

Пульс рынка

- **Неожиданно хорошие данные по США.** Макростатистика, опубликованная в пятницу, преподнесла приятный сюрприз в части рынка труда: уровень безработицы сократился м./м. на 0,3 п.п. до 7,8% в сентябре. Учитывая, что столь же впечатляющего увеличения числа занятых (которое оказалось ниже ожиданий, например, в производственном секторе число рабочих мест сократилось) не произошло, сокращение уровня безработицы, возможно, стало следствием статистического эффекта. В этой связи стоит отметить, что отношение работоспособных людей к численности взрослого населения в сентябре оказалось на минимальном уровне с 1981 г. (63,5%). Американская статистика увеличила аппетит к риску: доходности 10-летних UST выросли на 7 б.п. до YTM 1,74%.
- **Минфин может запустить размещение госсредств через РЕПО с ОФЗ уже до конца 2012 г.** Безусловно, такая мера отвечает среднесрочной цели госрегуляторов по расширению инструментов рефинансирования банковского сектора. Однако в ближайшей перспективе интерес к данному инструменту будет зависеть от того, сможет ли РЕПО с Минфином конкурировать по ставке с РЕПО с ЦБ (мин. 5,5% о/п, неделя) и от сроков размещения: ранее не исключалось проведение краткосрочных операций (вплоть до о/п). Сейчас потенциал такого инструмента по ряду причин заметно ограничен. Во-первых, объем залога ОФЗ, который уже используется в РЕПО с ЦБ, исчерпывается и скоро может подойти к критической отметке. Во-вторых, возможности Минфина не безграничны: необходимо исполнять расходные обязательства, что накладывает ограничения на объемы предоставляемых средств. Более того, в декабре Минфин вернет львиную долю размещенных средств (за исключением 300 млрд руб. пролонгации на 2013 г.) для исполнения бюджетного плана. Параллельная активность Минфина по депозитным аукционам (дважды в неделю, уже 557 млрд руб.) также оттянет спрос банков. Мы видим два возможных сценария, при которых новый инструмент может приобрести популярность. Первый сценарий предполагает, что ЦБ сильно сузит лимиты по своему РЕПО, побуждая банки идти в аукционы Минфина. Причем при таком сценарии величина ставки по РЕПО с Минфином будет играть уже второстепенную роль. Более того, мы не исключаем, что в таком случае Казначейство может снизить интенсивность размещения на депозитных аукционах. Второй сценарий, при котором ЦБ сохраняет приемлемые лимиты по своим операциям, но тогда новое РЕПО с Минфином может стать популярным лишь при условии, если ставка по этим операциям будет ниже РЕПО с ЦБ и депозитных аукционов Казначейства РФ, иначе банки будут продолжать пользоваться инструментами ЦБ и не требующими залога депозитными аукционами. То есть для сроков о/п и неделя ставки должны быть ниже 5,5%, для 1 мес. - 6% или ниже, для 3 мес. - меньше 7% и т.д. Поскольку спрос на депозитные аукционы Казначейства сейчас на 80% представлен 4 крупными банками, мы не ожидаем, что сейчас новые операции существенно расширят список участников. Мы также считаем, что запуск нового РЕПО с Минфином может усилить спрос на ОФЗ только в том случае, если, как мы уже упоминали, ставки по этому инструменту будут низкими, причем в текущих рыночных условиях едва ли этот эффект может быть сильным.
- **ОАО "Мечел Майнинг" получит дивиденды** от своей "дочки" - ОАО "Южный Кузбасс" в размере ~680 млн долл. (по курсу ЦБ), которые могут быть использованы для финансирования инвестпрограммы, в частности, ключевого сырьевого проекта - Эльгинского месторождения, или же частичного погашения долга группы. Учитывая большой объем краткосрочного долга Мечела (2,8 млрд долл.), мы не исключаем, что полученные дивиденды могут быть направлены на погашение части этого долга. Вкупе с накопленной ликвидностью, этих средств будет достаточно для покрытия краткосрочной задолженности всей группы до конца 2012 г. Учитывая доступные невыбранные кредитные линии, компания сможет рефинансировать до 1 млрд долл. из 1,6 млрд долл. со сроком погашения в 1П 2013 г. Таким образом, Мечел может снизить риски рефинансирования на ближайшее время.

Темы выпуска

- Минфин рассчитывает на нерезидентов
 - РСХБ: госкомпании сократили остатки на счетах
-

Минфин рассчитывает на нерезидентов

Минфин ожидает увеличения доли нерезидентов на рынке госбумаг до 25% в долгосрочной перспективе...

В проекте "Основных направлений государственной долговой политики на 2013-2015 гг.", который внесен Минфином для рассмотрения Правительством РФ 11 октября, указывается ряд интересных моментов в отношении рынка ОФЗ в свете предстоящей либерализации. Минфин ожидает увеличения доли нерезидентов на рынке госбумаг с текущих 5,4% до 10% в среднесрочной перспективе и до 25% в долгосрочной. При этом, по оценкам министерства, отмена внебиржевого обращения гособлигаций уже позволила увеличить их долю с 3% на начало 2012 г. до 6,5% (с учетом "непрямого" владения).

... и снижение доходностей ОФЗ на 1 п.п.

В результате либерализации потенциал для снижения доходностей ОФЗ оценивается на уровне 1 п.п. По нашим оценкам, с учетом нашего прогноза потребительской инфляции в 2012 г. на уровне 7%, реальные доходности ОФЗ к концу года (когда ожидается полноценный допуск Euroclear и Clearstream) снизятся с текущих 200 б.п. до 90 б.п. (если номинальные доходности не изменятся). Это ограничивает привлекательность рынка госбумаг с точки зрения нерезидентов. Соответственно, снижение доходностей ОФЗ в рамках ожиданий Минфина приведет к нулевой реальной доходности 10-летних ОФЗ, что маловероятно, поскольку для большинства локальных рынков госбумаг GEM реальные ставки, скорее всего, останутся в области положительных значений.

Якорные инвесторы рынка ОФЗ под вопросом

В отношении внутренней базы инвесторов Минфин настроен весьма консервативно, поскольку, по его оценкам, НПФ (управляющие в общем объеме 1,3 трлн руб., по нашим оценкам) в настоящее время инвестиций на рынке ОФЗ не осуществляют. Также обходят стороной рынок госбумаг средства экспортеров сырья (прежде всего, углеводородов). Кроме того, возможный частичный отказ от формирования накопительной части пенсии приведет к исчезновению с рынка ключевых инвесторов (в частности, ГУК, управляющая 1,4 трлн руб., по нашим оценкам), формирующих треть спроса на госбумаги. Какой-либо неопределенности в отношении реформы накопительной части пенсии нет: одни (Минтруда) считают, что ее нужно сократить с 6% до 2%, другие (Минфин) настаивают на том, чтобы оставить на прежнем уровне. Также нет понимания по вопросу увеличения пенсионного возраста. По нашему мнению, частичная отмена накопительной части пенсии и снижение доли якорных инвесторов дополнительно увеличат волатильность рынка ОФЗ.

РСХБ: госкомпании сократили остатки на счетах

РСХБ (-/Ваа1/BBB), 4-й по величине активов российский банк, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1П 2012 г., которые произвели на нас умеренно позитивное впечатление. В 1П 2012 г. кредитный портфель продолжил расти при снижении чистой процентной маржи (по нашим оценкам, на 0,5 п.п. до 4,5%).

Ключевые финансовые показатели РСХБ

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 дек. 2011	изм.
Активы, в т.ч.	1 334,1	1 284,4	+4%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	1 062,5	979,6	+8%
розничные	175,0	147,4	+19%
корпоративные	887,5	832,2	+7%
NPL 90+/Кредитный портфель	н/д	7,3%	-
Вложения в ценные бумаги	164,4	144,8	+13%
Средства клиентов	551,9	607,3	-9%
Собственный капитал	156,9	156,8	0%
Коэффициент достаточности капитала Н1 (по РСБУ)	14,78%	17,13%	-2,35 п.п.
Чистая процентная маржа	4,5%	5,0%	-0,5 п.п.

В млрд руб., если не указано иное	1П 2012	2П 2011	изм.
Чистый процентный доход до резервов	27,8	27,3	+2%
Чистый комиссионный доход	2,5	2,4	+4%
Операционные доходы	16,8	15,8	+6%
Расходы/доходы	97,0%	99,0%	-2 п.п.
Чистая прибыль	0,1	0,05	+2,0x

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Умеренный прирост кредитования

В 1П 2012 г. по темпам роста портфеля РСХБ (+8,5% до 1 062,5 млрд руб.) немного отстал от Сбербанка (+12,4%) и заметно - от Газпромбанка (+20%). Опережающий рост (+18,7% до 175 млрд руб.), как и в предыдущем полугодии, продемонстрировал розничный сегмент (в основном, кредиты фермерам). При этом кредитование продовольственных интервенций сократилось на 15% до 28 млрд руб. Информация о качестве кредитного портфеля в отчетности не представлена (на начало года NPL 90+ составлял 7,3%). Норма резервирования возросла с 7,8% до 8,5%.

Позиция в ценных бумагах была урезана

В 1П 2012 г. позиция в ценных бумагах и производных финансовых инструментах сократилась на 5% до 124,6 млрд руб. в основном за счет бумаг, имеющих в наличии для продажи. Объем ликвидности, размещаемой на рынке РЕПО, увеличился с 2,4 млрд руб. до 27 млрд руб.

Отток ликвидности со счетов госкомпаний был компенсирован средствами от ЦБ РФ ...

С клиентских счетов произошел отток средств в размере 55,4 млрд руб. (доля сегмента в обязательствах сократилась с 54% до 47%), при этом остаток на счетах госкомпаний сократился на 109 млрд руб. до 116 млрд руб. (~21% всех средств клиентов). Снижение клиентских средств вместе с приростом кредитования (+69 млрд руб. после резервов) привело к дефициту ликвидности, который был покрыт за счет привлечения средств ЦБ РФ (+46,5 млрд руб.), выпуска долговых ценных бумаг (+44 млрд руб.), а также сокращения остатка денежных средств (на 37 млрд руб.). Объем активов, находящихся в залоге (кредиты, облигации) увеличился с 10 млрд руб. до 60 млрд руб.

... и размещением долговых бумаг

РСХБ продолжает активно использовать рынок рублевых облигаций и евробондов. После отчетной даты в июле были размещены долларовые и рублевые бонды с погашением в 2017 г. в объеме 350 млн долл. и 10 млрд руб., соответственно, по ценам выше номинала. Также в августе банк разместил 3-летний выпуск в объеме 450 млн швейцарских франков и разместил RSHB 17 на 450 млн долл.

Прибыль ушла в резервы и административные расходы

Процентные доходы увеличились лишь на 7,6% п./п., отстав как от прироста кредитного портфеля (+8,5%), так и от динамики процентных расходов (+15,4%). Сокращение чистой процентной маржи стало следствием появления задолженности перед ЦБ РФ и увеличения доли облигаций в обязательствах (с 30% до 33%) для компенсации оттока, скорее всего, более дешевых средств клиентов (госкомпаний). Более половины чистого процентного дохода ушло на формирование резервов, а остальная часть - на административные расходы (+5% п./п.). В итоге чистая прибыль за 1П 2012 г. составила символические 135 млн руб. Как следствие коэффициент достаточности капитала (показатель Н1) снизился с 17,13% в 2011 г. до 14,78% на 1П 2012 г. и до 14,12% на 1 сентября 2012 г. На наш взгляд, нулевая прибыль не является негативным фактором для кредитного профиля государственного банка, одна из основных функций которого состоит в поддержке сельского хозяйства.

Достаточность капитала заметно сократилась

Наша рекомендация по рублевым RSHB 17 реализовалась

Кривая доходностей валютных еврооблигаций РСХБ располагается выше кривой бумаг Сбербанка на ~40 б.п., что представляется нам справедливой оценкой кредитного качества. В сравнении с ГПБ и ВТБ РСХБ не так часто выходит на первичный рынок, что позволяет котировкам его бумаг расти вместе с рынком: так, размещенные в июне этого года долларовые RSHB 17 подорожали на 5 п.п., что близко к динамике SBER 17. Наша рекомендация от 2 мая 2012 г. покупать рублевые облигации RSHB 17 по цене 100,5% от номинала реализовалась: бумага подорожала до 104% от номинала, при этом спред к кривой ОФЗ сузился со 140 б.п. до 40 б.п. На текущих ценовых уровнях мы нейтрально смотрим на бумаги эмитента.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика августа: не пора ли беспокоиться?

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

РФ: ожидаемый рост инфляции

Валютный рынок

Курс рубля: фактор Роснефти

Монетарная политика ЦБ

ЦБ РФ вчера поднял депозитные и кредитные ставки на 25 б.п.

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: без сюрпризов

Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.