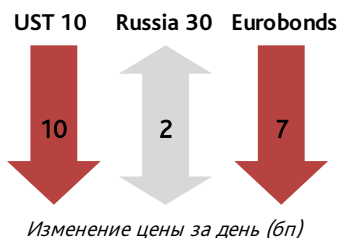


Навигатор долгового рынка

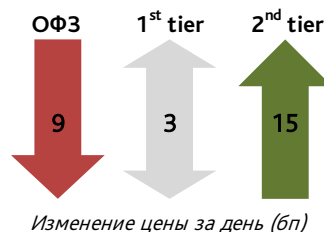
Глобальные рынки и еврооблигации

- Межпартийной договоренности о сокращении бюджетных расходов в США, предельным сроком достижения которой значилось 23 ноября, в этом году, похоже, не будет; рынки восприняли это негативно
- Испания** получит новое правительство на фоне «пробития» 10-летними гособлигациями уровня доходности в 7%; планы нового кабинета по экономическим реформам вряд ли смогут быстро и надолго успокоить инвесторов
- Итоги торгов по еврооблигациям:** низкая активность и разнонаправленное движение котировок; немного подорожали новые евробонды Газпрома
- Открытие торгов по еврооблигациям:** к долговым проблемам Европы присоединился фактор бюджетных прений в США; Brent торгуется ниже закрытия пятницы, ждем открытия торгов в красной зоне
- Reuters: Еврокомиссия** в среду предложит новые меры по усилению бюджетной дисциплины в ЕС, представит три варианта запуска облигаций еврозоны; данные меры могут улучшить ситуацию на рынках лишь в долгосрочной перспективе
- Глава ЦБ России С. Игнатьев:** РФ не готова инвестировать в EFSF до тех пор, пока не ясны механизмы его «левериджа»



Рублевые облигации и денежный рынок

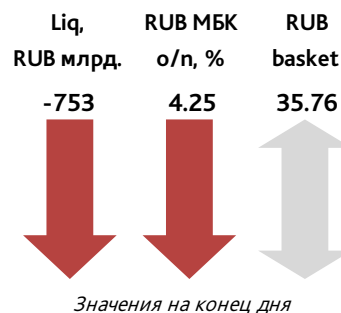
- Продажи на дальнем конце суверенной кривой, активный рынок в корпоративных выпусках
- Русфинанс Банк** планирует разместить RUB4 млрд. облигаций, предлагая две опции по дате оферты; облигации на 1.5-годовом диапазоне предлагают неплохую премию к недавно размещенным облигациям **Росбанка**
- Расчеты по НДС оттянут RUB300–320 млрд., ожидаем напряженность на **money market** и отток собственной ликвидности у банков по итогам дня



Кредитные комментарии

- Лукойл** раскрыл некоторые детали своей 10-летней стратегии; есть риск увеличения долговой нагрузки в ближайшие несколько лет; заметного ухудшения кредитного качества не ожидаем; облигации к покупке не рекомендуем
- ОТП Банк** опубликовал частичные итоги за 9М 2011: активный рост кредитного портфеля при ориентации на высокий кредитный риск не позволяет нарастить рентабельность бизнеса; нейтрально смотрим на рублевые облигации банка
- Евраз** и **НЛМК** претендуют на блокирующий пакет вьетнамского производителя стали **VNSteel**; если сделка и будет иметь место, то не ранее 4К 2012; ее объем оценивается в USD80–85 млн., что не должно оказать негативного влияния на кредитное качество российских металлургов
- Ренессанс Капитал** приобрел турецкого брокера **Mira Menkul**; сумма сделки не более USD2 млн. (**Коммерсант**), другие детали не раскрываются, как и источники финансирования покупки; на данном этапе нейтрально для кредитоспособности инвестиционного банка и его бондов

Индикаторы FX/MM



Российская макроэкономика

- Величина НДС, подлежащего уплате в ноябре 2011, по нашим оценкам, составит RUB300–320 млрд., или +15–18% год-к-году; ожидаем трудности с ликвидностью в банковском секторе

Макроцифра

НДС в ноябре – до RUB320 млрд.

Последние обзоры

- 17 ноября Uranium One: второй эшелон по цене первого
- 16 ноября Группа ГАЗ: противоречивая отчетность за 1П 2011 и планы по выпуску евробондов
- 2 ноября Стратегия долговых рынков: ноябрь 2011 г.
- 1 ноября Совкомфлот: история с циклическим оттенком
- 27 октября Банковская система в сентябре: прибыль под давлением

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

17:30	Индекс деловой активности от ФРБ Чикаго за октябрь
17:45	Переговоры премьер-министра Греции с главами ЕК и Европейского Совета
19:00	Продажи на вторичном рынке жилья в США за октябрь
22:00	Итоги аукциона UST2 в объеме USD35 млрд.
23:00	Завершение продажи ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD8-8.75 млрд.
23:30	Выступление главы ФРБ Атланты Д. Локхарта

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	291	-3
UST10	◄►	1.98	+0.01
Russia 30-UST 10	▼	244	-1
EUR/USD	▲	1.3509	+0.4%
Oil (Brent)	▼	107.7	-0.5%
VIX	▼	32	-2.51

Межпартийной договоренности о сокращении бюджетных расходов в США, предельным сроком достижения которой значилось 23 ноября, в этом году, похоже, не будет; рынки восприняли это негативно

Как сообщило Reuters примерно в 06:00 МСК, сегодня может быть обнародовано заявление о том, что уполномоченный комитет Конгресса США по сокращению бюджетного дефицита (super committee) не смог выполнить возложенную на него задачу. Напомним, что до 23 ноября соответствующее межпартийное образование должно было согласовать действия, которые позволили бы урезать дефицит госбюджета США минимум на USD1.2 трлн. суммарно в течение последующих 10 лет.

Как показали хроника развития событий и результат, идея сокращения госрасходов в разгар предвыборных баталий оказалась неудачной. В итоге межпартийные дискуссии уперлись в два традиционных камня преткновения. Республиканская оппозиция настаивала на сокращении бюджетных расходов на программы медицинского обеспечения Medicare и Medicaid, вынуждая действующую администрацию пойти на политическое самоубийство. Социальные обязательства государства уже использовались оппозицией как инструмент шантажа администрации Б. Обамы в ходе летних баталий в Конгрессе о повышении потолка госдолга.

В свою очередь республиканцы не жаждут акцептовать инициативы демократической партии по повышению налоговой нагрузки для граждан с высоким достатком из-за риска утраты поддержки от этой прослойки электората, осчастливленной еще вступлением в президентство Дж. Буша-мл. Исполнение последним своих предвыборных обещаний о налоговых послаблениях для богатых граждан в числе прочего «либерализма» в экономической политике стало одним из ключевых факторов несбалансированности госфинансов в США.

Если говорить о возможных краткосрочных последствиях отсутствия договоренности о сокращении дефицита, то, как мы понимаем, большинство участников рынка ставят во главу угла риски утраты США наивысшего рейтинга от Moody's и Fitch. Однако мы не думаем, что лишь один бюджетный дефицит может стать достаточным основанием для негативных рейтинговых действий в отношении Соединенных Штатов. Тем не менее спрос на риск на утро понедельника еще больше снизился относительно пятницы: 10-летний on-the-run выпуск **UST10** с открытия азиатской сессии торгуется ниже 1.99% при уровне на закрытии пятничных торгов в США в 2.01%. Декабрьский фьючерс на индекс **S&P 500 (E-mini S&P 500)** торгуется на 10-11 пунктов ниже уровня пятничного закрытия базового актива, составившего 1,215.65 пунктов.

Испания получит новое правительство на фоне «пробития» 10-летними гособлигациями уровня доходности в 7%; планы нового кабинета по экономическим реформам вряд ли смогут быстро и надолго успокоить инвесторов

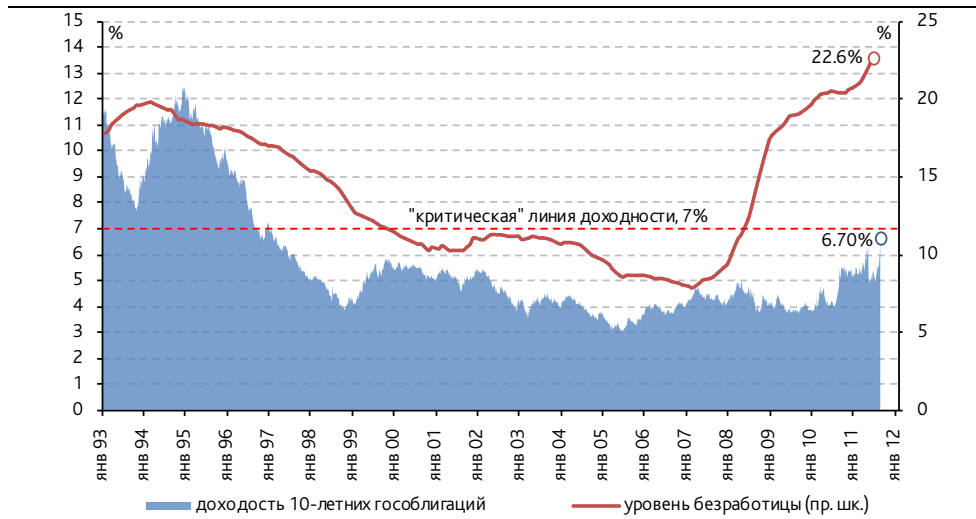
Похоже, в минувшие выходные еще одно правительство в Европе пало жертвой долгового кризиса. По предварительным данным, по итогам воскресных парламентских выборов в Испании победила оппозиционная Народная партия. Новое правительство, как ожидается, возглавит Мариано Рахой. Официально полномочия к новому кабинету перейдут лишь в декабре.

Между тем политические события в этой стране происходят на фоне нового витка кризиса суверенных долгов: в пятницу доходность испанских облигаций впервые с момента вступления страны в зону евро в 1999 г. превысила психологически важную отметку в 7%. Напомним, Греция, Ирландия и Португалия были вынуждены обратиться за внешней поддержкой именно после преодоления их гособлигациями данного порогового значения.

Как показывает диаграмма 1, итоговое значение доходности испанских «10-леток» на конец пятницы составило 6.7%. По информации Reuters, возвращению доходности ниже уровня 7% способствовали действия ЕЦБ: регулятор, обеспокоенный ростом

ставок на рынках суверенного долга Испании и Италии, провел масштабные покупки госбумаг. Доходность 10-летних гособлигаций Италии снизилась за день на 20 бп до 6.6%

ДИАГРАММА 1. ДОХОДНОСТЬ 10-ЛЕТНИХ ГОСОБЛИГАЦИЙ ИСПАНИИ И УРОВЕНЬ БЕЗРАБОТИЦЫ В СТРАНЕ, 1993-2012



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

С нашей точки зрения, приход новой власти в Мадриде может ослабить опасения инвесторов лишь отчасти. Народная партия уже пообещала безотлагательные жесткие реформы. Одной из ключевых для нового правительства, как ожидается, станет проблема рынка труда. Общая безработица в Испании превышает 22%, а среди лиц, моложе 25 лет, этот показатель уже выше 50%. Проблемы испанских сберегательных банков, так полностью и не решенные уходящим кабинетом, также будут в центре внимания новых властей. Тем не менее инвесторы в текущих условиях вряд ли будут готовы довольствоваться лишь планами реформ. Рынки хотят увидеть согласованные и одобренные парламентом меры, которые начали бы применяться и давать результат. Поэтому ждать быстрой и устойчивой нормализации ситуации на рынке госдолга Испании вряд ли стоит.

Итоги торгов по еврооблигациям: низкая активность и разнонаправленное движение котировок; немного подорожали новые евробонды Газпрома

Торги на рынке российских еврооблигаций завершились в пятницу разнонаправленной динамикой и характеризовались пониженной активностью в течение дня. Торговый оборот в целом по рынку составил лишь USD60 млн. против среднегодового значения в USD81 млн.

В нефтегазовом секторе ростом котировок на 50 бп и 10 бп завершили пятницу выпущенные двумя днями ранее выпуски Газпрома, **Gazprom 16N** и **Gazprom 21**. Между тем долгосрочные бумаги газового монополиста потеряли в цене около 30 бп. Умеренным снижением (около 10 бп) завершили последние торги недели выпуски Лукойла, ТНК-ВР и Транснефти. Во втором эшелоне положительная динамика была отмечена по евробондам Вымпелкома (+10–30 бп), однако выпуски Евраз и Северстали подешевели на 30–50 бп. В банковском секторе активность сосредоточилась в выпусках **SberBank 21** (+25 бп) и **Promsvyazbank 15** и **16** (–10 бп и 40 бп соответственно).

Суверенный индикативный выпуск **Russia 30** простоял практически весь день без движений, подешевев в итоге на символические 2 бп до 117.58% от номинала. Спред **Russia 30-UST10** остался практически неизменным – на уровне 244 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: к долговым проблемам Европы присоединился фактор бюджетных прений в США; Brent торгуется ниже закрытия пятницы, ждем открытия торгов в красной зоне

Начало новой рабочей недели на глобальных рынках ознаменовалось появлением новых опасений и сохранением нисходящей динамики в рискованных активах. К долговым проблемам европейской «периферии» присоединился теперь и такой фактор снижения как вероятный провал переговоров в «суперкомитете» Конгресса США по вопросу сокращения бюджетного дефицита. В итоге азиатские фондовые индексы котируются в красной зоне (японский **Nikkei 225** закрылся снижением на 0.3%). Фьючерс на **S&P 500** теряет около 0.7%. Баррель Brent котируется на уровне USD107.4 против USD109.2 на

закрытии основных торгов в России в пятницу. Мы ждем открытия торгов по российским еврооблигациям в отрицательной зоне.

Из новостного фона сегодня отметим переговоры греческого премьер-министра с председателем Еврокомиссии и главой Европейского совета. Л. Пападимос попытается заручиться поддержкой лидеров ЕС по вопросу предоставления очередного кредитного транша, дабы избежать неконтролируемого дефолта уже в середине декабря. В США сегодня обнародуют данные по вторичному рынку жилья. Кроме того, глава ФРБ Атланты Д. Локхарт представит в выступлении свое видение ситуации в американской экономике.

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Алексей Тодоров

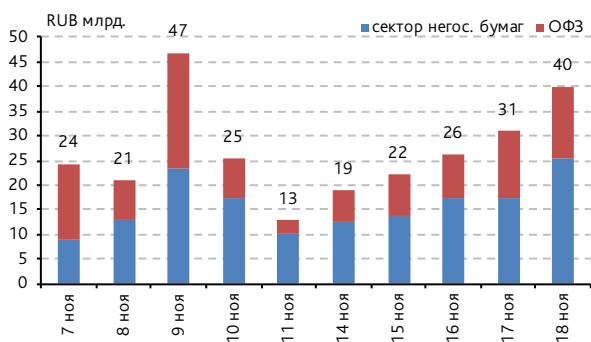
+7 495 647-23-62

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	24.2%
от 1 до 1.5 лет	4.5%
от 1.5 до 2 лет	18.5%
от 2 до 3 лет	27.0%
от 3 до 5 лет	14.6%
> 5 лет	11.2%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	▲ 7.15%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	▲ 8.03%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	◄ 8.34%	7.0
Банки	▲ 8.07%	1.5
Корп 1 эшелон	◄ 7.82%	2.5
Корп 2 эшелон	▼ 8.62%	2.0

Продажи на дальнем конце суверенной кривой, активный рынок в корпоративных выпусках

В сегменте ОФЗ в пятницу основной оборот пришелся на длинные выпуски ОФЗ, где отразилось снижение аппетита к риску: **ОФЗ 26205** и **ОФЗ 26204** подешевели на 20-30 бп.

Русфинанс Банк планирует разместить RUB4 млрд. облигаций, предлагая две опции по дате оферты; облигации на 1.5-годовом диапазоне предлагают неплохую премию к недавно размещенным облигациям Росбанка

Русфинанс Банк планирует разместить RUB4 млрд. 3-летних облигаций серии БО-3. Банк предлагает инвесторам две опции по структуре платежей: YTP 9.52–9.79% к оферте через 1.5 года или YTP 9.73–9.99% – через 2 года. Книга заявок инвесторов на покупку облигаций будет открыта с 23 по 25 ноября 2011 г., а техническое размещение назначено на 29 ноября.

Предложенные параметры обеспечивают премию к кривой ОФЗ на уровне 260–290 бп при оферте через 1.5 года и 250–275 бп на 2-летнем диапазоне. На наш взгляд, ориентиры по доходности интересны ближе к верхней границе на более коротком диапазоне. Напомним, что недавно Росбанк разместил RUB10 млрд. облигаций с YTP 9.15% на 1.5 года, которые на данный момент торгуются около номинала. Таким образом, новые бонды Русфинансбанка предлагают премию 40–65 бп к бондам Росбанка при 1.5-годовой оферте, что, выглядит вполне интересно, особенно ближе к верхней границе ориентиров. Также другой дочерний банк группы Societe Generale, Банк Дельткредит, в начале ноября выпустил облигации с ипотечным покрытием и гарантией от материнского банка при премии к суверенной кривой на уровне менее 100 бп на 3-летнем диапазоне.

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

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



Денежный рынок

События денежного рынка

- 21 ноя Уплата 1/3 НДС за 3К 2011 (RUB300-320 млрд.)
- 22 ноя Аукцион Минфина по размещению средств ФБ (RUB95 млрд., 14 дней)
- 23 ноя Возврат Минфину RUB95.0 млрд. бюджетных средств с депозитов
- 23 ноя Аукцион ОФЗ 26205 на RUB10 млрд.
- 25 ноя Уплата акцизов и НДС за октябрь
- 28 ноя Уплата налога на прибыль за октябрь

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.85/5.25	4.00	5.25	4.00/4.50
2-й круг	5.00/5.50	4.25	5.50	4.50/5.00

Динамика внутри дня (1-й круг)		
УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.85-5.25	4.75-5.00	4.00-4.50

Расчеты по НДС оттянут RUB300–320 млрд., ожидаем напряженность на money market и отток собственной ликвидности у банков по итогам дня

В пятницу заметные оттоки ликвидности, которые могли бы свидетельствовать об опережающих расчетах по НДС (в рамках уплаты которого в ноябре, по нашим оценкам, из системы уйдет порядка RUB300–320 млрд.), не наблюдались. Суммарные остатки на корсчетах и депозитах по итогам дня составили RUB829.2 млрд., на RUB8.5 млрд. превысив итоговый уровень четверга. Увеличение остатков банков на счетах высоколиквидных активов в ЦБ обусловлено более высоким привлечением от ЦБ на аукционе однодневного аукционного РЕПО относительно четверга (+RUB11.2 млрд., RUB189.6 млрд.). Чистая ликвидная позиция банков по операциям с ЦБ, таким образом, осталась практически неизменной, составив –RUB752.9 млрд. (–RUB2.7 млрд. к четвергу).

В ставках money market в пятницу отмечалось некоторое спокойствие после четверга: внутри дня сделки по привлечению средств в овернайт банками первого круга шли на 25 бп ниже уровня предшествующего дня. На конец дня ставки снизились до 4.0–4.5%, –75–100 бп относительно уровней end-of-day четверга. На рынке междилерского РЕПО ставки внутри дня демонстрировали снижение: сделки под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона шли в широком диапазоне 4.25–6.43%, средневзвешенная ставка по сделкам осталась в пределах четверга (5.33–5.55%).

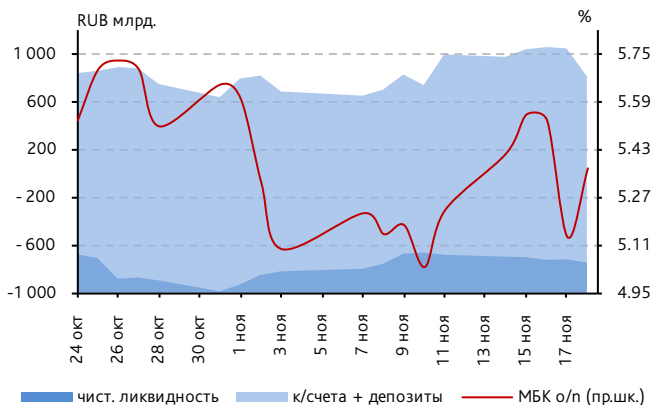
В преддверии сегодняшних налоговых выплат увеличился объем сделок «валютный своп» USD/RUB на ММВБ: оборот по данному инструменту составил USD5.92 млрд. (+USD1.0 млрд. к четвергу). При этом заметного роста стоимости обмена валют мы не увидели: средневзвешенная ставка по всем сделкам составила 5.20%, прибавив 10 бп к четвергу. На приближение дня расчета по налогу указывает и выросший оборот торгов по валюте с расчетами «завтра» (объем соответствующих сделок в терминах USDRUB_TOM по итогам пятницы составил USD5.80 млрд., +USD1.0 млрд. относительно четверга).

Значительные объемы сделок на валютном рынке ММВБ, связанные в первую очередь с привлечением рублей, указывают на отсутствие опережающих расчетов по НДС в прошлые дни. Это заставляет ожидать напряженность на money market и отток собственной ликвидности у банков по итогам дня.

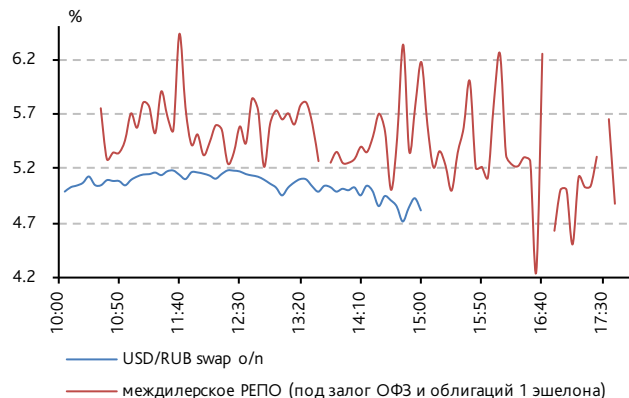


Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

Лукойл раскрыл некоторые детали своей 10-летней стратегии; есть риск увеличения долговой нагрузки в ближайшие несколько лет; заметного ухудшения кредитного качества не ожидаем; облигации к покупке не рекомендуем

В конце прошлой недели президент Лукойла Вагит Алекперов и вице-президент компании Леонид Федун дали интервью, раскрыв некоторые детали стратегии развития компании. Дополнительная информация появится в декабре после утверждения 10-летней программы развития на собрании совета директоров.

КОММЕНТАРИЙ

Основными тезисами, прозвучавшими в ходе двух интервью, на наш взгляд, являются следующие:

- **Стратегия.** Руководители компании сообщили, что в ближайшие 10 лет Лукойл перейдет от стратегии накопления денежных средств к стратегии роста добычи.
- **Добыча.** Топ-менеджеры обещают, что 2011 г. будет последним годом, когда наблюдалось падение добычи. В 2012–2013 гг. они ожидают рост порядка 2% в год.
- **Переработка.** Лукойл намерен снизить объем выпуска темных нефтепродуктов на 72% до 2020 г.
- **Инвестиционная программа.** При общем объеме инвестиционной программы свыше USD100 млрд. на 10 лет в ближайшие несколько лет объем капитальных вложений составит USD12–18 млрд. в год.
- **Денежные потоки и дивидендная политика.** В силу большого объема капитальных затрат свободный денежный поток будет минимальным в ближайшие годы. При этом дивиденды компании будут увеличиваться, и планируются на уровне 15–25% от чистой прибыли.

Мы считаем, что переход компании от стратегии накопления денежных потоков к стратегии роста добычи означает для кредиторов риск увеличения долговой нагрузки. Мы согласны с тем, что инвестиционная программа компании, вероятно, будет профинансирована за счет операционного денежного потока. В тоже время выплата дивидендов потребует от Лукойла привлечения дополнительных заемных средств. Такое распределение средств компании акционерам за счет привлечения новых займов будет, по всей видимости, рассматриваться существующими кредиторами как негативный сигнал. Однако с учетом низкой долговой нагрузки Лукойла, предполагаемого роста добычи и изменения структуры нефтепереработки мы считаем, что серьезного ухудшения кредитного качества компании не произойдет.

Выпуски еврооблигаций **Lukoil 14**, **Lukoil 17** и **Lukoil 22**, торгуются на кривой Газпрома, а **Lukoil 19** и **Lukoil 20** – на уровне ТНК и Новатэка. Мы не ждем от еврооблигаций Лукойла опережающей динамики в ближайшее время. Рублевые облигации торгуются с премией не более 50 бп к ОФЗ, поэтому также не представляют торгового интереса.



Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

ОТП Банк опубликовал частичные итоги за 9М 2011: активный рост кредитного портфеля при ориентации на высокий кредитный риск не позволяет нарастить рентабельность бизнеса; нейтрально смотрим на рублевые облигации банка

На прошлой неделе группа ОТП опубликовала финансовые результаты за 9М 2011 г. в соответствии с внутренними стандартами отчетности, раскрыв частичные показатели российского подразделения.

КОММЕНТАРИЙ

Итоги деятельности российского подразделения мы оцениваем нейтрально: рост кредитного портфеля и чистой процентной маржи позволили банку заработать больше операционных доходов в 3К 2011 г., но увеличение отчислений в резервы помешало

Лукойл	Ваа2/BBB-/BBB-
<i>US GAAP, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	64.5
EBITDA margin	16%
Долг/EBITDA	0.6

ОТП Банк	Ва1/BB/NR
<i>РСБУ, 10М 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	92.1
NPLs (+1 день)	11.1%
H1	17.0%

нарастить чистую прибыль, а финансирование бизнеса за счет выпуска облигаций привело к росту зависимости фондирования от публичных рынков долга.

В 3К 2011 г. банк получил около HUF9 млрд. (RUB1.2 млрд.) чистой прибыли, сформировав более 20% чистой прибыли всей группы. Заметим, что доходы от основной деятельности показали существенный прирост благодаря увеличению масштабов бизнеса (кредитный портфель вырос на 13%) и росту чистой процентной маржи. Так, NIM выросла, по оценкам банка, на 0.3 п.п. до 18.4% за квартал. Как мы понимаем, наибольшее влияние на рост маржинальности бизнеса оказал рост доли более прибыльных займов посредством кредитных карт в портфеле.

Однако основное негативное влияние на прибыль оказал рост отчислений в резервы ввиду изменения методологии оценки качества кредитов. Технически это отразилось на пересмотре доли проблемных активов за прошлые периоды и привело к росту стоимости риска: +1.7 п.п. до 7.2%. При этом доля NPLs (+90 дней) продолжает составлять существенные 13% от ссудного портфеля по итогам 9М 2011 г., а уровень покрытия резервами составляет менее 100% (89%).

Темпы прироста розничных депозитов несколько отставали от динамики кредитного портфеля, а финансирование роста осуществлялось посредством выпуска облигаций и привлечения банковских займов. Так, по итогам 9М 2011 г. показатель «Кредиты/Депозиты» достиг 152% (126% для группы), что свидетельствует о высоком уровне зависимости фондирования от оптового долга. Также заметим, что по данным РСБУ, банк привлек около RUB2.5 млрд. средств Минфина в 3К 2011 г.

Обращаем внимание, что уровень достаточности капитала Н1, по данным РСБУ на 01.11.2011 г., снизился до 17.0% (19.6% по итогам 1П 2011 г.). Данный уровень является приемлемым для розничного банка, но сохранение высоких темпов роста кредитного портфеля при ориентации на высокий кредитный риск создает давление на показатель в будущем. Вдобавок, дополнительные риски создают возможное ухудшение операционных условий в России, а также ограниченные возможности поддержки материнской группой. Напомним, что из-за ухудшения экономической ситуации в Венгрии, регуляторами был принят ряд мер, оказывающих давление на венгерские банки, ориентированные на ипотечное кредитование, и кредитоспособность ОТП Банка, в частности (см. [«Навигатор долгового рынка»](#) от 06.10.2011 г.).

Недавно размещенный выпуск **ОТП БО-3** торгуется в районе номинала с УТР 10.7-10.6%, не обладая, на наш взгляд, потенциалом роста котировок. Другие выпуски не отличаются особой ликвидностью: последние сделки по **ОТП-1** и **ОТП БО-1** проходили с доходностью не менее УТМ 11.0% на диапазоне около 2.5 лет.



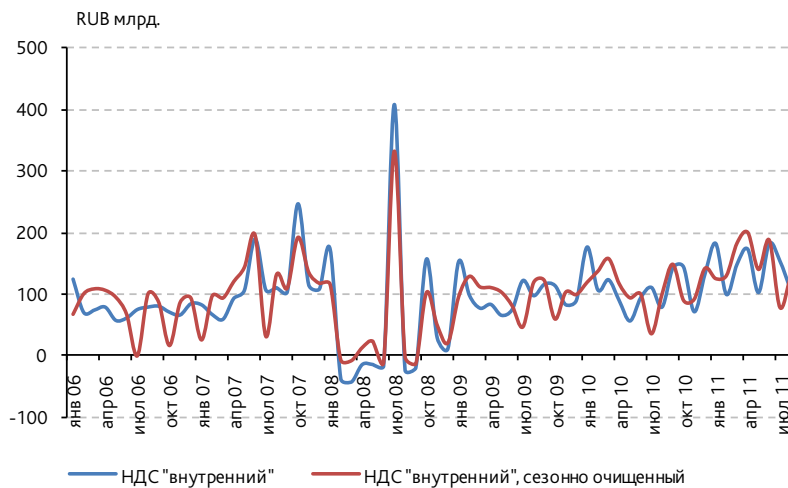
Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Российская макроэкономика

Величина НДС, подлежащего уплате в ноябре 2011, по нашим оценкам, составит RUB300–320 млрд., или +15–18% год-к-году; ожидаем трудности с ликвидностью в банковском секторе

21 ноября – предельный срок уплаты 1/3 НДС за 3К 2011 г. По нашим оценкам, величина оттока ликвидности из банковской системы на счета Федерального казначейства в связи с уплатой НДС в ноябре составит RUB300–320 млрд. Данная сумма включает платежи по НДС на товары, реализуемые на территории России (см. диаграмму 1), ввезенные в Российскую Федерацию (см. диаграмму 2), а также доначисления по итогам прошлых налоговых периодов. По сравнению с ноябрем 2010 г. бюджет получит на 15–18% больше, что обусловлено как увеличением налоговой базы, так и усилением налогового и таможенного контроля.

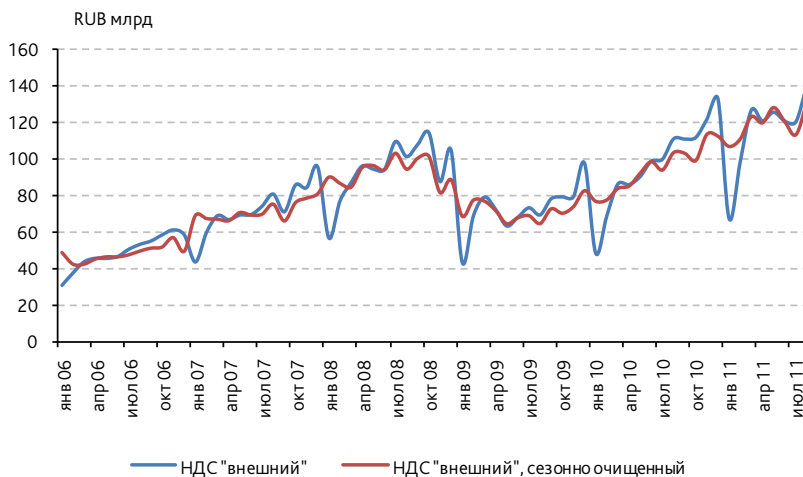
ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА НДС НА ТОВАРЫ, РЕАЛИЗУЕМЫЕ НА ТЕРРИТОРИИ РФ



Источник: Федеральное казначейство, НБ «ТРАСТ»

Увеличение налоговых и таможенных поступлений при сохранении текущих ставок НДС в целом является позитивной макроэкономической тенденцией. С точки зрения финансового сектора, любое увеличение оттока денежных средств на фоне роста дефицита ликвидности усиливает риски разрыва потоков денежных платежей. Учитывая неоднородность структуры банковской системы и приоритеты денежно-кредитной политики Банка России, логично предположить, что наибольшие трудности с ликвидностью будут испытывать банки второго и третьего эшелона (подробнее см. [«Ликвидность: доступ банков к средствам ЦБ РФ и прочих госструктур»](#)). Однако ситуация может быть улучшена за счет ожидаемого роста интенсивности исполнения расходной части федерального бюджета в конце ноября – декабре 2011 г., который, впрочем, не реализовался в 1-2-ой декадах ноября.

ДИАГРАММА 2. ДИНАМИКА НДС НА ТОВАРЫ, ВВЕЗЕННЫЕ НА ТАМОЖЕННУЮ ТЕРРИТОРИЮ РФ



Источник: Федеральное казначейство, НБ «ТРАСТ»

Анализ структуры и динамики налоговой базы НДС свидетельствует об относительном увеличении доли «внешнего НДС», администрируемого Федеральной таможенной службой России. Основной вклад в прирост обусловлен восстановлением роста импорта, а также сезонным фактором, воздействие которого аналогично механизму корректировки докризисного периода.



Иван Синельников
+7 495 789-36-09
ivan.sinelnikov@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
17 ноя	Промкапитал-1	0.1	7.00%	3	7.00%
17 ноя	Нижегородская обл-7	8.0	9.95%	5	10.10%
16 ноя	Росбанк-Збо	10.0	8.95%	1.5*	9.15%
15 ноя	Банк Зенит-Збо	3.0	8.75%	1*	8.93%
15 ноя	НЛМК-7бо	10.0	8.95%	3	9.15%
11 ноя	РусСтандарт-1бо	5.0	11.00%	1*	11.29%
10 ноя	Газпром капитал-3	15.0	7.50%	1*	7.64%
10 ноя	Инг Банк (Евразия)-2	5.0	8.22%	3	8.04%
10 ноя	Краснодар-2	1.1	9.00%	4	9.20%
9 ноя	ДельтаКредит-8	5.0	8.33%	3*	8.50%
8 ноя	Еврофин-Недвиж.-3	1.5	3.00%	0*	3.00%
8 ноя	РСХБ-15	10.0	8.75%	2*	8.94%
3 ноя	ОТП Банк-Збо	4.0	10.50%	1*	10.75%
2 ноя	ВЭБ-Лизинг-9	5.0	8.80%	3*	8.99%
1 ноя	ВЭБ-Лизинг-8	5.0	8.80%	3*	8.99%
31 окт	РТК-1	0.3	9.00%	2	8.63%
27 окт	ФСК ЕЭС-15	10.0	8.75%	3*	8.94%
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	8.50%	5	8.68%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
22 ноя	ТрансФин-М-16	1.0	н.д.	3*
24 ноя	Костромская обл-6	4.0	9.50%	5
29 ноя	Русфинанс Банк-2бо	4.0	н.д.	3
30 ноя	Абсолют Банк-1бо	5.0	10.5-11%	1.5*
2 дек	Uranium One-1	16.5	9.5-10.5%	5*
5 дек	Автодор-1	3.0	н.д.	5
6 дек	Бинбанк-Збо	2.0	11.75-12.5%	1*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
21 ноя	ПеноПлэкс-2	2.5	14.00%	14.00%	3
23 ноя	Разгуляй Фин.-4	3.0	0.00%	0.00%	2
24 ноя	МОЭК	6.0	6.35%	6.35%	2
28 ноя	РЖД-12	15.0	14.90%	0.10%	8
29 ноя	Матрица-3	0.5	15.00%	н.д.	1
29 ноя	МетКомБанк-1	0.9	9.40%	н.д.	2
29 ноя	Тинькофф КредСист-2бо	1.5	16.50%	16.50%	2
30 ноя	ВнешПромБанк-1бо	3.0	9.30%	н.д.	2
1 дек	ТрансГазСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*
2 дек	ОМЗ-6	1.6	13.00%	н.д.	2
6 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.50%	н.д.	3
7 дек	ВТБ Лизинг-7	4.2	6.85%	н.д.	5
7 дек	СКБ-Банк-4бо	2.0	9.80%	н.д.	2
8 дек	Райффайзенбанк-4	10.0	13.50%	н.д.	2
8 дек	Росдорбанк	1.1	10.50%	н.д.	2
8 дек	РСХБ-05	10.0	13.50%	н.д.	7
8 дек	Формат	1.0	17.00%	н.д.	1
8 дек	ЧТПЗ-1бо	5.0	16.50%	н.д.	1

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
22 ноя	ЭнергоМаш	0.7
23 ноя	Аладушкин-2	1.0
29 ноя	Интегра-2	3.0
30 ноя	Мастер-Банк-3	0.7
30 ноя	КМБ-Банк-2	3.4
8 дек	ЛУКОЙЛ-03	8.0
8 дек	Казань-6	1.0
8 дек	РосТелеком-09	1.0
9 дек	ОГКЗ	3.0
15 дек	НСХ-финанс	1.0
15 дек	Разгуляй-09бо	2.0
18 дек	Москва-50	15.0
21 дек	Золото Селигдара-2	0.5
22 дек	Томск-2	0.2
22 дек	ХМАО-6	2.0
25 дек	Иркутская Обл-317	0.3
26 дек	Томская Обл-4	0.3
26 дек	Электросталь-2	0.2

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
17 ноя	Gazprom 16N	USD	1000	4.95%	5
17 ноя	Gazprom 21	USD	600	6.00%	10
21 окт	VTB 15C	CHF	225	5.00%	4
17 окт	Turkey 22	USD	1000	5.13%	11
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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
30 ноя	Mir. KhliboProdukt 11	USD	250
21 дек	UkrSibBank 11	USD	500
30 дек	MDM 11N	USD	130
1 янв	TristanOil 12	USD	420
11 янв	Brazil 12	USD	1250
14 янв	UMS 12	USD	1500
23 янв	Colombia 12	USD	900
23 янв	Turkey 12	USD	1000
28 янв	MTS 12	USD	400
2 фев	TatFondBank 12	USD	225

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 управления торговли

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Руководитель управления продаж

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Управление продаж

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@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, выраженными 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.