

Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

Ревью предыдущего дня

- ФРС не подвела: мягкая позиция регулятора вдохновила «быков».** Подводя итоги двухдневного заседания, ФРС не только предложила программу покупок на рынке ипотечных инструментов, но и подтвердила «мягкость» своей позиции в зависимости ситуации на рынке труда США. Американский S&P 500 на этом фоне выстрелил на +1.6%, а «безрисковые» UST'10 вернулись на локальный пик (1.75%, +3 бп).
- Поток новостей единогласно предопределяет динамику рубля.** На фоне неожиданного для рынка ужесточения политики Банком России, бивалютная корзина завершила торги четверга снижением к отметке 35.37 (-13 коп). Старт новой программы количественного ужесточения процентной политики российским регулятором, эскалация конфликта на Ближнем Востоке, приближение налогового периода и слухи об SPO Сбербанка – все вместе предопределяют поступательное укрепление рубля к интервенционной границе ЦБ (34.65).
- Ястребиная риторика ЦБ застала рынки врасплох.** Неожиданное для рынка повышение ключевых процентных ставок Банком России не вызвало резкой реакции ставок денежного рынка. Тем не менее, госбумаги к концу сессии ускорили падение, отыгрывая не только решение регулятора, но и новость от Euroclear о переносе сроков полной либерализации рынка на конец года.

Корпоративные новости

- АФК Система.** Результаты за 2к'12 по US GAAP.

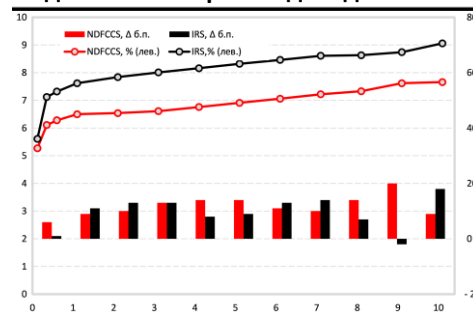
Торговые рекомендации

- Металлургия.** Длинные еврооблигации Евраза недооценены относительно лидеров сектора.

Основные события дня

Показатель	Страна	Период
Индекс потребительских цен	Еврозона, США	Август
Промышленное производство	США	Август
Оборот розничной торговли	США	Август

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, ММВБ, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач.	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	1.72	+2.25	+4.49
BUND'10Y, %	1.55	+1.10	-0.50
LIBOR'3М, %	0.39	-1.00	-1.96
Россия'30, %	2.93	+8.80	+2.80
MosPrime'ON, %	5.24	+7.00	-26.00
iTraxx Xover, б.п.	495.00	-8.74	-39.86
EMBI+Sov, б.п.	282.93	-0.65	-9.95
Россия'5Y CDS, б.п.	138.55	+3.14	-8.81
Коррсчета, млрд. руб.	778.60	-11.60	+309.10
Депозиты, млрд. руб.	90.10	+6.10	-5.80
Операции с ЦБ, млрд. руб.	-15.90	-47.90	-61.30
Dow Jones	13 539.86	+1.60	+1.83
S&P500	1 459.99	+1.81	+1.91
PTC	1 484.88	+0.33	+3.20
ММВБ	1 472.60	-0.37	+1.19
Золото, \$/тр. унц.	1 752.95	+1.11	+2.84
Нефть Brent \$/барр.	115.88	+0.41	+2.06
Руб./\$	31.29	-0.89	-2.03
Руб./Корзина	35.39	-0.63	-0.94

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

Ревью предыдущего дня

- **ФРС не подвел: мягкая позиция регулятора вдохновила «быков»**

По завершении двухдневного заседания Монетарный комитет ФРС поддержал оптимизм финансовых рынков, приняв решение расширить программу покупок ипотечных инструментов на открытом рынке. В целом объект покупок не вызывал сомнений ввиду и без того объемного вмешательства регулятора на рынке Казначейских облигаций, однако основной акцент был сделан на участие в сегменте ипотечных инструментов без лимитирования совокупных объемов: регулятор установил лишь темпы ежемесячных покупок (\$40 млрд), что в совокупности с объявленной в июне программой сглаживания кривой доходности госбумаг повышает месячный объем вливания ликвидности до конца текущего года до уровня \$85 млрд. Помимо этого ФРС на шесть месяцев расширила временные ориентиры сохранения базовых ставок на околонулевом уровне – теперь изменения ставок стоит ожидать не ранее середины 2015 года. Однако, несмотря на все эти благоприятные для рынков шаги, более значимым, по нашему мнению, стал комментарий относительно критериев принятия решения: регулятор сосредоточил внимание на вялой динамике американского рынка труда и в этой связи сохранил выраженную «мягкую позицию» до значительных улучшений. В результате значительно ускорились американские фондовые (S&P 500 +1.6%) и товарные (+0.6%) индексы: особенно заметной оказалась реакция котировок золота (+1.3%). В то же время доходности «безрисковых» UST'10 отступили к локальным максимумам (1.75%, +3 бп). Тем не менее в Европе ситуация приобрела противоположный характер: бегство в защитные немецкие GEB'10 (1.55%, -7 бп) сопровождалось торговлей основных индексов в красной зоне (Euro Stoxx 50 -0.8%), что в целом могло последовать за стремительным восстановлением пары EURUSD на мировом валютном рынке (1.2990, +0.7%).

Сегодня на повестке дня несколько интересных статистических индикаторов: в США и Европе будут опубликованы оценки инфляции за предшествующий месяц. Кроме того, в Штатах выйдут данные по обороту розничной торговли и динамике промышленного производства в августе. Несмотря на значимость этих данных для рынков, напряженный график «политических» событий полностью отвлекает на себя внимание. В частности, внимание игроков сегодня-завтра переключится со стимулирующего решения ФРС на заседание Еврогруппы (14-15 сентября), от которого в первую очередь ожидается обращение Испании за финансовой помощью фонда ESM и оглашение некоторых условий покупок госбондов проблемных стран на открытых рынках.

- **Поток новостей единогласно предопределяет динамику рубля**

Стабильная динамика вчерашних торгов была нарушена неожиданным для рынка ужесточением процентной политики Банка России, которое послужило триггером снижения котировок бивалютной корзины к отметке 35.37 (-13 коп).

На открытии сегодняшних торгов сигнал на покупку рубля был усилен решением американского регулятора, в результате чего бивалютная корзина обвалилась на 37 коп. к отметке 35.10. Высокие нефтяные котировки, поддерживаемые обострением геополитической обстановки на Ближнем Востоке, «ястребиная» позиция Банка России, а также новая программа количественного смягчения от ФРС, усилившая покупательные настроения на рынках рискованных активов, на наш взгляд, предопределяют поступательное укрепление рубля в краткосрочной

перспективе. В этой связи в качестве ближайшей точки остановки корзины мы видим уровень 34.65, который будет поддержан не только предстоящей активизацией экспортеров перед налоговым периодом, но и слухами о скором SPO Сбербанка.

- **Ястребиная риторика ЦБ застала рынки врасплох**

В непростых условиях – замедление темпов экономического роста и ускорение инфляции в основном за счет немонетарных факторов – Банк России все же принял решение повысить ключевые процентные ставки на 25 бп. При этом и ужесточение, и «ястребиная» риторика комментария уложились в рамки нашего прогноза, что не может не радовать, учитывая расхождение прогноза с консенсусом, значительно смягчившимся с начала сентября. Уделив особое внимание инфляционным ожиданиям, Банк России продолжил формировать свою репутацию «борца с инфляцией» в рамках последовательного перехода к инфляционному таргетированию и тем самым открыл путь для еще одного повышения процентных ставок (+25 бп) до конца текущего года.

Денежный рынок в ходе вчерашней сессии не успел отыграть решение ЦБ, однако на протяжении всего дня наблюдалось расширение bid/ask спредов на самых коротких дюрациях (день, неделя), а активность оставалась необычно сдержанной. Сегодня дневные и недельные депозитные ставки консолидировались вокруг новых уровней операционных инструментов ЦБ (5.50%), однако отсутствию ажиотажа во многом способствовало расширение дневного лимита до 110 млрд руб. с 50 млрд руб. днем ранее.

Вторичный рынок облигаций во главе с госбумагами чувствовал себя неуверенно в ходе вчерашней сессии. Поводов для сокращения позиций оказалось, как минимум, два. Сперва Euroclear сообщил об открытии полного доступа лишь к декабрю-январю, что заставило покачнуться биды в наиболее ликвидных бумагах, а потом и решение Банка России «огорчило» держателей бумаг. В результате по ценам закрытия ОФЗ на дюрациях 4-7 лет прибавили в доходностях 2-5 бп: ОФЗ 26206 (7.49%, +2 бп), ОФЗ 26208 (7.70%, +4 бп) и ОФЗ 26209 (7.87%, +4 бп).

Владимир Колычев
+7 (495) 725-56-37
VKolychev@mx.rosbank.ru

Евгений Кошелев
+7 (495) 725-56-37
EKoshelev@mx.rosbank.ru

Владимир Цибанов
+7 (495) 725-56-37
VNTsibanov@mx.rosbank.ru

Корпоративные новости

Финансовые результаты: АФК Система

 • **АФК Система (ВаЗ/ВВ/ВВ-) опубликовала отчетность по US GAAP за 2к'12**

Выручка компании сократилась на 6.3% г/г и составила \$8.1 млрд. Негативная динамика доходов определялась снижением выручки Башнефти на 9.8% г/г при сохранении выручки МТС на уровне 2к'11. Выручка «Развивающихся активов» сократилась на 14.1% г/г до \$942 млн вследствие сокращения доходов РТИ и ВАО Интурист, которое не удалось компенсировать за счет роста показателей других активов. Показатель EBITDA снизился на 3.8% г/г до \$2.1 млрд вследствие повышения экспортных пошлин и снижения цен на нефть, оказавших негативное влияние на результат Башнефти. Однако оптимизация расходов МТС и РТИ позволила повысить рентабельность до 25.8%.

Основные финансовые показатели, \$ млн

	2к'12	кв/кв	1к'12	г/г	2к'11	1п'12	г/г	1п'11
Выручка	8 095	+2.2%	7 920	-6.3%	8 636	16 014	+0.9%	15 879
Операционная прибыль	153	-87.1%	1 189	-88.4%	1 326	1 342	-40.4%	2 251
рентабельность, %	1.9%	-13.1 пп	15.0%	-13.5 пп	15.4%	8.4%	-5.8 пп	14.2%
ЕБИТДА	2 090	+2.6%	2 037	-3.8%	2 173	4 127	+6.3%	3 884
рентабельность, %	25.8%	+0.1 пп	25.7%	+0.7 пп	25.2%	25.8%	+1.3 пп	24.5%
Чистая прибыль	(450)	-160.8%	739	-170.5%	637	289	-68.2%	910
рентабельность, %	-5.6%	-14.9 пп	9.3%	-12.9 пп	7.4%	1.8%	-3.9 пп	5.7%
Активы	43 642	-7.8%	47 331	-6.3%	46 574	43 642	-6.3%	46 574
Собственные средства	12 234	-21.6%	15 614	-19.3%	15 165	12 234	-19.3%	15 165
Долгосрочный долг	11 461	-8.4%	12 516	-9.7%	12 693	11 461	-9.7%	12 693
Краткосрочный долг	4 202	-0.8%	4 235	+17.7%	3 570	4 202	+17.7%	3 570
Чистый долг	14 345	-5.4%	15 171	-0.0%	14 349	14 345	-0.0%	14 349
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	1.70x	-0.08x	1.78x	-0.24x	1.94x	1.70x	-0.24x	1.94x
ЕБИТДА/Проценты	5.90x	+0.12x	5.77x	+0.26x	5.64x	5.83x	+1.44x	4.40x

Источник: отчетность по GAAP, расчеты Росбанка

Чистый долг АФК Система за квартал сократился на 5.4% до \$14.3 млрд, что привело к снижению долговой нагрузки по соотношению Чистый долг/ЕБИТДА до 1.7x. В среднесрочной перспективе долговая нагрузка компании, по нашим ожиданиям, сохранится в диапазоне от текущего уровня до 2.0x.

Рублевые облигации компании торгуются со спредом 190-200 бп к ОФЗ и не выглядят привлекательно при данных уровнях. Выпуск еврооблигаций AFKSRU 05/19 за последний месяц, следуя общей рыночной динамике, подорожал на 5% в цене, котируется по 105% от номинала и, по нашему мнению, переоценен.

Александр Сычев
 +7 (495) 725-56-37
AASychev@mx.rosbank.ru

Торговые рекомендации

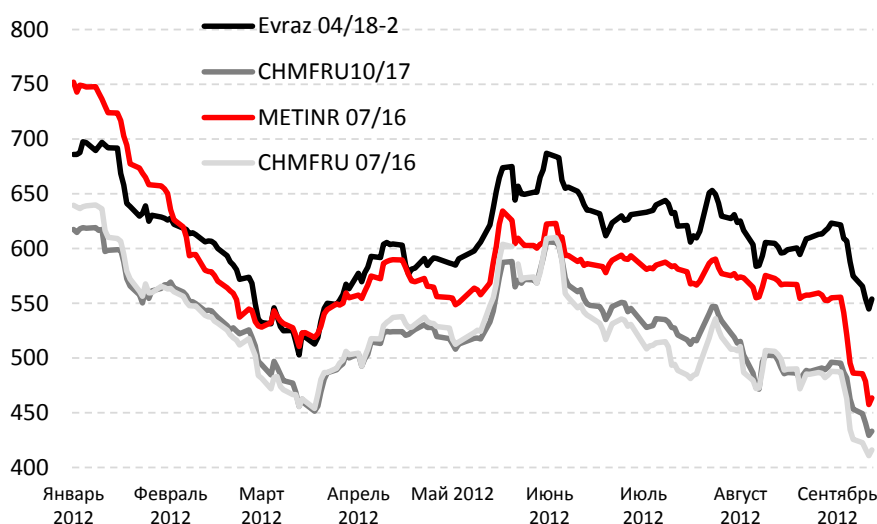
Металлургия

- **Длинные еврооблигации Евраза недооценены относительно лидеров сектора**

Последний месяц был удачным для российских еврооблигаций, спрос на российский риск был высоким, благодаря чему доходности корпоративных бумаг достигли минимумов года. А с июня, по нашим оценкам, спреды госбумаг в среднем сократились на 140 бп, спреды по евробондам нефтегазового сектора – на 120 бп, горнодобывающего сектора – на 100 бп, банков – на 90 бп.

В горнодобывающем секторе в сравнении с уровнями на начало августа существенное сужение спредов наблюдалось в бумагах с дюрациями более 2.5 лет, спреды по более коротким выпускам маржинально сузились в среднем на 30 бп. Более того, явными лидерами роста были выпуски Северстали (CHMFRU 07/16 и CHMFRU 10/17) и Металлоинвеста (METINR 07/16), спреды по которым снизились на 90-110 бп, подтолкнув доходности бумаг к минимумам года.

Спреды к свопам длинных еврооблигаций металлургических компаний



Источник: Bloomberg, Росбанк

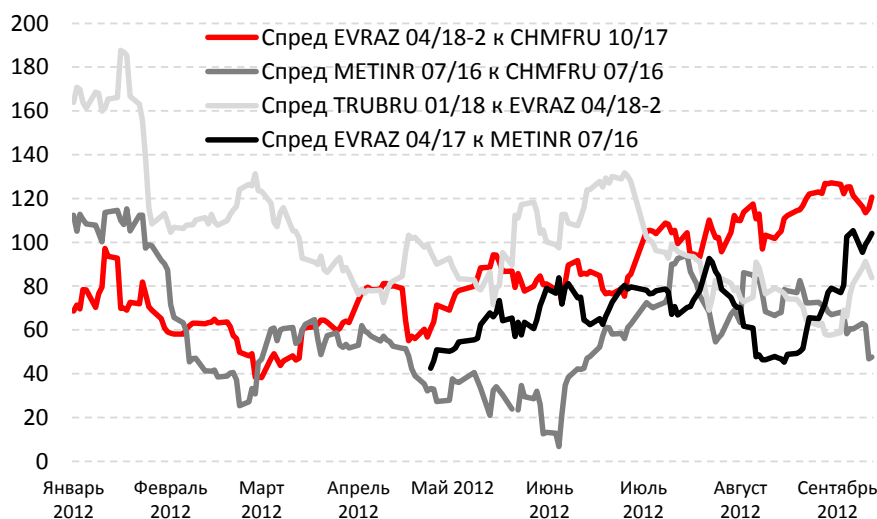
Бумаги других эмитентов отставали, в результате чего спреды по некоторым выпускам компаний металлургического сектора расширились к отраслевым бенчмаркам до чрезмерных значений.

Обращают на себя внимание неоправданно высокие премии по бумагам Евраза к выпускам Северстали и Металлоинвеста. Мы считаем, справедливый уровень компенсации за более высокий кредитный риск Металлоинвеста к Северстали должен составлять порядка 50 бп, что наблюдается на рынке в данный момент. При этом справедливая компенсация за бумаги Евраза, характеризующегося более высокой долговой нагрузкой и низкими кредитными рейтингами, не должна превышать 80 бп к кривой Северстали.

В свою очередь Евраз является индикатором для эмитентов, чьи бумаги характеризуются более высокими доходностями – ТМК и Распадской. Спред между ТМК и Евразом сейчас находится на близком к справедливому уровне,

оцениваемому нами в 70 бп, а выпуск Распадской RASPAD 04/17 недооценен относительно EVRAZ 04/17 и имеет потенциал сужения спреда около 20 бп.

Спреды между схожими по характеристикам еврооблигациями металлургических компаний



Источник: Bloomberg, Росбанк

События последних дней указывают на возрастающий интерес инвесторов к европейским активам и ослабевающий спрос на риск развивающихся рынков. По нашему мнению, для еврооблигаций металлургического сектора это может означать коррекцию в переоцененных бумагах Северстали и Металлоинвеста и возврат их к справедливым уровням, которые будут достигнуты за счет расширения спредов к свопам на 40-50 бп. При этом коррекция не должна сильно затронуть кривую Евраза, что приведет к установлению равновесия на рынке на более обоснованных уровнях. Таким образом, мы рекомендуем продавать бумаги Северстали и Металлоинвеста и предпочитаем им длинные еврооблигации Евраза.

Александр Сычев
+7 (495) 725-56-37
AASychev@mx.rosbank.ru

Команда

Исследования и аналитика	Трейдинг	Продажи финансовым учреждениям	Корпоративные продажи	Инвестиционно-банковские услуги
Владимир Колычев VKolychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	Борис Брук BBruck@rosbank.ru +7 (495) 232-9828	Марина Петухова MPetukhova@rosbank.ru +7 (495) 725-5477	Владимир Мацко vladimir.matsko@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Михаил Афонский MAfonsky@rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Попов, CFA APopov@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	Василий Королев VKorolev@rosbank.ru +7 (495) 234-0986	Вера Шаповаленко VShapovalenko@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Роман Воронин roman.voronin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Виктория Якимова Yakimova@rosbank.ru +7 (495) 725-5494
Евгений Кошелев EKoshelev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	Александр Ройко ARoiko@rosbank.ru +7 (495) 604-7461	Павел Малявкин PVMalvavkin@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Евгений Курочкин eveniy.kurochkin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Татьяна Амброжевич TAmbrozhevitch@mx.rosbank.ru +7 (495) 956-6714
Владимир Цибанов VNTsibanov@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	Михаил Петушков MAPetushkov@rosbank.ru +7 (495) 604-7461		Александра Павлова avpavlova@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	Юрий Новиков YNovikov@mx.rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Сычев ASychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	Дмитрий Зайцев DZaitsev@rosbank.ru +7 (495) 721-9557		Роман Будаев roman.budaev@socgen.com +7 (495) 725-57-44	
Алексей Думнов ADumnov@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637			Андрей Галкин aagalkin@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	

Настоящий обзор предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, Росбанк не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни Росбанк, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ОАО АКБ «РОСБАНК», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © Росбанк 2012