



## ЕВРО-2012

### Основные дальнейшие сценарии

Удивительные совпадения в экономике и спорте продолжились на этой неделе. Как мы знаем, ранее одними из первых в ¼ финала чемпионата Европы по футболу вышли все страны PIIGS, состояние долговых рынков которых периодически ставит вопрос дальнейшего существования еврозоны как валютного союза. В финал же вышли 2 крупнейшие страны из группы PIIGS, размер экономики каждой из которых вполне достаточен, чтобы в случае реализации на долговом рынке «греческого» сценария вызвать более масштабный мировой финансовый кризис, чем это было в 2008 году. Неудивительно, что при таком раскладе чемпионом Евро-2012 стала страна с самым высоким уровнем безработицы в Европе. Однако если для победы на футбольном чемпионате Испании понадобилось меньше месяца, то для победы над рецессией в экономике у страны могут уйти годы...

На этой неделе список стран, которые были вынуждены обратиться за финансовой помощью, состоявший до этого из Ирландии, Греции, Португалии, пополнился Испанией и Кипром. По предварительной оценке независимых аудиторов, испанским банкам на рекапитализацию может понадобиться до €62 млрд., однако как в ЕС, так и в Мадриде опасаются, что этой суммы может оказаться недостаточно, и, возможно, эта сумма будет увеличена до €100 млрд. Предполагается, что выданный транш будет сроком до 15 лет под ставку 3-4% годовых, тогда как сама Испания в настоящий момент вынуждена заимствовать под ставку более 6% годовых. Вслед за Испанией о необходимости предоставления финансовой помощи заявил и Кипр, после того как рейтинговое агентство FITCH снизило ему рейтинг с BBB- до неинвестиционного BB+, последовав примеру Standard&Poor's и Moody's, снизивших рейтинги Кипру ранее. Однако здесь речь идёт о гораздо меньшей сумме в пределах €10 млрд, и вполне вероятно, что здесь удастся обойтись и существенно меньшей суммой, учитывая, что это более половины ВВП Кипра.

Что касается Испании, то наличие у неё проблем с самостоятельным обслуживанием долга создаёт действительно существенные риски для еврозоны в целом. Размер испанской экономики в 4.67 раза больше греческой и в 1.87 раза больше совокупного ВВП Греции, Португалии, Ирландии, Кипра. Осознание этого не только экономистами, но и европейскими политиками подтолкнуло их к принятию ряда кардинальных решений. Во-первых, сразу же последовало заявление от Еврокомиссии, что весь объем необходимой помощи будет предоставлен. Кроме того, по итогам саммита Евросоюза, завершившегося 29 июня, было решено направлять средства антикризисного фонда европейской финансовой стабильности (ESM) непосредственно в банковскую систему, которые будут использоваться для скупки суверенных облигаций, а не через национальные правительства, что способствовало бы ещё большему увеличению их госдолга. Подобный механизм во многом напоминает LTRO с той лишь разницей, что в случае предоставления средств из ESM не раздувается баланс ЕЦБ и не происходит увеличения денежной массы, что позволит избежать давления на евро и в какой-то степени будет более эффективным.

Однако основной вопрос, который возникает, насколько объем средств ESM, который в настоящий момент располагает €440 млрд, окажется достаточным, чтобы поддержать суверенные облигации еврозоны сомнительного качества. И здесь также уместно провести аналогии с LTRO, которые лишь на время способствовали снижению процентных ставок на рынке. В конце декабря ЕЦБ начал операцию по долгосрочному финансированию банков LTRO, предоставив банкам 3-летние кредиты под 1% годовых на сумму €490 млрд, и на аналогичных условиях дополнительно было влито в банковскую систему €529.5 млрд 29 февраля. Как видно, объем средств, который может быть предоставлен в рамках ESM, не больше, чем это уже было сделано в рамках LTRO. Безусловно, объем европейского стабилизационного механизма может быть расширен, однако это мера будет весьма не популярна в странах-донорах, и главным образом, в Германии, поэтому вряд ли здесь стоит ждать каких-то новых масштабных вливаний. Тем не менее, в последний операционный день квартала, 29 июня, рынки восприняли подобное решение с огромным энтузиазмом. В течение дня цены 10-летних испанских облигаций выросли на 4.38%, а их доходность упала на 60 б.п. до 6.33% годовых, однако с учётом вышперечисленных факторов рассчитывать на то, что подобный оптимизм сохранится, не приходится. Уже на этой неделе 5 июля Испании предстоит разместить 3 выпуска облигаций с погашением в 2015 г., 2016 г. и 2022 г. Результаты аукциона могут вполне охладить оптимизм инвесторов. В любом случае, новые размещения эмитента, для которого в настоящий момент затруднительно обслуживать свой долг по рыночным ставкам, даже в случае успешного размещения уже на вторичном рынке не будут способствовать снижению стоимости обслуживания долга за счёт увеличения его предложения.

# ОБЗОР РЫНКОВ

ЗА НЕДЕЛЮ

02.07.2012-08.07.2012



НОРД КАПИТАЛ  
СИСТЕМА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОТЕКЦИЙ

Ключевое событие прошлой недели – саммит Евросоюза – принёс на рынки волну позитива (был согласован пакет мер на 120 млрд. евро, направленных на стимулирование экономического роста). Позитива рынкам на неделе следующей должен добавить старт сезона квартальных отчётов американских корпораций (2 квартал был неплохим для деятельности компаний) и выходящая статистика. В центре внимания будут цифры из США по nonfarm payrolls за июнь. Напомним, данные за май были плохими и инвесторы будут настороженно относиться к этой статистике. На наш взгляд, опасения несколько преувеличены и payrolls выйдут лучше ожиданий. Также стоит обратить внимание на статистику по уровню безработицы в США (вероятно, уровень 8.2% будет сохранён) и в Европе (тут возможен неприятный рост до 11.2%), а также данные из Китая по индексу деловой активности в производственной сфере за июнь (отметим, что последние полгода темпы роста экономики Китая замедляются).

Уже традиционный интерес вызывают данные Минэнерго США по запасам нефти в стране – в последние недели они достигли 387 млн. баррелей. До исторических максимумов, достигнутых летом 1990 года, осталось дорасти менее 2 млн. баррелей. Рекорд может быть обновлён уже на этой неделе.

Кроме того в четверг состоится заседание ЕЦБ, от которого ряд экспертов ждут снижения учётной ставки до 0.75% ради стимулирования экономики. На наш взгляд, Марио Драги будет верен себе, не будет предпринимать резких шагов и сохранит ставку на уровне 1%.



## ЭКОНОМИЧЕСКИЙ КАЛЕНДАРЬ

Статистика	Отчетный период	Предыдущее значение	Консенсус-прогноз Bloomberg	Прогноз НордКапитал	
<b>США</b>					
02.07.12	Индекс делового оптимизма в производственной сфере.	Июнь	53.5	52	
02.07.12	Затраты на строительство (м/м)	Май	0.3%	0.2%	
03.07.12	Производственные заказы	Май	-0.6%	-0.2%	
04.07.12	Общий объем продаж автотранспортных средств	Июнь	13.73М	13.95М	
05.07.12	Количество новых рабочих мест по данным ADP	Июнь	133К	95К	
05.07.12	Первоначальные заявки на пособие по безработице	30 июня	386К	-	390К
05.07.12	Индекс потребительского комфорта от Bloomberg	1 июля	-36.1	-	
06.07.12	Изменение числа занятых в несельскохозяйственном секторе	Июнь	69К	93К	90К
06.07.12	Уровень безработицы	Июнь	8.2%	8.2%	8.20%
<b>ДАННЫЕ МИНИСТЕРСТВА ЭНЕРГЕТИКИ США</b>					
05.07.12	Запасы нефти в хранилищах	29 июня	-133К	-	
05.07.12	Запасы дистиллятов	29 июня	-2279К	-	
05.07.12	Запасы бензина	29 июня	2078К	-	
<b>ЕВРОЗОНА</b>					
02.07.12	Индекс деловой активности в производственном секторе	Июнь	44.8	44.8	
02.07.12	Уровень безработицы	Май	11%	11.1%	11.20%
03.07.12	Индекс производственных цен (м/м)	Май	0%	-0.3%	
04.07.12	Общий индекс деловой активности	Июнь	46	46	
04.07.12	Розничные продажи (м/м)	Май	-1%	0.3%	
05.07.12	Решение ЕЦБ по осн. процентной ставке	5 июля	1%	0.75%	1%
<b>ГЕРМАНИЯ</b>					
02.07.12	Индекс деловой активности в производственном секторе	Июнь	44.7	44.7	
05.07.12	Изменение объема производственных заказов (м/м)	Май	-1.9%	0%	
06.07.12	Изменение объема промышленного производства (м/м)	Май	-2.2%	0%	
<b>КИТАЙ</b>					
01.07.12	Индекс деловой активности в производственном секторе	Июнь	50.4	49.9	
02.07.12	Индекс деловой активности в производственном секторе от HSBC	Июнь	48.4	-	

# ОБЗОР РЫНКОВ

ЗА НЕДЕЛЮ

02.07.2012-08.07.2012



НОРД КАПИТАЛ  
СИСТЕМА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОТЕКЦИЙ

Конец прошлой недели (он же – конец месяца, он же – конец квартала) для фондовых рынков получился позитивным (Евросоюз согласовал план действий по преодолению европейского кризиса: 120 млрд. евро, направленных на стимулирование экономического роста и расширение полномочий ЕЦБ для контроля за банками). Позитива из Европы может хватить и на следующую неделю, тем более что на очереди уже сезон квартальных отчётов американских корпораций (2 квартал был неплохим для деятельности компаний). Однако стоит понимать, что проблемы в европейской экономике пока далеки от разрешения – для запуска фонда ESM требуется одобрение всех европейских стран, а испанская экономика продолжает внушать опасения (рецессия, безработица на уровне 25%, а испанские банки нуждаются в рекапитализации).

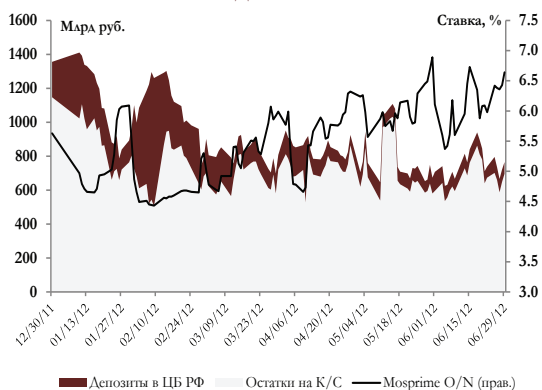
Из событий недели внимания заслуживает заседание ЕЦБ (ряд экспертов ожидает снижения учётной ставки до 0.75%, также прозвучали намёки на новую порцию ликвидности). Если всё так и будет, это даст дополнительное топливо для роста рынкам, если нет – последует разочарование. Также выделим сегодняшнюю конференцию Лондонской фондовой биржи по России и СНГ, по её результатам можно будет судить об отношении мировых инвесторов к России.

## ПРОГНОЗЫ

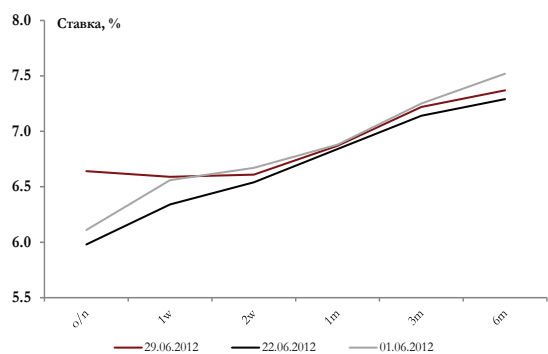
	Индекс ММВБ	Индекс РТС	Нефть Brent, долл	Курс евро к доллару	Курс доллара к рублю	Курс евро к рублю
Прогноз на конец недели 2–6 июля	1400	1370	96	1.265	32.5	41.1

## ОБЛИГАЦИИ И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

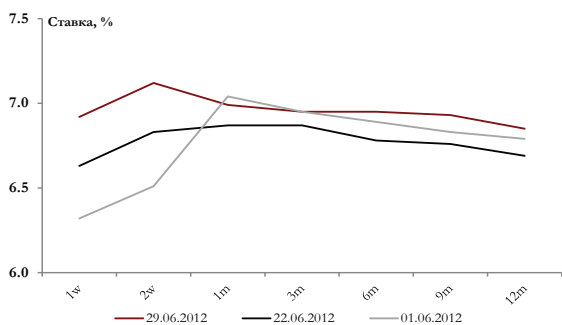
### Банковская ликвидность



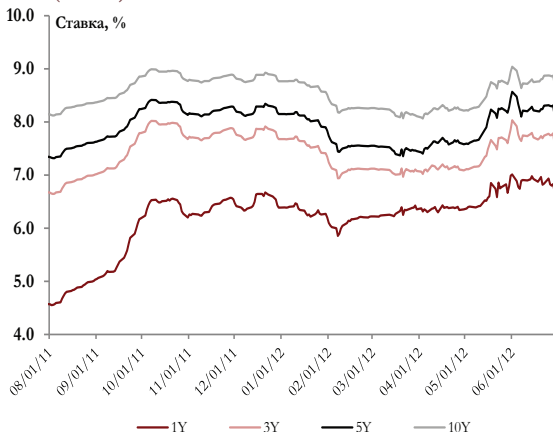
### Кривая Mosprime



### Кривая NDF на рубль



### Срочная структура процентных ставок (ОФЗ)



Локальный рынок долга большую часть прошедшей недели вел себя достаточно скромно, двигаясь преимущественно в боковике, однако пятница внесла свои коррективы, позволив закрыть неделю на позитиве. Прежде всего, рынки отыгрывали хорошие новости с саммита ЕС, основным бонусом которого явилась столь желанная опция, как возможность получения проблемными банками средств напрямую из европейских стабилизационных фондов, в обход национальных правительств. Также стоит отметить, что все заслуги пятничной динамики в части рублевых бондов неправильно бы было приписывать исключительно внешним факторам, здесь свою роль сыграл и такой внутренний фактор, как закрытие квартала. В «лучших» традициях российского рынка многие компании старались закрыть квартал с наибольшей прибылью, совершая технические сделки, тем самым обеспечивая себе нужную переоценку по бондам. Так что, если отделить зерна от плевел, то места для действительно качественного улучшения останется гораздо меньше.

В результате российские госбумаги закрыли неделю более чем достойно, зафиксировав существенное снижение доходностей на всей длине кривой (это хорошо видно по динамике соответствующих изотермных рядов на графике слева). Так доходности ОФЗ в среднем снизились на 16 б.п., причем лучшую динамику показали краткосрочные (доходности 1-3 летних облигаций снизились на 17 б.п.) и среднесрочные (5-10 летние бумаги снизились в доходности на 19 б.п.) облигации, ОФЗ с дюрацией 15-25 лет выглядели немного поскромнее (-14 б.п. за неделю). Госбумаги уже давно находятся в поле зрения инвесторов, так как они сейчас в наибольшей мере «ходят» за внешними драйверами, ведя себя отчасти сродни акциям. Прошлая неделя была богата на события в данной части, они дают нам ряд предпосылок на будущее. Так, в частности, Минфин произвел размещение своих ОФЗ, итоги которого не оказались не столь впечатляющими, однако Минфину все-таки удалось привлечь 13.85 млрд руб. при объеме предложения в 35 млрд руб. и спросе на 23.10 млрд руб. Средневзвешенная аукционная доходность по пятилетним ОФЗ серии 25080 составила 8.28% годовых, что соответствует верхней границе ранее объявленного ориентира по доходности. Результаты размещения могли бы быть и получше (результат выше 20 млрд руб. в текущих условиях можно было бы считать успешным), учитывая тот факт, что рынку были предложены самые короткие ОФЗ за два последних месяца на фоне просадки национальной валюты. Размещение бондов проводилось в среду, когда рынок еще не услышал позитивных новостей с саммита ЕС и был сильно обеспокоен его возможными результатами, а точнее, отсутствием прогресса как такового. Также свою лепту вносила и активная фаза налогового периода (в понедельник компании платили ИДПИ и акцизы, а в четверг – налоги на прибыль), что довело как над сектором госбумаг, так и над представителями корпоративного блока.

Минфин в этом месяце очень своевременно опубликовал свой план-график по размещению ОФЗ на третий квартал текущего года, вот уже на этой неделе (4 июля) в плане значится размещение ОФЗ 26205 с погашением в апреле 2021 г. на 17 млрд руб. Данное размещение будет достаточно индикативным, интересно, как отнесутся инвесторы к такому «длинному» выпуску. Если здраво смотреть на вещи, то козырей на руках у Минфина на данный момент прибавилось - это и очередное купирование долговых проблем Еврозоны, которое может улучшить отношение инвесторов к рисковому классу активов, и окончание налогового периода (компании хоть и будут еще какое-то время гасить свою задолженность перед регуляторами, однако параллельно производить налоговых выплат им уже не надо), и в целом улучшение информационного фона относительно допуска Clearstream и Euroclear рынку ОФЗ. Так Euroclear ожидает старт расчетов через нее ОФЗ осенью (сентябрь-октябрь). Вечером четверга ФСФР опубликовала проект приказа, предусматривающий прямой допуск вышеуказанных организаций к расчетам по ОФЗ. На его согласование уйдет еще какое-то время, будем внимательно следить за данным процессом. Всего же по оценке Euroclear благодаря такой либерализации рынка доля нерезидентов со временем может вырасти в 10 раз – с нынешних 4% до 40%. Возвращаясь к плану размещения на третий квартал, добавим, что всего планируется разместить в нем ОФЗ на сумму 287 млрд руб., что является относительно небольшим объемом и не должно сильно давить на вторичный рынок госбумаг.

В целом российский рынок долга на этой неделе имеет неплохие предпосылки для роста, который в силу ограниченности ликвидности, если и будет, то довольно умеренный. Банкам, прежде всего, стоит дожидаться снижения ставок на межбанковском рынке, Mosprime O/N держалась на неделе стабильно выше 6.3% годовых, а с такой стоимостью заимствований особых планов на покупки не построишь.



## КАЛЕНДАРЬ АУКЦИОНОВ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ (США, ЕВРОЗОНА НА 2 - 6 ИЮЛЯ)

Дата	Время	Аукциона	Средняя (максимальная*) ставка размещения на прошлом аукционе	Соотношение спроса и предложения на прошлом аукционе
<b>США</b>				
02.07.12	19:30	Размещение 3-месячных векселей на \$30 млрд	0.095%*	4.5
02.07.12	19:30	Размещение 6-месячных векселей на \$27 млрд	0.15%*	4.75
03.07.12	19:30	Размещение 4-недельных векселей	0.06%*	4.43
<b>ГЕРМАНИЯ</b>				
04.07.12	13:35	Размещение 5-летних облигаций на €4 млрд	0.41%	1.6
<b>ФРАНЦИЯ</b>				
02.07.12	17:00	Размещение 84-дневных векселей на €4.5 млрд	0.056%	1.986
02.07.12	17:00	Размещение 175-дневных векселей на €2 млрд	0.104%	3.286
02.07.12	17:00	Размещение 357-дневных векселей на €1.7 млрд	0.177%	2.76
05.07.12	13:00	Размещение облигаций с погашением в 2019 г. с купоном 3.75%		
05.07.12	13:00	Размещение облигаций с погашением в 2022 г. с купоном 3%		
05.07.12	13:00	Размещение облигаций с погашением в 2023 г. с купоном 4.25%		
<b>ИСПАНИЯ</b>				
05.07.12	12:30	Размещение облигаций с погашением в 2015 г. с купоном 4%		
05.07.12	12:30	Размещение облигаций с погашением в 2016 г. с купоном 4.25%		
05.07.12	12:30	Размещение облигаций с погашением в 2022 г. с купоном 5.85%		



## КОНТАКТЫ

### Департамент управления активами

<b>Андрей Журихин</b>	Zhurihin@ncapital.ru	директор Департамента
Владимир Гайтанов	Gaytanov@ncapital.ru	управляющий активами
Алексей Фролов	AFrolov@ncapital.ru	управляющий активами
Владислав Григорьев	Grigoryev@ncapital.ru	управляющий активами

### Департамент клиентского обслуживания

<b>Иван Артамонов</b>	Artamonov@ncapital.ru	управляющий директор по развитию клиентского бизнеса
Лариса Сафонова	Safonova@ncapital.ru	директор по развитию частного клиентского бизнеса
Кирилл Юркевич	Yurkevich@ncapital.ru	директор по развитию бизнеса
Сергей Павлюк	Pavlyuk@ncapital.ru	вице-президент
Елена Максимова	Maximova@ncapital.ru	вице-президент
Сергей Албутов	Albutov@ncapital.ru	вице-президент

### Аналитический департамент

<b>Владимир Рожанковский, LIFA</b>	Rojankovski@ncapital.ru	директор Департамента
Максим Зайцев	Zaitsev@ncapital.ru	старший аналитик
Роман Ткачук	Tkachuk@ncapital.ru	старший аналитик
Сергей Алин	Alin@ncapital.ru	старший аналитик
Виталий Манжос	Manzhos@ncapital.ru	аналитик

### Департамент управления рисками

<b>Дмитрий Суханов</b>	Sukhanov@ncapital.ru	директор Департамента
Светлана Ткаля	STkalya@ncapital.ru	риск-менеджер
Николай Варламов	Varlamov@ncapital.ru	риск-менеджер

### Департамент инвестиционно-банковских услуг

<b>Александр Айвазов</b>	A.Aivazov@ncapital.ru	управляющий партнер, директор Департамента
Александр Темников	Temnikov@ncapital.ru	заместитель директора Департамента
Левон Хачатурян	Khachaturyan@ncapital.ru	заместитель директора Департамента
Дмитрий Гомер	Homer@ncapital.ru	заместитель директора Департамента
Антонина Дмитриева	Dmitrieva@ncapital.ru	директор Отдела долгового финансирования

### Департамент ведения счетов (NORDAccounting@ncapital.ru)

<b>Василий Романовский</b>	Romanovsky@ncapital.ru	директор Департамента
Евгения Косова	Kosova@ncapital.ru	менеджер

### Департамент PR и маркетинга

<b>Илона Шиллер</b>	IShiller@ncapital.ru	директор Департамента
Диана Палёнова	Palenova@ncapital.ru	руководитель пресс-службы



## ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Информация, содержащаяся в данном документе, не предназначена для распространения или использования в любом государстве или юрисдикции, где ее распространение является противоречащим применимому законодательству и/или требует какой-либо регистрации со стороны «НОРД КАПИТАЛ ФАЙНЕНШЛ СЕРВИСИЗ ЛТД.», Бермуды.

Настоящим «НОРД КАПИТАЛ ФАЙНЕНШЛ СЕРВИСИЗ ЛТД.» не делает никаких заверений в отношении того, что информация или оценки, содержащиеся в данном документе, являются достоверными, точными, своевременными или полными, а также заявляет об отказе от ответственности в связи с ознакомлением с указанной информацией и ее использованием иными лицами.

В частности, настоящим «НОРД КАПИТАЛ ФАЙНЕНШЛ СЕРВИСИЗ ЛТД.» устанавливает, что данный документ:

- является собственностью «НОРД КАПИТАЛ ФАЙНЕНШЛ СЕРВИСИЗ ЛТД.» и не подлежит копированию (ни данный материал в целом, ни какая-либо его часть) в любой форме и любым способом, данный материал также не может быть перенаправлен или кому-либо представлен без предварительного письменного согласия «НОРД КАПИТАЛ ФАЙНЕНШЛ СЕРВИСИЗ ЛТД.»;
- носит исключительно информативный характер и/или является исключительно частным суждением специалистов, и ни при каких условиях не является публичной офертой и не должен быть истолкован в качестве предложения о продаже или призыва к выдвигению предложений о приобретении инвестиционных продуктов (стратегий) либо других финансовых инструментов;
- содержит заявления, не являющиеся гарантией будущих показателей, фактические показатели могут существенно отличаться от тех, которые приведены в описании инвестиционных продуктов (стратегий) и иных финансовых инструментов. Таким образом, описание инвестиционных продуктов (стратегий) и иных финансовых инструментов не является гарантией надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов и (или) издержек применительно к инвестиционным продуктам (стратегиям) и иным финансовым инструментам, и не должно расцениваться как информация о возможных выгодах, связанных с методом управления активами и (или) осуществлением иной деятельности; не гарантирует возможность достижения в будущем результатов управления активами, аналогичных уже достигнутым результатам;
- не может быть использован в качестве допустимого доказательства при урегулировании споров в судебном или во внесудебном порядке;
- сообщает о том факте, что инвестиции связаны с определенной степенью риска, включая риск потери капитала. Инвестиционные продукты (стратегии) и иные финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, могут быть недоступны и не являются приемлемыми для всех инвесторов. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, исходя из собственных финансовых целей и ресурсов, а, в случае сомнений, получать независимую консультацию у эксперта по инвестициям. Предыдущие показатели не являются индикативными в прогнозе текущих результатов. Хотя «НОРД КАПИТАЛ ФАЙНЕНШЛ СЕРВИСИЗ ЛТД.» прилагает максимум усилий для достижения оптимального дохода на инвестированный капитал, инвестор, при определенном стечении обстоятельств, может получить убыток на вложенные средства;
- не влечет ответственность ни «НОРД КАПИТАЛ ФАЙНЕНШЛ СЕРВИСИЗ ЛТД.», ни кого-либо из его работников, представителей, агентов или аффилированных лиц в отношении финансовых результатов, полученных в практической деятельности на основании использования содержащейся в нем информации;

Кроме того, настоящим «НОРД КАПИТАЛ ФАЙНЕНШЛ СЕРВИСИЗ ЛТД.» устанавливает, что:

- «НОРД КАПИТАЛ ФАЙНЕНШЛ СЕРВИСИЗ ЛТД.» и/или ее дочерние компании могут, время от времени, предоставлять инвестиционные советы или иные услуги, или требовать предоставления таких услуг от любого из эмитентов, упомянутых в данном документе. Таким образом, некоторая информация, не отраженная в данном документе, может оказаться в распоряжении «НОРД КАПИТАЛ ФАЙНЕНШЛ СЕРВИСИЗ ЛТД.», не будучи отраженной в данном обзоре, и «НОРД КАПИТАЛ ФАЙНЕНШЛ СЕРВИСИЗ ЛТД.» оставляет за собой право предпринимать действия по факту получения такой информации.
- «НОРД КАПИТАЛ ФАЙНЕНШЛ СЕРВИСИЗ ЛТД.», ее руководители, сотрудники и/или связанные с ней лица могут иметь персональный интерес в ценных бумагах, гарантиях, фьючерсах, опционах, деривативах или иных финансовых инструментах любой из компаний, упомянутых в данном документе, и могут, время от времени, покупать или продавать данные ценные бумаги.