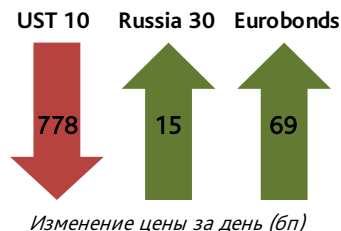


## Навигатор долгового рынка

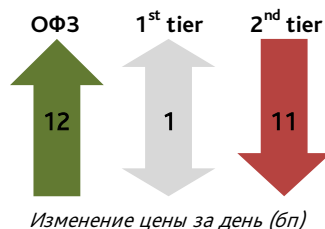
### Глобальные рынки и еврооблигации

- Аукционы по **UST** проходят с многократной переподпиской, несмотря на снижение рейтинга **США**; спрос на защитные активы будет расти как минимум в краткосрочной перспективе
- Катализатором распродаж в среду стали опасения за суверенный рейтинг **Франции** и судьбу ее банков; бурная реакция рынка в части банковских рисков явно запоздала и объясняется волатильностью рынков
- Выкуп **ЕЦБ** «периферийного» госдолга сбил доходности, но эффект может быть обратим; отмечаем стремительный рост **CDS Франции и Германии**
- Итоги торгов по еврооблигациям:** преимущественно положительная динамика в корпоративных выпусках; возникший в конце торгов внешний негатив не дал суверенным бумагам существенно вырасти
- Открытие торгов по еврооблигациям:** спад на биржах США может смениться ралли сегодня; унция золота стоит больше USD1800; котировки евробондов могут пойти вверх на подорожавшей нефти
- Индия** хочет купить 20-25% **Беларуськалия** за USD6-7 млрд.; сумма соответствует ожиданиям Минска, но быстрой сделки не ждем; суверенные евробонды Беларуси вряд ли отыграют новость
- Fitch** снизил рейтинг **Кипра** на две ступени до «BBB» и предупредил о возможной необходимости в bailout; существенной реакции на рынках не ждем



### Рублевые облигации и денежный рынок

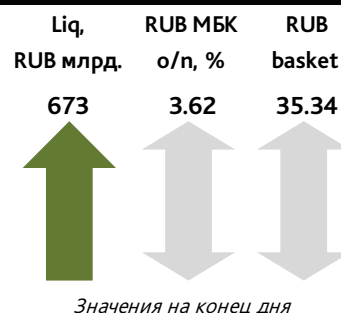
- Рублевый рынок:** Минфин не нашел спрос на длину на волатильном рынке; ОФЗ подросли, отыграв восстановление фондового рынка США; разнонаправленная динамика в корпоративном секторе с преобладанием продаж
- Раньше следующей недели состояние ликвидности не ухудшится, но подросшие на спекуляциях ставки **money market** задержатся на текущем уровне



### Кредитные комментарии

- Норникель** опубликовал долгожданную отчетность по МСФО за 2010 год; кредитное качество сомнений не вызывает, корпоративный конфликт и его возможное влияние на финансы компании – по-прежнему, основной риск; Норникель БО-3 – лучший защитный инструмент на рублевом рынке

### Индикаторы FX/ММ



### Российская макроэкономика

- Банк России** сглаживает колебания курса рубля; в июле дважды сдвинул границы 5-рублевого плавающего коридора

### Макроцифра

USD5.1 млрд. – покупки валюты ЦБ в июле

### Последние обзоры

- 3 августа Ликвидность в ЗК 2011: риски – в деталях
- 29 июля Опасения ЦБ сместились от инфляционных рисков к процентным
- 28 июля Стратегия долговых рынков: август 2011 г.
- 27 июля Банковская система в июне: розница удерживает доходы от падения
- 15 июля Металлоинвест дает премию. Железно!

### Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

## Глобальные рынки и еврооблигации

### Статистика и события

16:30	Внешнеторговый баланс США за июнь
16:30	Первичная и длящаяся безработица в США
21:00	Итоги аукциона UST30 в объеме USD16 млрд.

### Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	274	+1
UST10	▼	2.17	-0.11
Russia 30 - UST 10	▲	222	+8
EUR/USD	▼	1.4172	-1.4%
Oil (Brent)	▲	106	+1.8%
VIX	▲	42.99	+7.93

### Аукционы по UST проходят с многократной переподпиской, несмотря на снижение рейтинга США; спрос на защитные активы будет расти как минимум в краткосрочной перспективе

Воодушевление, возникшее на американских торговых площадках после принятого во вторник ФРС решения удерживать базовую ставку на минимальном уровне в течение как минимум двух лет, оказалось даже менее краткосрочным явлением, чем мы предполагали. Накануне фондовые индексы США вновь ушли в глубокий минус: S&P потерял 4.4% на опасениях за распространение долгового кризиса с европейской периферии на Францию и ее банковскую систему.

Между тем спрос на защитные активы, и прежде всего на UST, продолжает уверенно расти. Так, несмотря на существенное увеличение стоимости американского госдолга за последние несколько недель, на состоявшемся накануне аукционе по **UST10**, первом с момента снижения рейтинга США, спрос превысил предложение в 3.22 раза против 3.17 на аналогичном аукционе в июле. Схожая ситуация наблюдалась и в ходе проведенного во вторник размещения UST, где показатель переспроса достиг максимального за год уровня – 3.29х.

На вторичном рынке госдолга США доходность **UST10** снижалась в среду до 2.07%, а всего за торговую сессию «десятка» опустилась в доходности на 18 бп – до 2.09%. В четверг с утра показатель колеблется около отметки 2.20%. Мы считаем, что защитные активы, включая UST, золото, швейцарский франк и йену, сохраняют свою привлекательность как минимум в краткосрочной перспективе из-за высокой волатильности на рынках.

### Катализатором распродаж в среду стали опасения за суверенный рейтинг Франции и судьбу ее банков; бурная реакция рынка в части банковских рисков явно запоздала и объясняется волатильностью рынков

События на американском рынке, безусловно, заняли с понедельника первое место по значимости. Однако даже в текущих условиях мы бы все же не стали сбрасывать европейские долговые проблемы со счетов. Как показала динамика фондового рынка США в среду, даже опровергнутые слухи о возможном обострении ситуации в еврозоне могут в условиях текущей волатильности обрушить индексы.

Поводом для беспокойства послужили слухи о возможном снижении суверенного рейтинга Франции. Однако в среду все три основные рейтинговые агентства подтвердили рейтинг страны на уровне «AAA» со «стабильным» прогнозом, а S&P даже отметило, что власти Франции куда более серьезно относятся к бюджетным вопросам, чем их коллеги из США. На экстренном совещании в среду президент Франции призвал законодателей ускорить сокращение дефицита бюджета и поддержать принятие поправки к конституции, которая ограничивала бы максимальный размер дефицита.

Следующим катализатором падения стали опасения за состояние французских банков, являющимися одними из крупнейших держателей госдолга «периферии». Основной удар пришелся на Societe Generale и BNP Paribas, акции которых просели почти на 15% и 10% соответственно, утянув за собой и банковский сектор США.

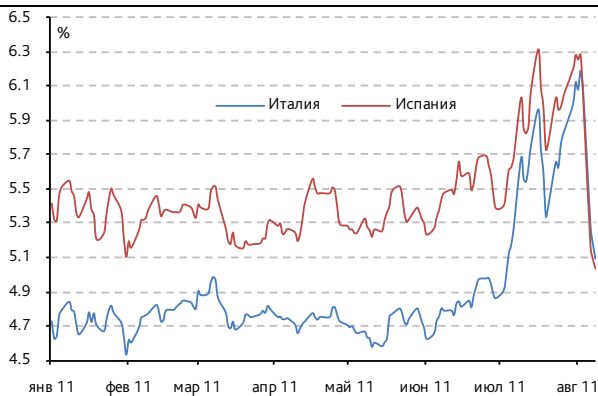
Нам не совсем понятно, почему опасения за банковский сектор Франции возникли именно сейчас. Данные по подверженности отдельных стран риску европейской «периферии» Банк международных расчетов представил еще в июне, а опубликованные в середине июля данные стресс-тестирования предоставили инвесторам полную картину вложений в гособлигации проблемных стран ЕС с детализированной разбивкой по каждому банку. В связи с этим мы склонны считать страхи рынка преувеличенными, а бурную реакцию списываем на крайне нервозную атмосферу на рынке («индекс страха» VIX вчера выстрелил на 23% до 43 п.).

Мы подробно рассматривали «банковскую тему» в «Навигаторе долгового рынка» от 14 июля, и хотели бы повторить лишь основные соображения. Французские банки по состоянию на конец 2010 г. держали около EUR15 млрд. греческих гособлигаций. При этом совокупный объем вложений в госбумаги Греции, Ирландии и Португалии, а также выданные французскими банками кредиты частному сектору этих стран составлял EUR113 млрд. В случае роста напряженности на долговом рынке Италии Париж «рискует» уже EUR500 млрд., в то время как Германия – «лишь» EUR350 млрд. Если же рассматривать ситуацию с отдельными банками, то, согласно данным стресстестов, вложения в греческие гособлигации у Societe Generale составляют EUR2.7 млрд., а у BNP Paribas – EUR5 млрд. (для сравнения – у германского Commerzbank – EUR3 млрд.).

**Выкуп ЕЦБ «периферийного» госдолга сбил доходности, но эффект может быть обратим; отмечаем стремительный рост CDS Франции и Германии**

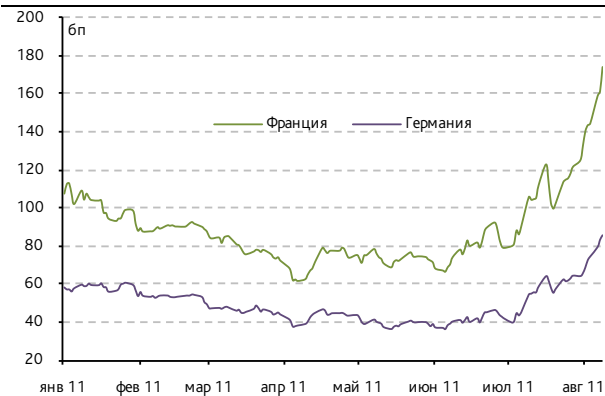
Принятое ЕЦБ в минувшее воскресенье решение о начале покупок итальянских и испанских госбумаг на вторичном рынке оказало существенное воздействие на долговые рынки данных стран. Как видно из диаграммы 1, доходности 10-летних гособлигаций Италии и Испании стремительно снижались в последние три торговые сессии и в результате вплотную подошли к отметке 5%. Всего с начала недели показатель по итальянским и испанским госбумагам снизился примерно на 1 п.п.

ДИАГРАММА 1. ДОХОДНОСТЬ 10-ЛЕТНИХ ОБЛИГАЦИЙ ИТАЛИИ И ИСПАНИИ



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 2. ПЯТИЛЕТНИЕ СТРАНОВЫЕ CDS ДЛЯ ФРАНЦИИ И ГЕРМАНИИ



Источник: Bloomberg

Первичный рынок госдолга европейской периферии также ощутил эффект от присутствия ЕЦБ – доходность на проведенном в среду аукционе по итальянским 1-летним бумагам снизилась на 70 бп по сравнению с предыдущим аналогичным размещением в середине июля.

Тем не менее, несмотря на текущий успех интервенций ЕЦБ, мы по-прежнему остаемся верны своим предположениям – регулятор сможет лишь сбивать напряженность на рынках на короткие промежутки времени, но не решать долговые проблемы этих стран. Мы не исключаем, что даже небольшой всплеск напряженности, вызванный, например, затягиванием процесса расширения полномочий Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF), может свести практически на нет усилия ЕЦБ.

Между тем мы бы хотели отметить тот факт, что так яростно отвергаемая Германией идея о дополнении валютного союза элементами общей фискальной политики и, как следствие, конвергенция рисков, находит свое косвенное отражение в индикаторах рынка. В то время как ЕЦБ пытается стабилизировать ситуацию на «периферии», рынок все выше оценивает риски «центра» еврозоны, понимая, что именно на эти страны, так или иначе, ляжет бремя спасения проблемных экономик. Вполне вероятно, что по мере нарастания финансовых потоков по направлению «центр-периферия» рынки начнут все чаще рассматривать еврозону в том числе и как де-факто фискальный союз, что может в долгосрочной перспективе оказать положительное влияние на долговые рынки региона.

Как видно из диаграммы 2, CDS Франции и Германии неуклонно растут с начала июля, когда в поле зрения инвесторов попала Италия. В среду 5-летний CDS Франции достиг рекордных значений, выше 170 бп, а показатель Германии вырос до максимума с марта 2009 г. CDS «периферийных» экономик еврозоны, безусловно, тоже растут, однако это вполне логично, учитывая проблемы их долговых рынков. Примечательным же, на наш взгляд, выглядит именно факт распределение рисков по всей еврозоне.

**Итоги торгов по еврооблигациям: преимущественно положительная динамика в корпоративных выпусках; возникший в конце торгов внешний негатив не дал суверенным бумагам существенно вырасти**

Российские евробонды в среду отыгрывали решения, принятые во вторник ФРС и последовавшую за ними положительную динамику на американских биржах. Тем не менее открывшиеся в глубоком минусе в среду биржи США увели котировки отдельных корпоративных выпусков вниз, а суверенным бумагам не позволили значительно вырасти.

В нефтегазовом секторе наибольший рост котировок (+1.3 п.п.) был отмечен в выпусках **Novatek 16** и **Novatek 21**. В среднем на 1 п.п. подросли длинные бумаги ТНК-ВР. Выпуски Лукойла также завершили день в плюсе, подорожав на 1.1 п.п. на дальнем конце кривой. Рост в длинных бумагах Газпрома был более сдержанный – порядка 40-50 бп.

Во втором эшелоне активность сосредоточилась в длинных евробондах Вымпелкома, существенно распроданных за несколько последних торговых сессий – рост котировок в среду составил 0.5-1 п.п. Неплохо смотрелся также выпуск **MTS 20**, подорожавший на 60 бп. Увеличением котировок порядка 60-80 бп завершили вчерашний день выпуск **Koks 16** и длинные евробонды Северстали. Между тем евробонды **Metalloinvest 16** и **ТМК 18** просели в среду на 30 и 100 бп соответственно, при этом последний оказался на закрытии торгов ниже номинала – 99.37%.

В банках рост наиболее существенный котировок наблюдался в длинных выпусках ВТБ и ВЭБа – бумаги подросли в среднем на 80-90 бп. Примерно на столько же в среду подорожали долгосрочные выпуски Банка Москвы. Среди частных банков лидером роста стал евробонд **AlfaBank 21**, подорожавший на 1 п.п. Достаточно неплохо выглядели среднесрочные евробонды Номос-Банка (+50 бп). Между тем долгосрочные евробонды Промсвязьбанка подешевели на 2-3.2 п.п., а котировки **Tinkoff Cred Sys 14** упали почти на 1.2 п.п.

Суверенный индикативный евробонд **Russia 30** начал торги среды повышением на 80-90 бп, однако к концу торгов вновь возникший внешний негатив в очередной раз снизил аппетит инвесторов к риску. В итоге выпуск подрос в среду лишь на 15 бп до 117.78% от номинала. Спред **Russia 30-UST10** продолжил расширяться на фоне падения доходности UST, прибавив за день 9 бп до 222 бп.

**Открытие торгов по еврооблигациям: спад на биржах США может смениться ралли сегодня; унция золота стоит больше USD1800; котировки евробондов могут пойти вверх на подорожавшей нефти**

Внешний фон продолжает оставаться крайне неровным. Падения бирж США в среду уже сегодня обещает смениться ралли – фьючерс на S&P торгуется в плюсе на 1.6%. Примечательна и динамика азиатских площадок. Японский Nikkei Average завершил торги снижением лишь на 0.6%, что можно расценивать как хороший результат, учитывая падение S&P накануне более чем на 4%. Спрос на защитные активы между тем сохраняется на высоком уровне: золото в среду преодолело очередной рекорд USD1800 за унцию. Однако в четверг с утра его цена снижается, что также может указывать на некоторое ослабление бегства в качество.

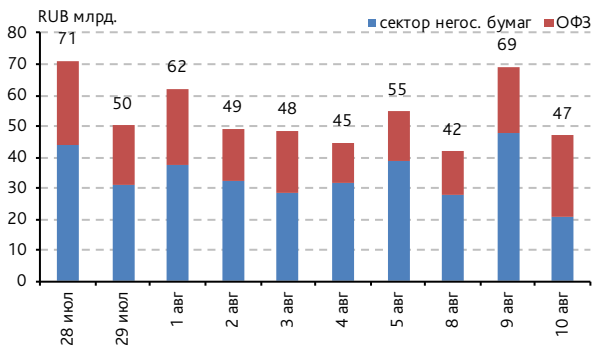
Мы полагаем, что у российских евробондов сегодня есть небольшой шанс начать торги с умеренного роста котировок. Несмотря на сохраняющуюся тревожную обстановку на мировых рынках, поддержку российским бумагам могут оказать повысившиеся цены на нефть. За баррель Brent на момент написания данного отчета дают около USD107.2, что на USD3 выше уровня закрытия основных торгов в России накануне.



**Алексей Тодоров**  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

## Внутренний рынок и рублевые облигации

### Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

### Дюрация торгов

от 0 до 1 года	6.5%
от 1 до 1.5 лет	5.7%
от 1.5 до 2 лет	2.2%
от 2 до 3 лет	19.6%
от 3 до 5 лет	47.6%
> 5 лет	18.4%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

### Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	5.68%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.23%	3.5
ОФЗ (>4 лет)	7.89%	6.5
Банки	7.44%	1.5
Корп 1 эшелон	7.06%	2.5
Корп 2 эшелон	7.90%	2.0

### Рублевый рынок: Минфин не нашел спрос на длину на волатильном рынке; ОФЗ подросли, отыграв восстановление фондового рынка США; разнонаправленная динамика в корпоративном секторе с преобладанием продаж

Рублевый долговой рынок в среду показал разнонаправленную динамику – в начале торгов положительное влияние на настроения рынка оказал рост американских фондовых индикаторов накануне заявления ФРС, однако ближе к концу торговой сессии вновь возникшие опасения из-за распространения долгового кризиса в Европе увели котировки бумаг вниз.

Первичный рынок, однако, был всецело под влиянием бегства от рисков. Аукцион Минфина по **ОФЗ 26205** в среду, как мы и ожидали, оказался крайне неудачным. Рынок выбрал лишь RUB25 млн. из предложенных RUB20 млрд. по верхней границе установленного диапазона – 7.8%, что ниже уровня рынка. По итогам дня выпуск прибавил около 1 п.п., что является максимальным приростом цены среди бумаг ОФЗ за среду.

На вторичном рынке сегмент ОФЗ завершил вчерашние торги преимущественно в зеленой зоне. Основные торговые обороты были сосредоточены в выпусках **ОФЗ 25079** и **25077**, прибавивших в цене 40 и 70 бп соответственно. Причем последний из вышеназванных выпусков вернулся по итогам дня к уровню выше номинала. Более существенный рост котировок, порядка 90 бп, наблюдался в выпусках **ОФЗ 26204** и **26206**. Просадка в диапазоне 20-70 бп отмечалась по выпускам **ОФЗ 25068** и **46022**.

В первом эшелоне основная активность сосредоточилась, как и во вторник, в бумагах **Транснефть-3** (-1.1 п.п.) и **ВЭБ-6** и **9** (+15 и -15 бп соответственно). Под давлением продолжал находиться выпуск **Русгидро-1**, подешевевший почти на 30 бп. Между тем достаточно существенный рост показали выпуски **ВТБ БО-5** и **Газпромнефть-4**, прибавившие по итогам дня 2 и 1.1 п.п. соответственно. Торговые обороты, однако, в данных бумагах были небольшими и составили RUB50 и RUB450 млн. соответственно.

Во втором эшелоне максимальную активность инвесторы проявили, избавляясь от выпусков **СибМетИнвест-2** и **ВК-Инвест-6**, подешевевших на 90 и 30 бп соответственно. Ощутимые потери, но при меньших торговых оборотах, понес также выпуск **МТС-7** (-1.5 п.п.). Максимальное же снижение котировок было отмечено по бумаге **ЗСД-2**, котировки которой опустились на 2.4 п.п. до 103.4 % от номинала. Рост стоимости наблюдался в выпусках **Алроса-23** (+1.1 п.п.) и **БК Евразия-1** (+50 бп).



Алексей Тодоров  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

**Денежный рынок**

**События денежного рынка**

11 авг	Аукцион ОБР-20 на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
12 авг	Погашение ОБР-19 на RUB29.3 млрд.
15 авг	Завершение уплаты страховых взносов во внебюджетные фонды
17 авг	Аукцион ОФЗ 26206 на RUB25 млрд. (расчета в день аукциона)
22 авг	Уплата 1/3 НДС за 2К 2011
24 авг	Возврат Минфину RUB20 млрд. с депозитов банков

**RUB МБК o/n intraday**

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.50/4.00	3.60	3.70	3.50/3.75
2-й круг	3.75/4.25	3.50	4.25	3.50/4.00

**Динамика внутри дня (1-й круг)**

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.50-4.00	3.65-3.85	3.50-3.75

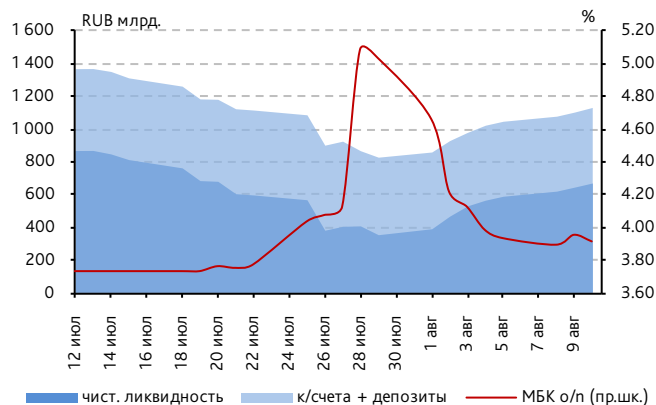
**Раньше следующей недели состояние ликвидности не ухудшится, но подросшие на спекуляциях ставки money market задержатся на текущем уровне**

Ликвидность продолжает пребывать в платежную систему. Поскольку аукцион **ОФЗ 26205** (см. раздел «Рублевые облигации») оказался невостребованным, нетто-приток ликвидности вчера должен был составить в сумме около RUB82 млрд., из которых RUB15.5 млрд. – средства от частичного погашения **ОФЗ 46002**, RUB26.6 млрд. – от уплаты купонов, RUB40 млрд. – бюджетные средства (депозитный аукцион Минфина от 09.08.11). Однако фактически, часть из этих средств «ушла» либо на валютный рынок, либо на заблаговременную уплату налогов, так как ликвидность пополнилась лишь на RUB42.2 млрд. до RUB1.2 трлн. на счетах ЦБ и на RUB672.7 млрд. в терминах чистой ликвидной позиции.

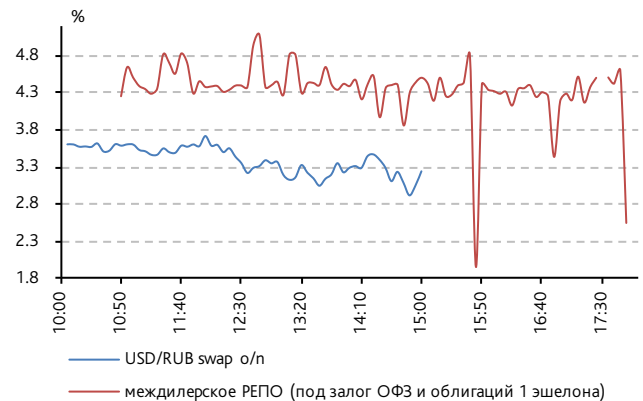
Структура ликвидных активов вновь подвергалась метаморфозам. После того, как позавчера банки перебросили с корсчетов на депозиты RUB182.4 млрд., сместив структуру ликвидных активов в пользу депозитов к 3:2, сегодня кредитные организации вывели еще большую сумму с тех же депозитов в ЦБ (-RUB264.5 млрд., снижение до RUB373.4 млрд.), вернув на корсчета RUB306.7 млрд. (увеличение до RUB795.5 млрд.). Теперь соотношение между корсчетами и депозитами составляет почти 2:1. В отсутствие других удобных по срокам и доходности альтернатив, банки вкладывают временно свободные средства именно в краткосрочные депозиты, вероятнее всего, чтобы иметь возможность незамедлительно вывести средства в случае уплаты крупных налогов (а они начинаются с 15 августа).

На фоне стабилизации ситуации с ликвидностью ставки денежного рынка еще немного опустились, но остаются несколько выше стоимости депозитов овернайт с ЦБ, составляющей 3.5%. Индикативная ставка MosPrime вчера зафиксировала снижение на 6 бп до 3.92%. Основные сделки МБК овернайт для банков 1-го круга проходили по 3.65-3.85%, к закрытию ставки опустились к 3.5-3.75%. Повышенным спросом по-прежнему пользуется междилерское РЕПО, что неудивительно на фоне ажиотажных торгов на валютном рынке (торговые обороты USD7.8 млрд., на 20% выше среднего), под спекуляции на котором участники рынка привлекают рублевую ликвидность. На этом фоне сделки под залог ОФЗ подорожали до 4.46% (+6 бп), а по под залог облигаций 1-го эшелона – до 4.38% (+11 бп).

**Ликвидность**



**Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday**



Спрос на сегодняшнем аукционе **ОБР-20** на RUB10 млрд., на наш взгляд, будет близким к нулю, впрочем любой исход аукциона не скажется на ликвидности. Ситуация с ликвидностью начнет ухудшаться не раньше следующей недели, однако после уже случившегося в последние дни небольшого прироста спекулятивного характера ставки денежного рынка едва ли скорректируются, поскольку приближающиеся налоговые выплаты (с 15 августа) лишь усилят негативное давление на ликвидность и ставки.



**Мария Помельникова**  
+7 495 789-35-94  
[maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)

**Кредитные комментарии**

**Норникель опубликовал долгожданную отчетность по МСФО за 2010 год; кредитное качество сомнений не вызывает, корпоративный конфликт и его возможное влияние на финансы компании – по-прежнему, основной риск; Норникель БО-3 – лучший защитный инструмент на рублевом рынке**

**КОММЕНТАРИЙ**

Вчера Норникель наконец-то опубликовал отчетность за 2010 г. Задержка около 2 месяцев по сравнению с предыдущими годами была вызвана тем фактом, что аудиторы не могли выяснить структуру сделки о продаже квазиказначейских акций трейдеру Trafigura. Собственно, этого сделать не удалось и сейчас, о чем специально оговаривается. В целом такая задержка, вызвавшая немало шума в бизнес-кругах, не оказала сколько-либо существенного влияния на финансы компании. Способность генерировать стабильно высокие денежные потоки сохраняется, баланс выглядит крепко. Тем не менее корпоративный конфликт акционеров, на наш взгляд, сохраняет риск дальнейших крупных сделок, с привлечением баланса самого Норникеля.

2010 год оказался богатым для компании в плане сделок с акциями как самого Норникеля, так и дочерних предприятий. Продажа своих бумаг, акций Русгидро, Stillwater Mining, обмен акций ОГК-3 на акции Интер РАО – все это привело к чистому убытку от прекращенной деятельности в размере USD2.1 млрд., однако непосредственно способность генерировать денежные средства нисколько не пострадала (см. таблицу). В результате, свободный денежный поток оказался очень существенным, по сути его было достаточно для того, чтобы разом погасить весь долг Норникеля.

Ликвидная позиция ГКМ выглядит очень крепко. Даже проведенные уже в 2011 году два этапа выкупа с рынка собственных акций вряд ли подвергли негативному воздействию профиль Норникеля. Напомним, что всего было выкуплено бумаг на сумму около USD4.5 млрд. Если учесть еще USD2.7 млрд., которые были получены от Trafigura можно оценить баланс ликвидных средств (помимо денежных средств это еще и краткосрочные финансовые вложения) в сумму более USD4 млрд.

Проблема для кредиторов в том, что судьбу, predetermined для этих средств, сложно предсказать на ближайшие год-два. Корпоративный конфликт может разразиться в любой момент с новой силой, даже несмотря на то, что очередной его виток, связанный с выборами совета директоров уже разрешился в марте. Мы, в частности не исключаем, что новый выкуп акций с рынка, планируемый к обсуждению на этой неделе советом директоров, будет иметь миллиардные масштабы. Но что гораздо существеннее для кредитного качества Норникеля, возможны и новые предложения двух враждующих сторон (Интеррос и лояльный к нему менеджмент с одной стороны, Русал с Металлоинвестом с другой) о выкупе пакетов акций друг друга. В них уже будут фигурировать десятки миллиардов долларов и понятно, что баланс Норникеля будет использоваться в том или ином виде в этих сделках. В любом случае скорого окончания конфликта, продолжающегося уже 4 года, мы не ждем.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НОРНИКЕЛЯ

МСФО, USD млрд.	2007	2008	2009	2010
Выручка	17.1	14.0	8.5	12.8
ЕБИТДА	11.3	6.1	4.3	7.4
Чистая прибыль	5.3	-0.6	2.7	3.1
Чистый операционный денежный поток	7.3	3.5	3.4	5.5
Капвложения, М&А и дивиденды	11.2	5.0	1.1	2.1
Свободный денежный поток	6.2	1.2	2.3	3.8
Совокупный долг, в т.ч.	8.1	6.5	5.4	2.8
краткосрочный долг	4.0	0.9	3.0	1.3
Денежные средства и эквиваленты	4.0	2.0	3.6	5.4
Активы	35.7	20.8	22.8	23.9
<b>Показатели</b>				
ЕБИТДА margin (%)	66%	43%	51%	58%
ЕБИТДА/проценты (x)	37	15	32	79
Долг/ЕБИТДА (x)	0.7	1.1	1.2	0.4
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.4	0.7	0.4	-0.3
Долг/Собственный капитал (x)	0.4	0.6	0.4	0.2

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Норникель	Ваа3/BBB-/BBB-
<i>МСФО, 2010</i>	
Выручка, RUB млрд.	12.8
ЕБИТДА margin	58%
Долг/ЕБИТДА	0.4

Единственный торгуемый выпуск облигаций Норникеля, рублевый **Норникель БО-3**, остается одной из самых стабильных бумаг с начала торгов год назад. Выпуск торгуется в диапазоне 99.5-101.5% от номинала все это время. Даже возможный выкуп долей акционеров опускал бонды не больше чем на 1 п.п., аналогичное влияние оказали и недавние потрясения на глобальных финансовых рынках. Для сравнения бумаги Газпрома теряли до 2 п.п. своей стоимости. В связи с этим мы считаем бумагу лучшим защитным инструментом на российском рынке. Однако это же подразумевает и невысокий потенциал ее роста при смене рыночного тренда на положительный.



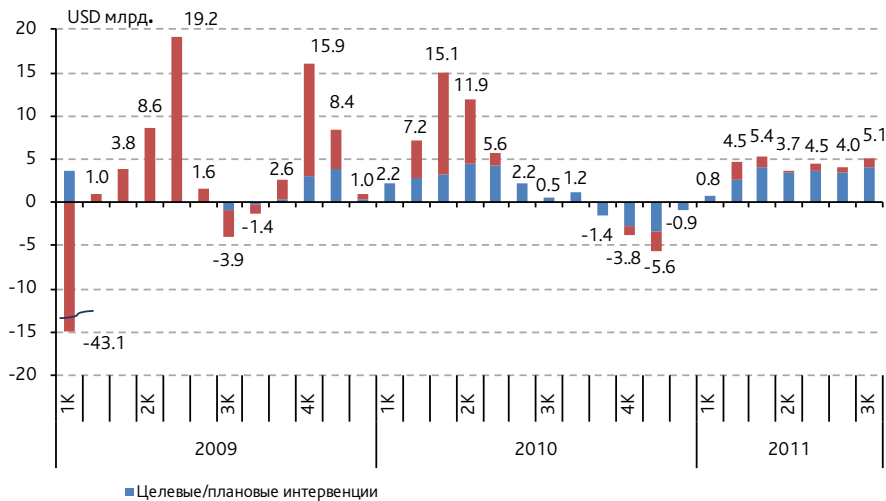
**Сергей Гончаров**  
+7 495 786-35-31  
[sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)

**Российская макроэкономика**

**Банк России сглаживает колебания курса рубля; в июле дважды сдвинул границы 5-рублевого плавающего коридора**

Покупки Банком России иностранной валюты в рамках интервенций в июле 2011 г. составили в общей сложности в долларовом эквиваленте USD5.1 млрд., а именно USD3.7 млрд. и EUR1.0 млрд. Из них – USD2.8 млрд. и EURO.9 млрд. соответственно пришлось на целевые интервенции.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ИНТЕРВЕНЦИЙ БАНКА РОССИИ, 2009-2011



Источник: ЦБ, НБ «Траст»

**КОММЕНТАРИЙ**

Объем интервенций в июле на сумму USD5.1 млрд. (в долларовом эквиваленте) в пересчете на среднемесечную ежедневную величину интервенций вырос на 28% до USD240 млн. в день со USD180 млн. в день месяцем ранее. При этом доля целевых интервенций (RUB4.1 млрд. в долларовом эквиваленте) упала до 81% против 88% в июне. Смещение структуры интервенций в сторону нецелевых (или «накопленных») в общем объеме покупок ЦБ указывает на ослабление повышательного давления на рубль со стороны фундаментальных факторов, а значит, и ухудшение состояния платежного баланса и рост спекулятивной составляющей.

Напомним, что с 1 марта 2011 г. ЦБ сдвигает границы плавающего коридора на 5 копеек вниз каждый раз, когда суммарный объем интервенций, превышающих целевые покупки валюты («накопленные» или «нецелевые» интервенции), достигает USD600 млн. Подтвержденные Банком России границы плавающего коридора 17 июня 2011 г. составляли RUB32.25-37.25. С середины июня по конец июля в рамках «нецелевых» интервенций ЦБ купил более USD1.0 млрд. (около USD600 млн.\*2), таким образом, нижняя граница плавающего коридора ЦБ к 1 августа должна была быть сдвинута дважды по 5 копеек вниз до RUB32.15-37.15.

До августа ЦБ был чистым покупателем иностранной валюты и с начала 2011 года потратил на сглаживание колебаний российской валюты USD28.1 млрд. (в долларовом эквиваленте). Вследствие спекулятивного ослабления рубля по корзине выше USD35.3 несколькими днями ранее ЦБ был вынужден сменить покупки иностранной валюты на продажи. Мы предполагаем, что, начиная с уровня бивалютной корзины близкого к USD35.3 и выше, для стабилизации курса рубля ЦБ может продавать USD100-170 млн. в день, а по достижении RUB36.0 и выше, продажи увеличиваются до USD170-250 млн.



**Мария Помельникова**  
 +7 495 789-35-94  
[maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)

## Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
5 авг	РенессансКапитал-360	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-160	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-160	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-160	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-660	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-460	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-560	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-260	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-160	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-760	5.0	7.25%	3	7.38%
21 июл	Комос Групп-160	1.5	11.00%	3	11.30%
21 июл	ФСК ЕЭС-16	20.0	7.95%	7*	8.11%
19 июл	АИЖК 2011-2-3	1.7	н.д.	32	н.д.
19 июл	АИЖК 2011-2-2	7.5	6.00%	32	8.74%
19 июл	АИЖК 2011-2-1	7.5	8.25%	32	8.51%
18 июл	ГПБ-260	10.0	6.75%	2*	6.86%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
17 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	н.д.	1*
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	н.д.	3

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
11 авг	МОЭК	6.0	9.00%	6.35%	2
11 авг	РосТелеком-01	2.0	9.50%	6.60%	2
12 авг	ВТБ Лизинг-9	4.6	6.65%	7.00%	3*
16 авг	РТК Лизинг-160	1.1	12.00%	11.50%	2
25 авг	Белон-2	2.0	17.00%	0.01%	1
26 авг	Медведь-160	1.0	14.00%	12.50%	1*
30 авг	Макромир Финанс-1	1.0	7.75%	н.д.	2
1 сен	МРСК Юга-2	6.0	17.50%	н.д.	3
8 сен	Судостр.Банк-3	1.5	9.25%	н.д.	1
8 сен	ТехноНИКОЛЬ-2	3.0	13.50%	н.д.	1
8 сен	Элемент Лизинг-2	2.3	11.50%	н.д.	3
12 сен	РЖД-13	15.0	10.00%	0.10%	3
16 сен	СибирАгрГруппа-2	1.0	17.00%	н.д.	1
16 сен	СИБУР-2	30.0	13.50%	н.д.	4
20 сен	Эгида	0.1	9.10%	н.д.	2
22 сен	ГС Сухого	5.0	9.25%	н.д.	6
22 сен	ПЭБ Лизинг-3	0.5	14.00%	н.д.	3
22 сен	Русский Межд.Банк-3	1.1	10.75%	н.д.	2

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
11 авг	Самарская Обл-3	4.5
11 авг	Вестер-Финанс	1.5
11 авг	Европлан	1.0
16 авг	М-Индустрия-1	1.0
23 авг	АИЖК КО-2	0.6
29 авг	Калужская Обл-2	0.8
30 авг	ОМЗ-5	1.5
30 авг	ТГК2-1	4.0
30 авг	РосТелеком-07	1.2
5 сен	ТК Финанс-2	1.0
6 сен	ЮниМилк	2.0
6 сен	МОЭСК	6.0
6 сен	МиГ-2	3.0
6 сен	Волгоградская Обл-03	0.5
7 сен	МОИА-2	1.8
7 сен	ЕБРР-3	7.5
13 сен	МосЭнерго-1	5.0
14 сен	НК Альянс-1	3.0

\* срок до ближайшей оферты, лет

## Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetallInvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3
4 июл	Kyiv 16	USD	300	9.38%	5
28 июн	VimpelCom 14F	USD	200	4.25%	3
24 июн	VimpelCom 17	USD	500	6.25%	6
24 июн	VimpelCom 22	USD	1500	7.50%	11
21 июн	VTB 13CN	CNY	1000	2.95%	3

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
11 авг	AlfaBank Ukr 11	USD	250
11 авг	HCFB 11N	USD	450
7 сен	UkrExim 11	USD	500
6 окт	ProdimeX 11	USD	100
12 окт	Moscow 11E	EUR	374
12 окт	VTB 11	USD	450
17 окт	NurBank 11	USD	150
20 окт	Promsvyazbank 11	USD	225
22 окт	VimpelCom 11	USD	300
4 ноя	InterGaz 11	USD	250

## Дирекция анализа долговых рынков

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

+7 495 789-36-09

## Дирекция финансовых рынков

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

+7 495 647-25-92

## Руководитель дирекции

**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

## Руководитель дирекции

**Дмитрий Игумнов**

+7 495 647-25-98

[dmitry.igumnov@trust.ru](mailto:dmitry.igumnov@trust.ru)

## Макроэкономика и стратегия

**Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)**Мария Помельникова**

+7 495 789-35-94

[maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

## Торговые операции

**Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)

## Клиентские продажи

**Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)**Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)

## Кредитный анализ

**Сергей Гончаров**

+7 495 786-35-31

[sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)**Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

[yana.shnayder@trust.ru](mailto: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. Представленная 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 Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают 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 данному ценному 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.