюдалась незначительная ценовая коррекция, при этом общая обстановка характеризовалась сокращением торговой активности.

Рублевые облигации

На локальном долговом рынке основным событием было доразмещение ОФЗ 26205, которое своими довольно позитивными результатами выбивалось из общего негативного тренда. В корпоративных выпусках сохраняется «штиль».

FX/Rates

Локальный валютный рынок демонстрирует относительную стабильность.

Наши ожидания

Внешние площадки уже в первой половине дня получают «инъекцию» позитива от выступления главы М. Драги, заявляющего об улучшении ситуации с финансированием банковского сектора, а также об отсутствии усиления инфляционных рисков в ЕС. Вместе с тем, помимо риторики европейского регулятора инвесторы будут отыгрывать и сегодняшние достаточно значимые макроотчеты, среди которых данные по безработице в ЕС, индекс деловой активности Нью-Йорка за июнь, прогнозный июньский индекс потребительского доверия Мичигана.

В сегменте российских еврооблигаций участники, скорее всего, разделят глобальный позитив, что найдет отражение в росте котировок.

В рублевом сегменте, как мы полагаем, конъюнктура может поменяться на более комфортную на фоне сформировавшейся динамики рубля.

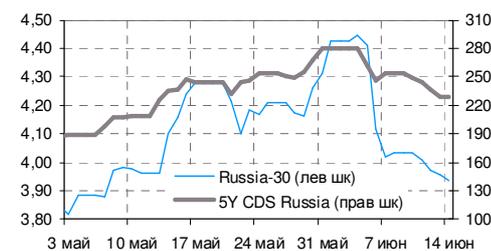
На локальном валютном рынке сегодня мы ожидаем увидеть укрепление позиций рубля. Рост спроса на ликвидность со стороны участников является отличным поводом для трансформации валютной выручки. Что касается сегодняшних решений банка России, особенно меры по сокращению ставки по операциям «валютный своп», мы их

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	3,94	-2
CDS России	230	-7
MOSPRIME o/n	6,45	50
NDF 3M	7,01	17

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	761,4	74
Остатки на депозитах, млрд руб.	78,4	2
Доллар / рубль (ЦБ), руб	32,52	-0,02
Корзина (ЦБ), руб	36,36	0,09

Динамика доходности Russia-30 и CDS России



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	0,0
ERIBOR 3M	0,66	0,1
EUR/USD	1,26	
UST-10	1,64	5
Германия-10	1,49	0
EFSF-10	2,70	0
Италия - 10	6,20	5
Испания - 10	6,72	4
Португалия-10	10,42	-1
CDS 5Y Ирландия	680	4
CDS 5Y Португалия	1037	-1
CDS 5Y Италия	550	-2
CDS 5Y Испания	600	1

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	702,0	-6
iTRAXX CEEMEA 5Y	312,2	-6
iTRAXX SOVX WE 5Y	322,2	2

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,59	-3
ОФЗ 26205	8,62	2
ОФЗ 26207	8,24	1
Газпром-11	8,11	-18
РЖД-10	7,97	-7
ФСК-6	8,20	0
РусГидро-1	8,97	0
МТС-04	8,95	10
Вк-Инвест6	10,20	0
Северсталь-БО1	7,57	-20
ВЭБ-09	9,08	0
Альфа-Банк01	9,24	-14

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	7,06	-3
Gazprom-37	6,28	4
Sberbank-21	5,48	0
AlfaBank-21	8,52	-4
Evraz-18	7,82	-7
Vimpel-22	8,56	-2
TNK-BP-18	4,88	0

рассматриваем как еще одну дополнительную меру для обеспечения большей комфортности в части общей ситуации с ликвидностью с учетом того, что многие участники предпочитают сохранять валютные позиции.

Главные новости

Федеральный бюджет остается профицитным.

Несмотря на падение нефтяных цен, бюджет в мае оставался профицитным (171 млрд. рублей или около 3.5 % ВВП). Отчасти это объясняется наличием временного лага между изменением цен на нефть и корректировкой экспортных пошлин. По нашим оценкам, в июне бюджет может ещё оставаться профицитным, но во втором полугодии должен стать устойчиво дефицитным. Если конъюнктура рынка нефти во втором полугодии не улучшится, то по году дефицит может превысить 500 млрд. рублей (около 1 % ВВП).

Росстат подтвердил высокие темпы роста ВВП в начале года.

Согласно Росстату, ВВП в 1-м квартале вырос на 4.9 % год к году. Высокие темпы роста российской экономики, наблюдаемые последние 3 квартала, мы связываем с увеличением инвестиционной активности в нефтегазовом секторе и с резким ростом бюджетных расходов в период выборов. Влияние этих факторов в ближайшие месяцы ослабнет; рост экономики замедлится. Тем не менее, по итогам года рост ВВП должен составить не менее 4 %.

Татфондбанк (ВЗ/-/-): понижение рейтинга от Moody's.

Причиной понижения рейтинга стали низкий уровень достаточности капитала, вложения в непрофильные активы и слабая вероятность поддержки со стороны Республики Татарстан. Отчасти поддержать выпуски банка может тот факт, что все они находятся в Ломбардном списке ЦБ.

МКБ: итоги 1 квартала 2012 года по МСФО.

Банк показал достойное увеличение доходов, обеспечивая хороший прирост кредитного портфеля, качество которого остается на высоком уровне. При этом процентная маржа на фоне активного кредитования и привлечения депозитов физлиц несколько снизилась. Вхождение IFC и ЕБРР в капитал МКБ в скором времени позитивно отразится на достаточности капитала, а также уже стало поводом для повышения рейтинга от Fitch.

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.

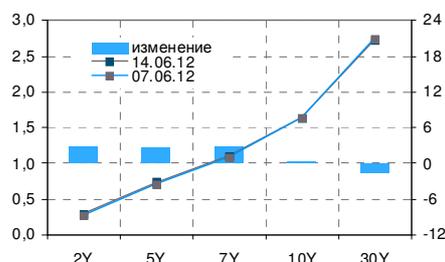
Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

По мере приближения событий, в частности греческих выборов и предстоящего заседания ФРС, значимость которых для глобальных площадок очевидна, инвесторы, похоже, стараются не наращивать торговой активности, предпочитая дождаться результатов. Вместе с тем, текущие события и новости подталкивают к тому, чтобы основные приоритеты, особенно осторожность в части европейских рисков, оставались неизменными.

В четверг общая ситуация на глобальных площадках оставалась в рамках преобладающего в последнее время тренда, предполагающего осторожное отношение к европейским активам. Подтверждением весьма ограниченного спроса стали вчерашние итальянские аукционы, где спрос был слабее, чем при аналогичных размещениях в мае, а доходности выше.

Кривая доходности гособлигаций США



Итоги аукциона по размещению гособлигаций Италии

3 года

Дата	14 июн	14 май	12 апр	14 мар
Объем размещения млрд евро	3,00	3,50	2,89	5,00
Доходность средневзвешенная	5,30%	3,91%	3,89%	2,76%
bid/cover	1,59	1,52	1,43	1,56

Источник: Bloomberg

Итоги аукционов по размещению гособлигаций Италии

Дата погашения	2019		2020	
Дата	июнь	апрель	июнь	май
Доходность средневзвешенная	6,13%	5,21%	6,10%	5,33%
bid/cover	1,66	2,27	1,99	2,08

Источник: Bloomberg

При этом обращает на себя внимание факт того, что по госдолгу Германии инвесторы неуклонно наращивают требования к премии в доходности. В ходе вчерашних торгов доходность 10-летних немецких бумаг прибавляла порядка 5 б.п. и выходила за предел 1,5% годовых, но к закрытию на фоне укрепления спроса на риски на американских площадках Bund-10 удалось сохранить доходность на уровне 1,49% годовых.

Отметим, что в доходностях испанских и итальянских бумаг также была довольно яркая динамика внутри дня, обусловленная разочарованиями в итогах размещения итальянских бумаг, в частности, по испанским 10-летним бондам можно было наблюдать «взлет» к 7% годовых, но к концу дня ситуацию удалось «стабилизировать» около отметки 6,72% годовых.

В части американских долговых бумаг можно констатировать рост доходностей на фоне укрепившегося спроса на риски и положительной динамики фондовых индексов. Доходность 10-летних treasuries подросла до 1,64% («+5 б.п.»), несмотря на смешанный характер вчерашних макроотчетов. Разочарования от недельной статистики по безработице, где был зафиксирован рост количества новых заявок (до 386 тыс. при прогнозе 377 тыс. и 380 тыс. на прошлой неделе), в некоторой степени компенсировали ожидания того, что ФРС придется в ближайшей перспективе приступить к внедрению мер, направленных на стимулирование экономики. Возможно, усиление вероятности таких действий регулятора отражает замедление роста потребительских цен, которое усилилось в мае до 0,3% против ожидаемых «-0,2%» и апрельских «0,0%».

На международном валютном рынке последние два дня сохраняется

динамика по восстановлению позиций евро против доллара. При этом пара EUR/USD смогла преодолеть отметку 1,26х, достигнув уровня 1,263х. Вместе с тем, принципиального изменения экономической конъюнктуры в последнее время не происходило. Единственное, что могло послужить поводом для роста спроса со стороны инвесторов на европейскую валюту, это ожидания действий монетарных властей США. Следует отметить, что на последнем заседании ФРС уже были озвучены позиции некоторых членов комитета, предлагающих с целью стимулирования экономики приступить к новым раундам количественного смягчения. Опубликованные вчера данные с рынка труда США констатировали увеличение первоначальных обращений за пособием по безработице, что может стать сигналом необходимости стимулирующих мер. Кроме того, неблагоприятная ситуация в Европе также не лучшим образом влияет на экономику США.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Российские еврооблигации

В четверг в российских евробондах наблюдалась незначительная ценовая коррекция, при этом общая обстановка характеризовалась сокращением торговой активности.

Торги четверга начинались «гэпом» вниз в пределах 25 б.п., что является вполне логичным отражением довольно напряженной обстановки на внешних площадках и ограниченным спросом на рискованные активы. Вместе с тем, несмотря на растущее беспокойство относительно европейского долгового сегмента, где продолжался рост доходностей испанских и итальянских обязательств, российский сегмент характеризовался достаточно стабильными ценовыми уровнями. Вероятно, этому способствовал факт весьма сдержанной торговой активности. Хотя общее отношение к обязательствам emerging markets остается довольно консервативным, в отношении российского сегмента не ощущается серьезного давления продавцов. Здесь в качестве фактора поддержки можно рассматривать относительную стабильность цен на нефть, а также общие макрохарактеристики РФ, которые, в целом, не доставляют столь же серьезного беспокойства, как в отношении Европы.

Так, в суверенных бондах можно было наблюдать снижение котировок Russia-30 до 119,5625% (YTM 3,99%). Вместе с тем, к окончанию торгов котировки снова двинулись вверх на фоне позитивной динамики американских площадок и выросли до 119,875% (YTM 3,94%). В остальных госвыпусках ценовая динамика была менее выразительной по причине ограниченного количества сделок.

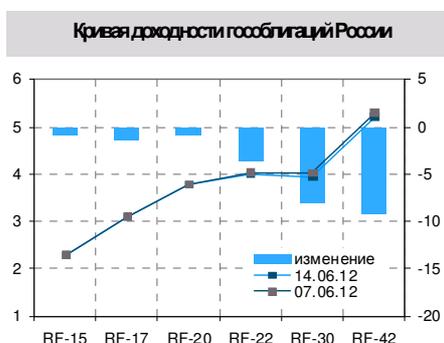
В корпоративных выпусках в первой половине дня также не было заметного движения в котировках, и сделок фактически было мало. Активность начала «просыпаться» во второй половине дня: покупателям были интересны в большей степени бумаги, представляющие банковский сектор: по бондам Veb-17, Veb-20, Sberbank-17, Alfa-Bank-21 котировки продвинулись вверх на 25-50 б.п. Кроме того, в «плюсе» завершился день для длинных бондов ВымпелКома.

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

На локальном долговом рынке основным событием было доразмещение ОФЗ 26205, которое своими довольно позитивными результатами выбивалось из общего негативного тренда. В корпоративных выпусках сохраняется «штиль».

Основное внимание вчера концентрировалось на аукционе по ОФЗ 26205, где, надо отметить, вопреки прогнозам, можно было наблюдать размещение бумаг на 13,6 млрд руб. из предложенных 20 млрд руб. При этом ставка размещения предсказуемо оказалась предельно близка к



верхней границе индикативного диапазона – 8,64% (ориентир Минфина был 8,55% - 8,65%). Пока сложно сказать, чем вызвано столь масштабное размещение, мы не исключаем, что этого удалось достичь за счет заявок наиболее крупных участников рынка. К такому предположению подталкивает факт, что резонанс на довольно успешное при текущей конъюнктуре размещение был минимальным – спроса в других (причем более коротких) выпусках ОФЗ не наблюдалось, как и уверенного ценового роста – динамика котировок ОФЗ сложилась смешанной. Небольшие всплески спроса можно было наблюдать в сериях 26204, 26206, 25075, 25078, но это не продвинуло котировки выше, чем на 10-20 б.п. В корпоративных выпусках по-прежнему сохраняется «штиль». При этом разовые сделки, затрагивающие наиболее ликвидные выпуски (ВымпелКома, МТС, Газпром нефти и т.д.), отражают преимущественно снижение котировок. В то же время робкие попытки настроиться на позитив были замечены в выпусках Русала, ТКС Банка, ММК.

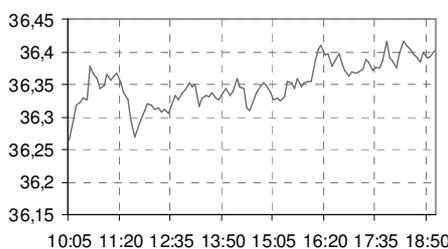
Ольга Ефремова

Forex/Rates

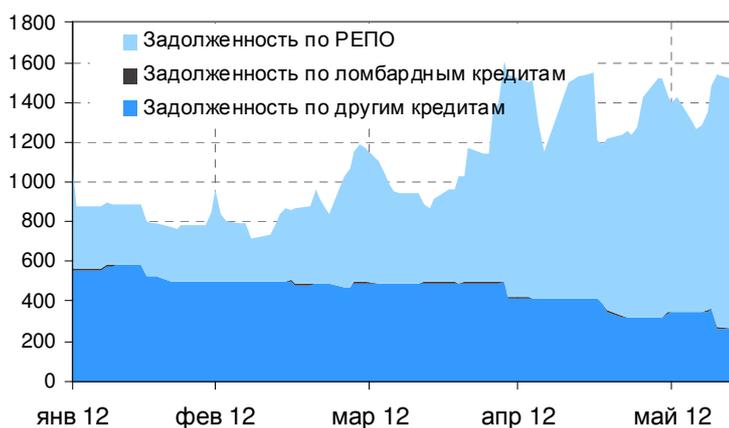
Локальный валютный рынок демонстрирует относительную стабильность.

На локальном валютном рынке в ходе вчерашних торгов можно было наблюдать непродолжительное «затишье». Курс доллара находился в узком для последнего времени диапазоне 32,48-32,66 руб. Участники как локального, так и международного рынков продолжают находиться в состоянии ожидания итогов голосования в парламент Греции. Однако у национальной валюты все же есть факторы, способные оказать поддержку. Так, сегодня в России начинаются выплаты в бюджет, традиционно повышающие спрос на рублевую ликвидность. Безусловно, основной вклад в формирование подушки ликвидности будет сделан ЦБ, задолженность кредитных организаций перед регулятором вновь приближается к максимумам текущего года.

Динамика бивалютной корзины



Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



Источник: ЦБ РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Вместе с тем, экспортеры все же будут вынуждены преступить к трансформации валютной выручки.

Ликвидность банковской системы за вчерашний день увеличилась на 76,3 млрд руб. Так, согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах составила 839,8 млрд руб. При этом кредитные организации накануне уплаты взносов в страховые фонды увеличили задолженность по инструменту прямое РЕПО. Так, вчера банки привлекли 417,28 млрд руб., что на 100,96 млрд руб. больше, чем в среду. Ставки денежного рынка продемонстрировали «фальстарт». MosPrime o/n, традиционно растущая после первых выплат, на этот раз продемонстрировала «рывок»

еще накануне. Её значение по итогам вчерашних сделок составило 6,45%. На наш взгляд, подобная тенденция может означать, что рекордные уровни (6,89%) могут быть преодолены.

Алексей Егоров

Наши ожидания

Внешние площадки уже в первой половине дня получают «инъекцию» позитива от выступления главы М. Драги, заявляющего об улучшении ситуации с финансированием банковского сектора, а также об отсутствии усиления инфляционных рисков в ЕС. Вместе с тем, помимо риторики европейского регулятора инвесторы будут отыгрывать и сегодняшние достаточно значимые макроотчеты, среди которых данные по безработице в ЕС, индекс деловой активности Нью-Йорка за июнь, прогнозный июньский индекс потребительского доверия Мичигана.

В сегменте российских еврооблигаций участники, скорее всего, разделят глобальный позитив, что найдет отражение в росте котировок.

В рублевом сегменте, как мы полагаем, конъюнктура может поменяться на более комфортную на фоне сформировавшейся динамики рубля.

На локальном валютном рынке сегодня мы ожидаем увидеть укрепление позиций рубля. Рост спроса на ликвидность со стороны участников является отличным поводом для трансформации валютной выручки. Что касается сегодняшних решений банка России, особенно меры по сокращению ставки по операциям «валютный своп», мы их рассматриваем как еще одну дополнительную меру для обеспечения большей комфортности в части общей ситуации с ликвидностью с учетом того, что многие участники предпочитают сохранять валютные позиции.

Ольга Ефремова

Алексей Егоров

Календарь событий

Внешний долговой рынок

- 15 июня ЕС. Выступление президента ЕЦБ Марио Драги.
ЕС. Торговый баланс Еврозоны.
ЕС. Уровень занятости в Еврозоне.

Денежный рынок

- 15 июня Уплата авансового платежа по акцизу за июнь
Уплата страховых взносов в фонды за май

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- По оценке Росстата, **инфляция в РФ** за период с 5 по 9 июня 2012 года составила 0,1%, с начала месяца - 0,2%, с начала года - 2,5% (в 2011 году: с начала месяца - 0,1%, с начала года - 4,8%, в целом за июнь - 0,2%).
- По данным ЦБ, **объем денежной базы** в узком определении в России на 9 июня составил 7029,0 млрд руб. Таким образом, за период с 4 июня индикатор увеличился на 99,3 млрд рублей.
- Совет директоров ЦБ принял решение **оставить ставку рефинансирования** на прежнем уровне (8%) и **понижить ставки по операциям валютный своп**. С 18 июня 2012 года параметры расчета своп-разницы по сделкам «валютный своп» на срок 1 день: снизить до 6,50% годовых процентную ставку по рублевой части сделок и до 0% - по валютной части.
- Ожидаемый отток ликвидности в июне.

Оценочный отток ликвидности в мае, связанный с платежами в бюджет		
15 май	Уплата страховых взносов в фонды	95
21 май	Налог на добавленную стоимость на товары (работы, услуги)	90
25 май	Налог на добычу полезных ископаемых	290
	Акцизы по подакцизным товарам (продукции)	
28 май	Налог на прибыль организаций	120
<i>Оценочная сумма</i>		595

Оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Ожидаемый отток ликвидности в июне		
15 июн	Уплата страховых взносов в фонды	80-100
20 июн	Налог на добавленную стоимость на товары (работы, услуги)	80-100
25 июн	Налог на добычу полезных ископаемых	190-210
25 июн	Акцизы по подакцизным товарам (продукции)	50-60
28 июн	Налог на прибыль организаций	130-150
<i>Ожидаемая сумма</i>		530-620

Оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Корпоративные новости

- Согласно заявлениям менеджмента, **Группа ЧТПЗ** ведет переговоры с Газпромбанком и Сбербанком о рефинансировании долга под будущие госгарантии (по заявлению председателя совета директоров ЧТПЗ, А.Федорова, группа обратилась с просьбой о предоставлении госгарантий на сумму 30 млрд руб.). А.Федоров заявляет, что с Газпромбанком «уже полностью договорились о

продлонгации. Все что мы просили - отодвинуть до 2014 года. В переговорах участвовал и Сбербанк, который стоит во главе синдицированного кредита». А. Федоров также подтвердил, что общая сумма долга ЧТПЗ оценивается в сумму около 100 млрд руб. /Интерфакс/

Долговые рынки

- На аукционе по размещению **ОФЗ серии 26205** спрос составил 20,836 млрд руб. при предложении в 20 млрд руб. Размещено бумаг на сумму 13,647 млрд руб. выручка от размещения - 13,064 млрд руб. Цена отсечения облигаций была установлена на уровне 94,6230% от номинала, средневзвешенная цена - 94,6858% от номинала. Доходность по цене отсечения составила 8,65% годовых, по средневзвешенной цене - 8,64% годовых.
- Биржевые облигации **Газпромбанка** серий БО-01, БО-02, БО-03, БО-04 начали торговаться на ФБ ММВБ в котировальном списке «Б». Ранее указанные выпуски торговались в перечне «внесписочных» бумаг.
- **ГЛОБЭКСБАНК** исполнил обязательство по приобретению облигаций серий БО-03 и БО-05 у их владельцев. В рамках оферты по цене 100% от номинала было выкуплено 73,8% выпуска облигаций серии БО-03 и 78,8% выпуска - серии БО-05 на сумму 2,2 млрд руб. и 1,6 млрд руб. соответственно, включая НКД.
- Ставка 13 купона по облигациям **ЕБРР** серии 04 установлена на уровне 7,06% годовых. Ставка купонного дохода принята равной ставке MosPrime Rate, рассчитываемой на срок 3 месяца на дату определения тринадцатого купона.

Рейтинги и прогнозы

- Агентство Moody's изменило прогноз по рейтингу **Совкомфлота** со «Стабильного» на «Негативный», сохранив оценку «Ba1».
- Агентство Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента **СКБ-банка** в иностранной валюте на уровне «В» со «Стабильным» прогнозом. Подтверждение рейтинга отражает растущую клиентскую базу СКБ-банка, более высокую диверсификацию доходов, адекватное в настоящее время качество активов и комфортную позицию ликвидности. В то же время на сегодня рейтинги сдерживаются недавним и запланированным дальнейшим быстрым ростом кредитования, умеренной прибыльностью для банка, сфокусированного на розничных услугах, и ограниченной капитализацией, что обуславливает умеренную способность абсорбировать убытки. Fitch не учитывает какой-либо прямой поддержки от ТМК в рейтингах банка.

Главные новости

Федеральный бюджет остается профицитным

Несмотря на падение нефтяных цен, бюджет в мае оставался профицитным (171 млрд. рублей или около 3.5 % ВВП). Отчасти это объясняется наличием временного лага между изменением цен на нефть и корректировкой экспортных пошлин. По нашим оценкам, в июне бюджет может ещё оставаться профицитным, но во втором полугодии должен стать устойчиво дефицитным. Если конъюнктура рынка нефти во втором полугодии не улучшится, то по году дефицит может превысить 500 млрд. рублей (около 1 % ВВП).

Событие. Минфин опубликовал оценку исполнения федерального бюджета в мае. По итогам прошедшего месяца бюджет был исполнен с профицитом в размере 171 млрд. рублей. По итогам 5 месяцев профицит составил 120 млрд. рублей (примерно 0.5 % ВВП).

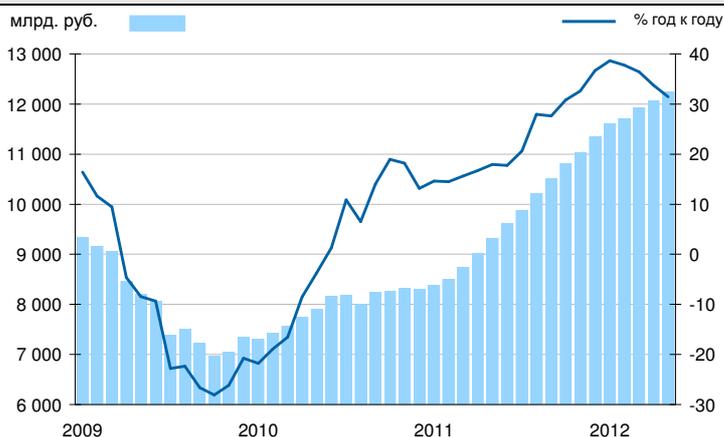
Федеральный бюджет, млрд. руб.

	Май 11	Май 12	% з/з	Янв.- май 11	Янв.- май 12	% з/з
Urals, руб./бар.	3 111	3 365	8.2	3 088	3 489	13.0
Доходы	860	1 024	19.0	4 200	5 082	21.0
в т.ч.						
Нефтегазовые доходы	486	583	19.9	2 067	2 688	30.0
% к общим доходам	56.5	57.0		49.2	52.9	
Не нефтегазовые доходы	374	440	17.8	2 133	2 394	12.2
Расходы	638	852	33.5	3 815	4 962	30.1
% к годовому плану	5.8	6.7		34.9	38.9	
Профицит	222	171	-22.8	385	120	-68.8
Не нефтегазовый дефицит	-264	-412	55.8	-1 682	-2 568	52.7

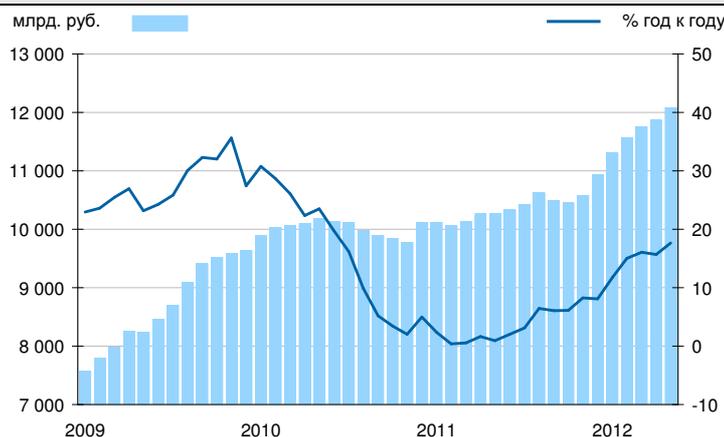
Источники: Минфин, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Комментарий. Поступления в бюджет от продажи углеводородов оставались в мае на рекордно-высоком уровне, несмотря на серьезное снижение нефтяных цен. Это связано с тем, что размер экспортной пошлины в мае рассчитывался, исходя из средней цены Urals за период с середины марта по середину апреля. В этот период цены на нефть оставались ещё высокими, поэтому размер экспортной пошлины изменился незначительно по сравнению с апрельским значением. Фактически, в апреле-мае нефтегазовые доходы бюджета находились на пиковых значениях, но уже в июне-июле они начнут снижаться. Экспортная пошлина на нефть, рассчитываемая в долларах США, в июне будет примерно на 6.5 % ниже майского значения, а в июле падение пошлины по сравнению с маем составит уже порядка 18 %. Произошедшая минидевальвация рубля практически полностью компенсирует сокращение экспортной пошлины в июне, но уже в июле нефтегазовые поступления в бюджет должны сократиться не только в долларовом, но и в рублевом выражении. Таким образом, в июне бюджет может ещё оставаться профицитным (как правило, в июне в бюджет зачисляются разовые доходы из прибыли ЦБ за предыдущий год), но уже начиная с июля, дефицит должен стать постоянным явлением. Нынешний уровень цен на нефть (около \$ 95 за баррель Urals) не представляет проблему для бюджета в текущем году. Если нефть удержится на этих значениях во втором полугодии, то по году средняя цена составит около \$ 105, притом что бюджет рассчитан исходя из \$ 115. При таком сценарии дефицит превысит 500 млрд. рублей и может составить около 1 % ВВП. Минфин легко профинансирует такой дефицит за счет заимствований (по 5 месяцам сальдо привлечения с внутреннего рынка составило 184 млрд. рублей, с внешних рынков – 98 млрд. рублей). Вопрос о сокращении бюджетных расходов в этом году вряд ли окажется в повестке дня, но он может приобрести актуальность при принятии бюджета на 2013 г., если к тому времени конъюнктура рынка нефти не улучшится.

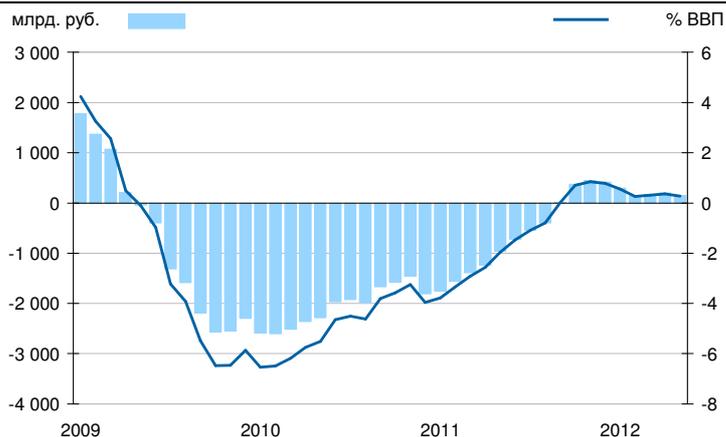
Доходы бюджета, накопленным итогом за 12 мес.



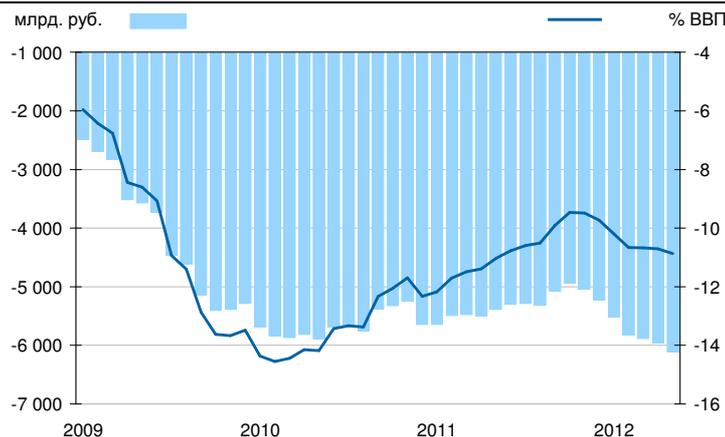
Расходы бюджета, накопленным итогом за 12 мес.



Профицит / дефицит бюджета, накопленным итогом за 12 мес.



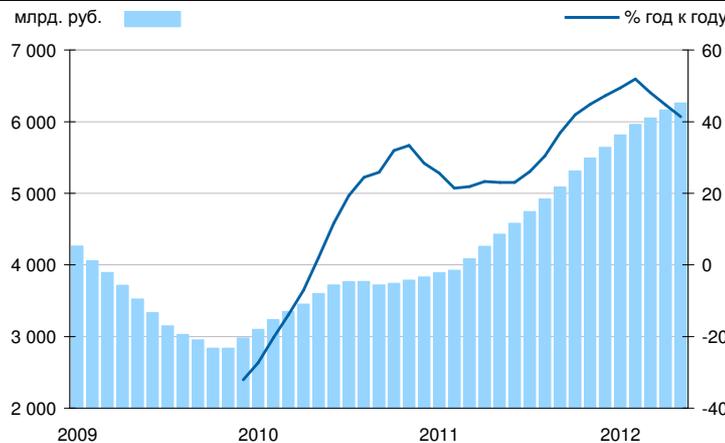
Не нефтегазовый дефицит бюджета, накопленным итогом за 12 мес.



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



Нефтегазовые доходы бюджета, накопленным итогом за 12 мес.



Источники: Минфин, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа
Кирилл Тремасов

Росстат подтвердил высокие темпы роста ВВП в начале года

Согласно Росстату, ВВП в 1-м квартале вырос на 4.9 % год к году. Высокие темпы роста российской экономики, наблюдаемые последние 3 квартала, мы связываем с увеличением инвестиционной активности в нефтегазовом секторе и с резким ростом бюджетных расходов в период выборов. Влияние этих факторов в ближайшие месяцы ослабнет; рост экономики замедлится. Тем не менее, по итогам года рост ВВП должен составить не менее 4 %.

Событие. Росстат опубликовал первую оценку ВВП за 1-й квартал 2012 г. Рост ВВП в январе-марте составил 4.9 % год к году, что в точности соответствует предварительной оценке Росстата, озвученной месяц назад.

Квартальная динамика ВВП

	1 кв. 2011	2 кв. 2011	3 кв. 2011	4 кв. 2011	1 кв. 2012
Реальный, % г/г	4.0	3.4	5.0	4.8	4.9
Индекс-дефлятор, % г/г	16.8	17.9	15.8	13.3	10.1
Номинальный, млрд. рублей	11 680	13 038	14 406	15 462	13 491
% г/г	21.4	21.9	21.6	18.8	15.5
Номинальный, \$ млрд.	400	466	495	495	449
% г/г	24.4	31.7	28.1	16.8	12.2

Источники: Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Комментарий. Данные Росстата не преподнесли сюрприза, зафиксировав сохранение высоких темпов роста экономики в начале года.

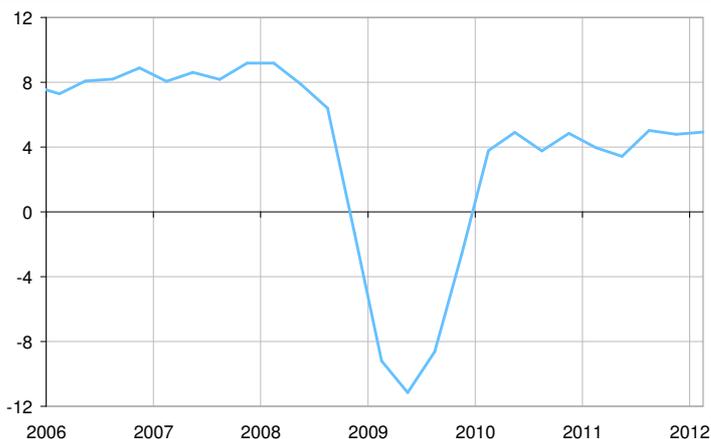
Росстат не приводит сезонно-сглаженные оценки динамики ВВП (точнее, эти данные есть на сайте, но они явно ошибочны). По нашим расчетам, сезонно-сглаженный рост ВВП «квартал к кварталу» составил в январе-марте 1.2 %, что чуть выше темпов роста ВВП в 4-м квартале 2011 г. (около 1 %). Таким образом, российская экономика проигнорировала обострение долгового кризиса в Европе и удержалась на траектории 4-процентного роста, где она находится после кризиса 2008/09 гг.

Устойчивую динамику российской экономики за последние 2-3 квартала мы связываем, прежде всего, с высокими ценами на нефть, приведшими к всплеску инвестиций со стороны нефтегазовых компаний, а также с резким ростом бюджетных расходов в период выборов, поддержавшим потребительскую активность.

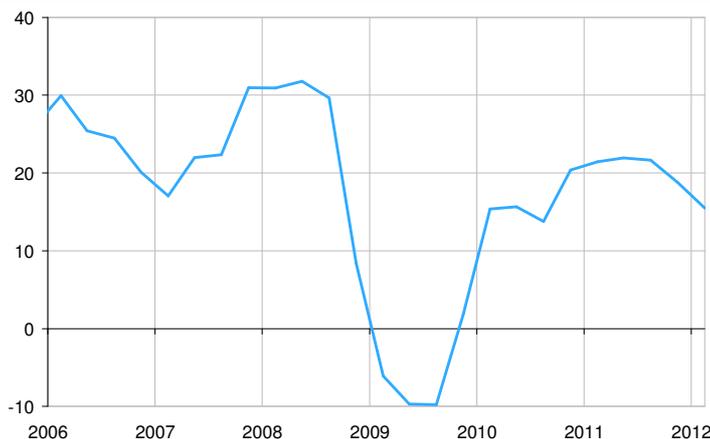
Наибольший рост добавленной стоимости в 1-м квартале зафиксирован по следующим видам экономической деятельности: финансовая деятельность (16.1 % г/г), оптовая и розничная торговля (9.1 %), операции с недвижимостью (5.7 %), строительство (4.7 %). При этом вклад промышленности в рост ВВП был достаточно скромным: в обрабатывающих отраслях добавленная стоимость выросла на 3.5 % г/г, в добывающих – на 2.0 %.

Несмотря на заметное ухудшение внешней конъюнктуры, произошедшее в мае-июне, мы пока не видим явных признаков охлаждения российской экономики. Мы подтверждаем прогноз роста ВВП в 2012 г. на уровне 4.0 %.

Реальный ВВП, % г/г



Номинальный ВВП, % г/г



Источники: Минфин, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Кирилл Тремасов

Татфондбанк (ВЗ/-/-): понижение рейтинга от Moody's.

Причиной понижения рейтинга стали низкий уровень достаточности капитала, вложения в непрофильные активы и слабая вероятность поддержки со стороны Республики Татарстан. Отчасти поддержать выпуски банка может тот факт, что все они находятся в Ломбардном списке ЦБ.

Событие. Агентство Moody's понизило долгосрочные рейтинги депозитов и долговых обязательств Татфондбанка с «В2» до «В3». Прогноз всех рейтингов – «Стабильный».

Комментарий. Отметим интересный момент: если Fitch на днях понизили Ак Барс Банку рейтинг на 1 ступень, ссылаясь в основном на финансовое состояние Республики Татарстан, то Moody's предприняло рейтинговые действия в отношении Татфондбанка, опираясь преимущественно на метрики самого эмитента. В целом, достаточно сложное положение банка мы отмечали в своем обзоре к размещению его нового займа в феврале текущего года (см. наш обзор http://www.nomos.ru/upload/iblock/0c1/primary_10022012.pdf). Напомним, что у банка

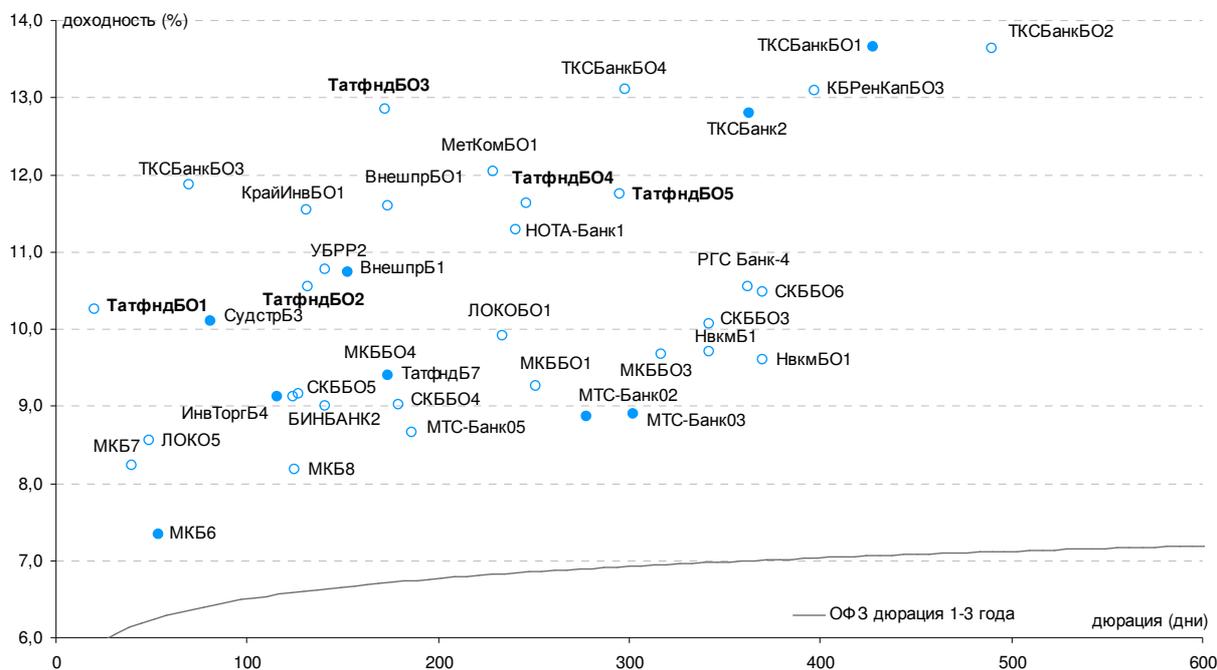
есть рейтинг только от Moody's, что заметно ухудшает его положение.

В отчете рейтинговое агентство приводит следующие факты:

- Снижение достаточности капитала 1 уровня (Tier 1) – до 9,4% на конец 2011 года с 12% годом ранее. Последнее связано с быстрым ростом (+28%) рискованных активов. Напомним, что акционеры (крупнейший – Республика Татарстан с долей 33,4%) банка планируют пополнить основной капитал на 2 млрд руб. в ближайшие месяцы. Это повысит капитализацию Татфондбанка, но вряд ли снизит основные риски. Давление на капитал кредитной организации оказывают вложения в неключевые активы, такие как земля и недвижимость, достигающие 1,19х от капитала 1 уровня. При этом на самом деле цифра выше, поскольку здесь не учитываются кредиты компаниям, осуществляющим инвестиции в данные активы.
- Увеличение объемов операций с акциями (включая операции РЕПО) – до 54% от капитала 1 уровня с 21% в 2010 году. Агентства рассматривает данные инвестиции как высокорисковые. Отметим, что эмитент так и не опубликовал отчетность по МСФО на своем сайте. За последний месяц это третий случай (включая Ак Барс Банк и МДМ Банк), когда отсутствие раскрытия информации предвещает негативные рейтинговые действия.
- Низкая вероятность поддержки со стороны Республики Татарстан. Таким образом, все же переключка с рейтинговыми действиями в отношении Ак Барс Банка присутствует. Тем не менее, наличие данного акционера дает Татфондбанку 1 ступень вверх в его рейтинге. Получается, что самостоятельный рейтинг Татфондбанка еще на 1 пункт ниже.

Обращаем внимание, что на прошлой неделе (5 июня) ЦБ принял решение о включении двух выпусков Татфондбанка серий БО-04 и БО-05 в Ломбардный список ЦБ. Остальные 5 из обращающихся займов банка вошли также и в перечень прямого РЕПО с ЦБ. Данный факт может поддержать ликвидность бумаг на негативном новостном фоне.

Доходности бумаг эмитентов финансового сектора, 14.05.2012



Елена Федоткова

МКБ: итоги 1 квартала 2012 года по МСФО.

Банк показал достойное увеличение доходов, обеспечивая хороший прирост кредитного портфеля, качество которого остается на высоком уровне. При этом процентная маржа на фоне активного кредитования и привлечения депозитов физлиц несколько снизилась. Вхождение IFC и ЕБРР в капитал МКБ в

скором времени позитивно отразится на достаточности капитала, а также уже стало поводом для повышения рейтинга от Fitch.

Событие. Вчера МКБ представил промежуточную отчетность за 1 кв. 2012 г. по МСФО.

Комментарий. В 1 кв. 2012 г. МКБ сохранил положительную динамику доходов. Так, чистый процентный доход увеличился на 21,6% до 2,3 млрд руб. к а.п.п.г., а комиссионные доходы возросли на 46,3% до 757 млн руб. Причем, в первом случае рост в основном был обеспечен активным наращиванием кредитного портфеля «+48,3%» к а.п.п.г.), а во втором – за счет развития услуг инкассации («+32,5%»), расчетных операций («+30,4%»), выдачи гарантий и аккредитивов («+44,8%») и др. Тем не менее, чистая прибыль МКБ в отчетном периоде осталась на уровне годом ранее и составила 2,1 млрд руб. Сдерживающими факторами для ее роста стали возросшие отчисления в резервы (в 3 раза к а.п.п.г. до 448 млн руб.) и увеличившиеся операционные расходы («+65,7%» до 1,5 млрд руб.). Последние прибавили за счет административных расходов на развитие инфраструктуры, а также увеличения штата сотрудников на фоне расширения сети. В результате, операционная эффективность банка снизилась: соотношение Cost/Income в 1 кв. 2012 г. составило 43,5% против 39,8% по итогам 2011 г.

Вместе с тем, за первые 3 мес. 2012 г. кредитный портфель МКБ увеличился на 7,8% до 175 млрд руб. как за счет кредитования корпоративных клиентов («+7,8%» до 143 млрд руб.), так и выдачи кредитов физлицам («+7,8%» до 32 млрд руб.). МКБ по-прежнему удается поддерживать качество кредитного портфеля на высоком уровне: NPL (90+) на конец 1 кв. 2012 г. составил 1,2% (против 1,1% по итогам 2011 г.), а с учетом всех просроченных кредитов – 1,7% против 1,6% соответственно. При этом начисленные резервы более чем в 1,9 раза покрывали проблемные кредиты сроком свыше 90 дней (в 1,3 раза, по всем проблемным займам).

Рост кредитования МКБ вновь поддерживался за счет привлечения средств клиентов, которые возросли за 1 кв. 2012 г. на 2,4% к 2011 г. до 150 млрд руб., что составляет порядка 72% обязательств банка. Из них на депозиты физлиц приходилось около 60% (90 млрд руб.), остальные 40% (60 млрд руб.) – юрлица.

Отметим, что депозиты физлиц являются более дорогостоящим источником фондирования, вероятно, поэтому при высоких темпах кредитования маржинальность бизнеса банка несколько снизилась – чистая процентная маржа (NIM) уменьшилась с 5,0% в 2011 г. до 4,5% в 1 кв. 2012 г., но, тем не менее, оставалась на приемлемом для отрасли уровне.

Напомним, что МКБ в 2012 г. предстоит заметное по объему рефинансирование публичного долга: погашение выпуска облигаций серии 06, а также прохождение оферт по бумагам серий 07, 08 и БО-04 на общую сумму 12 млрд руб., что с учетом запаса денежных средств 17 млрд руб. вполне реализуемо. Кроме того, в апреле МКБ разместил биржевые облигации серии БО-03 на 4 млрд руб., которые могут быть задействованы на эти цели. Также не исключено, что МКБ попытается оставить часть выпусков «в рынке», предложив инвесторам интересную доходность при прохождении оферт.

Что касается капитала МКБ согласно Базелю, то, по данным банка, с начала 2012 г. он увеличился на 2,6% до 30,2 млрд руб. При этом коэффициент достаточности капитала по итогам 1 кв. 2012 г. составил 13,8% против 14,4% в 2011 г., а норматив Н1 (по РСБУ) по состоянию на 1 апреля 2012 г. составил 11,72% (min 10%), что является приемлемым уровнем. В то же время к концу 1 пол. 2012 г. ожидается завершение процедуры привлечения в капитал МКБ международных институциональных инвесторов в лице IFC и ЕБРР, вклад которых составит порядка 6 млрд руб., что сделает ситуацию с капиталом банка более комфортной. Отметим, что данное событие уже стало поводом для повышения на одну ступень рейтинга МКБ агентством Fitch, до «BB-» прогноз «Стабильный». Безусловно, привлечение в капитал известных финансовых институтов повышает инвестиционную привлекательность банка, поскольку МКБ прошел тщательную проверку новых акционеров.

На наш взгляд, повышение рейтинга МКБ (B1/B+/BB-) – хороший повод для положительных переоценок бумаг банка. Причем, на этом фоне по доходности неплохо смотрится недавно размещенный выпуск биржевых облигаций серии БО-03

(УТР 9,67%/309 дн.). Отметим, что этот выпуск дает интересную премию порядка 40-50 б.п. к кривой доходности облигаций Банка ЗЕНИТ (Ba3-/B+) со схожими рейтинговыми оценками.

Финансовые показатели МКБ (МСФО)

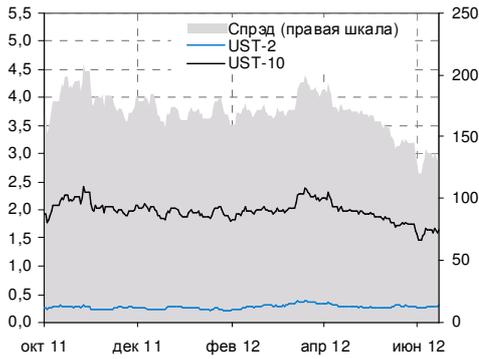
	Рейтинги и ранкинги				
Место в ранкинге по размеру активов на 1 апреля 2012 года	21				
Рейтинг (M/S&P/F)	B1 / B+ / BB-				
Балансовые показатели, млрд руб.	2010	2011	1 кв 2011	1 кв 2012	Изменение за 1 кв 2012,%
ASSETS	165	232	170	238	2,4
Cash and cash equivalents	23	34	17	17	-49,5
% assets	14,1%	14,8%	10,1%	7,3%	---
Loans	104	159	116	171	7,8
Loans (gross)	107	163	n/a	175	7,8
% assets	63,0%	68,5%	68,1%	72,1%	---
NPL (≥90дн.)	1,5%	1,1%	1,3%	1,2%	---
Customer accounts	95	147	102	150	2,4
% assets	57,5%	63,1%	59,8%	63,2%	---
EQUITY	14	26	15	28	10,5
% assets	8,3%	11,0%	8,8%	10,5%	---
Total Capital Adequacy Ratio	13,6%	14,4%	13,6%	13,8%	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2010	2011	1 кв 2011	1 кв 2012	Изменение за 1 кв 2012,%
Net interest income	6	9	1,9	2,3	21,6
Fee and commission income (net)	2	3	0,8	0,5	46,3
Provisions charge for loan impairment	2	1	0,4	0,1	211,9
Profit for the year	3	4	1,2	1,2	0,3
Качественные показатели деятельности	2010	2011	1 кв 2011	1 кв 2012	Изменение за 1 кв 2012,%
RoAA	2,4%	2,0%	2,9%	2,1%	---
RoAE	24,4%	19,7%	33,7%	18,0%	---
Cost / Income	38,9%	39,8%	35,8%	43,5%	---
NIM	5,4%	5,0%	5,1%	4,5%	---

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

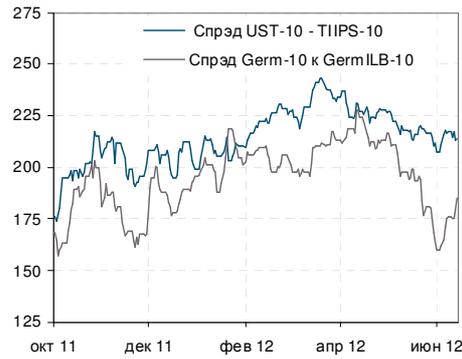
Александр Полютков

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

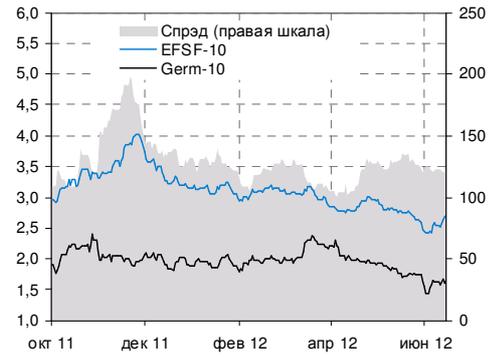
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

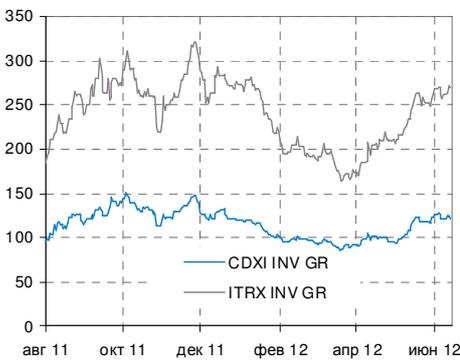


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS



ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

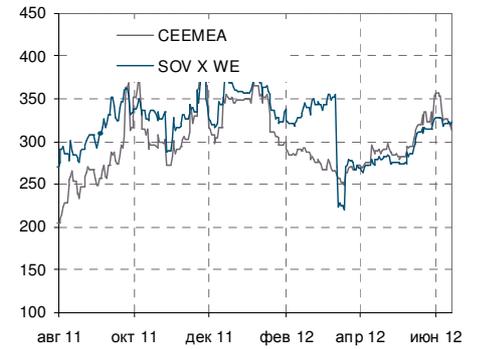
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

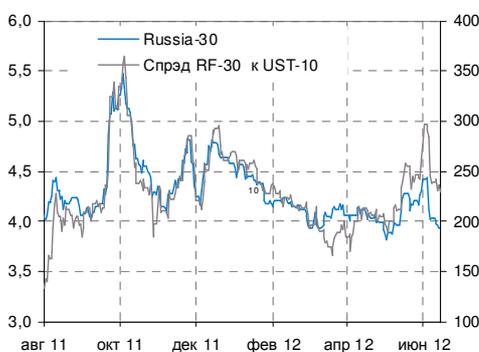


ITRX / Governments

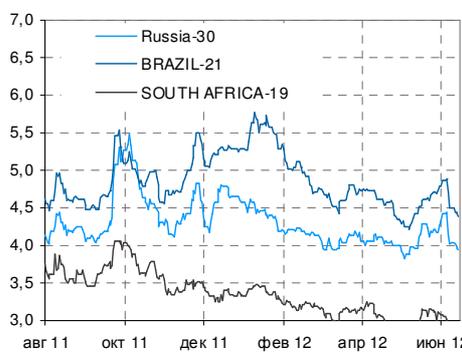


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

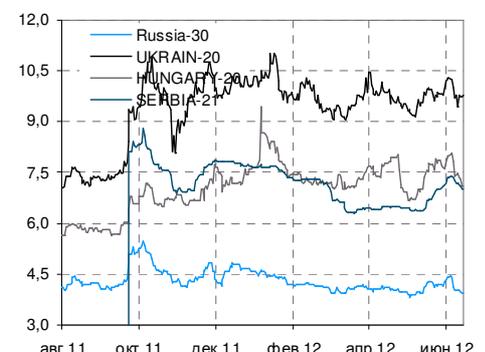
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

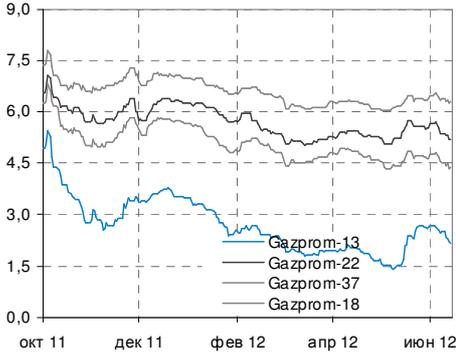


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

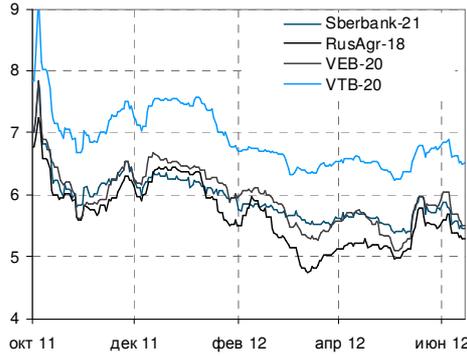


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

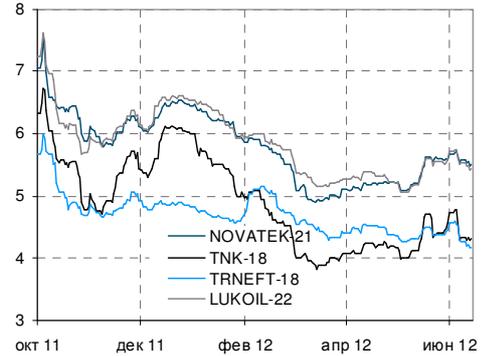
Еврооблигации Газпрома



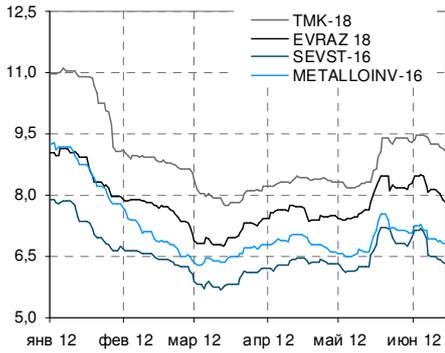
Евробонды госбанков



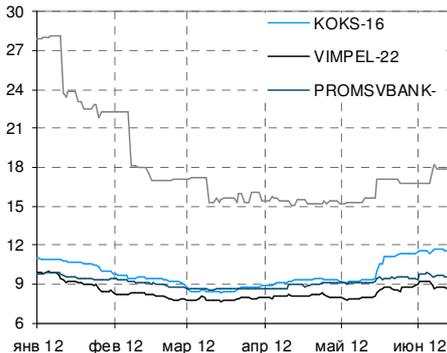
Еврооблигации нефтегазового сектора



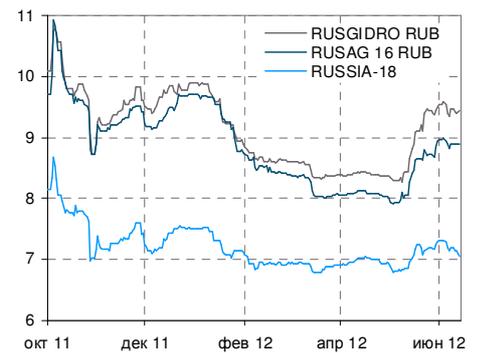
Еврооблигации металлургического сектора



Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



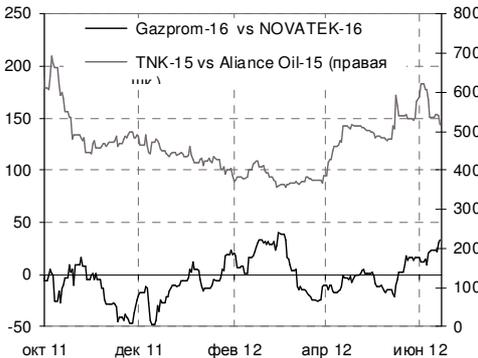
Еврооблигации, номинированные в рублях



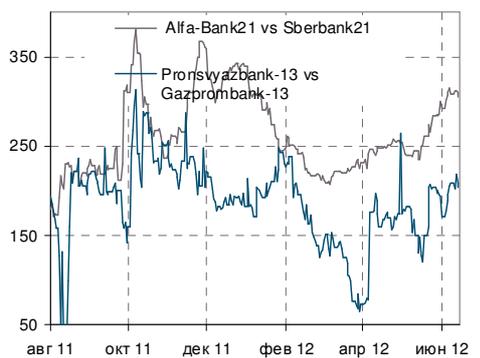
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

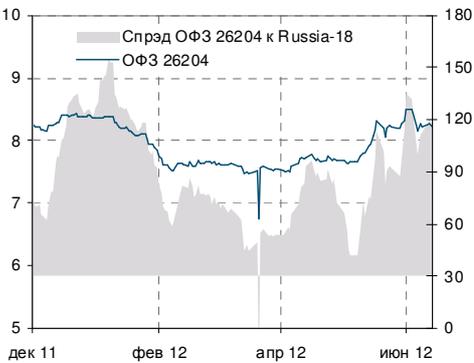


Спрэды в банковском секторе

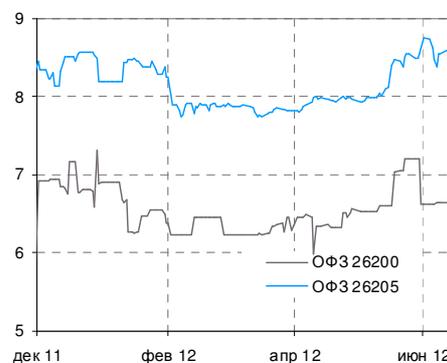


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

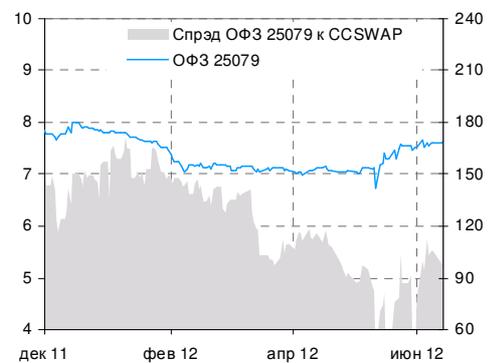
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

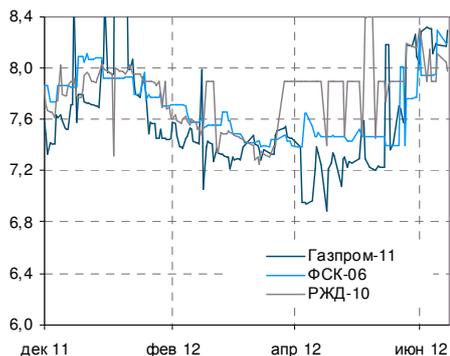


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

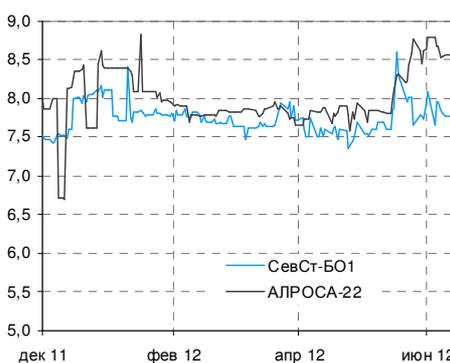


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

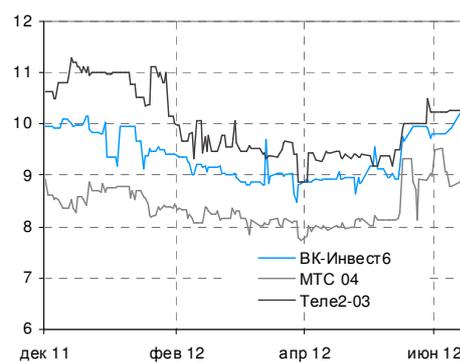
Доходности российских монополий



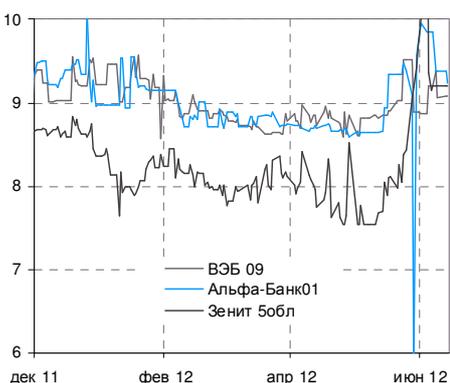
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



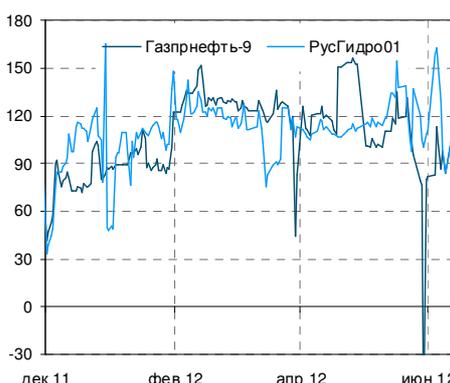
Доходности "Телекоммуникации"



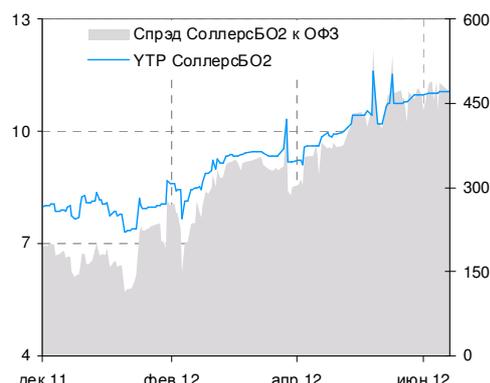
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

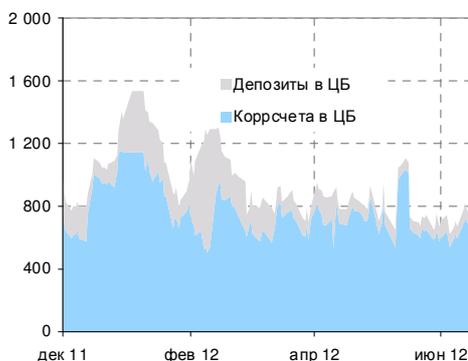


Облигации с текущей доходностью выше 10%

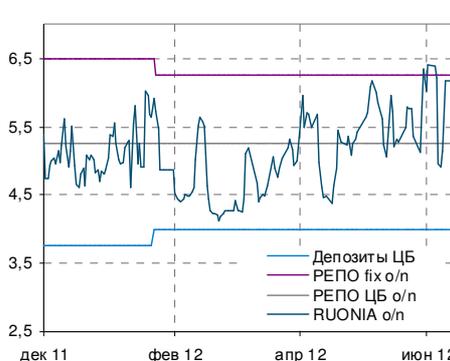


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

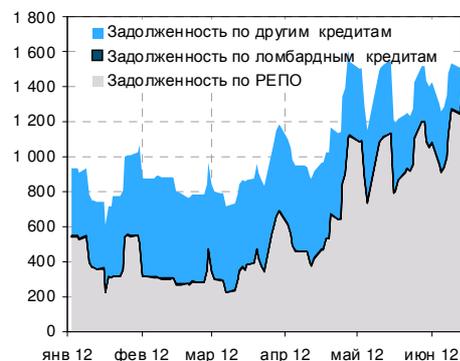
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



Динамика ставок денежного рынка



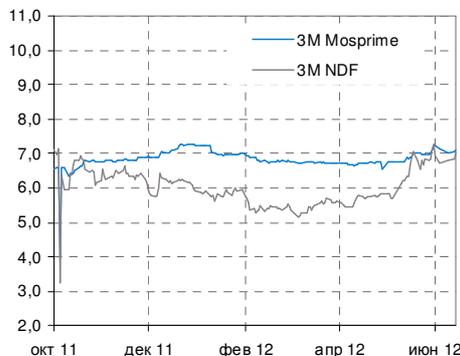
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



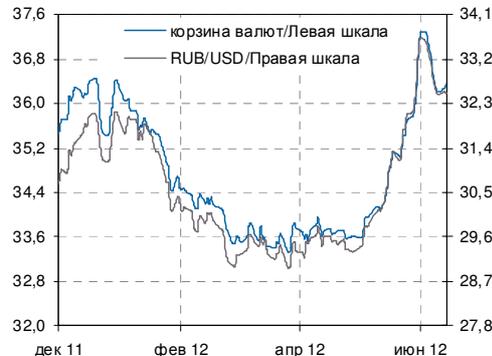
Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



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

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютон

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

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

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

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