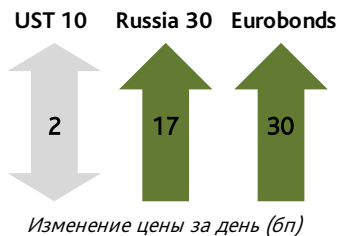


Навигатор долгового рынка

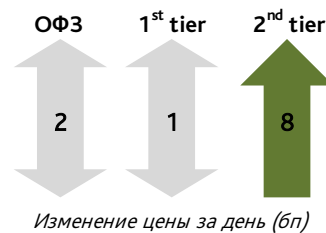
Глобальные рынки и еврооблигации

- Вторник дал повод отбросить сомнения в положительном исходе дискуссий по повышению госдолга **США**; оптимизм **Б. Обамы** относительно появившейся межпартийной инициативы дал повод к покупкам в **UST**
- Рынки наказывают еврозону за медлительность в решении греческой проблемы; саммит **ЕС** в четверг почти наверняка станет разочарованием
- Итоги торгов по еврооблигациям:** рост котировок в обоих сегментах рынка при низкой активности; спрос в инструментах ТНК-ВР, Евраз и Металлоинвеста; бонд последнего отыграл потери последних дней
- Евробонды **Банка Москвы** и **ВТБ** продолжают дешеветь и выглядят «хуже рынка»
- Открытие торгов по еврооблигациям:** рост котировок может продолжиться второй день кряду на позитиве из США
- Северсталь** разместила 5-летние евробонды на USD500 млн. под 6.25%; существенной премии не видим, но рассчитываем на рост



Рублевые облигации и денежный рынок

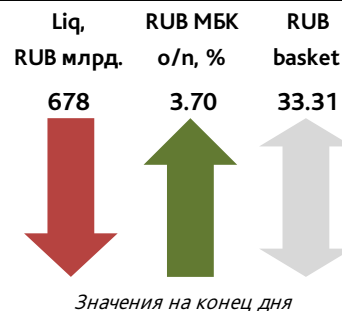
- Минфин** дал рыночные ориентиры по **ОФЗ 26206** с намеком на премию, что вкупе с отсутствием заметных сложностей с ликвидностью позволяет ждать размещения вплоть до всего сегодняшнего предложения в RUB25 млрд.
- ЛСР** разместит рублевые облигации; ориентиры выглядят справедливо
- КБ Ренессанс Капитал** начал сбор заявок инвесторов на размещение нового выпуска бондов; предложение интересно не ниже верхней границы
- Средства **Минфина** пользовались спросом, поддерживая ликвидность в преддверии аукциона ОФЗ и уплаты НДС; ставки немного подросли
- УралХим** планирует разместить 3 выпуска облигаций объемом RUB15 млрд
- Мираторг** сегодня открывает книгу заявок на 3-летние облигации объемом RUB3 млрд.; ориентир по купону выглядит весьма агрессивно



Кредитные комментарии

- Fitch** повысил рейтинг **Альфа-Банку** до «ВВ+» и подтвердил рейтинг **МДМ Банка** на прежнем уровне «ВВ»; евробонды Альфа-Банка считаем интересными

Индикаторы FX/MM



Российская макроэкономика

- Макроданные июня: **инвестиции** не оправдали надежд; в фокусе рост потребления; повышения ставок ЦБ до осени не ждем

Макроцифра

4.7% – прирост инвестиций РФ в июне

Последние обзоры

- 15 июля Металлоинвест дает премию. Железно!
- 7 июля Стратегия долговых рынков – июль 2011 г.
- 23 июня Банковская система в мае: между качеством и количеством
- 14 июня Украинские еврооблигации: в плену страновых рейтингов
- 10 июня Стратегия долговых рынков – июнь 2011 г.

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

- 13.30 Итоги аукционов по 3- и 6-мес. госбумагам Португалии
- 18.00 Продажи на вторичном рынке жилья в США за июнь
- 18.30 Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 15 июля

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	206	-1
UST10	◄►	2.9	-0.02
Russia 30 - UST 10	▼	150	-1
EUR/USD	▲	1.4155	+0.3%
Oil (Brent)	▲	117.9	+1.5%
VIX	▼	19.21	-1.74

Вторник дал повод полностью отбросить сомнения в положительном исходе дискуссий по повышению госдолга США; оптимизм Б. Обамы относительно внезапно появившейся межпартийной инициативы дал повод к покупкам в UST

Мы не исключаем, что вчера была пройдена критическая точка в межпартийных дебатах в США на тему планируемых цифр сокращений дефицита бюджета на предстоящие годы и повышения порога госдолга.

Во вторник в дополнение к ранее озвученным планам сокращения бюджетного дефицита со стороны обеих партий на свет появился продукт несанкционированного межпартийного творчества «Gang of Six» или «Группы шести» – коллектива, состоящего из трех конгрессменов-демократов и такого же числа республиканцев. Данная инициатива незамедлительно была поддержана президентом США и представителями республиканцев в Конгрессе. План предполагает экономию USD3.75 трлн. в последующие 10 лет в основном за счет сокращения расходов на соцрасходы и здравоохранение. Как пишет Reuters, возможной загвоздкой в его реализации остается лишь то, что до 2 августа времени уже немного, и Бюджетное управление Конгресса (Congressional Budget Office) может попросту не успеть проверить новый план на соответствие законодательным нормам.

Не менее важно и то, что вчера рейтинговое агентство Moody's высказалось относительно ключевых инициатив конгрессменов по сокращению бюджетного дефицита в контексте достаточности объемов планируемых сокращений в рамках данных инициатив для сохранения США рейтинга «Ааа». Отметим, что вышеозвученный план вызвал положительные эмоции у «вершителей рейтингов»: Moody's считает объем планируемой экономии достаточным для сохранения страной наивысшего рейтинга.

Оппозиционному мнению действующей администрации предложение республиканского сенатора М. МакКоннелла, предполагающее урезание дефицита госбюджета на USD1.5 трлн., не вызовет немедленного снижения суверенного рейтинга в случае его одобрения. Однако вследствие явной недостаточности цифры сокращения дефицита негативное рейтинговое действие со стороны агентства может последовать впоследствии (через 12-18 месяцев после формирования негативного прогноза). К тому же Moody's обеспокоен тем, что заложенное в плане республиканского сенатора повышение порога госдолга на USD2.5 трлн. планируется в три этапа до конца 2012 г. Это означает, что помимо текущего повышения рынки должны будут пережить еще два этапа неопределенности в ближайшие 1.5 года.

Для рынка UST поддержка президентом предложения «Gang of Six», высказанная в ходе пресс-конференции по вопросам госдолга (начавшейся в 21.30 МСК), стала хорошим сигналом для покупок – доходность UST10 снизилась с 2.91% на начало выступления Б. Обамы до 2.87% на завершение основной сессии на американских фондовых площадках (21.30 МСК).

Для **UST10** на ближайший месяц мы по-прежнему видим преимущественное движение в диапазоне 2.90-3.10% по доходности. Возможность достижения уровня ниже 2.80% на текущий момент нами не рассматривается всерьез.

Рынки наказывают еврозону за медлительность в решении греческой проблемы; саммит ЕС в четверг почти наверняка станет разочарованием

Неопределенность вокруг долгового кризиса в еврозоне продолжает «наказывать» периферийные страны в ходе проводимых аукционов по гособлигациям. Так, Испании накануне пришлось заплатить за нерешительность еврочиновников ростом доходности по годовым бумагам более чем на 100 бп, а по 1.5-летним – почти на 70 бп. Более серьезное испытание ждет Мадрид уже в четверг, в виде аукциона по 10- и 15-летним бумагам. Греция провела аукцион по 3-месячным бондам заметно успешнее (доходность снизилась на 4 бп), однако мы бы не стали переоценивать его значимость – судя по тренду на вторичном рынке суверенных бумаг рынок по-прежнему ставит на усугубление ситуации в еврозоне.

Между тем, в СМИ начали попадать подробности последних переговоров Еврогруппы по Греции. Агентство Reuters во вторник опубликовало документ Еврогруппы, датированный 16 июля, представляющий из себя набор из трех возможных схем урегулирования долговой проблемы Греции. Первые два варианта – обмен обращающихся госбумаг на новые с более длительным сроком обращения (предположительно, 30 лет), а также «французская инициатива» по направлению части средств от погашаемых бондов в новые госбумаги – уже были знакомы рынку. Их основная отличительная черта – практически неизбежное объявление «частичного» дефолта по греческим гособлигациям, и, как следствие, необходимость спасения банковской системы страны. Третий же вариант предполагает нетривиальный подход: обложить банки еврозоны специальным налогом, поступления от которого, как мы понимаем, и пойдут на помощь Греции. Несмотря на то, что данная схема выглядит наиболее предпочтительной с точки зрения рейтинга Греции, она же представляется и самой маловероятной – германские и французские банковские ассоциации уже высказались против нее.

Обсуждать греческую проблему сегодня будут в Берлине: канцлер ФРГ и президент Франции попытаются сблизить позиции в преддверии саммита ЕС. Мы с сожалением вынуждены признать, что ждать прорывных решений, которых от Европы уже практически требуют США, Китай и МВФ, от встречи лидеров в четверг не стоит. Во всяком случае, именно в таком ключе высказалась А. Меркель накануне.

Итоги торгов по еврооблигациям: рост котировок в обоих сегментах рынка при низкой активности; спрос в инструментах TNK-BP, Евраз и Металлоинвеста; бонд последнего отыграл потери последних дней

Торги вторника на российском рынке еврооблигаций ожидаемо завершились на мажорной ноте. Отсутствие «нового» негатива из Европы вкупе с ожиданиями разрешения ситуации с госдолгом в США, сильными статданными по рынку жилья и приятно удивившими отчетностями отдельных крупных компаний помогли рынкам взять небольшой реванш после долгой просадки (в частности, прирост индекса S&P 500 был максимальным с марта – более 1.6%). Тем не менее активность в российских евробондах оставалась подавленной в преддверии экстренного саммита ЕС, намеченного на четверг.

В нефтегазовом секторе мы заметили покупки лишь в бумагах TNK-BP. Выпуск **TNK 20** подорожал по итогам торгов на 20 бп. Между тем стремительный рост котировок наблюдался в длинных евробондах Газпрома: **Gazprom 34** и **Gazprom 37** выстрелили более чем на 1.5 п.п. Во втором эшелоне «на повышенных оборотах» продолжает торговаться евробонд **MetallInvest 16**. К концу вторника он прибавил почти 30 бп и вернулся к уровню закрытия первых торгов – 100.4% от номинала. Достаточно неплохо выглядели также длинные бумаги Евраза: **Evrax 18** и **Evrax 18N** подорожали на 15-20 бп. Рост стоимости в пределах 20 бп наблюдался также на дальнем конце кривой ВымпелКома. В банковском секторе (причем как в квази-суверенном, так и в частном его сегменте) наблюдался почти полный штиль. Небольшая просадка прошла в евробондах Газпромбанка (около 10 бп), в то время как рост котировок **AlfaBank 21** составил порядка 30 бп.

Суверенные российские евробонды пользовались относительно неплохим спросом у инвесторов. Индикативный выпуск **Russia 30** прибавил в цене чуть больше 15 бп и поднялся до уровня 117.87% от номинала. Спред **Russia 30-UST10**, сужавшийся в начале торгов почти на 7 бп до 144 бп, к концу сессии вернулся к уровню закрытия понедельника – 150 бп.

Из евробондов СНГ примечательной представляется динамика в бумагах КазМунайГаза. Евробонды компании, в которых сосредоточилась основная активность среди казахских бумаг, показали фронтальное снижение котировок на 20-60 бп, что, вероятно, связано с обвинениями в адрес компании со стороны Агентства по защите конкуренции в необоснованном повышении цен на бензин.

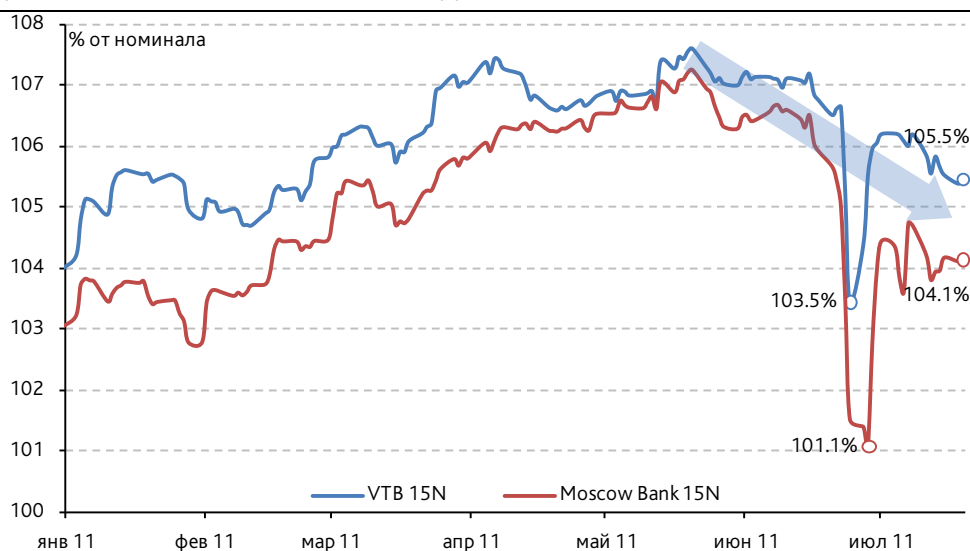
Евробонды Банка Москвы и ВТБ продолжают дешеветь и выглядят «хуже рынка»; на наш взгляд, предпосылок для падения котировок больше, чем для роста

Мы бы хотели обратить внимание на продолжающееся падение котировок бумаг ВТБ и Банка Москвы, несмотря на обещанную последнему беспрецедентную поддержку со стороны государства. Так, выпуски с сопоставимой дюрацией **VTB 15N** и **Moscow Bank 15N** с конца мая 2011 г. подешевели в среднем на 2-2.5 п.п., хотя и отыграли резкую коррекцию отдельных торговых сессий. На графике ниже видно, что в конце июня евробонды на фоне отдельных заявлений о «кредитной дыре» на балансе Банка Москвы одномоментно «рухнули» на 1.0-1.5 п.п., просев до 103.5% и 101.1% соответственно, но потом быстро отыграли этот гэп. Другое дело, что тренд на понижение котировок продолжается и даже позавчерашняя отчасти оптимистичная телеконференция ВТБ не смогла уберечь бумаги от дальнейшего падения. Вчера евробонды ВТБ потеряли дополнительно 20-30 бп.

Еще более драматичной выглядит ситуация с субординированными выпусками Банка Москвы **Moscow Bank 15** и **Moscow Bank 17**, которые под конец июня «ушли» ниже номинала из-за ухудшения новостного фона вокруг эмитента и находятся там до сих пор.

Резкий спад и такое же резкое восстановление котировок евробондов двух банков не отменяют, с нашей точки зрения, общего понижательного тренда, который отчетливо прослеживается. В целом мы не видим причин для восстановления котировок как ВТБ, так и Банка Москвы в краткосрочной перспективе. Более подробно см. наши кредитные комментарии по Банку Москвы и ВТБ в «Навигаторе долгового рынка» от 19.07.2011г.

ДИАГРАММА 1. СТОИМОСТЬ ЕВРОБОНДОВ VTB 15N И MOSCOW BANK 15N, 2011 Г.



Источники: НБ «Траст»

Открытие торгов по еврооблигациям: рост котировок может продолжиться второй день кряду на позитиве из США

Торги среды на российском рынке еврооблигаций имеют все шансы начаться в положительном ключе. Основным драйвером роста станет появившаяся накануне информация о достигнутом пусть небольшом, но все же прогрессе в переговорах по госдолгу США. Дополнительно настроения участников торгов поддержат сильные статданные по рынку жилья США и хорошие финотчетности компаний. Тем не менее мы рассчитываем на сохранение пониженной активности на торгах в России ввиду ожиданий решений саммита ЕС.

Азиатские инвесторы с утра в среду отыгрывают новости из США – региональные индексы уверенно растут. Вверх устремился и фьючерс на S&P 500 (+0.2%). Нефть марки Brent котируется выше уровней вторника, по USD117.7 за баррель, чему способствовали опубликованные накануне неофициальные данные по запасам сырья в США. На ход торговой сессии в России могут повлиять, помимо публикуемой очередной порции статистики по рынку жилья, отчетности Intel и eBay.

Северсталь (Ba2/BB/BB-) разместила 5-летние евробонды на USD500 млн. под 6.25%; существенной премии не видим, рассчитываем на рост вместе с другими бумагами компании

Северсталь накануне разместила 5-летние евробонды на USD500 млн. Доходность составила 6.25%. Напомним, компания проводила road show выпуска 8-11 июля; первоначальный ориентир доходности, объявленный во вторник, составлял 6.00-6.25%, однако затем был повышен до 6.25-6.375%.

Мы считаем, что компании все же удалось разместиться накануне по нижней границе диапазона во многом благодаря заметно улучшившейся конъюнктуре рынка во второй половине дня. Вероятно также, что Северсталь предпочла уменьшить объем предлагаемых рынку евробондов для дополнительного снижения ставки (Reuters еще около 18.00 МСК вчера сообщало о сумме в USD700 млн.).

Спред нового выпуска к суверенной кривой РФ составляет около 240-260 бп, что в целом соответствует спреду между уже обращающимися евробондами **SeverStal 17** и **Russia 18**. В этой связи мы не стали бы говорить об ощутимой премии по новому выпуску и, соответственно, не ждем опережающей динамики по нему. Тем не менее новый евробонд Северстали имеет шансы подрасти вместе с другими бумагами компании. Так, спред **SeverStal 17-Russia 18** с начала июня расширился на 70 бп до 240 бп, что представляется чрезмерным и предполагает, с нашей точки зрения, возможность его сокращения до примерно 200 бп.

Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

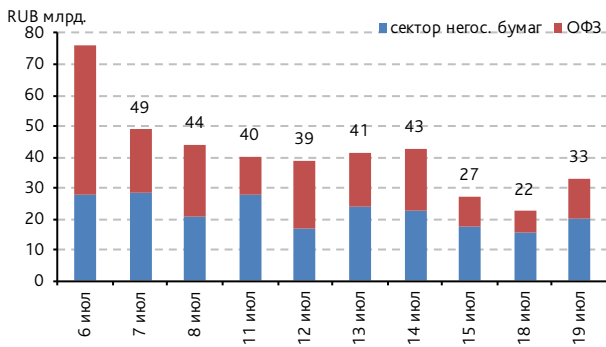
Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РТС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	12.3%
от 1 до 1.5 лет	12.1%
от 1.5 до 2 лет	7.1%
от 2 до 3 лет	26.2%
от 3 до 5 лет	31.8%
> 5 лет	10.5%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	5.14%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	6.91%	3.5
ОФЗ (>4 лет)	7.85%	7.0
Банки	6.92%	1.5
Корп 1 эшелон	6.58%	2.5
Корп 2 эшелон	7.18%	2.0

Минфин дал рыночные ориентиры по ОФЗ 26206 с намеком на премию, что вкупе с отсутствием заметных сложностей с ликвидностью позволяет ждать размещения вплоть до всего сегодняшнего предложения в RUB25 млрд.

Вчера Минфин уже до полудня дал ориентиры по сегодняшнему аукциону **ОФЗ 26206** на RUB25 млрд.: ведомство намерено доразместить выпуск с доходностью 7.50-7.55%. Мы считаем, что ориентиры ведомства – абсолютно в рынке, более того вчерашняя картина торгов по размещаемому 6-летнему выпуску вполне позволяет нам говорить о существовании малой премии к вторичному рынку.

С обнародованием ориентиров покупатели локально переставили биды выше верхней границы официального коридора: накануне спред bid/offer в стакане стоял 7.53%/7.50%, а с появлением ориентиров ненадолго расширился до 7.56%/7.50%. С утра на рынке сделки по **ОФЗ 26206** шли с доходностью 7.50-7.52%, после оглашения диапазона Минфина рыночная доходность поднялась до 7.52-7.53%.

С учетом отсутствия к настоящему моменту выраженных сложностей с прохождением налогового периода, а также притоков ликвидности в виде бюджетных средств на депозиты (со вчерашнего аукциона Минфина) и RUB10 млрд. в виде купонных выплат по ОФЗ мы ожидаем увидеть размещение вплоть до RUB25 млрд. на сегодняшнем аукционе по 206-му выпуску.

Собственно, **ОФЗ 26206** на рынке был наиболее торгуемым выпуском с оборотом около RUB2.5 млрд., снизившимся на 2 бп по средневзвешенной цене. Покупки продолжились в 7-летнем **ОФЗ 26204** (+5 бп по средневзвешенной цене, которая вчера была равна номиналу). На фоне отсутствия выраженных покупок в остальных длинных госбумагах, драйвером роста для 204-й бумаги вчера мы бы назвали покупки рублевым евробонде **Russia 18**.

В корпоративном секторе рыночную активность вчера традиционно для последних месяцев формировали выпуски второго эшелона. В фаворе вновь были телекоммуникационные бумаги – **ВымпелкомИнвест-3** и **МТС-2**, практически не изменившиеся в цене. На вторичные торги вчера вышел **Газпромбанк БО-02** – объем сделок составил порядка RUB600 млн., по итогам дня выпуск практически не сдвинулся с номинала (100.02% по средневзвешенной цене). В недавно размещенном **ММК БО-6** ликвидного рынка вчера не было, выпуск подешевел на 4 бп до 100.02% от номинала.

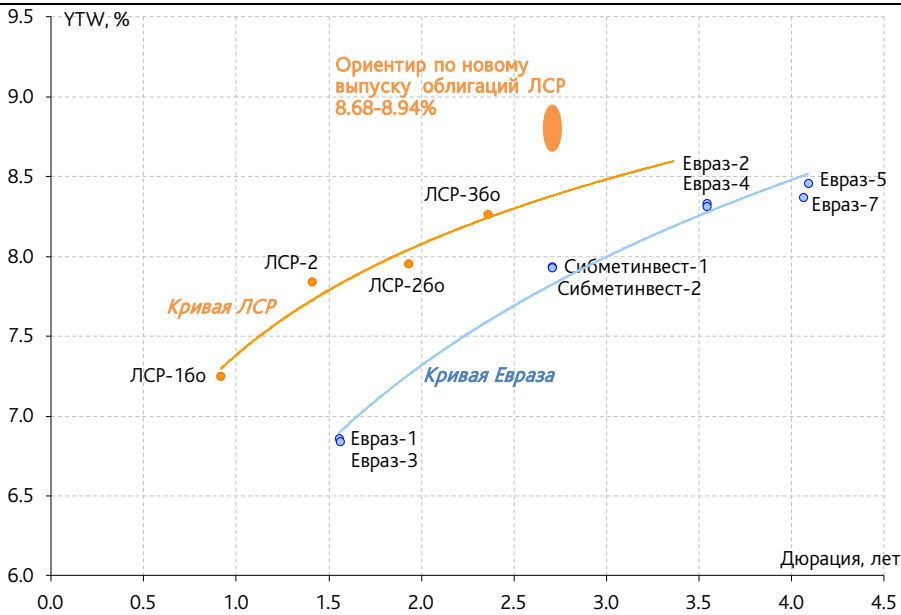
ЛСР (B2/NR/B) разместит рублевые облигации; ориентиры выглядят справедливо; важно понимать, что они не удовлетворяют требованиям для включения в Ломбардный список ЦБ РФ

Вчера петербургский девелопер ЛСР открыл книгу заявок на новый выпуск рублевых облигаций. Инвесторам будут предложены биржевые бонды в объеме RUB2 млрд. и сроком погашения – 3 года. Первоначальный ориентир по купону находится в диапазоне 8.50-8.75% годовых, что соответствует доходности к погашению – 8.68-8.94%.

ЛСР – один из лучших примеров компаний крепкого третьего эшелона, облигации которого за последние месяцы уверенно сужали спреды к бумагам второго эшелона (в частности – к кривым Евраз и Мечела). Нынешние ориентиры предполагают премию к бондам Евраза в размере 75-100 бп, что выглядит справедливым уровнем даже по нижней границе диапазона. Напомним, что время предыдущего размещения биржевых облигаций ЛСР БО-3 инвесторы запросили премию к ним же в размере более 120 бп, однако сейчас этот спред сжался уже до 30-40 бп.

Тем не менее важно понимать, что новые критерии для включения бумаг в Ломбардный список ЦБ РФ не дают шансов новому инструменту. Вполне возможно, за исчезновение такой опции инвесторы могут потребовать материальную премию к существующей кривой ЛСР.

ДИАГРАММА 2. РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ ЛСР И ЕВРАЗ ГРУПП



Источники: данные компании, НБ «Траст»

КБ Ренессанс Капитал (ВЗ/В/В) начал сбор заявок инвесторов на размещение нового выпуска бондов; предложение интересно не ниже верхней границы ориентиров; текущие ориентиры не предполагают ажиотажного спроса

Сегодня розничный банк Ренессанс Кредит открыл книгу заявок инвесторов на приобретение RUB3 млрд. облигаций серии БО-3. Ориентир по купону 3-летних бумаг озвучен в диапазоне 9.5-9.9%, что предполагает YTP9.73-10.15% к офerte через 2 года. Книга будет открыта до 3 августа.

На данный момент облигации банка **КБ Ренессанс-2,3** торгуются с доходностью YTM 8.75-9.20% на горизонте чуть меньше года при премии к суверенной кривой в 440-450 бп. На 2-летнем диапазоне данная премия транслируется в доходность YTW 10.2-10.3%. Поэтому, мы полагаем, что участие в новом выпуске интересно не ниже верхней границы ориентиров.

Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

20 июл	Расчеты по депозитному аукциону Минфина от 19 июл на RUB20 млрд.
20 июл	Аукцион ОФЗ 26206 на RUB25 млрд. (расчеты в день аукциона)
20 июл	Уплата 1/3 НДС за 2К 2011 (RUB135-145 млрд.)
20 июл	Выплата купонов по ОФЗ на RUB9.8 млрд.
21 июл	Аукцион ОБР-20 до RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
25 июл	Уплата акцизов и НДС (RUB215-230 млрд.)

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.50/3.75	3.65	3.85	3.65/3.75
2-й круг	3.65/4.15	3.50	4.15	3.75/4.25

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.50-3.75	3.65-3.85	3.65-3.75

Средства Минфина пользовались спросом, поддерживая ликвидность в преддверии аукциона ОФЗ и уплаты НДС; ставки немного подросли

Несмотря на то, что отчислять платежи по НДС (RUB135-145 млрд., завершение сегодня) компании могли уже вчера, денежный рынок демонстрирует невозмутимое спокойствие. Вчера банки просто увеличили депозиты (+RUB24.4 млрд. до RUB488.7 млрд.), выведя эквивалентную сумму с корсчетов (-RUB26.7 млрд. до RUB687.7 млрд.), что нехарактерно для налогового периода, когда кредитные организации стремятся нарастить более ликвидные остатки на корсчетах. Либо банки полагаются на приток средств от бюджетных расходов и альтернативных источников, либо основная часть НДС (уплата до 20 июля) была переведена в казну заблаговременно (с 13 по 19 июля корсчета и депозиты «похудели» на RUB185 млрд.). И то и другое говорит в пользу прочного состояния ликвидности. Даже если имеет место первый сценарий и компаниям сегодня еще предстоит перечислить оставшуюся часть платежей по НДС, накопленных остатков на корсчетах и депозитах (RUB1.18 трлн.) и чистого запаса ликвидности (RUB678.3 млрд.) достаточно для их финансирования.

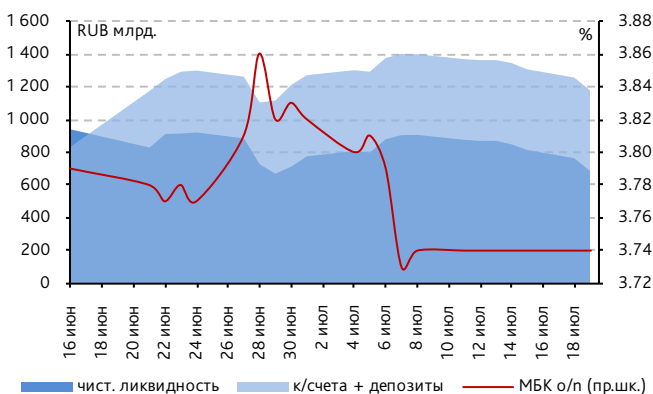
При внешнем спокойствии денежного рынка на то, что налоговый период продолжается, указывает, пожалуй, лишь небольшой рост ставок по межбанковским кредитам. Спрос на МБК овернайт подрос к вечеру вторника как для банков 1-го круга, так и для 2-го круга, что сопровождалось подъемом соответствующих ставок до 3.65-3.75% и 3.75-4.25% на закрытие. Чуть повыше была торговая активность и в сегменте междилерского РЕПО, где, к примеру, средневзвешенная стоимость средств под залог ОФЗ подросла до 4.11% (+2 бп).

Единственным источником оттока ликвидности сегодня смогут стать платежи по НДС, поскольку объем средств необходимых для покупки **ОФЗ 26206** на сегодняшнем аукционе (до RUB25 млрд.) с лихвой компенсируется встречным притоком средств на сумму RUB20 млрд. от депозитного аукциона Минфина (19.07.11 г.) и купонных выплат по ОФЗ суммарным объемом RUB9.8 млрд. Мы полагаем, что дальнейшее небольшое повышение ставок денежного рынка (в рамках 40 бп) может иметь место в конце этой недели с началом уплаты НДС и акцизов (по нашим оценкам – RUB215-230 млрд., до 25 июля).

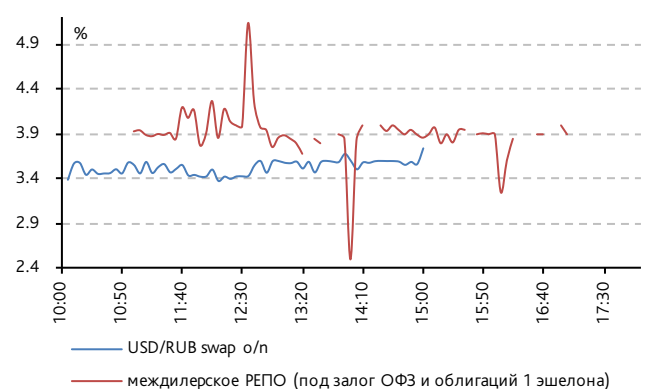


Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday




Российская макроэкономика
Макроданные июня: инвестиции не оправдали надежд; в фокусе рост потребления; повышения ставок ЦБ до осени не ждем

Вчера ФСГС опубликовала данные по социально-экономическим индикаторам России за июнь 2011 г. Статистика создает противоречивое впечатление.

ТАБЛИЦА. МАКРОИНДИКАТОРЫ, % ГОД К ГОДУ

	апр 11	май 11	июн 11	1П 11	июн 10	1П 10
Промпроизводство	4.5	4.1	5.7	5.3	9.7	10.2
Инвестиции	2.2	7.4	4.7	2.7	8.3	1.3
Строительство	-1.9	1.9	1.0	0.9	-0.3	-6.3
Розничная торговля	5.6	5.5	5.6	5.3	7.8	4.6
Реальные располагаемые доходы	-2.9*	-5.4*	0.7	-1.4	3.6	5.3
Реальная зарплата	2.4	3.5*	4.2	2.4	6.7	4.6
Безработица	7.2	6.4	6.1	-	6.8	-

*показатели пересмотрены Росстатом
Источники: ФСГС

КОММЕНТАРИЙ

Новая макростатистика оставляет больше вопросов, чем ответов. Основным поводом для беспокойства служит разночтение между сложившейся позитивной динамикой производства и официальными данными по инвестициям. После долгожданного всплеска инвестиций в мае (с учетом сезонности первые четыре месяца инвестиции стагнировали), который породил надежды на возобновление положительного тренда, в минувшем месяце инвестиции в основной капитал «дали задний ход», почти вдвое сократив годовые темпы роста – до 4.7% против 7.4% в мае. Притом, объективных причин для замедления инвестиций не прослеживается, за исключением эффекта более высокой базы. Производство инвестиционных товаров набирает обороты; госрасходы, формирующие львиную долю всех инвестиций (75% в ноябре 2010 – апреле 2011 по данным «Эксперт»), ускоряются; отток капитала сокращается; а кредитование при мягкой монетарной политике усиливается (прирост розничного портфеля ускорился примерно до 3.3% против 3.1% в мае).

Объяснить отстающую динамику инвестиций по отношению к динамике производства (растет темпами 5-7% последние 12 месяцев) реальным наращиванием запасов инвесттоваров трудно. Об обратном говорят опросы компаний-потребителей стройматериалов, машин и оборудования, со слов которых производство соответствующей продукции и техники не поспевает за спросом, вызывая перебои с их поставками. Однако изменение методологии учета запасов может занижать показатель инвестиций в 2011 г. Еще одним подтверждением роста инвестиционного спроса служат опережающие темпы инвестимпорта. На этом фоне логично считать расхождение между инвестициями и промпроизводством статистическим. Ежемесячная публикация показателей по инвестициям вынуждает Росстат использовать различные допущения и регулярно пересматривать статистику. При пересчете с использованием более свежих данных инвестпоказатели, вероятнее всего, возрастут, в большей степени отражая реальное положение вещей в производстве (ждем роста на 5.1% в 2011 г.). Мы полагаем, что постепенное раскручивание госрасходов по мере приближения к концу года в сопровождении сохранения отрицательных процентных ставок подстегнет инвестиции во 2П 2011 г., позволив инвестиционному показателю выйти на рост в 7% по итогам года.

Между тем налицо рост внутреннего потребительского спроса: ритейл набирает обороты на фоне ускорения роста реальных зарплат (4.2% г/г против 3.5% г/г в мае), возобновление роста реальных располагаемых доходов (0.7% г/г против -5.4% г/г в мае), улучшения на рынке труда. На зарплатах отразились индексация бюджетникам на 6.5% с 1 июня 2011 г. и снижение инфляции (до 9.4% г/г против 9.6% г/г в мае), что уже повлекло за собой рост индекса потребительской уверенности (на 4 п.п. во 2К 2011 г. по ФСГС). То же касается и реальных располагаемых доходов, отыгравших адаптацию компаний к росту ставок по страховым взносам, косвенным признаком чего может служить снижение оптовых цен в июне. На выход показателя реальных располагаемых доходов в положительную область повлияли и большие продажи валюты населением, включающиеся по методологии в расчет индекса. В сокращении безработицы в июне (до 6.1%) определяющую роль, скорее всего, сыграли привлечение сезонных рабочих, а также корректировка в ее расчетах.

Рост склонности к потреблению и усиление кредитования может вновь привлечь внимание ЦБ к инфляционным рискам, однако неустойчивая динамика инвестиций и высокая неопределенность внешнеэкономической ситуации может воспрепятствовать в июле повышению ставок. Мы по-прежнему полагаем, что на фоне летнего дефляционного эффекта, ужесточение монетарной политики Банком России возможно не раньше осени.



Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Кредитные комментарии

Fitch повысил рейтинг Альфа-Банку на одну ступень до «BB+» и подтвердил рейтинг МДМ Банка на прежнем уровне «BB»; евробонды Альфа-Банка считаем интересными

Вчера Fitch повысило рейтинг Альфа-Банка на одну ступень до «BB+», установив стабильный прогноз по рейтингу. В качестве основных причин аналитики отмечают улучшение качества активов, позитивные финансовые результаты и высокое качество управления ликвидностью. К тому же хорошая рыночная позиция и доступ к относительно дешевому фондированию создают предпосылки для уверенного роста в дальнейшем.

К ограничивающим дальнейшее улучшение рейтинга факторам агентство относит высокую концентрацию кредитного портфеля, конъюнктурные и политические риски.

Сохранение рейтинга МДМ Банка на той же ступени отражает по-прежнему высокий уровень проблемных займов в кредитном портфеле (в конце 2010 г. доля NPLs составила 14% и 9% реструктурированных кредитов), а эффективность реализации выбранной банком стратегии еще предстоит подтвердить на практике.

КОММЕНТАРИЙ

По нашему мнению, рейтинговые действия в отношении Альфа-Банка и МДМ Банка оправданны, поскольку основываются преимущественно на финансовых результатах за 2010 г.

На наш взгляд, позитивный эффект от крепких финансовых результатов Альфа-Банка за 2010 г. уже заложен в котировках еврооблигаций банка. Напомним, что весной S&P повысило рейтинг банка на одну ступень до уровня «BB-», что все же отстает от оценки двух других рейтинговых агентств.

Мы считаем кредитное качество Альфа-Банка одним из наиболее устойчивых среди частных российских банков, за счет как высокого потенциала поддержки со стороны акционеров, так и крепких финансовых показателей. Банк восстанавливает показатели рентабельности (19.1% в 2010 г. по МСФО), увеличивает объемы кредитования (+4.3% за 1П 2011 г. по РСБУ), поддерживая комфортный уровень достаточности капитала (Tier 1 12.6% по МСФО) и ликвидную позицию.

Рыночные позиции МДМ Банка на рынке кредитования, на наш взгляд, выглядят слабее. Объем кредитов МДМ Банка продолжает снижаться (-3.6% за 1П 2011 г. по РСБУ), что мы связываем как с расчисткой заемного портфеля от проблемных ссуд, так и с высоким показателем амортизации кредитного портфеля (43-47% кредитов погашаются ежегодно).

Впрочем, несмотря на тот факт, что восстановление показателей прибыли и качества активов МДМ Банка еще впереди, банк поддерживает высокий уровень достаточности капитала (Tier 1 18.8% в 2010 г. по МСФО), а существенный объем денежных средств и эквивалентов (17% от активов в 2010 г.) делает вполне комфортным реализацию выплат по обязательствам в 2011 г. Мы нейтрально относимся к публичному долгу МДМ Банка на внутреннем и внешнем рынках.

Инвестиции в евробонды Альфа-Банка мы находим привлекательными, считая бумаги наиболее качественной альтернативой среди кредитного риска частных российских банков. Вчера реакция на новость наблюдалась только в длинном выпуске **AlfaBank 21**, котировки которого выросли на 28 бп, а премия к суверенным выпускам снизилась до 310 бп, что соответствует премии в 310-330 бп более коротких выпусков. Единственный рублевый выпуск банка на данный момент предлагает 130 бп к кривой ОФЗ, не предполагая интересных торговых идей.



Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Альфа-Банк	Ba1/BB-/BB+
МСФО, 2010	
Кредиты, RUB млрд.	551.6
NIM	5.5%
NPLs (> 1 дня)	4.7%

МДМ-Банк	Ba2/B+/BB
МСФО, 2010	
Кредиты, RUB млрд.	265.5
NIM	4.9%
NPLs (> 90 дней)	14.4%

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru
+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru
+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов
+7 495 647-25-98
dmitry.igumnov@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин
+7 495 789-60-58
andrey.trufakin@trust.ru

Кирилл Коваленко
+7 495 647-25-97
kirill.kovalenko@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий
+7 495 647-28-39
aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Кредитный анализ

Сергей Гончаров
+7 495 786-35-31
sergey.goncharov@trust.ru

Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Олеся Курбатова
+7 495 647-25-90
olesya.kurbatova@trust.ru

Артем Петросьян
+7 495 647-25-67
petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер
+7 495 647-25-74
yana.shnayder@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.