

Пульс рынка

- **Очередная порция негативной статистики из еврозоны...** Опубликованные в понедельник отдельные макроэкономические показатели отражают продолжающееся замедление экономики региона. Безработица достигла нового пика в мае – 11,1%. В «лидерах» остаются Испания и Греция – 24,6% и 21,9%. Показатели деловой активности остаются слабыми: PMI в июне составил 45,1, что является худшим значением с июля 2009 г.
- **...и из США не испугала рынки.** Вслед за слабой статистикой в Азии и Европе американский индекс деловой активности ISM упал с 53,5 до 49,7 пунктов в июне, что оказалось ниже прогнозов и стало худшим результатом с июля 2009 г. Мировые фондовые рынки не отреагировали на слабую статистику. Нефть марки Brent прибавила почти 1% и достигла уровня 98,2 долл./барр. Участники рынка верят, что для оживления экономики потребуются монетарные стимулы, которых ожидают со стороны ЕЦБ, Банка Англии и центрального банка Китая в самое ближайшее время.
- **Ралли в ОФЗ.** Позитивные итоги европейского саммита, продолжающийся рост нефтяных котировок на спекуляциях о возможном смягчении монетарной политики ЕЦБ и ЦБ Китая, а также новости о скором доступе Euroclear и Clearstream на локальный рынок вызвали ралли в ОФЗ. Бумаги продолжают дорожать и сегодня. Ценовой рост позитивен для Минфина, которому необходимо привлечь на внутреннем рынке во 2П 2012 г. еще ~860 млрд руб. в соответствии с программой заимствований. Тем не менее, мы полагаем, что пока позитивные настроения достаточно неустойчивы, и любая негативная новость может развернуть рынок. Мы не рекомендуем инвесторам открывать значительные длинные позиции в ОФЗ, а ограничиться небольшими спекулятивными покупками в длинных бумагах.
- **ФСК (BBB/Vaa2/-) озвучила планы по заимствованиям до конца года - 50-70 млрд руб.** В качестве инструментов компания рассматривает облигации (зарегистрированы выпуски классических облигаций общим номиналом 125 млрд руб. и биржевых облигаций номиналом 100 млрд руб.), рублевые евробонды, а также двухстороннее финансирование от ВЭБа (подана заявка на кредитную линию на сумму 100 млрд руб.). Потенциальный навес первичного предложения со стороны эмитента может трансформироваться в дополнительную премию по вновь размещаемым бумагам. Масштабные планы заимствований не являются сюрпризом: ФСК необходимо финансировать свою инвестпрограмму, тем более, принимая во внимание недавно принятые тарифные решения о сдерживании роста тарифов монополии на уровне 11%-9,4%-9,4% в 2012-2014 гг. Операционный денежный поток компании будет, по нашим подсчетам, более чем в 2 раза ниже годового объема инвестиций (~130-160 млрд руб.). Тем не менее, мы полагаем, что инвестпрограмма ФСК будет корректироваться в сторону понижения, что позволит сохранить показатель Долг/ЕБИТДА на заданном целевом уровне 2,5х.
- **Металлурги продолжают пересматривать ковенанты.** Вслед за Русалом и Мечелом Евраз (B+/Ba3/BB-) договорился с рядом кредиторов об изменении ковенант по уровню долговой нагрузки. Соотношение Чистый долг/ЕБИТДА повышено с 3х до 3,5х, ЕБИТДА/Проценты понижено с 3,5х до 3х. Изменения касаются кредитных соглашений на сумму 1,4 млрд долл., в т.ч. и синдицированного кредита (остаток 759 млн долл.). Напомним, что общий долг компании на конец 1 кв. 2012 г. составлял 7,4 млрд долл. Факт получения согласия кредиторов на пересмотр ковенант, безусловно, позитивен для компании. Однако, с другой стороны, неблагоприятная конъюнктура на мировом рынке стали вновь выводит на первый план вопросы долговой нагрузки и рисков рефинансирования.
- **ММК (-/Ba3/BB+) отказывается от приобретения Flinders Mines.** Формальным основанием стало окончание периода эксклюзивности. Кроме того, сохранялась неопределенность по поводу решения по иску миноритарного акционера ММК, требующей запрета этой сделки (слушания по делу отложены). Мы позитивно оцениваем данный шаг со стороны ММК (сделка могла бы потребовать более 600 млн долл.). При росте долговой нагрузки компании (Чистый долг/ЕБИТДА на конец 1 кв. 2012 г. - 3,3х) на фоне слабой конъюнктуры сырьевых рынков это приобретение могло бы серьезно ухудшить ее кредитный профиль. Несмотря на позитив, мы не ждем роста цен в бумагах эмитента ввиду их низкой ликвидности.

Темы выпуска

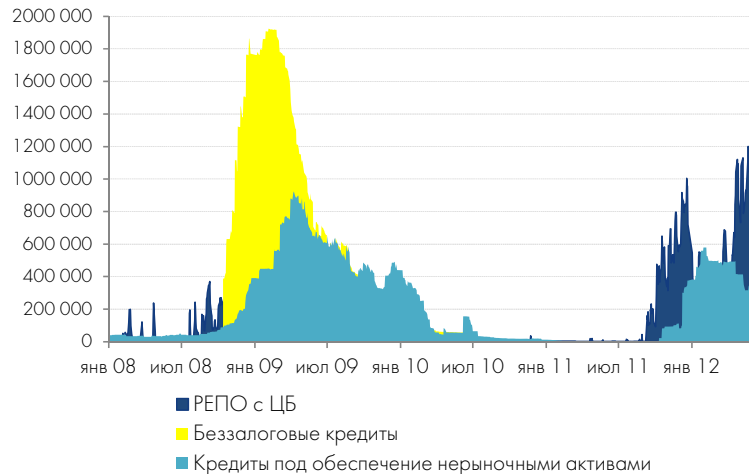
- **Рублевая ликвидность: залог на пределе**

Рублевая ликвидность: залог на пределе

Объем кредитов под залог нерыночных активов резко возрос...

На фоне растущей потребности в фондировании, спрос на инструменты ЦБ продолжает нарастать. С середины июня мы отмечаем резкий рост задолженности по кредитам под залог нерыночных активов, инструменту рефинансирования ЦБ, который на текущий момент занимает второе по популярности место после прямого РЕПО. За последние 2 недели задолженность по этим кредитам выросла на 295,1 млрд руб., достигнув на утро вторника, 3 июля 541,0 млрд руб. с долей в общем объеме фондирования у регулятора (1,9 трлн руб.) почти в 30%.

Динамика основных инструментов рефинансирования ЦБ, 2008-2012 гг. (млн руб.)



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

... что объясняется ростом длинных займов

Первое, на что хотелось бы обратить внимание, это то, что весь прирост задолженности по обеспеченным кредитам во второй половине июня пришелся исключительно на увеличение дорогостоящих среднесрочных и долгосрочных займов в ЦБ. Проанализировав официальную статистику, мы можем констатировать, что более 40% из общего прироста задолженности по таким кредитам в 295,1 млрд руб. объясняется увеличением длинных займов сроком от 6 мес. до года, стоимость которых составляет 8% годовых, еще около 30% - приростом займов на 3-6 месяцев под 7,5% годовых, оставшиеся 30% - займами на 1-3 месяца под 7%. Традиционно, кредиты под обеспечение нерыночными активами являются дорогостоящим фондированием от ЦБ, популярность которого, как показал опыт 2008-2009 гг. набирает обороты по мере исчерпания других источников рефинансирования. Смещение спроса в сторону длинных займов по ставкам выше стоимости РЕПО с ЦБ, дополнительно подтверждает наше предположение о том, что в банковской системе происходит постепенное исчерпание в портфелях банков ценных бумаг, пригодных для залога по сделкам РЕПО (см. наш обзор от 18 июня 2012 г.).

Такая ситуация обусловлена недостатком альтернативных источников заемных средств

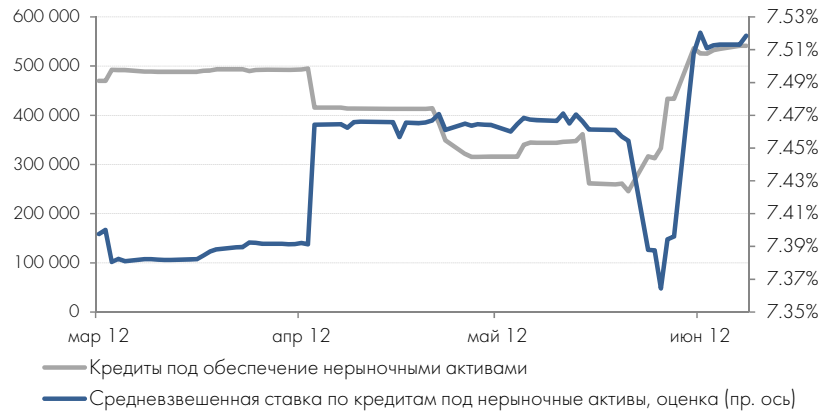
Мы полагаем, что такое смещение структуры спроса на инструменты рефинансирования ЦБ в дорогостоящий сегмент связано с ограниченным выбором альтернативных источников заемных ресурсов для банков. Как мы неоднократно писали в наших обзорах, в такой ситуации более активное участие Минфина (теперь Казначейства), который возобновил размещение средств на депозиты банков только 19 июня, могло бы существенно изменить расстановку сил на рынке, учитывая, что ставки по депозитным аукционам Казначейства - инструменту, не требующему залога, по опыту прошлых лет ниже ставок по кредитам под нерыночные активы.

Напомним, что потенциал таких операций для банковского сектора мы оценивали в 1,2 трлн руб. То, что эти аукционы пока не стали полноценной альтернативой инструментам ЦБ, на наш взгляд, объясняется двумя основными причинами. Первая: незначительные объемы предложения. Казначейство увеличило предложение на депозитных аукционах только на этой неделе и лишь до 50 млрд руб. против 10 млрд руб. ранее. Если сопоставить эти объемы с динамикой роста спроса на кредиты под нерыночные активы, по нашим оценкам, получается,

что для удовлетворения текущего спроса на фондирование казна должна расширить аукционные лимиты как минимум до 100 млрд руб. в неделю. Вторая причина кроется в том, что сейчас аукционы проводятся на СПВБ, доступ к которой для большинства участников, предъявляющих спрос на рефинансирование, достаточно ограничен.

Также мы считаем, что спрос на длинные кредиты ЦБ (в основном 3-12 мес.) связан не столько с потребностью в длинных средствах, сколько с дороговизной коротких инструментов (кредиты под нерыночные активы на 1 мес. стоят 7%), что также говорит в пользу активных размещений Казначейства.

Динамика объема кредитов под обеспечение нерыночными активами и ставки по ним, 2012 г. (млн руб.)



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Мы полагаем, что, если Казначейство РФ в ближайшее время не увеличит объемы размещаемых на депозиты банков средств и не начнет проводить аукционы на ММВБ, объемы РЕПО с ЦБ и кредитов под нерыночные активы достигнут прогнозируемого нами критического порога (см. наш обзор от 18 июня 2012 г.), за пределами которого может произойти резкий рост ставок денежного рынка.

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 мая: позитив, надолго ли?](#)

[Платежный баланс](#)

[Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.](#)

[Инфляция](#)

[Инфляция: на низком старте](#)

[Валютный рынок](#)

[Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.](#)

[Монетарная политика ЦБ](#)

[ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными](#)

[Банковский сектор](#)

[Банковский сектор: облигации как источник роста розницы](#)

[Промышленность](#)

[Промышленное производство: обманчивый рост](#)

[Внешняя торговля](#)

[Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось](#)

[Ликвидность](#)

[Рублевая ликвидность: пора распечатывать казну](#)

[Интервенции ЦБ](#)

[Интервенции ЦБ в марте](#)

[Бюджет](#)

[Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем](#)

[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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
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.