

Долговые и денежные рынки

21 сентября 2012 г.

## Конъюнктура рынков

### Внешние рынки

Вчера глобальные площадки оказались под давлением негативной динамики сырьевого сегмента, затем пессимизм укрепился на фоне слабых данных по европейским PMI. Роль «нейтрализатора» негатива выпала европейским аукционам, где был зафиксирован спрос на новые обязательства Испании и Франции. Что касается американских данных по рынку труда, они еще не отражают эффекта от анонсированных стимулирующих мер ФРС. На фоне этого инвесторы пока не торопятся с выбором конечной стратегии, продолжая осторожные покупки в рисках и не отказываясь полностью от «защитных» активов.

### Российские еврооблигации

В четверг в сегменте российских евробондов преобладали негативные настроения, обусловленные коррекцией на рынке нефти и слабыми данными по промышленному сектору Европы и американскому рынку труда. Проявившееся вечером восстановление котировок «черного золота» позволило несколько уменьшить ценовой провал от утренних продаж, однако потенциала для восстановления котировок по итогам недели к максимумам понедельника – вторника пока нет.

### Рублевые облигации

На локальном рынке предсказуемо вчерашний обвал рубля нашел выражение в продажах облигаций. В ОФЗ отрицательные переоценки достигали 50 б.п. в длинной дюрации. Корпоративный сегмент также «поддерживал» идею фиксироваться.

### FX/Rates

Рубль вчера поддерживал тенденции на внешних площадках, демонстрируя снижение относительно базовых валют.

### Наши ожидания

Глобальным площадкам чуть добавилось позитива на фоне «намёков» на восстановление нефтяных цен, однако для формирования более уверенного спроса на риски требуются факторы весомее, которых пока не наблюдается. В свете этого пятничные торги будут проходить при довольно высокой волатильности. Сегодня не ожидается какой-либо значимой статистики. В то же время инвесторы могут с повышенным вниманием отнестись к репликам со стороны отдельных участников FOMC.

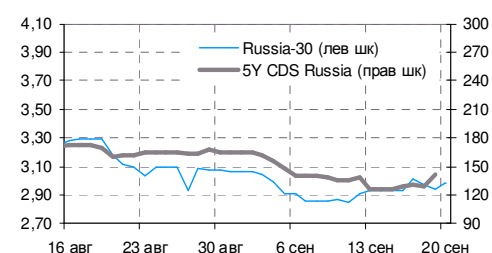
Для российских евробондов сегодня есть шансы на осторожное восстановление котировок, но потенциала для восстановления к прежним максимумам нет – слишком неоднороден и не радует оптимизмом внешний фон.

Локальный долговой рынок, мы не исключаем, постарается отыграть попытки рубля восстановиться, но это не стоит

#### Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	2,98	4
CDS России	142	12
MOSPRIME o/n	5,53	-35
NDF 3M	6,31	-9
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	770,2	-87
Остатки на депозитах, млрд руб.	68,3	-18
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,24	0,07
Корзина (ЦБ), руб	35,40	-0,09

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



#### Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,37	-0,3
ERIBOR 3M	0,23	-0,5
EUR/USD	1,29	
UST-10	1,77	-1
Германия-10	1,57	-5
EFSF-10	2,13	-5
Италия - 10	4,98	7
Испания - 10	5,74	8
Португалия-10	8,43	-2
CDS 5Y Ирландия	283	8
CDS 5Y Португалия	484	14
CDS 5Y Италия	330	13
CDS 5Y Испания	370	16

#### Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	527,0	65
iTRAXX CEEMEA 5Y	211,9	21
iTRAXX SOVX WE 5Y	134,2	-37

#### Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,27	7
ОФЗ 26205	7,78	0
ОФЗ 26207	8,21	6
Газпром-11	7,40	2
РЖД-10	7,34	-1
ФСК-15	7,89	-9
MTC-05	8,61	0
ВымпелКом-4	9,49	12
МеталлИнвест-5	9,32	0
РусалБр-8	15,02	30
РСХБ-15	8,09	2

#### Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,08	7
Gazprom-37	5,34	5
Sberbank-21	4,46	7
AlfaBank-21	6,66	7
Evraz-18	6,49	10
Vimpel-22	6,66	8
TNK-BP-18	3,58	0

рассматривать как «перелом» преобладающего негативного тренда. Покупательские интересы остаются весьма слабыми, при этом первичное предложение по корпоративным бумагам фактически «парализует» торговую активность их вторичного рынка.

Сильная зависимость рубля от стоимости нефти, особенно ощущаемая в настоящий момент, при текущем тренде по снижению цен на «черное золото», скорее всего, продолжит оказывать негативное воздействие на национальную валюту. Вместе с тем, сегодня мы ожидаем увидеть низковолатильную торговлю на локальных площадках.

## Главные новости

### **В сентябре экономическая ситуация в Еврозоне продолжала ухудшаться.**

Предварительные значения индексов PMI за сентябрь свидетельствуют о дальнейшем ухудшении экономической ситуации в Европе и отсутствии каких-либо признаков улучшения в Китае.

Крайне важной будет статистика за октябрь, которая должна показать первую реакцию экономики на монетарные стимулы.

### **ВТБ: снижение прибыли в рамках консенсус-прогноза.**

ВТБ вчера опубликовал отчетность по МСФО за 2 квартал 2012 года – чистая прибыль снизилась до 10 млрд руб., что находится в рамках консенсус-прогноза. При этом убыток от финансовых инструментов в 8 млрд руб. демонстрирует, что ВТБ пока не удается зарабатывать торговый доход на «падающем рынке» и банк остается крайне зависимым от конъюнктуры. Прибыль также поддержана доходами от частичного единовременного восстановления отраженного в 2009 году расходов от первоначального признания кредитов, выданных по ставкам ниже действовавших на тот момент рыночных, в размере 9 млрд руб. Согласно словам менеджмента ВТБ, восстановление этих расходов в 2012 году стало возможным благодаря пересмотру процентных ставок по соответствующим кредитам.

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

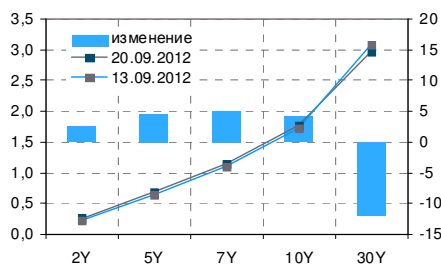
### Внешние рынки

Вчера глобальные площадки оказались под давлением негативного динамики сырьевого сегмента, затем пессимизм укрепился на фоне слабых данных по европейским PMI. Роль «нейтрализатора» негатива выпала европейским аукционам, где был зафиксирован спрос на новые обязательства Испании и Франции. Что касается американских данных по рынку труда, они еще не отражают эффекта от анонсированных стимулирующих мер ФРС. На фоне этого инвесторы пока не торопятся с выбором конечной стратегии, продолжая осторожные покупки в рисках и не отказываясь полностью от «защитных» активов.

В четверг на глобальных площадках преобладали довольно неоднородные настроения. Изрядно понервничать всех заставил обвал нефтяных котировок, негативное влияние которого позже усилила довольно слабая статистика из Европы, отражающая отсутствие явных признаков восстановления деловой активности, хотя Германия сохраняет за собой роль главного «локомотива», вытягивающего сводный по ЕС показатель.

Во многом смягчить давление на сегмент рискованных активов и непосредственно европейский долговой рынок удалось вчерашним аукционам по новым долгосрочным обязательствам Испании, где помимо наличия спроса было зафиксировано и довольно ощутимое снижение требований участников рынка к доходности.

Кривая доходности гособлигаций США



### Итоги аукционов по размещению госбумаг стран ЕС

#### Испания

Дата погашения	2015	
Дата размещения	20 сен	6 сен
Доходность средневзвешенная	3,85%	3,68%
Дата погашения	2022	
Дата размещения	20 сен	2 авг
Доходность средневзвешенная	5,67%	6,65%

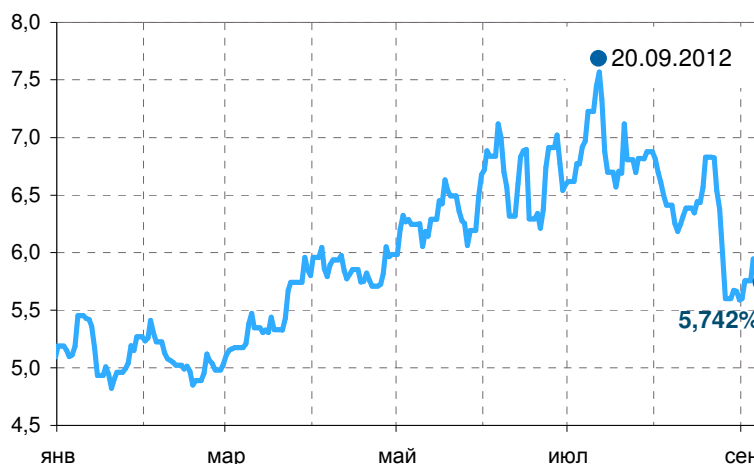
#### Франция

Дата погашения	2014	
Дата размещения	20 сен	19 июл
Доходность средневзвешенная	0,20%	0,12%
Дата погашения	2016	
Дата размещения	20 сен	июн
Доходность средневзвешенная	0,53%	1,05%
Дата погашения	2017	
Дата размещения	20 сен	19 июл
Доходность средневзвешенная	0,98%	0,86%

Источник: Bloomberg

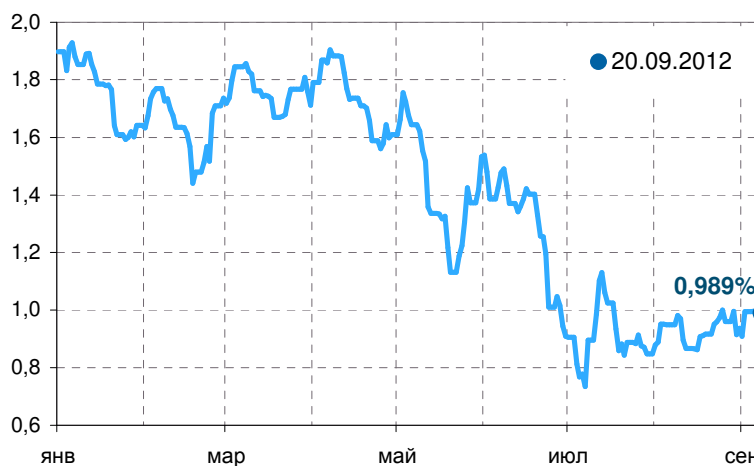
И хотя вторичный рынок европейских долговых инструментов какое-то время отыгрывал эйфорию удачных аукционов, по итогам дня зафиксировать снижение доходностей все же и не удалось. Так, по 10-летним испанским бондам доходность прибавила 8 б.п., до 5,74% годовых, по 10-летним итальянским – доходность выросла на 7 б.п., до 4,98% годовых. А по 5-летним французским бондам доходность осталась на уровне 0,99%.

## Доходность 10-летних гособлигаций Испании



Источник: Bloomberg

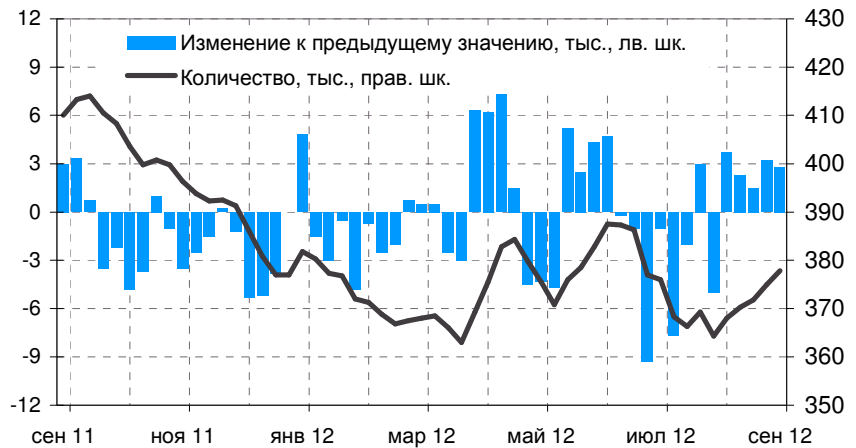
## Доходность 5-летних гособлигаций Франции



Источник: Bloomberg

Судя по всему, активизировать покупки «защитных» инструментов подтолкнули довольно слабые данные по безработице в США, хотя, как мы полагаем, необходимо делать «поправку» на то, что данный отчет еще не учитывает эффекта от стимулирующих мер, анонсированных ФРС. Число первоначальных обращений за пособием по безработице оказалось выше прогнозов, при этом тренд четырехнедельной скользящей выглядит крайне негативным.

### Количество первичных заявлений от безработных на получение пособий (4-недельное среднее)



Источник: Bloomberg

В частности, вновь проявившийся спрос на немецкие бонды снизил доходность Bundes-10 на 5 б.п., до 1,57% годовых, при этом доходность UST-10 по итогам дня фактически не изменилась относительно среды (снижение всего на 1 б.п., до 1,77% годовых).

На международном валютном рынке вчера продолжалось снижение европейской валюты относительно доллара. Примечательно, что пара EUR/USD уже практически полностью нейтрализовала рост от позитивных новостей о запуске в США очередной программы количественного смягчения. При этом опубликованные вчера статистические данные еще не отражают эффекта от стимулирующих мер ЕЦБ и ФРС. Так, вчерашние неутешительные предварительные PMI в производственном секторе и сфере услуг в ЕС усилили давление на единую европейскую валюту. Вместе с тем, говорить о том, что в США дела обстоят лучше, тоже не очень корректно, что подтверждают данные по безработице. Вероятно, именно это затормозило снижение пары EUR/USD, которая достигла, на тот момент, отметки 1,295х.

Похоже, что инвесторы понемногу начали забывать об Испании, еще в начале недели являющейся основной причиной продаж евро. По всей видимости, вчерашние позитивные итоги аукционов по размещению долговых обязательств страны стали поводом усомниться в необходимости обращения к ЕЦБ за оказанием финансовой поддержки. Таким образом, сегодня у европейской валюты есть шанс немного упрочить свои позиции относительно доллара.

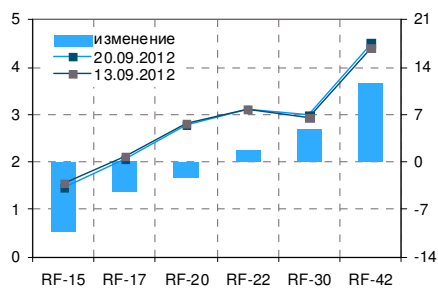
*Ольга Ефремова  
Алексей Егоров*

### Российские еврооблигации

*В четверг в сегменте российских евробондов преобладали негативные настроения, обусловленные коррекцией на рынке нефти и слабыми данными по промышленному сектору Европы и американскому рынку труда. Проявившееся вечером восстановление котировок «черного золота» позволило несколько уменьшить ценовой провал от утренних продаж, однако потенциала для восстановления котировок по итогам недели к максимумам понедельника – вторника пока нет.*

Вчерашняя торговая сессия в сегменте российских евробондов начиналась при довольно пессимистичном настрое игроков – первые котировки отражали довольно ощутимый «гэп» вниз (порядка 50-75 б.п.). На общих настроениях серьезно сказался обвал нефтяных котировок, произошедший накануне. В дальнейшем общий прессинг настроенных

Кривая доходности гособлигаций России



на фиксацию участников удалось несколько «смягчить» более-менее комфортным новостям из Европы, где предложение новых испанских госбумаг нашло спрос, однако преобладающий негативный фон, обусловленный довольно слабыми макроотчетами как из Европы, так и из США, не позволил «вырваться» из зоны отрицательных переоценок.

Так, в суверенном сегменте день для Russia-30 начинался котировками на уровне 124,75% (YTM 3,07%), но затем инвесторы сошлись во мнении, что «справедливым» на текущий момент ценовым диапазоном является 125,3125% - 125,625% (YTM 2,99% - 2,94%) – котировки находились в нем фактически в течение всего дня.

В Russia-42 динамика была похожей: «пробные» утренние котировки были на уровне 117,0% (YTM 4,57%), но затем цены находились в довольно широком диапазоне 117,5% - 118,5% (YTM 4,54% - 4,49%), что отражает общую осторожность игроков к длинной дюрации.

В негосударственном секторе также преобладали негативные настроения, которые более выразительны были утром и влекли снижение котировок на 50-75 б.п., в первую очередь в бумагах, где сохранялась более-менее высокая ликвидность, в том числе: Сбербанк, ВТБ, ВЭБа, ВымпелКома, Северстали. К концу дня давление продавцов несколько уменьшилось, но отыграть ценовые потери все равно не удалось – по итогам торговой сессии в среднем котировки были на 25-50 б.п. ниже, чем в среду.

Отметим, что в центре продаж были и недавно появившиеся на рынке выпуски: бондам НЛМК фактически не удалось сохранить все «достижения», обозначившиеся на grey market – их котировки были у номинала и чуть ниже. Довольно близко к номиналу приблизились котировки Газпром нефти - вчера они были в диапазоне 100,325% - 100,5% (YTM 4,33% - 4,31%) против почти 101,0% (YTM 4,25%) накануне. В силу того, что в сегменте нефти произошло некоторое укрепление котировок, мы ожидаем, что сегодня могут подрасти и котировки российских евробондов, но потенциала для восстановления к максимумам начала недели пока нет.

*Ольга Ефремова*

## Рублевые облигации

*На локальном рынке предсказуемо вчерашний обвал рубля нашел выражение в продажах облигаций. В ОФЗ отрицательные переоценки достигали 50 б.п. в длинной дюрации. Корпоративный сегмент также «поддерживал» идею фиксироваться.*

Поведение внутреннего долгового рынка оказалось весьма предсказуемым – обвал национальной валюты весьма оперативно стали отыгрывать инвесторы в рублевые облигации. «На передовой», по понятным причинам, оказались ОФЗ, где отрицательные переоценки на длинной дюрации (в частности по серии 26207) достигали 50 б.п.

Корпоративный сегмент «поддерживал» преобладающую идею фиксации, но по причине усилившегося сжатия рыночной ликвидности не столь же выразительно, как ОФЗ, проявлял свои настроения.

Так, значительнее всего (на 30-50 б.п.) за вчерашний день подешевели бумаги ВымпелКома, МТС, Металлоинвеста, Русала, Росбанка, ТКС Банка. При этом общие негативные настроения, на наш взгляд, в большей мере подтверждает именно фактор отсутствия торговой активности, который отражает слишком сильно «разъехавшиеся» спреды между котировками на продажу и на покупку.

На фоне попыток рубля укрепляться давление продавцов может несколько уменьшиться. Вместе с тем, локальный рынок остается в весьма депрессивном настроении, что при имеющемся потоке первичного предложения фактически «парализует» торговую активность «вторички».

*Ольга Ефремова*

## Forex/Rates

*Рубль вчера поддерживал тенденции на внешних площадках, демонстрируя снижение относительно базовых валют.*

При открытии вчерашних торгов национальная валюта находилась под давлением негатива на сырьевых площадках, где наблюдалась коррекция цен на нефть. Следует отметить, что при открытии локальных площадок в четверг инвесторы отыгрывали очередное снижение стоимости «черного золота», произошедшее в среду после публикации данных о росте коммерческих запасов нефти в США, что выразилось в росте стоимости бивалютной корзины и доллара. Вместе с тем, в ходе дневных торгов ситуация начала меняться в лучшую сторону: в частности, баррель Brent к концу дня подорожал до уровня 109 долл. Это позволило курсу рубля вернуться к значениям закрытия среды: доллар – 31,25, бивалютная корзина - 35,41 руб. В то же время дополнительную поддержку национальной валюте оказывал фактор уплаты в бюджет трети НДС.

Ликвидность денежного рынка после расчетов по НДС продемонстрировала снижение. Так, согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах достигла значения 838,5 млрд руб., потеряв 104,8 млрд руб. Ставки денежного нейтрально отреагировали на сжатие объема ресурсов: MosPrime o/n снизилась до 5,53% («-35 б.п.»). В целом, ситуация на денежном рынке выглядит вполне стабильно, и сегодня нет причин ее изменения.

*Алексей Егоров*

## Наши ожидания

Глобальным площадкам чуть добавилось позитива на фоне «намеков» на восстановление нефтяных цен, однако для формирования более уверенного спроса на риски требуются факторы весомее, которых пока не наблюдается. В свете этого пятничные торги будут проходить при довольно высокой волатильности. Сегодня не ожидается какой-либо значимой статистики. В то же время инвесторы могут с повышенным вниманием отнестись к репликам со стороны отдельных участников FOMC.

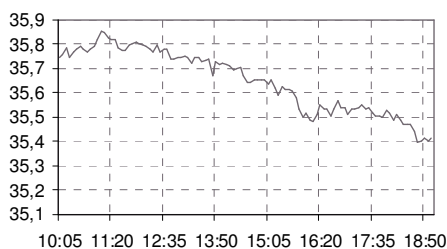
Для российских евробондов сегодня есть шансы на осторожное восстановление котировок, но потенциала для восстановления к прежним максимумам нет – слишком неоднороден и не радует оптимизмом внешний фон.

Локальный долговой рынок, мы не исключаем, постарается отыграть попытки рубля восстановиться, но это не стоит рассматривать как «перелом» преобладающего негативного тренда. Покупательские интересы остаются весьма слабыми, при этом первичное предложение по корпоративным бумагам фактически «парализует» торговую активность их вторичного рынка.

Сильная зависимость рубля от стоимости нефти, особенно ощущаемая в настоящий момент, при текущем тренде по снижению цен на «черное золото», скорее всего, продолжит оказывать негативное воздействие на национальную валюту. Вместе с тем, сегодня мы ожидаем увидеть низковолатильную торговлю на локальных площадках.

*Ольга Ефремова  
Алексей Егоров*

Динамика бивалютной корзины



## Новости коротко

### Макроновости

- По данным Банка России, **объем международных резервов РФ** за неделю с 7 по 14 сентября 2012 года вырос на 5,6 млрд долл. до 522,8 млрд долл.
- Согласно данным Банка России, **объем денежной базы в узком определении** в РФ за неделю с 10 по 17 сентября увеличился на 67,9 млрд руб. до 7200,1 млрд руб.
- На аукционе на ОАО «Московская биржа» по **размещению временно свободных средств федерального бюджета на депозиты банков** на 91 день (до 21 декабря) спрос со стороны 6 банков составил 52,219 млрд руб. при объеме предложения 75 млрд руб. Ставка в заявках была в диапазоне 6,9%-7,3%, при этом средневзвешенная ставка размещения составила 6,91% годовых. Ставка отсечения была установлена на уровне минимальной ставки в заявках - 6,90% годовых.
- Согласно заявлению А. Белоусова, по оценкам Минэкономразвития, **чистый отток капитала** из РФ в январе-августе 2012 года составил 52 млрд долл. Как сообщалось, в конце августа министерство пересмотрело свой прогноз по оттоку на весь 2012 год до 50-60 млрд долл. При этом уточним, что последний прогноз ЦБ по оттоку капитала в 2012 году - 65 млрд долл.
- Согласно заявлению министра финансов А. Силуанова, **доходы федерального бюджета РФ от приватизации** в 2012 году могут составить менее 200 млрд руб. вместо запланированных 300 млрд руб. В то же время проектом федерального бюджета РФ предусмотрены поступления доходов от приватизации в 2013 году в сумме 427,7 млрд руб., в 2014 году - 330,8 млрд руб., в 2015 году - 595,1 млрд руб.
- Согласно заявлениям представителя МВФ, **прогнозы роста мировой экономики** могут быть понижены Фондом на «несколько десятых пункта». Напомним, что согласно последним данным, опубликованным в июле этого года, ожидается увеличение мирового ВВП на 3,5%, при этом прогноз роста глобальной экономики на 2013 год был понижен в июле до 3,9% с 4,1% (апрельские данные). Публикация нового прогноза ожидается 9 октября 2012 года.

### Долговые рынки

- Министерство финансов **Украины** разместило 5-летние еврооблигации на сумму 600 млн долл. с доходностью 7,46% годовых. Ставка купона по евробондам установлена на уровне 9,25% годовых. Бумаги были размещены по цене 107,125% от номинала. Организаторами сделки выступили JPMorgan, Morgan Stanley, VTB Capital и Сбербанк России.
- Ставка 1 купона по облигациям **ОАО «Первобанк»** серии БО-03 установлена по результатам сбора заявок на уровне 11% годовых. Техническое размещение займа объемом 2 млрд руб. на ФБ ММВБ состоится 25 сентября 2012 года. Срок обращения займа - 3 года, оферта – 1 год.

### Рейтинги и прогнозы

- Агентство Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента **Крайинвестбанка** на уровне «В+» со «Стабильным» прогнозом.

## Главные новости

**В сентябре экономическая ситуация в Еврозоне продолжала ухудшаться.**

*Предварительные значения индексов PMI за сентябрь свидетельствуют о дальнейшем ухудшении экономической ситуации в Европе и отсутствии каких-либо признаков улучшения в Китае.*

*Крайне важной будет статистика за октябрь, которая должна показать первую реакцию экономики на монетарные стимулы.*

**Событие.** Markit опубликовал предварительные оценки индексов PMI в сентябре.

### Индексы PMI

	Сент.	Авг.	Июль	Июнь	Май	Апр.
<b>Китай</b>						
PMI mfg (HSBC)	47.8	47.6	49.3	48.2	48.4	49.3
<b>Еврозона</b>						
PMI Composite	45.9	46.3	46.5	46.4	46.0	46.7
PMI mfg	46.0	45.1	44.0	45.1	45.1	45.9
PMI non-mfg	46.0	47.2	47.9	47.1	46.7	46.9
<b>Германия</b>						
PMI Composite	49.7	47.0	47.5	48.1	49.3	50.5
PMI mfg	47.3	44.7	43.0	45.0	45.2	46.2
PMI non-mfg	50.6	48.3	50.3	49.9	51.8	52.2
<b>Франция</b>						
PMI Composite	44.1	48.0	47.9	47.3	44.6	45.9
PMI mfg	42.6	46.0	43.4	45.2	44.7	46.9
PMI non-mfg	46.1	49.2	50.0	47.9	45.1	45.2

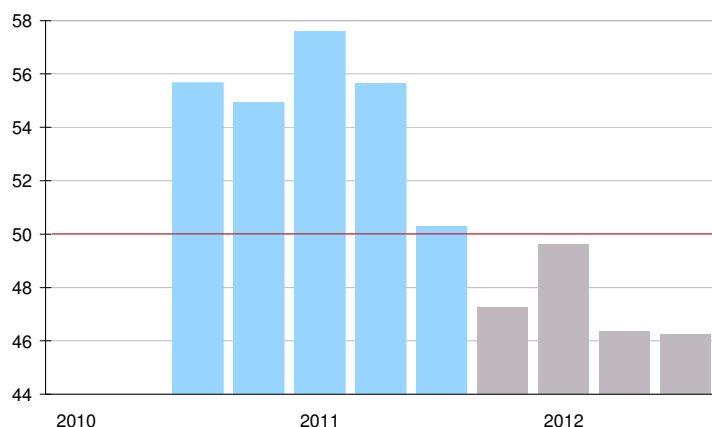
Источники: Markit

**Комментарий.** Сентябрьские значения индексов PMI не зафиксировали никаких признаков улучшения экономической ситуации в Еврозоне и Китае. В Европе продолжается рецессии, при этом, судя по динамике индекса PMI Composite, спад в сентябре несколько ускорился. Драматичные цифры вышли по Франции, в то время как в Германии, напротив, было отмечено некоторое улучшение.

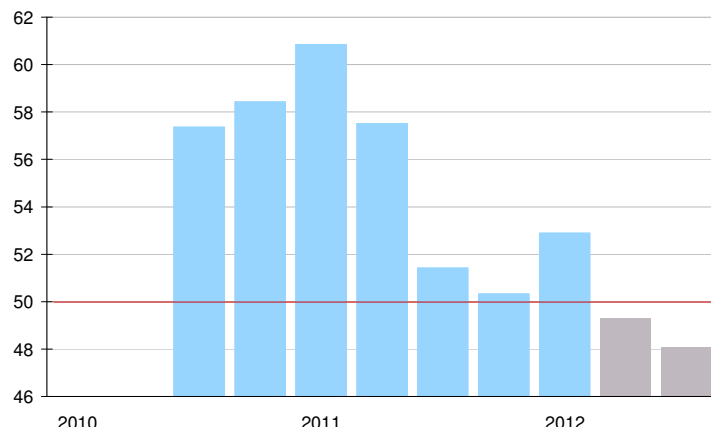
На наш взгляд, крайне важной будет статистика за октябрь, которая должна показать первую реакцию экономических субъектов на монетарные стимулы. В предыдущих эпизодах (QE2, LTRO) в экономике наблюдалось явное оживление вслед за запуском QE2 (2 квартала) и LTRO (1 квартал). Если в октябре рынок не увидит признаков улучшения экономической ситуации, то разочарование может вылиться в серьезную коррекцию рискованных активов.

### Среднеквартальные значения индексов PMI

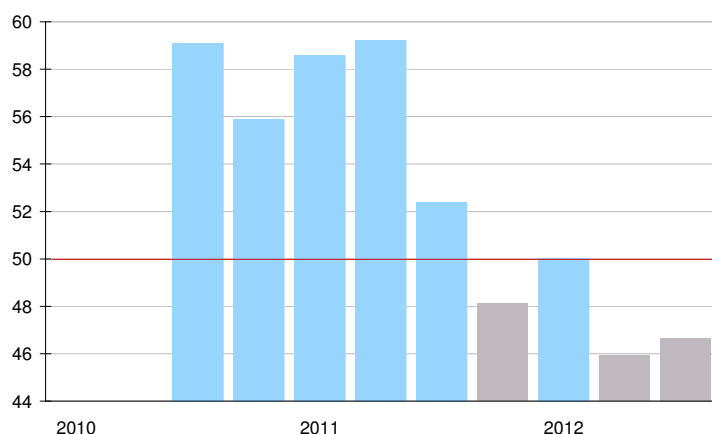
Еврозона - PMI Composite



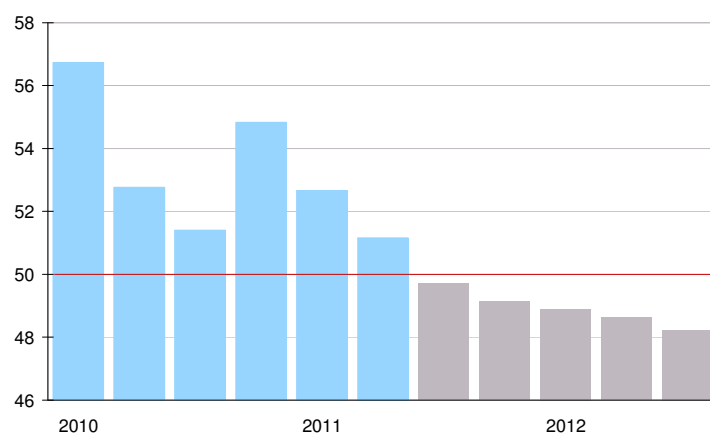
Германия - PMI Composite



Франция - PMI Composite



Китай - PMI mfg



Источники: Markit, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

*Кирилл Тремасов*

### **ВТБ: снижение прибыли в рамках консенсус-прогноза.**

*ВТБ вчера опубликовал отчетность по МСФО за 2 квартал 2012 года – чистая прибыль снизилась до 10 млрд руб., что находится в рамках консенсус-прогноза. При этом убыток от финансовых инструментов в 8 млрд руб. демонстрирует, что ВТБ пока не удастся зарабатывать торговый доход на «падающем рынке» и банк остается крайне зависимым от конъюнктуры. Прибыль также поддержана доходами от частичного единовременного восстановления отраженного в 2009 году расходов от первоначального признания кредитов, выданных по ставкам ниже действовавших на тот момент рыночных, в размере 9 млрд руб. Согласно словам менеджмента ВТБ, восстановление этих расходов в 2012 году стало возможным благодаря пересмотру процентных ставок по соответствующим кредитам.*

**Событие.** ВТБ вчера опубликовал отчетность по МСФО за 2 квартал 2012 года.

**Комментарий.** Чистая прибыль ВТБ во 2 квартале снизилась до 10,3 млрд руб. с 27,5 млрд руб. в 1 квартале, что находится в рамках консенсус-прогноза. Как мы ожидали, основным фактором снижения прибыли выступили результаты от операций с финансовыми инструментами: доходы в 23,6 млрд руб. в 1 квартале сменились расходами в 8,3 млрд руб. во втором. Это демонстрирует, что ВТБ пока не удастся зарабатывать торговый доход на «падающем рынке», и банк остается крайне зависимым от конъюнктуры.

В ходе конференц-звонка Херберт Моос, CFO ВТБ, пояснил, что торговый убыток в размере около 5 млрд руб. был вызван операциями с деривативами, в основном привязанными к российским акциям. По его словам, ВТБ вышел из всех подобных позиций к началу 3 квартала. При этом он также подчеркнул, что ВТБ уменьшил степень риска своего торгового портфеля, что выразилось в снижении показателя VaR (value-at-risk) на 1,4 млрд руб. для 95% доверительного интервала. Мы надеемся увидеть подтверждение снизившейся волатильности результатов от торговли бумагами в отчетности за 3 квартал.

Результат от финансовых инструментов был поддержан доходами от частичного единовременного восстановления отраженного в 2009 году расходов от первоначального признания кредитов, выданных по ставкам ниже действовавших на тот момент рыночных, в размере 9 млрд. руб. ВТБ не планирует получение аналогичных доходов в существенном объеме в ближайшем будущем.

Отрицательный результат от финансовых инструментов вкупе с ростом операционных расходов на 2,1 млрд руб. за квартал привели к резкому росту Cost/Income до резервов: с 44,6% в 1 квартале до 66,6% во втором. По словам Мооса, рост операционных расходов будет частично компенсирован снижением бонусов инвестблока в связи с торговыми убытками, тем не менее, мы считаем, что этот резерв снижения издержек ограничен и Cost/Income может вновь превысить 60% в случае получения значительного торгового убытка в последующие периоды.

В связи с ограничениями по капиталу ВТБ сдерживал рост корпоративного портфеля,

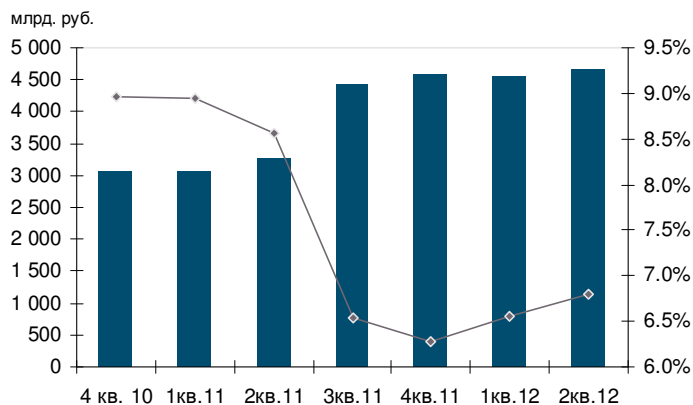
сконцентрировавшись на розничном, который вырос на 10% за квартал, что позволило увеличить чистую процентную маржу с 4,0% в 1 квартале до 4,2% во втором и несколько превысить консенсус-прогноз по чистому процентному доходу. При этом ВТБ повысил уровень резервирования кредитного портфеля – до 6,8% по сравнению с 6,5% на конец 1 квартала на фоне роста доли проблемных кредитов с 5,5% до 5,6%, что может отражать ожидания менеджмента ВТБ по ее дальнейшему увеличению в ближайшие один-два квартала.

В целом мы нейтрально оцениваем опубликованные результаты, поэтому они не повлияют значительно на котировки бумаг банка. Среди еврооблигаций мы не видим интересных выпусков, среди рублевых облигаций можно обратить внимание на заем ВТБ БО-02.

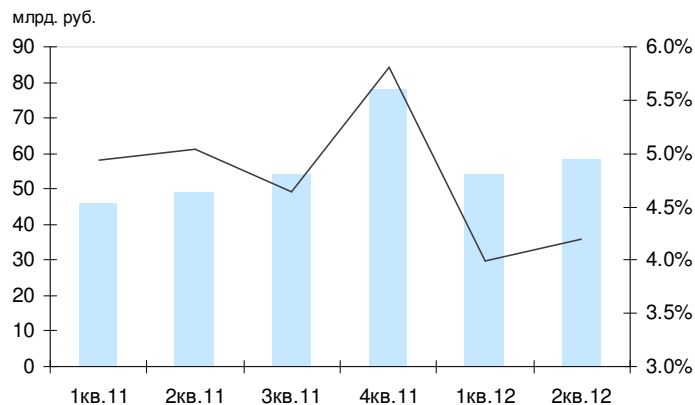
### Финансовые результаты ВТБ по МСФО

млрд руб.	2 кв. 2011	1 кв. 2012	2 кв. 2012	кв-к-кв, %	г-к-г, %
Чистые процентные доходы до резервов	49	54	<b>58</b>	8%	19%
Расходы по резервам	-10	-20	<b>-12</b>	-42%	24%
Чистые доходы (расходы) от финансовых инструментов	5	24	<b>-8</b>	-135%	-257%
Прочие операционные доходы	24	18	<b>17</b>	-5%	-30%
Операционные расходы	34	43	<b>45</b>	5%	30%
Чистая прибыль	28	23	<b>10</b>	-56%	-63%
Кредитный портфель после вычета резервов	2 997	4 253	<b>4 328</b>	2%	44%
Совокупные активы	4 720	6 451	<b>6 858</b>	6%	45%
<i>Чистая процентная маржа</i>	<i>4.9%</i>	<i>4.0%</i>	<i><b>4.2%</b></i>		
<i>Резервы/Кредитный портфель до резервов</i>	<i>8.9%</i>	<i>6.6%</i>	<i><b>6.8%</b></i>		
<i>Стоимость риска</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.8%</i>	<i><b>1.0%</b></i>		
<i>Расходы/Доходы до резервов</i>	<i>43.6%</i>	<i>44.6%</i>	<i><b>66.6%</b></i>		
<i>Доход на средний капитал (ROAE)</i>	<i>17.7%</i>	<i>15.7%</i>	<i><b>6.7%</b></i>		

#### Кредитный портфель до резервов и резервы как % от кредитного портфеля



#### Чистый процентный доход и чистая процентная маржа\*



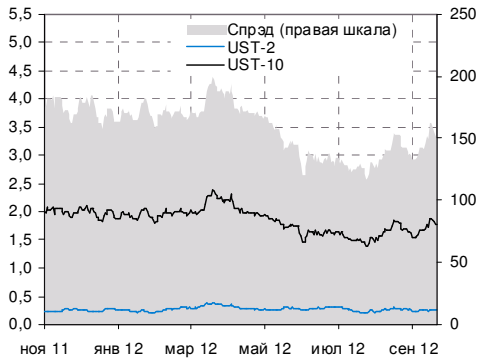
- как % чистых процентных доходов от средних активов, генерирующих чистый процентный доход, до резервов

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

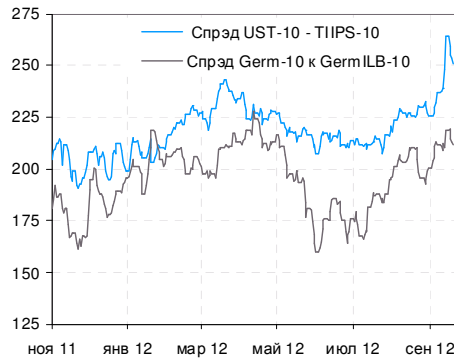
*Андрей Михайлов, FCCA*

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

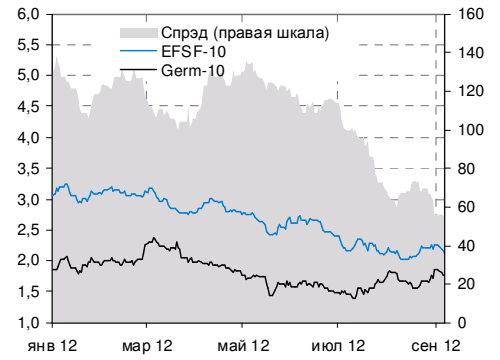
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



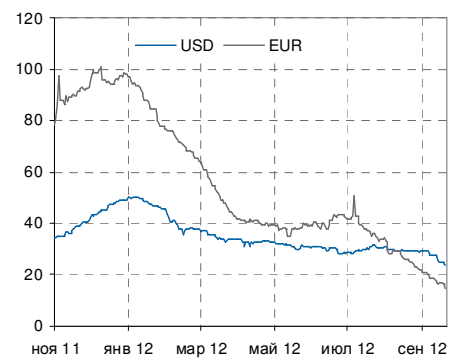
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

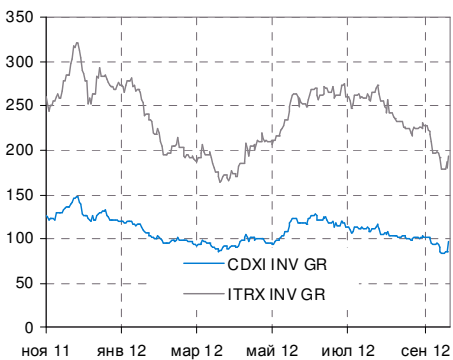


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

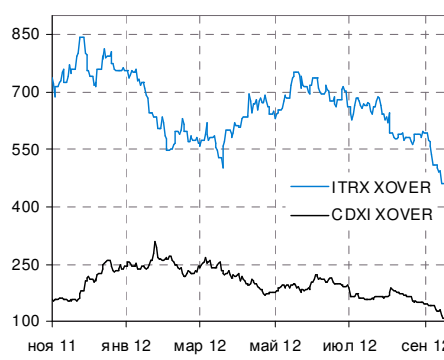


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

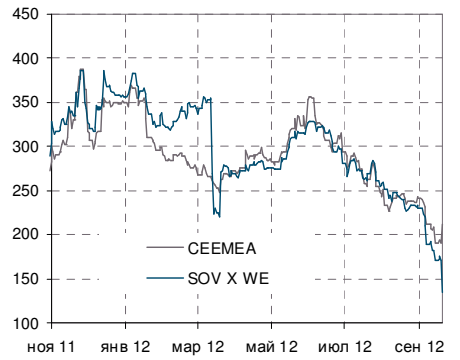
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

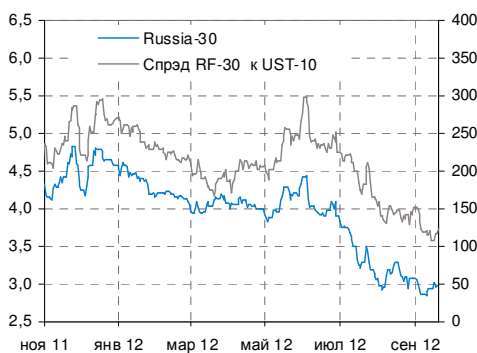


ITRX / Governments

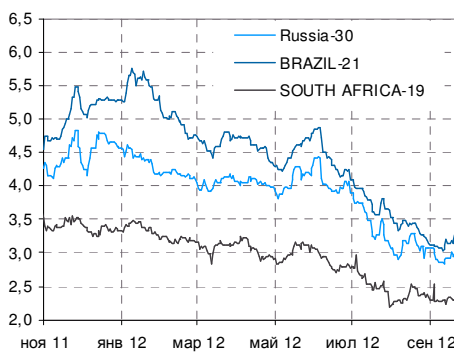


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

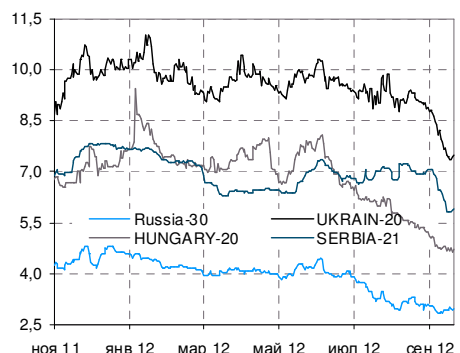
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

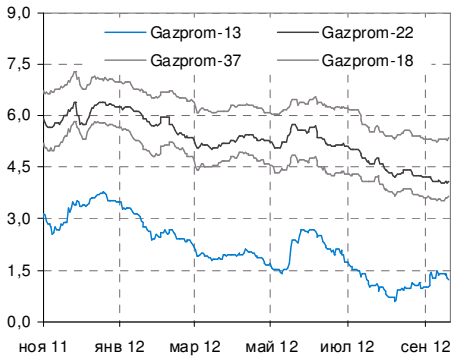


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

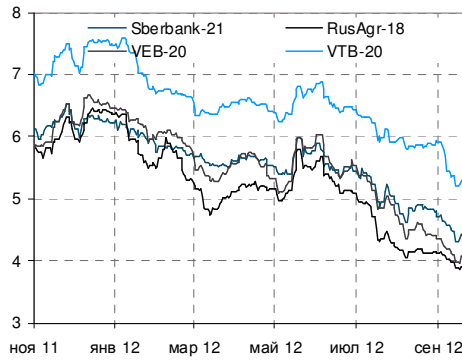


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

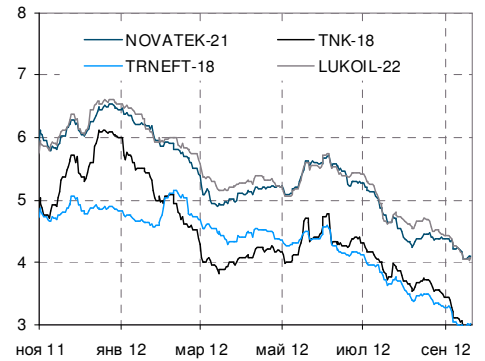
Еврооблигации Газпрома



Евробонды госбанков



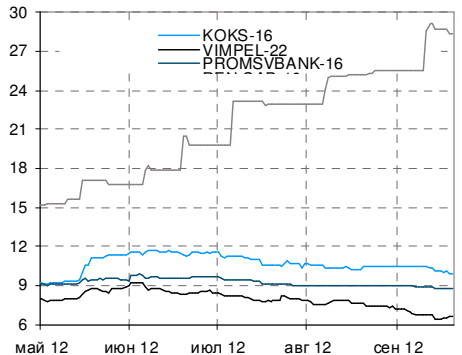
Еврооблигации нефтегазового сектора



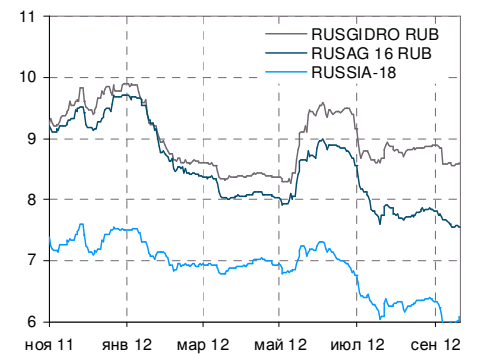
Еврооблигации металлургического сектора



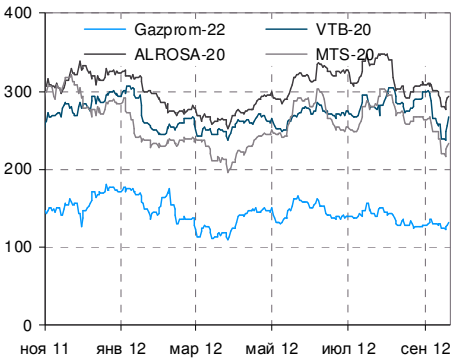
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



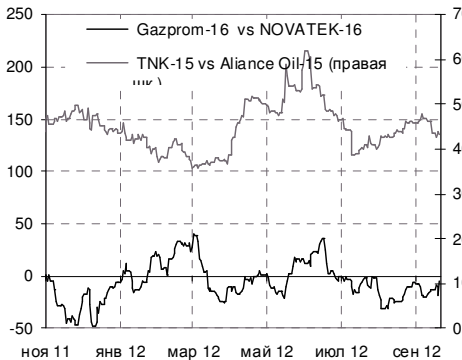
Еврооблигации, номинированные в рублях



Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе



Спрэды в банковском секторе

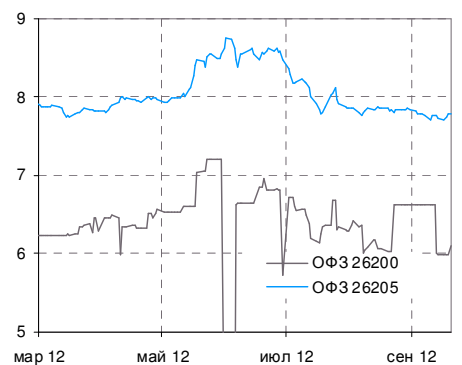


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

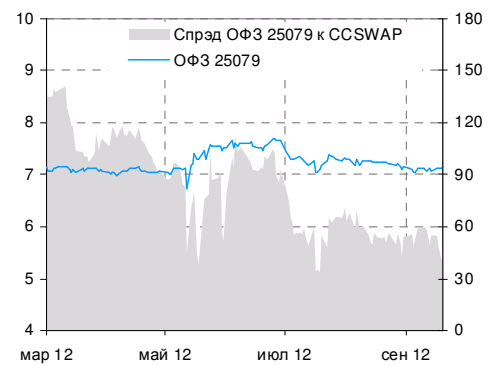
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

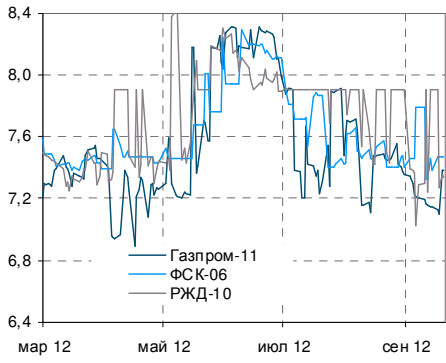


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

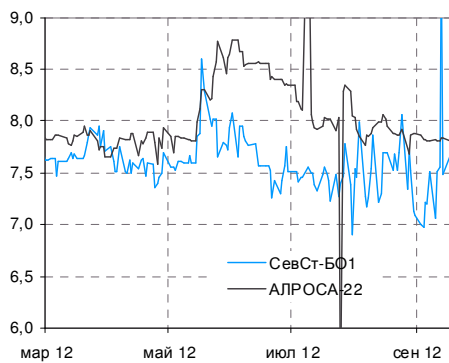


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

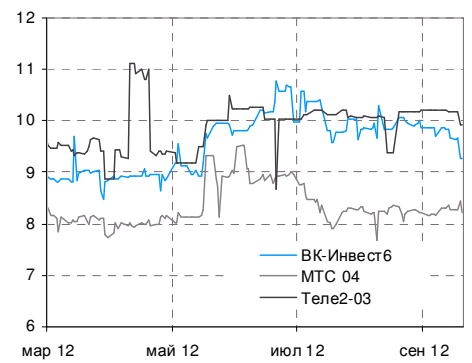
Доходности российских монополий



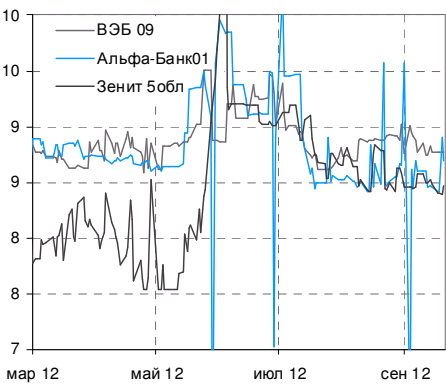
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



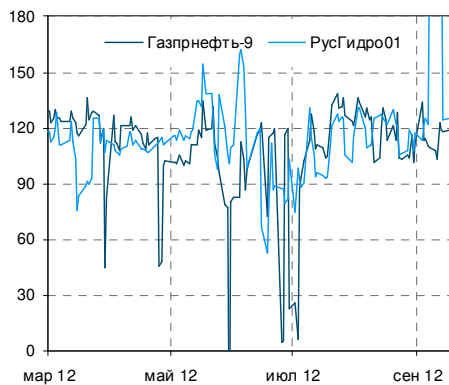
Доходности "Телекоммуникации"



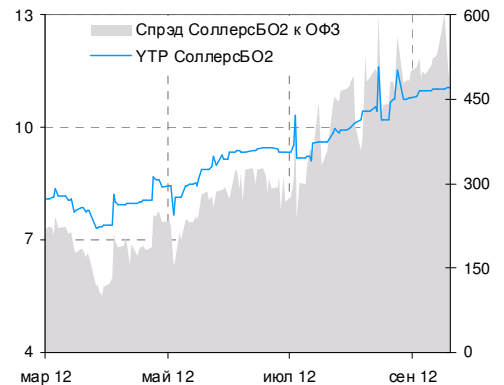
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

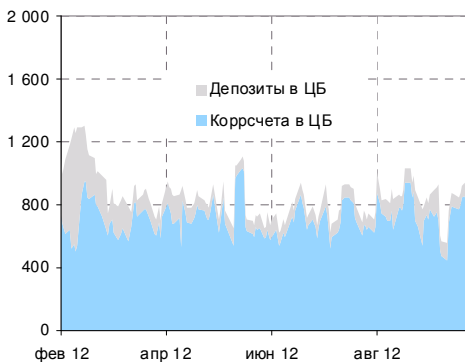


Облигации с текущей доходностью выше 10%

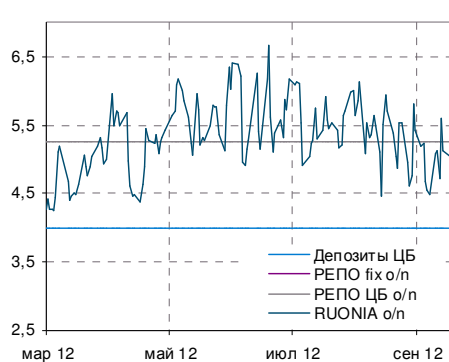


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

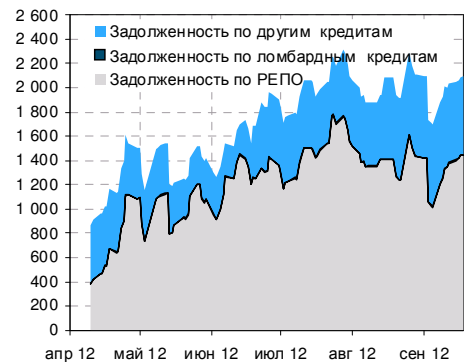
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



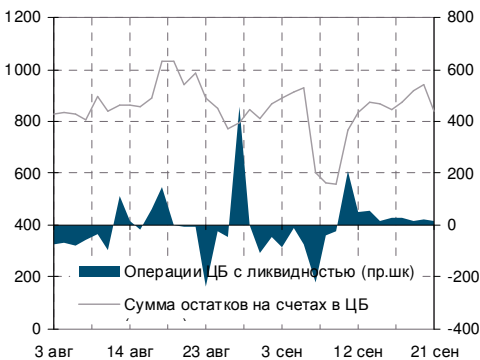
Динамика ставок денежного рынка



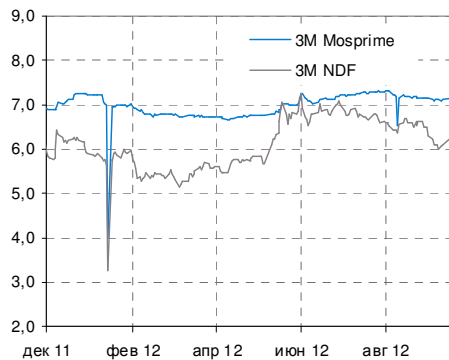
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



ЗМ 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.