

Долговые и денежные рынки  
1 октября 2012 г.

## Конъюнктура рынков

### Внешние рынки

Глобальные площадки так и не смогли определиться с тем, насколько они лояльны к рисковому активам – фондовым площадкам не удалось обеспечить уверенных положительных переоценок. По-прежнему наибольшие беспокойства вызывают европейские финансовые риски, которые ограничивают спрос на долговые бумаги региона. В то же время, складывается впечатление, что нежелание фиксировать убыток под конец месяца удержало от sale-off инвесторов в испанские бонды даже после весьма неоднозначных результатов стресс-теста испанских банков, а также усиливающихся опасений, что Испания может получить рейтинг «мусорного уровня».

### Российские еврооблигации

В пятницу участники рынка постарались удержать евробонды в области положительных переоценок, несмотря на то, что внешний фон сохранялся весьма нестабильным.

### Рублевые облигации

Для рублевых облигаций сентябрь неделя, месяц и квартал завершились попыткой сохранить позитивный настрой. При этом не стал серьезным препятствием для положительных переоценок в ОФЗ новый план Минфина по размещениям на 4 квартал, «обещающий» серьезный навес долгосрочного предложения. Вероятно потому, что регулятор «задержал» его выход почти до окончания торгов.

### FX/Rates

Локальный валютный рынок, открывший торги пятницы с сильного укрепление рубля на фоне благоприятной ситуации на сырьевых площадках, не смог завершить их на столь же позитивной ноте.

### Наши ожидания

Октябрь на глобальных площадках начинается без особого позитива – ощущается давление слабых макроданных из Китая и Японии, которые «тянут» в область отрицательных переоценок и сырьевые площадки. Понедельник насыщен макроотчетами из Европы и США, характеризующими уровень деловой активности в производственном секторе (PMI), в отношении которых довольно пессимистические прогнозы.

В сегменте российских евробондов инвесторы постараются зафиксировать пятничный рост, особенно на фоне слабой динамики внешних площадок.

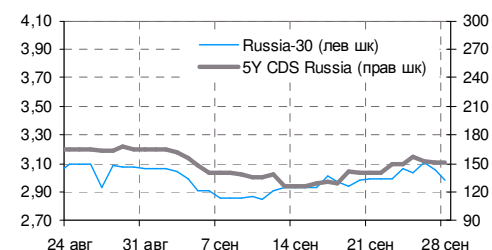
В рублевом сегменте, как мы полагаем, будет более заметен резонанс на анонс графика аукционов по ОФЗ на 4 квартал, который может подтолкнуть к фиксации в гособлигациях длинной дюрации. К тому же динамика рубля сегодня тоже не в пользу долговых инструментов.

Сегодня, на наш взгляд, не следует рассчитывать на

#### Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	2,98	-7
CDS России	150	-2
MOSPRIME o/n	6,46	8
NDF 3M	6,34	3
	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	748,9	64
Остатки на депозитах, млрд руб.	90,8	19
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,19	0,15
Корзина (ЦБ), руб	35,24	0,16

#### Динамика доходности Russia-30 и CDS России



#### Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,36	-0,2
ERIBOR 3M	0,22	-0,1
EUR/USD	1,29	
UST-10	1,63	-2
Германия-10	1,44	-2
EFSF-10	2,11	0
Италия - 10	5,08	-2
Испания - 10	5,90	-1
Португалия-10	8,87	4
CDS 5Y Ирландия	319	0
CDS 5Y Португалия	515	-2
CDS 5Y Италия	356	-6
CDS 5Y Испания	387	-5

#### Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	567,9	2
iTRAXX CEEMEA 5Y	215,4	-2
iTRAXX SOVX WE 5Y	147,9	2

#### Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,07	3
ОФЗ 26205	7,76	-1
ОФЗ 26207	8,18	-2
Газпром-11	7,43	7
РЖД-10	7,36	1
ФСК-15	8,00	0
MTC-05	8,73	0
ВымпелКом-4	9,35	-1
Металинвест-5	9,30	0
РусалБр-8	15,07	26
РСХБ-15	8,13	-10

#### Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,25	0
Gazprom-37	5,37	-3
Sberbank-21	4,59	0
AlfaBank-21	6,77	-2
Evraz-18	6,66	-7
Vimpel-22	6,79	-9
TNK-BP-18	3,54	0

укрепление позиций рубля. Внешний фон не выглядит позитивным, кроме того, вероятность дальнейшего роста цен на нефть весьма не высока.

## Главные новости

### Правительство внесло в Госдуму проект бюджета 2013-2015.

Принятие бюджета в предложенном виде будет означать ужесточение бюджетной политики в 2013 г. Фактически Правительство сохраняет приверженность консервативной бюджетной и долговой политике, однако риски отхода от этой практики остаются высокими.

### Минфин опубликовал календарь аукционов по ОФЗ на 4 кв. 2012 года.

В общих масштабах года план на грядущий квартал выглядит более значительно, чем по остальным кварталам. К тому же не ожидается существенной поддержки в форме выхода погашаемых займов. В свете этого перспективы успешности реализации планов регулятора будут весьма чувствительны к тому, как будет складываться общая рыночная конъюнктура, а также насколько удастся продвинуться вперед в части обеспечения дополнительного притока в рынок нерезидентов.

### Банк Петрокоммерц (B1/B+/-): понижение рейтинга от Moody's.

Снижение рейтинга от Moody's на 1 ступень привело к тому, что кредитная организация имеет теперь только высокоспекулятивные международные оценки. Такое действие, на наш взгляд, может привести к росту доходности облигаций банка на 20-30 б.п.

### Металлоинвест: отчетность за 1 пол. 2012 год по МСФО.

Финансовые итоги можно охарактеризовать как нейтральные – компания в непростых условиях продолжает удерживать достойный уровень прибыльности бизнеса, генерируя солидный операционный денежный поток. Кредитные метрики ухудшились, что, впрочем, было ожидаемо, но остаются умеренными. Не исключаем осторожного интереса к евробонду Metalloinvest-16, попавшего под распродажу в последнее время.

Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте, либо на нашем сайте в интернете. Для этого Вам достаточно прислать заявку с указанием адреса электронной почты, на который Вы хотели бы получать аналитические материалы, на адрес [research@nomos.ru](mailto:research@nomos.ru) или, пройдя по ссылке <http://nomos.ru/investment/special/>, заполнить форму подписки.

## Рыночная конъюнктура

### Внешние рынки

Глобальные площадки так и не смогли определиться с тем, насколько они лояльны к рисковому активам – фондовым площадкам не удалось обеспечить уверенных положительных переоценок. По-прежнему наибольшие беспокойства вызывают европейские финансовые риски, которые ограничивают спрос на долговые бумаги региона. В то же время, складывается впечатление, что нежелание фиксировать убыток под конец месяца удержало от *sale-off* инвесторов в испанские бонды даже после весьма неоднозначных результатов стресс-теста испанских банков, а также усиливающихся опасений, что Испания может получить рейтинг «мусорного уровня».

В пятницу на глобальных площадках не наблюдалось стремления наращивать позиции в рисковом активах. Прежний набор преобладающих опасений сдерживал покупательскую активность, хотя и серьезного давления продаж также не ощущалось, несмотря на то, что, в целом, какой-либо поддержки позитивными новостями не было.

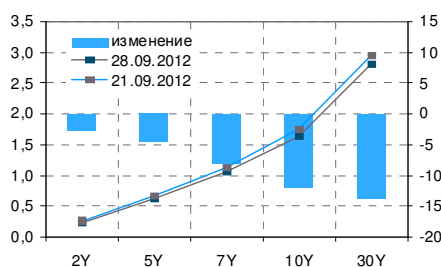
Для инвесторов в сегменте европейского госдолга важными были итоги стресс-тестов испанских банков. В силу того, что общая потребность в дополнительном финансировании была оценена в 59,3 млрд евро, то есть фактически в рамках ожидаемых 60 млрд евро, дополнительного давления новости не ощущалось. Вероятно, именно данный факт обеспечил ценовую стабильность испанским гособлигациям – по 10-летним доходность осталась на уровне 5,9% годовых. В то же время не уменьшаются опасения, что рейтинг Испании может в ближайшее время опуститься до «мусорного уровня» - о своих планах понизить оценку заявило агентство Moody's, сославшись на то, что предпримет переоценку, если испанский Минфин обратится за полномасштабной финансовой помощью.

В целом, интрига по части того, как будет развиваться ситуация вокруг поддержки нуждающихся в финансовой помощи стран ЕС, сохраняется, и вряд ли она получит развязку на первой октябрьской неделе. В ближайшие дни центральным событием в ЕС будет предстоящее на 4 октября заседание ЕЦБ, от которого рынки ждут не сколько решения по ставке, а общих тезисов монетарной политики регулятора и его оценок текущих инфляционных рисков. Так, представленные предварительные данные о росте потребительских цен в ЕС за сентябрь оказались хуже прогнозов (2,7%). Примечательно, что ускорение инфляции в Еврозоне началось еще до объявления возможных стимулирующих мер. Таким образом, вопрос относительно выполнения одной из основных функций ЕЦБ, поддержание ценовой стабильности в Еврозоне, остается открытым. С одной стороны, реализация программы выкупа окажет поддержку странам, испытывающим затруднения, с другой – Германия, являющаяся противником всех без исключения мер, способных привести к росту инфляции, может вновь встать на пути запуска данных мер. Дополнительно отметим, что обозначенный в мандате ЕЦБ уровень инфляции не должен превышать 2%.

На американских площадках также не наблюдалось особого оптимизма по части рисков: спрос на UST сохранялся довольно стабильным, доходность 10-летних treasuries снизилась на 2 б.п., до 1,63% годовых. Вероятно, в силу того, что пятничная макростатистика из США была смешанной. Так, расходы населения США в августе 2012 года увеличились на 0,5%, а доходы - всего на 0,1%. В то же время индекс потребительского доверия от Мичиганского университета в США вырос в сентябре до 78,3 пункта по сравнению с 74,3 пункта месяцем ранее.

Высокая волатильность - ключевая характеристика международного валютного рынка в последнее время. В пятницу пара EUR/USD при открытии азиатской сессии продолжала демонстрировать восходящий

Кривая доходности гособлигаций США



тренд, сформированный еще накануне, достигнув уровня 1,259х. Вместе с тем, инвесторы довольно негативно отреагировали на представленные европейские статданные по инфляции, которые спровоцировали сильную коррекцию европейской валюты. Блок статистики США практически не отразился на общем настрое участников, продолжавших активно избавляться от евро.

Единственное, что могло повлиять на направление рынка, это итоги стресс-тестов испанских банков. Вместе с тем, реакция участников была довольно неоднозначной. По итогам недели пара EUR/USD достигла уровня 1,2855х.

*Ольга Ефремова*  
*Алексей Егоров*

## Российские еврооблигации

*В пятницу участники рынка постарались удержать евробонды в области положительных переоценок, несмотря на то, что внешний фон сохранялся весьма нестабильным.*

В последний день сентября инвесторы проявляли довольно позитивный настрой в отношении российских евробондов, чему, как мы полагаем, по большей части «благоприятствовало» желание завершить месяц и весь 3 квартал на позитивной волне вопреки тому, что внешний фон сохранялся достаточно нестабильным.

Так, в суверенных выпусках можно было наблюдать рост котировок Russia-30 от 126,125% (YTM 3,0%) при открытии до дневного максимума и в целом максимума всего сентября на уровне 126,5% (YTM 2,95%).

По Russia-42 котировки росли в течение дня от 119,625% (YTM 4,43%) до 120,5% (YTM 4,38%).

К вечеру более явным и вполне объяснимым было желание отчасти зафиксировать ощутимый ценовой рыбок: при закрытии котировки Russia-30 были на уровне 126,25% (YTM 2,98%), а Russia-42 – 120,125% (YTM 4,40%).

В корпоративных выпусках также преобладающим был настрой на положительные переоценки, хотя значительных торговых оборотов и общего ажиотажа покупателей не наблюдалось. В целом, «лучше рынка» выглядели выпуски Евраза, прибавляющие более 50 б.п., а также ВымпелКома, Сбербанка и ВТБ, которые были объектом покупки и прибавляли от 25 до 50 б.п.

Наступающая неделя не обещает каких-то кардинальных перемен общего сентимента, хотя, как мы полагаем, участники сегодня постараются зафиксировать пятничный рост. Отметим, что сохраняется интерес к первичному рынку – на этой неделе road show по новым бумагам Северстали, которая, как мы полагаем, постарается «продвинуть» инвесторам 7-летние бумаги по той простой причине, что 5-летние (Sevstal-17/ YTM 5,09%) у нее уже имеются, и на наш взгляд, менеджмент постарается не усилить пик выплат 2017 года.

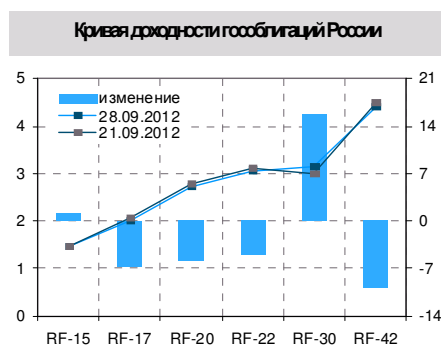
В части общих перспектив движения рынка, отметим, что здесь по-прежнему все будет определяться внешними «навигаторами».

*Ольга Ефремова*

## Рублевые облигации

*Для рублевых облигаций сентябрь неделя, месяц и квартал завершились попыткой сохранить позитивный настрой. При этом не стал серьезным препятствием для положительных переоценок в ОФЗ новый план Минфина по размещениям на 4 квартал, «обещающий» серьезный навес долгосрочного предложения. Вероятно потому, что регулятор «задержал» его выход почти до окончания торгов.*

В сегменте рублевых облигаций пятничные торги характеризовались довольно настойчивыми попытками удержаться в области положительных переоценок – мотивация была высока (подведение не



только итогов месяца, но и всего 3 квартала).

В свете этого ценовой рост в диапазоне 15-30 б.п. был зафиксирован фактически по всему спектру ОФЗ. Отдельно отметим, что какого-то серьезного резонанса на опубликованный Минфином график аукционов на 4 квартал текущего года не ощущалось, хотя он и «обещает» довольно серьезный навес предложения именно долгосрочных (10-15 лет) гособлигаций. С одной стороны, публикация данных состоялась уже фактически накануне закрытия торгов, и участники просто не успели отыграть новость. С другой - как показала практика августа-сентября этого года, Минфин довольно лоялен в части перемены своих планов, ориентируясь на преобладающую на момент проведения аукциона конъюнктуру. В свете этого, как мы полагаем, серьезной угрозы с точки зрения возможного давления на рынок инвесторы для себя пока не увидели. Однако не стоит исключать, что наиболее осторожные участники постараются ограничить свое присутствие в длинных ОФЗ, надеясь, что регулятор предложит на новых аукционах премию к рынку. В целом, ждать уже недолго – 3 октября ожидается размещение 15-летних ОФЗ серии 26207 на 25 млрд руб. Индикативы Минфин объявит завтра, а сегодня инвесторы постараются обозначить свои «справедливые уровни».

В корпоративном секторе динамика котировок была смешанной, при определенном перевесе в сторону сделок, завершившихся «в плюс», но все это мало отражает реальное состояние рынка.

Сегодня, когда волна «вынужденных» переоценок откатилась, можно будет более детально оценить, насколько корпоративный сектор кажется участникам рынка привлекательным. На наш взгляд, вторичный рынок на текущий момент весьма беден на идеи, в то время как первичное предложение еще может обеспечить в отдельных случаях наличие премии ко «вторичке».

*Ольга Ефремова*

## Forex/Rates

*Локальный валютный рынок, открывший торги пятницы с сильного укрепление рубля на фоне благоприятной ситуации на сырьевых площадках, не смог завершить их на столь же позитивной ноте.*

В последнее время все очевиднее становится зависимость курса рубля от котировок нефти. При этом иногда направление тренда цен на нефть имеем большее значение, чем уровни, на которых происходят торги. Так, в пятницу баррель марки Brent в рамках российской сессии не опускался ниже отметки 112 долл. Однако снижение цены во второй половине дня, совпавшее с коррекцией пары EUR/USD, оказало на рубль очень сильное давление. По итогам дня курс доллара достиг значения 31,19 руб. против 30,94 руб. при открытии торгов. Стоимость бивалютной корзины также выросла - с 34,98 руб. до 35,21 руб. Отметим, что на этой неделе фактор налоговых выплат уже не будет оказывать национальной валюте поддержку, что снижает её шансы на укрепление.

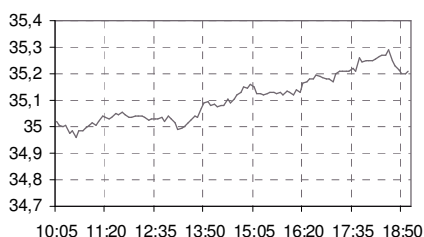
Ликвидность банковской системы в пятницу увеличилась. Согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах составила 839,7 млрд руб., прибавив 83,2 млрд руб. Примечательно, что кредитные организации в пятницу сократили объем задолженности перед ЦБ по РЕПО о/п на 78 млрд руб. Мы полагаем, что источником пополнения ресурсной базы стали бюджетные средства, выделенные в последний рабочий день третьего квартала. Вместе с тем, ставки денежного рынка продолжали расти. В частности, MosPrime о/п достигла отметки 6,46% - максимального значения с начала июля.

*Алексей Егоров*

## Наши ожидания

Октябрь на глобальных площадках начинается без особого позитива –

Динамика бивалютной корзины



ощущается давление слабых макроданных из Китая и Японии, которые «тянут» в область отрицательных переоценок и сырьевые площадки. Понедельник насыщен макроотчетами из Европы и США, характеризующими уровень деловой активности в производственном секторе (PMI), в отношении которых довольно пессимистические прогнозы.

В сегменте российских евробондов инвесторы постараются зафиксировать пятничный рост, особенно на фоне слабой динамики внешних площадок.

В рублевом сегменте, как мы полагаем, будет более заметен резонанс на анонс графика аукционов по ОФЗ на 4 квартал, который может подтолкнуть к фиксации в гособлигациях длинной дюрации. К тому же динамика рубля сегодня тоже не в пользу долговых инструментов.

Сегодня, на наш взгляд, не следует рассчитывать на укрепление позиций рубля. Внешний фон не выглядит позитивным, кроме того, вероятность дальнейшего роста цен на нефть весьма не высока.

*Ольга Ефремова*

*Алексей Егоров*

## Календарь событий

### Долговой рынок

- 02 октября Размещение: УБРиР, БО-01
- 03 октября Размещение ОФЗ серии 26207 на 25 млрд руб.
- 05 октября Размещение: ФК ОТКРЫТИЕ, 03

### Внешний долговой рынок

- 1 октября Размещение векселей Нидерландов на 2 млрд евро на 268 дней на 2 млрд евро на 85 дней.  
Размещение векселей Франции на 4 млрд евро на 91 день, на 1,7 млрд евро на 168 дней, на 1,3 млрд евро на 350 дней.  
Размещение векселей США на 32 млрд долл. на 3 месяца, на 28 млрд долл. на 6 месяцев.
- 4 октября Размещение гособлигаций Испании.  
Размещение гособлигаций Франции с погашением в 2018, 2022 и 2041 годах.

### Макроэкономические события

- 1 октября ЕС: финальные индексы деловой активности производственного сектора PMI в Германии, Франции, Великобритании, ЕС в целом. Безработица в августе в Италии, ЕС в целом.  
Китай: индекс деловой активности в производственном секторе PMI за сентябрь.  
США: индекс деловой активности в производственном секторе ISM за сентябрь, финальный PMI от Markit за сентябрь; расходы на строительство в августе. Выступление Б. Бернанке.
- 2 октября ЕС: PPI в августе.
- 3 октября ЕС: финальные PMI в сфере услуг в Германии, Франции, Италии, ЕС в целом; розничные продажи в августе  
США: индекс запросов на ипотечное кредитование; индекс деловой активности в непромышленном секторе за сентябрь, изменение количества рабочих мест в частном секторе от ADP в сентябре.
- 4 октября **Заседание ЕЦБ - решение по базовой ставке.**  
США: недельная статистика по безработице, число объявленных корпоративных увольнений за сентябрь; объем фабричных заказов в августе, публикация протокола предыдущего заседания FOMC.
- 5 октября Япония: заседание Банка Японии, решение по базовой ставке, заявления по монетарной политике, индекс опережающих экономических индикаторов за август.  
ЕС: финальный ВВП по ЕС за 2 квартал 2012 года, объем промышленных заказов в Германии за август.  
США: статистика рынка труда в сентябре, уровень безработицы в сентябре, объемы потребительского кредитования в августе.

### Корпоративные события

- 2 октября Мечел: Отчетность по МСФО за 1 пг. 2012

### Денежный рынок

- 2 октября Депозитный аукцион по размещению временно свободных средств федерального бюджета на сумму 25 млрд рублей. Срок размещения составит 28 дней. Минимальная процентная ставка размещения установлена 6,2% годовых.
- 5 октября Возврат Казначейству 4,58 млрд руб. с депозитов (30 авг/6,58%)

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

## Новости коротко

### Макроновости

- Федеральное казначейство 2 октября 2012 года на СПВБ проведет отбор заявок кредитных организаций на **размещение средств федерального бюджета на банковских депозитах** 25 млрд руб. на 28 дней (с 3 по 31 октября).

### Корпоративные новости

- По словам председателя правления А.Костина, **ВТБ** планирует получить в 2012 году чистую прибыль не меньше, чем в 2011 году. В 2011 году ВТБ получил 90,5 млрд руб. чистой прибыли по МСФО. Вместе с тем, согласно прогнозу банка, в 2012 году ВТБ рассчитывает получить 100 млрд руб. чистой прибыли. ВТБ в 1 полугодии 2012 года сократил чистую прибыль по МСФО на 37,3% - до 33,6 млрд руб. по сравнению с 53,6 млрд руб. за аналогичный период прошлого года. /Интерфакс/

### Долговые рынки

- Облигации **ЗАО «Гражданские самолеты Сухого»** серии 01 объемом 5 млрд. руб. исключены из котировального списка «А» первого уровня ФБ ММВБ. Одновременно с исключением облигации указанного займа включаются в раздел «перечень внесписочных ценных бумаг».
- **Банк ВТБ** сегодня на 1 день открыл книгу заявок на приобретение облигаций серий БО-19 и БО-20 на 30 млрд руб. (по 15 млрд руб. каждый). Техническое размещение бумаг на ФБ ММВБ намечено на 4 октября 2012 года. Срок обращения бумаг составит 3 года, промежуточных оффертов нет.
- **Евразийский банк развития (ЕАБР)** больше не планирует выходить на рынок заимствований в 2012 году. напомним, в пятницу ЕАБР разместил 5-летние еврооблигации на 5 млрд руб. с доходностью 8% годовых. Двумя неделями ранее ЕАБР также разместил 10-летние евробонды на 500 млн долл. под 4,767% годовых. В мае банк разместил еврокоммерческие бумаги (ЕСР) в рамках утвержденной программы по выпуску коммерческих бумаг на сумму 3,5 млрд долл. ЕАБР разместил 2 выпуска ЕСР: на 25 млн долл. сроком 184 дня и на 32 млн евро сроком 364 дня. Выпуски были размещены среди европейских и российских институциональных инвесторов.
- **ОАО «Уральский банк реконструкции и развития» (УБРиР, Екатеринбург)** установило ставку 1 купона биржевых облигаций серии БО-01 объемом 2 млрд руб. в размере 12,5% годовых.
- **ОАО «СИТРОНИКС»** установило ставку 5-6 купонов по облигациям серии БО-02 объемом 3 млрд руб. в размере 12% годовых, что соответствует доходности 12,36% годовых к погашению через 1 год.

*Обозначенная доходность несет премию порядка 25-30 б.п. к обращающемуся выпуску СИТРОНИКС БО-01, ликвидность которого, впрочем, после прохождения офферты в июне этого года (было выкуплено 51% займа) находится на минимальном уровне, а средневзвешенная доходность за месяц составляет, по нашим оценкам, около 12,05% годовых при дюрации 253 дн. Тем не менее, мы считаем, что в текущих условиях замедления мировой экономики, а также учитывая весьма слабый самостоятельный кредитный профиль компании и неопределенность процедуры объединения с РТИ (стала 100% владельцем СИТРОНИКСа), а точнее неясность будет ли ликвидирован СИТРОНИКС как юрлицо, предложенной премии может оказаться недостаточно для владельцев бумаг, что сохранить позицию в выпуске.*

### Рейтинги и прогнозы

- Агентство Fitch подтвердило долгосрочные рейтинги **Республики Карелия** в иностранной и национальной валюте на уровне «BB-», национальный долгосрочный рейтинг региона на уровне «A+(rus)» и краткосрочный рейтинг в иностранной валюте на уровне «B». Прогноз по рейтингам – «Стабильный». Эксперты Fitch отметили, что «подтверждение рейтингов отражает хорошие бюджетные показатели Карелии, стабилизацию прямого риска и хорошую ликвидность. Рейтинги также учитывают концентрированную базу налогообложения региона, низкие капитальные расходы и умеренную подверженность риску рефинансирования».

- Агентство Standard&Poor's присвоило **ООО «МегаФон Финанс»** - дочерней компании ОАО «МегаФон» - долгосрочный кредитный рейтинг «BBB-». Также агентство присвоило «МегаФону» долгосрочный рейтинг по национальной шкале – «ruAAA». Кроме того, рейтинг «BBB-» присвоен запланированному **выпуску облигаций «МегаФон Финанс»** объемом 10 млрд руб. Долгосрочный кредитный рейтинг и рейтинг выпуска ценных бумаг помещены в список CreditWatch с «Негативным» прогнозом, что отражает подобное действие в отношении рейтинга МегаФона.
- Standard&Poor's изменило прогноз по рейтингам **КБ «Кольцо Урала»** с «Негативного» на «Стабильный». Долгосрочный и краткосрочный кредитные рейтинги контрагента подтверждены на уровне «B-/C». Рейтинг по национальной шкале повышен с «ruBBB-» до «ruBBB». Пересмотр прогноза по рейтингу и повышение рейтинга по национальной шкале на одну ступень отражают мнение агентства об улучшении профиля рисков и качества активов КБ «Кольцо Урала». Банк продемонстрировал меньшую склонность к принятию рисков, немного снизил целевые показатели роста активов и переориентировал стратегию экспансии в секторе розничного кредитования, переходя от экспресс-кредитования к менее рискованному потребительскому кредитованию и поддерживая при этом более строгие стандарты андеррайтинга. Прогноз «Стабильный» отражает, с одной стороны, снижение склонности банка к принятию риска и повышение диверсификации кредитного портфеля, с другой – по-прежнему агрессивную стратегию роста. По мнению агентства, среднесрочная стратегия КБ "Кольцо Урала", направленная на рост сектора розничного кредитования, не изменится. По нашим оценкам, розничные кредиты к 2015 г. составят свыше 50% совокупного кредитного портфеля.

## Главные новости

### Правительство внесло в Госдуму проект бюджета 2013-2015.

*Принятие бюджета в предложенном виде будет означать ужесточение бюджетной политики в 2013 г. Фактически Правительство сохраняет приверженность консервативной бюджетной и долговой политике, однако риски отхода от этой практики остаются высокими.*

**Событие.** В пятницу Правительство внесло в Госдуму проект бюджета на 2013/15 гг. Основные параметры трехлетнего бюджета представлены в таблице.

Проект федерального бюджета на 2013-15гг, млрд. руб.

	2013	2014	2015
ВВП	66 515	73 993	82 937
Доходы	12 866	14 063	15 615
% ВВП	19.3	19.0	18.8
Расходы	13 387	14 207	15 626
% ВВП	20.1	19.2	18.8
Профицит (+) / дефицит (-)	-521	-144	-11
% ВВП	-0.8	-0.2	0.0
Верхний предел внутреннего госдолга	6 601	7 590	8 314
% ВВП	9.9	10.3	10.0
Верхний предел внешнего госдолга, \$ млрд.	66.2	75.8	83.8
% ВВП	3.0	3.1	3.2

Источники: Интерфакс

**Комментарий.** Проект бюджета на 2013-15 гг был опубликован на сайте Минфина ещё 18 сентября. В документе, представленном в Госдуму, появился ряд изменений, касающийся 2015 г. В частности, на 80 млрд. рублей были сокращены планируемые доходы 2015 года, что связано с меньшим повышением ставок НДС на газ. Однако на ту же величину были сокращены расходы, и в итоге

прогнозируемый дефицит остался на прежнем уровне – 11 млрд. рублей. Что касается 2013-14 гг, то здесь никаких изменений основных параметров не произошло.

В целом, основные параметры бюджета выглядят весьма консервативно; для рынков это хороший сигнал, означающий, что Россия сохраняет одно из немногих своих конкурентных преимуществ по сравнению с другими странами – консервативную бюджетную и долговую политику. В то же время, прозвучавшая в сентябре критика бюджета со стороны Президента создает предпосылки для будущей корректировки бюджета в сторону увеличения расходов. Напомним, что ещё в июле Правительство планировало дефицит бюджета на следующий год в размере 1.5 % ВВП. Сокращение дефицита в итоговом документе практически вдвое произошло не вследствие пересмотра расходных статей, а в результате уточнения макропрогнозов (более слабый рубль).

В 2013 г. рост бюджетных расходов запланирован всего лишь на 5 % в номинальном выражении, притом что в текущем году расходы вырастут на 16.5 % (максимальный рост за последние три года). Таким образом, можно утверждать, что принятие бюджета в таком виде будет означать ужесточение кредитно-денежной политики в следующем году (говорить о 2014/15 гг сейчас большого смысла нет, т.к. практика показывает, что бюджеты последующих лет могут быть серьёзно скорректированы). Ужесточение бюджетной политики может стать одним из факторов замедления роста экономики в 2013 г., хотя влияние этого фактора не должно быть существенным – в основном динамика экономического роста будет определяться состоянием внешней конъюнктуры.

*Кирилл Тремасов*

#### Минфин опубликовал календарь аукционов по ОФЗ на 4 кв. 2012 года

*В общих масштабах года план на грядущий квартал выглядит более значительно, чем по остальным кварталам. К тому же не ожидается существенной поддержки в форме выхода погашаемых займов. В свете этого перспективы успешности реализации планов регулятора будут весьма чувствительны к тому, как будет складываться общая рыночная конъюнктура, а также насколько удастся продвинуться вперед в части обеспечения дополнительного притока в рынок нерезидентов.*

**Событие.** В пятницу вечером Минфин опубликовал график аукционов по ОФЗ на 4 кв. 2012 года.

#### ГРАФИК РАЗМЕЩЕНИЙ ОФЗ НА 4 КВ. 2012 ГОДА (млн руб.)

ОКТАБРЬ			НОЯБРЬ			ДЕКАБРЬ		
03.окт	26207	25 000	07.ноя	26209	35 000	05.дек	новый 15 лет	35 000
10.окт	26209	35 000	14.ноя	26207	25 000			
17.окт	26207	20 000	21.ноя	26208	35 000	12.дек	26209	30 000
17.окт	25080	20 000	28.ноя	25080	15 000	19.дек	новый 7 лет	30 000
24.окт	26208	30 000						
<b>Итого</b>		<b>130 000</b>	<b>Итого</b>		<b>110 000</b>	<b>Итого</b>		<b>95 000</b>

Источник: [www1.minfin.ru](http://www1.minfin.ru)

#### Комментарий.

Как можно видеть из графика размещений основная «нагрузка» по новым размещениям ОФЗ приходится на октябрь: из 335 млрд руб., запланированных к привлечению, 130 млрд руб. – это план на ближайший месяц. Такой план во многом объясняют данные о фактических итогах размещения ОФЗ в течение текущего года, в частности, существенное невыполнение не только первоначальных планов, которые были опубликованы в виде графиков, аналогичных документу, появившемуся на сайте Минфина 28 сентября, но и даже уже скорректированные в меньшую сторону объемы фактического предложения.

## РАЗМЕЩЕНИЕ ОФЗ В 2012 ГОДУ (млн руб.)

	1 квартал	2 квартал	3 квартал	ИТОГО
Первоначальный план*	284 869	329 812	287 000	901 681
Фактическое предложение	249 304	284 812	312 000	846 115
Размещено по факту	175 889	93 675	228 182	497 746

\*согласно графикам аукционов, опубликованным Минфином

Источник: данные об итогах аукционов, публикуемые Минфином, оценки Аналитического департамента НОМОС-Банка

Обращает на себя внимание факт того, что в первой половине каждого месяца наступившего квартала регулятор планирует «делать упор» на размещение более длинных бумаг срочностью 15 и 10 лет, а затем по мере того, как ликвидность может сокращаться под давлением налоговых выплат, срочность предложения будет уменьшаться до 5-7 лет. Вместе с тем, не стоит исключать сценария, который активно проявился в 3 квартале, особенно в течение августа-сентября, когда относительно первоначального календаря оперативно осуществлялись довольно значительные корректировки как по срочности размещаемых бумаг, так и по объемам в зависимости от сложившейся к моменту проведения аукциона конъюнктуры.

Что касается потенциальной «помощи» для спроса в виде освобождающихся позиций от гасимых в текущем квартале ОФЗ 25067 (17 октября в объеме 45 млрд руб.) и ОФЗ 26198 (2 ноября в объеме 42,11 млрд руб.), то мы ее оцениваем как весьма умеренную. Наглядным примером того, что инвесторы не торопятся замещать освобождающиеся позиции более длинными бумагами, является 3 квартал, когда ОФЗ погасилось в общей сложности на сумму более 300 млрд руб. Таким образом, перспективы успешности реализации планов регулятора будут весьма чувствительны к тому, как будет складываться общая рыночная конъюнктура, а также насколько удастся продвинуться вперед в части обеспечения дополнительного притока в рынок нерезидентов ввиду организации до конца текущего года полноценных расчетов через Euroclear и Clearstream.

*Ольга Ефремова***Банк Петрокоммерц (B1/B+/-): понижение рейтинга от Moody's.**

*Снижение рейтинга от Moody's на 1 ступень привело к тому, что кредитная организация имеет теперь только высокоспекулятивные международные оценки. Такое действие, на наш взгляд, может привести к росту доходности облигаций банка на 20-30 б.п.*

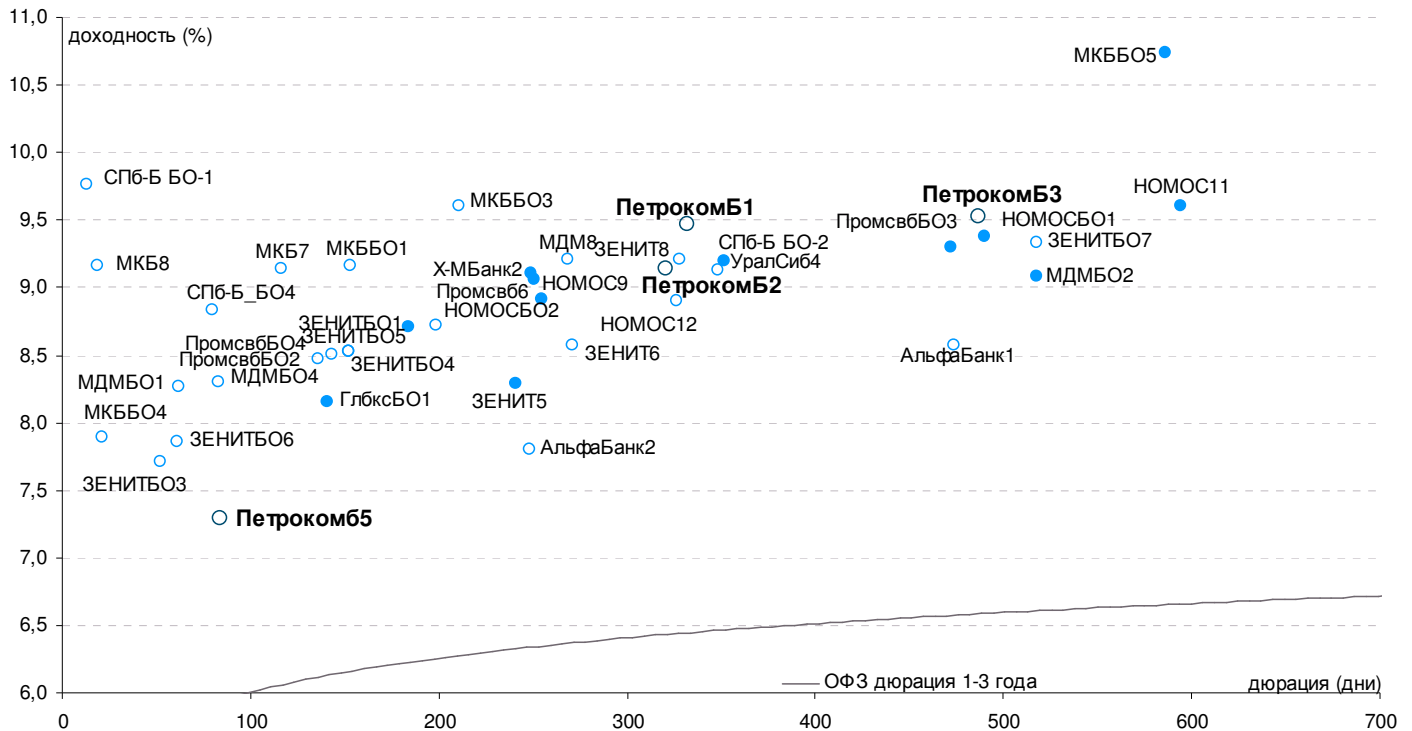
**Событие.** Агентство Moody's в пятницу снизило долгосрочные рейтинги Банка Петрокоммерц по депозитам в иностранной и местной валюте с «Ва3» до «В1». Прогноз долгосрочных рейтингов – «Негативный». Причинами рейтингового действия стали слабые финансовые результаты в течение последних лет, а также качество активов. Дальнейшее понижение рейтингов возможно в силу негативных результатов реализации стратегии банка по развитию кредитования высокомаржинальных сегментов, ухудшения финансовых метрик с давлением на ликвидность активов и на капитал. Повышение рейтинга вероятно в случае позитивной реализации стратегии, улучшения качества активов (снижение уровня проблемных кредитов) и уменьшения рисков.

**Комментарий.** Напомним, что в нашем комментарии от 31 августа текущего года, посвященном отчетности по МСФО за 1 полугодие 2012 года (<http://bonds.finam.ru/comments/item26590/default.asp>), мы отмечали сравнительно низкую эффективность деятельности и неопределенность с качеством активов, что отчасти смягчалось уровнем достаточности капитала. Напомним, что тогда мы назвали вышедшие результаты «нейтральными», поскольку, несмотря на общий негативный фон, просматривается постепенная положительная, хотя и слабая, динамика. Вероятно, неспособность кредитной организации разобраться с давно уже назревшими проблемами, привела к данным действиям рейтингового агентства.

Напомним, что в текущем году понижением международных оценок также «отличились» Банк Уралсиб и МДМ-Банк.

Для облигаций кредитной организации новость негативная. Отметим, что теперь оба рейтинга банка имеют высокоспекулятивную степень. При этом четыре обращающихся выпуска банка торгуются сейчас на уровне других крупных частных банков, чьи рейтинги на 1-2 ступени выше. На наш взгляд, понижение рейтинга может привести к росту доходности облигаций банка до 20-30 б.п.

Доходности облигаций финансового сектора (28.09.2012)



Итоги деятельности Банка Петрокоммерц по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	2010	2011	1 пол 2011	1 пол 2012	Изм., 1пол'12
Активы	181	200	n/a	238	19%
Кредиты (net)	106	131	n/a	145	11%
Кредиты (gross)	123	149	n/a	164	10%
доля в активах	58,3%	65,5%	n/a	61,0%	---
NPL (>90дн.)	13,6%	9,8%	n/a	n/a	---
Покрытие NPL (90+) резервами	1,1	1,2	n/a	n/a	---
Кредиты / Средства клиентов	0,9	0,9	n/a	0,8	---
уровень резервов	14%	12%	n/a	11%	---
Вложения в финансовые активы	40	22	n/a	24	7%
доля в активах	22,1%	11,1%	n/a	9,9%	---
Средства клиентов	118	141	n/a	180	28%
доля в активах	65,2%	70,4%	n/a	75,6%	---
Коэффициент достаточности общего капитала (TCAR)	21,2%	18,8%	n/a	17,6%	---
Чистые процентные доходы	5,7	6,3	2,8	3,5	24%
Прибыль	0,2	0,4	1,9	0,9	-54%
Качественные показатели деятельности	2010	2011	1 пол 2011	1 пол 2012	Изм., 1пол'12
ROAE	0,8%	1,6%	n/a	6,2%	n/a
ROAA	0,1%	0,2%	n/a	0,8%	n/a
NIM	4,4%	4,2%	n/a	4,3%	n/a
C / I	59,4%	71,8%	60,4%	51,9%	-8,5 п.п.

Источник: данные Банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Елена Федоткова

**Металлоинвест: отчетность за 1 пол. 2012 год по МСФО.**

*Финансовые итоги можно охарактеризовать как нейтральные – компания в непростых условиях продолжает удерживать достойный уровень прибыльности бизнеса, генерируя солидный операционный денежный поток. Кредитные метрики ухудшились, что, впрочем, было ожидаемо, но остаются умеренными. Не исключаем осторожного интереса к евробонду Metalloinvest-16, попавшего под распродажу в последнее время.*

**Событие.** В конце прошлой недели холдинг Металлоинвест опубликовал нейтральную отчетность за 1 пол. 2012 г. по МСФО.

**Комментарий.** За 1 пол. 2012 г. выручка Металлоинвеста снизилась на 12,5% до 4,46 млрд долл. (к а.п.п.г.), что впрочем, неудивительно, учитывая негативные тенденции на рынке железной руды, где цены ощутимо снизились (со 177 долл./т в среднем за 1 пол. 2011 г. до 141 долл./тонна – за 1 пол. 2012 г., то есть падение спот-цены в Китае составило более чем на 20%). Вместе с тем, компания поддерживает объемы производства (добыча руды остается в пределах 20 млн тонн), все больше отдавая предпочтение в сложившихся условиях более маржинальным продуктам как ГБЖ (выпуск увеличился на 4% до 2,7 млн тонн к 1 и 2 пол. 2011 г. ). Кроме того, Металлоинвесту за 1 пол. 2012 г. удалось заметно снизить коммерческие расходы («-19,5%» до 724 млн долл. к а.п.п.г.), за счет наращивания отгрузки продукции на внутренний рынок (для НЛМК и ММК) – его доля в выручке возросла с 28% до 53%.

Все это позволило компании избежать существенного снижения прибыльности бизнеса (показатель EBITDA по сравнению с 1 пг. 2011 года сократился на 17,2% до 1,64 млрд долл., а EBITDA margin уменьшилась лишь на 2,1 п.п. до 36,8%), отчасти нивелировав падение цен на руду и сталь. Основной вклад в значение EBITDA все также приносит горнорудный сегмент (82%). Отметим, из сложившейся понижающей динамики финансовых показателей выбивается чистая прибыль, которая прибавила 34,6% до 1,3 млрд долл. к а.п.п.г. Здесь влияние оказала разовая сделка по продаже компании «Металлоинвесттранс» за 569 млн долл.

Долговая нагрузка компании несколько возросла: размер долга увеличился на 13,9% до 6,4 млрд долл. к 2011 г., а соотношение Долг/EBITDA составило 1,8х против 1,4х в 2011 г., Чистый долг/EBITDA – 1,1х против 1,7х соответственно. На последнюю метрику заметное влияние оказало сокращение денежной позиции («-76,8%» до 270 млн долл.). По данным Металлоинвеста, денежные средства ушли на ранее озвученные сделки по покупке векселей ВТБ на сумму 2,5 млрд долл. (погашаются в конце 2012 г.) и восстановление доли в ГКМ Норникель с 3,6% до 4% (обошлось в 126 млн долл.). Вместе с тем, Металлоинвест закрыл вопрос рефинансирования долга 2012-2013 гг., главным образом за счет кредитных ресурсов Сбербанка на 1,5 млрд долл. (на конец июня 2012 г. краткосрочные кредиты и займы составляли 1,4 млрд долл. или 22% долга). Таким образом, мы считаем, что текущие риски рефинансирования долга компании незначительные, по крайней мере, до 2015 г., когда ей необходимо будет пройти пик погашения в объеме 3 млрд долл.

Рублевые облигации Металлоинвеста серий 01, 05 и 06 (УТР 9,3%/827 дн.), на наш взгляд, на текущих уровнях смотрятся малопривлекательными и вряд ли выход отчетности отразится на их котировках. В свою очередь, евробонд Metalloinvest-16 (УТМ 5,95%/1226 дн.), который в последнее время подвергся распродажам, после публикации отчетности вполне может попытаться вернуть себе утраченные позиции.

Сегодня должна состояться телеконференция с менеджментом Металлоинвеста, посвященная финансовым результатам компании за 1 пол. 2012 г., на которой мы ожидаем услышать информацию относительно выкупа Металлоинвестом 20% своих акций у ВТБ, А.Костин сообщил в СМИ о возможной сделке «до конца ноября», а также об инвестициях в строительство завода ЦГБЖ-3.

## Финансовые показатели Металлоинвеста (МСФО)

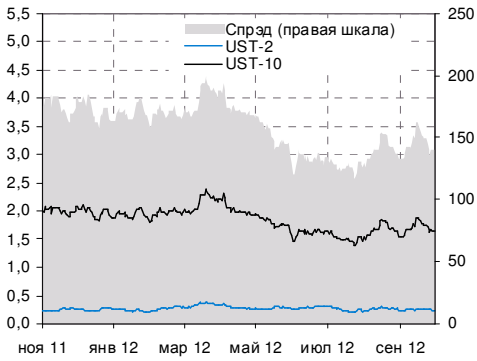
млн долл.	1H2011	2H2011	1H2012	1H2012/ 1H2011	1H2012/ 2H2011
Выручка	5,094	4,825	4,458	-12,5%	-7,6%
Чистый операционный денежный поток	1,295	1,580	1,099	-15,1%	-30,4%
ЕВITDA	1,983	1,890	1,642	-17,2%	-13,1%
<i>ЕВITDA margin</i>	<i>38,9%</i>	<i>39,2%</i>	<i>36,8%</i>	<i>-2,1 п.п.</i>	<i>-2,4 п.п.</i>
Чистая прибыль	975	457	1,312	+34,6%	+187,1%
<i>margin</i>	<i>19,1%</i>	<i>9,5%</i>	<i>29,4%</i>	<i>+10,3 п.п.</i>	<i>+19,9 п.п.</i>
	1H2011	2011	1H2012	1H2012/ 1H2011	1H2012/ 2011
Денежные средства и их эквиваленты	-	1,166	270	-	-76,8%
Долг	-	5,598	6,378	-	13,9%
<i>краткосрочный</i>	-	<i>1,117</i>	<i>1,406</i>	-	<i>25,9%</i>
<i>долгосрочный</i>	-	<i>4,481</i>	<i>4,972</i>	-	<i>10,9%</i>
Чистый долг	-	4,432	6,108	-	37,8%
Долг/ЕВITDA	-	1,4	1,8	-	
Чистый долг/ЕВITDA	-	1,1	1,7	-	

Источники: данные компании,  
оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

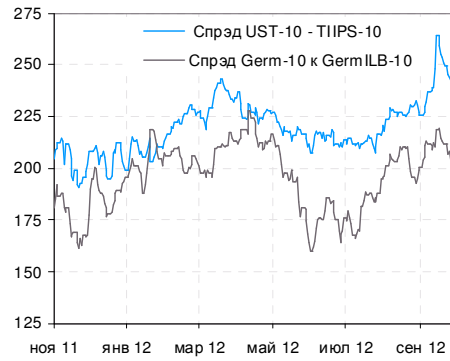
Александр Полютков

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

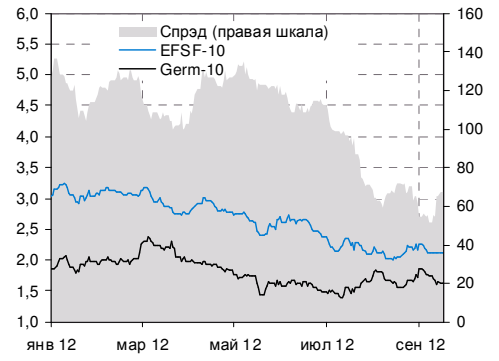
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



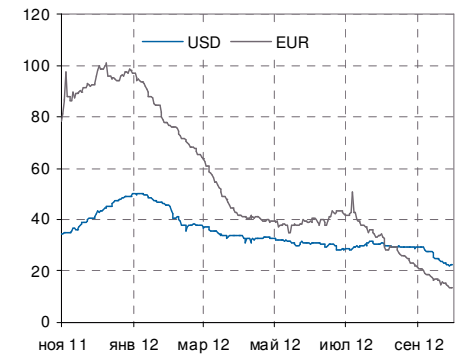
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

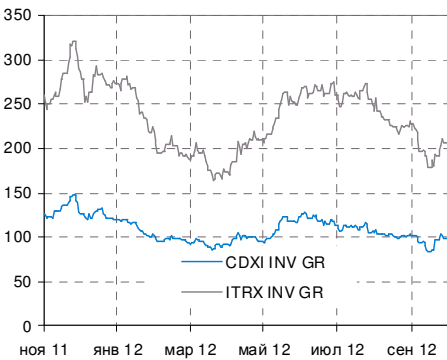


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

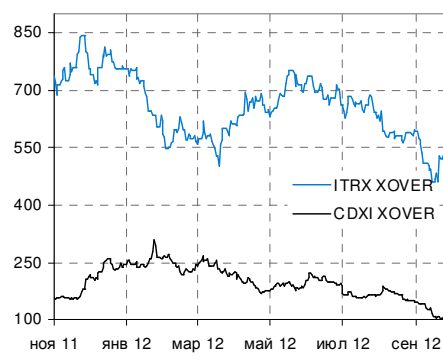


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

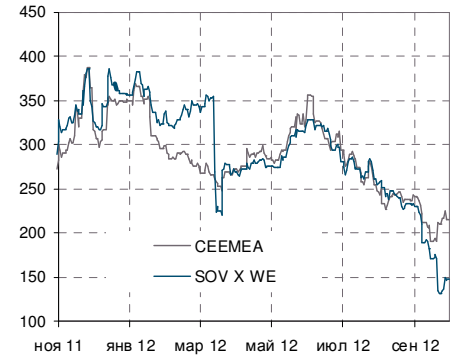
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

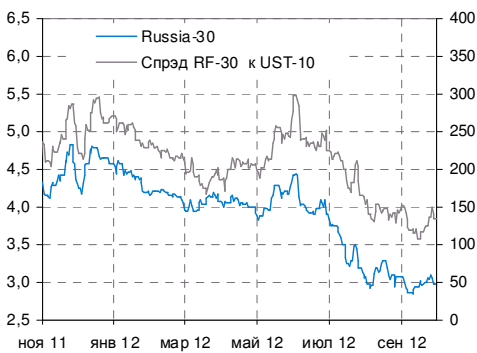


ITRX / Governments

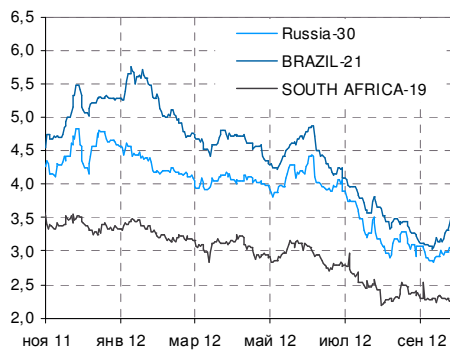


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

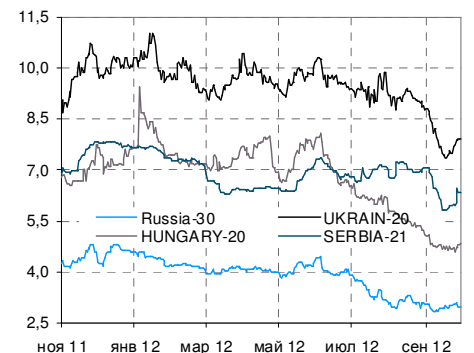
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

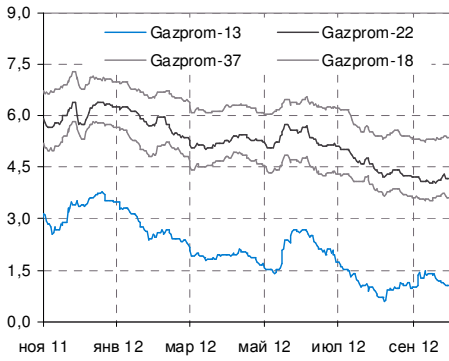


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

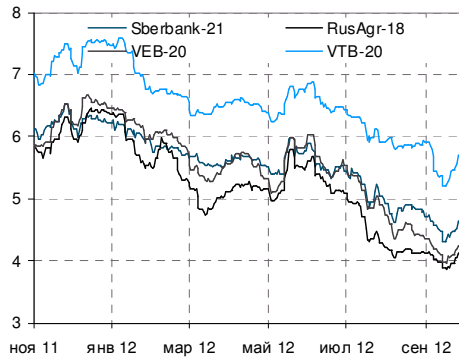


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

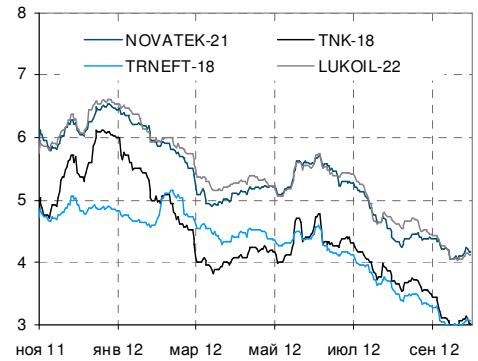
Еврооблигации Газпрома



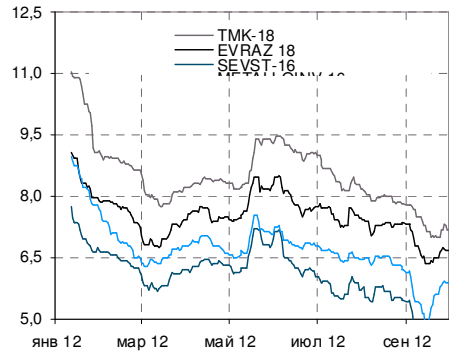
Евробонды госбанков



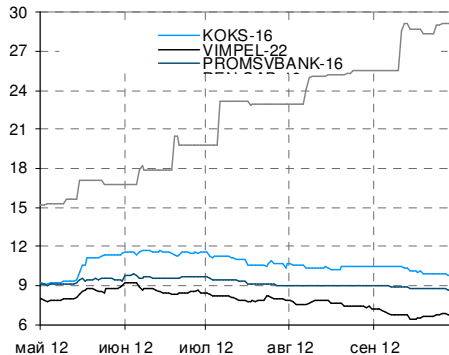
Еврооблигации нефтегазового сектора



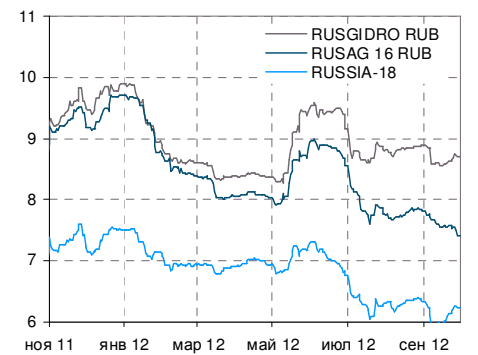
Еврооблигации металлургического сектора



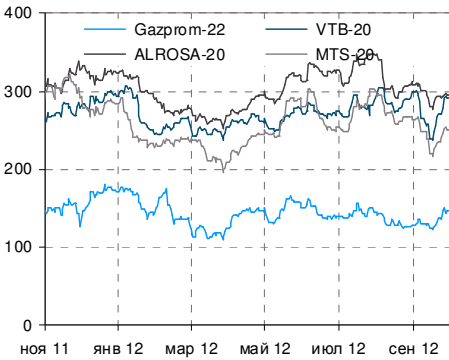
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



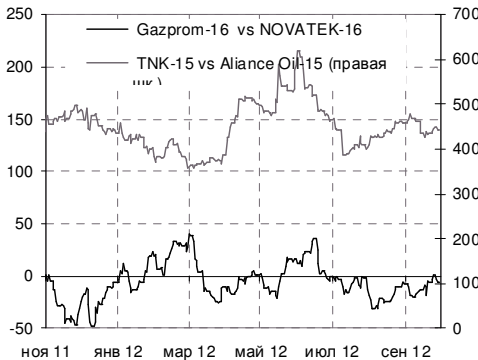
Еврооблигации, номинированные в рублях



Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

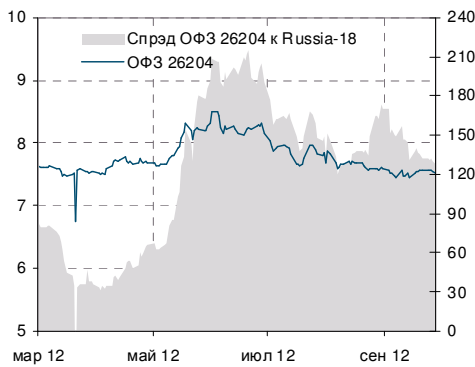


Спрэды в банковском секторе

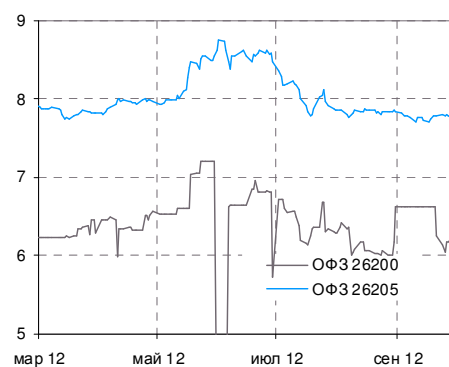


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

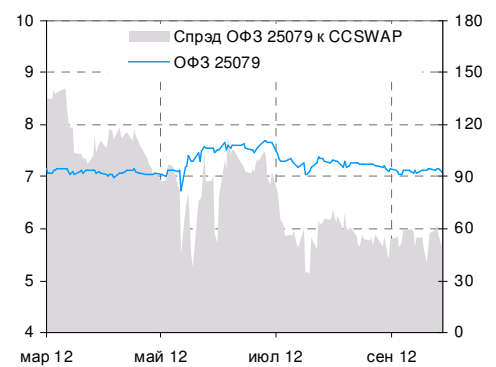
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

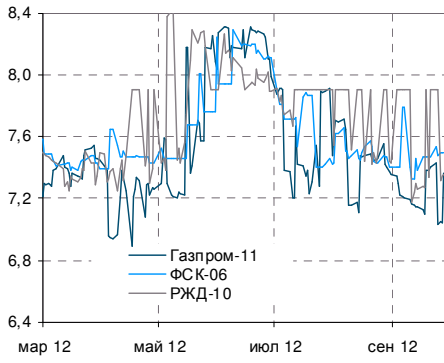


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

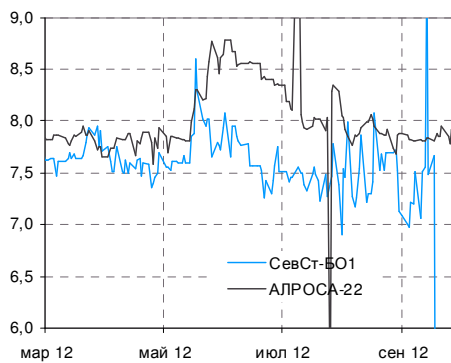


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

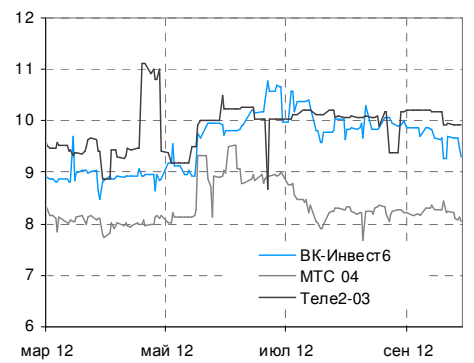
Доходности российских монополий



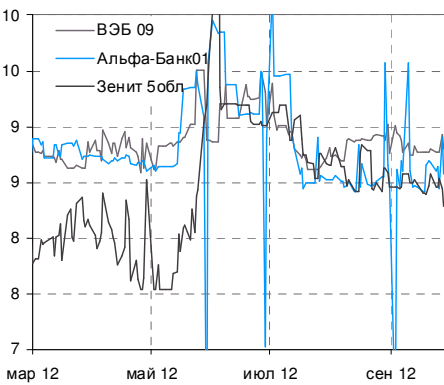
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



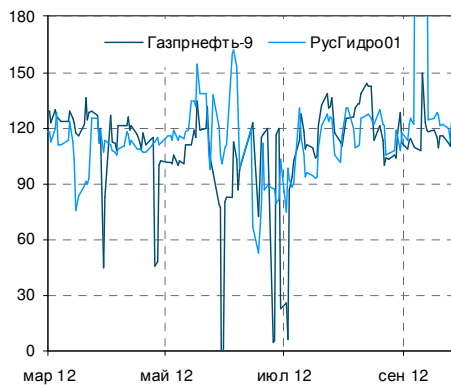
Доходности "Телекоммуникации"



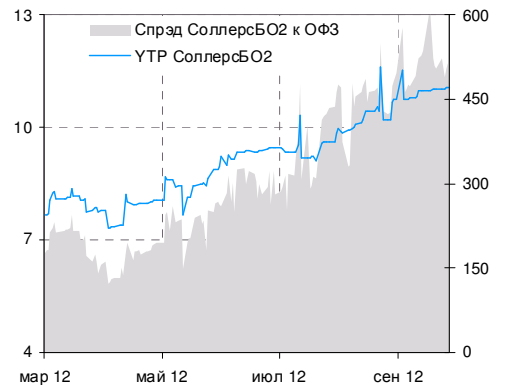
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

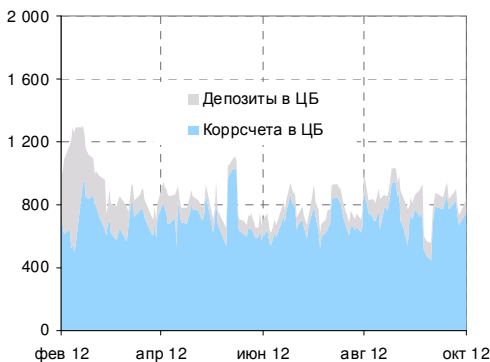


Облигации с текущей доходностью выше 10%

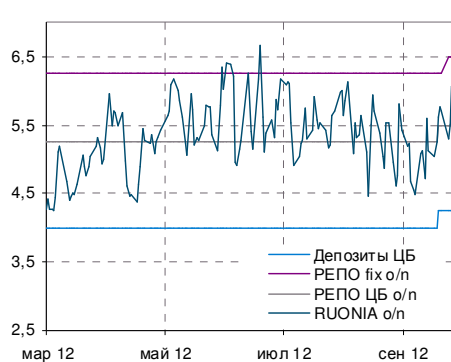


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

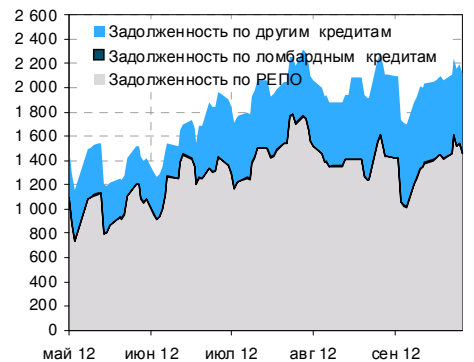
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



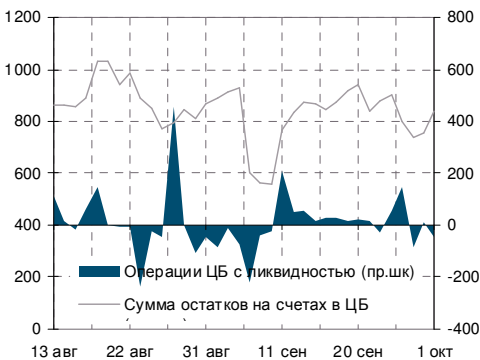
Динамика ставок денежного рынка



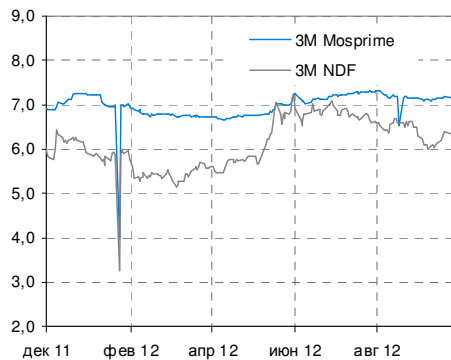
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



3M Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Воллов, CFA

Volov\_YM@nomos.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin\_IA@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Банки**

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov\_AS@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

**Алексей Егоров**

Egorov\_AVi@nomos.ru

**Александр Полютков**

Polyutov\_AV@nomos.ru

**Елена Федоткова**

Fedotkova\_EV@nomos.ru

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

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

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