

Пульс рынка

- ▶ **Вероятно развитие европейского кризиса по негативному сценарию.** Как мы уже неоднократно отмечали, отсутствие доверия (формирование фискального союза остается в рамках обсуждений), не позволяющее проводить антикризисные меры, обуславливает высокие ожидания рынком распада еврозоны (возвращения стран к своим национальным валютам). Вопрос, который сейчас обсуждают многие, состоит в том, будет ли этот распад управляемым (выход будет растянут во времени и предсказуем) или неуправляемым. В последнем случае внешние источники ликвидности на какое-то время окажутся недоступными для большинства стран, при этом сильнее пострадают те государства, которые имеют наибольший бюджетный дефицит (прежде всего, Испания, Греция). Вчерашний рост доходностей 10-летних бондов Испании до отметки YTM 7,45% свидетельствует о том, что рынки закладывают в цену определенную вероятность развития событий по негативному сценарию. Поскольку неуправляемый распад может вызвать эффект домино, последствия которого могут оказаться непредсказуемыми, "центр" еврозоны, по нашему мнению, продолжит оказывать избирательную поддержку периферийным странам. По-видимому, предполагая неизбежность такого субсидирования в будущем, агентство Moody's вчера снизило прогноз по рейтингу Германии (AAA) на негативный. Рынок BUNDS отреагировал небольшим повышением доходностей: 10-летние бонды поднялись на 3 б.п. до YTM 1,21%, что, возможно, и удержало евро от провала на отметку 1,20 долл. (которая является целевым уровнем в нашей рекомендации на продажу евро против доллара, которая была дана 18 мая). При этом доходности UST устремились к новым историческим минимумам: доходность 10-летних бумаг опускалась ниже YTM 1,40%. Индексы акций просели на 1,5%, при этом в лидерах снижения стали акции европейских банков и сырьевого сектора.
- ▶ **Российские долговые бумаги как локальные, так и внешние растеряли оптимизм.** Снижение цен на нефть (котировки Brent просели на 3 долл. за последние два дня ниже 104 долл./барр) в условиях усилившегося бегства в качество привело к полномасштабной коррекции на рынке российских евробондов. Так, цены Russia 42 и Russia 30 просели на 3 п.п. и 2 п.п. до 113% и 122%, соответственно. Помимо ослабления рубля (вчера корзина подорожала на 67 копеек до 35,84 руб.) снижению котировок рублевых облигаций способствовал высокий объем спекулятивных длинных позиций в ОФЗ, открытых локальными участниками вслед за покупками со стороны нерезидентов. Принимая во внимание сохраняющуюся напряженность на денежном рынке (в связи с налоговыми платежами) и негативный внешний фон, сегодня мы ожидаем негативную ценовую динамику рынка облигаций.
- ▶ **Напряжение на денежном рынке растет по мере уплаты налогов.** Завтра банкам предстоит завершить уплату НДС, объем которого, по нашим оценкам, может достигать 200 млрд руб., что будет сопровождаться не менее весомым ростом спроса на фондирование. Не за горами выплата НДСПИ и акцизов (до 240 млрд руб. суммарно, до 30 июля, наша оценка). Приближение очередных налоговых дат, на наш взгляд, создает предпосылки для увеличения спроса на недельное РЕПО. Неслучайно, при текущей задолженности по этому инструменту около 1 трлн руб., ЦБ сегодня расширил лимит по недельным операциям до 1,6 трлн руб. Существенно расширен лимит и по о/п сделкам - до 370 млрд руб., притом что уже вчера банки привлекли на этих аукционах 329 млрд руб. против 272 млрд руб. двумя днями ранее. По нашим наблюдениям, встречный приток бюджетных средств во второй половине месяца существенно ослаб, что предполагает увеличение давления на ставки денежного рынка до конца месяца.
- ▶ **ДельтаКредит (Moody's: Ваа3) делает интересное предложение.** Ориентир по годовым облигациям ДельтаКредит в пределах YTP 9,46-9,99% предполагает спред к кривой ОФЗ на уровне 300-350 б.п. Отметим, что премия новых бумаг ДельтаКредит к близким по дюрации выпускам Росбанка составляет 85-140 б.п. (в частности, БО-1 котируются с YTM 8,6% @ июль 2013 г.), при этом автономные рейтинги эмитентов находятся на одном уровне - Ва2. По нашей оценке, предлагаемые бумаги являются лучшей альтернативой в сегменте коротких бумаг банков такой категории, даже по нижней границе ориентира.

Темы выпуска

- ▶ **Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает**
-

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Повышенное предложение долговых бумаг от госбанков....

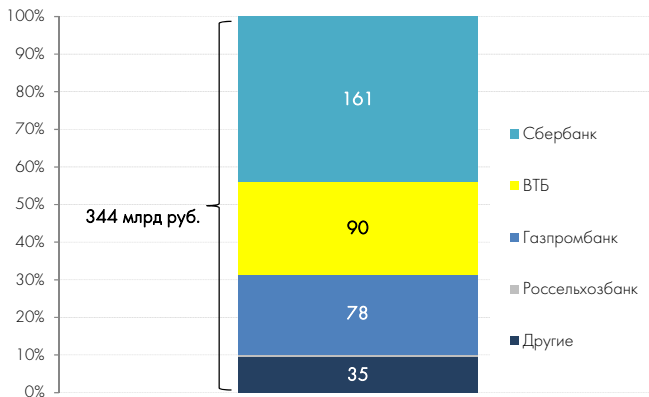
В последнее время на первичном рынке еврооблигаций наблюдается ажиотаж со стороны российских эмитентов, при этом наибольшую активность проявляют крупнейшие госбанки (Сбербанк, ВТБ, РСХБ, ГПБ). Так, с начала июня из всего объема размещенных бумаг (евробонды и рублевые облигации) (~10,9 млрд долл.) на их долю пришлось порядка 60%, из них почти треть занимает ГПБ (2 млрд долл.). Из последних сделок мы отмечаем доразмещения на прошлой неделе выпусков GPB 17 и SBER 22 в объеме 500 млн долл. и 750 млн долл., соответственно. Также пятницу РСХБ реализовал бумаги в объеме 10 млрд руб. в рамках доразмещения обращающегося выпуска RSHB 17 (@ 8,625%). Кроме того, вчера была открыта книга заявок на покупку облигаций ВТБ в объеме 25 млрд руб. Также сейчас проходит маркетинг "вечных" евробондов этого банка (объем пока не известен).

... не случайно...

Тот факт, что наибольший объем предложения сформирован именно госбанками, по нашему мнению, не случаен и связан, прежде всего, с дефицитом длинной рублевой ликвидности, размер которого в последнее время только увеличивается.

Показательными с этой точки зрения являются данные о сильном росте объемов задолженности банковского сектора перед ЦБ. С начала июня долг банков перед ЦБ возрос на 617 млрд руб. при общем объеме фондирования, достигшем сейчас почти 2,0 трлн руб. Причем эту отметку можно считать психологически важным рубежом - больше банки занимали у регулятора только в 2008-09 гг.

РЕПО с ЦБ, прирост задолженности в июне 2012



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

ГПБ и ВТБ лидируют по доле в приросте кредитования под нерыночные активы в ЦБ

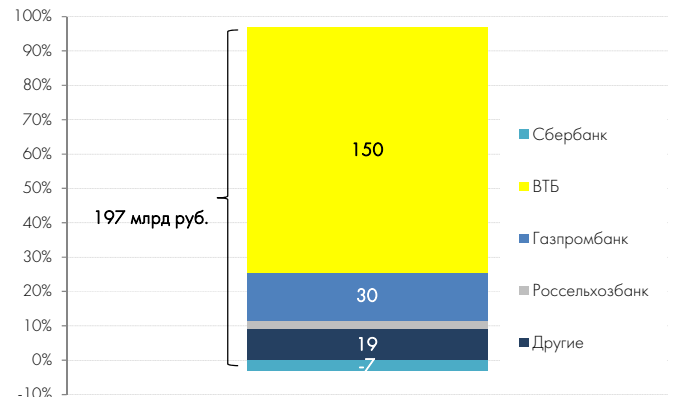
Несмотря на то, что львиная часть такого увеличения объясняется сделками РЕПО (75%), как мы и предполагали, роль кредитов под нерыночные активы в общем приросте задолженности продолжает возрастать (их доля уже достигла 25%). Такой переход на более дорогостоящие и более длинные кредиты (1-3 мес. 7%, 3-6 мес. 7,5%, до 1 года - 8%) подтверждает нашу мысль о постепенном исчерпании залога для сделок РЕПО.

Детальный анализ структуры задолженности перед ЦБ по этому инструменту доказывает, что наши более ранние предположения верны, и проблема с ликвидностью характерна лишь для трех крупных госбанков - Сбербанка, ВТБ и Газпромбанка. Согласно отчетности кредитных организаций на 1 июля 2012 г., 70% кредитов под нерыночные активы приходится именно на эти банки. Причем в июне, когда наблюдалось внушительное увеличение этого вида кредитования (+197 млрд руб. до 541 млрд руб.), более 91% прироста всей задолженности приходилось только на ВТБ (150 млрд руб.) и Газпромбанк (30 млрд руб.) со сроками преимущественно до 90, 180 дней и 1 года. При этом Сбербанк не просто не нарастил задолженность по этом инструменту в июне, а даже сократил ее - чистое погашение исчисляется примерно 6,6 млрд руб.

... и обусловлено отставанием депозитов от динамики кредитования

Основными факторами роста спроса госбанков на длинное фондирование, на наш взгляд, является прирост кредитования темпами, опережающими приток клиентских средств, в условиях внушительного оттока ликвидности в бюджет. Так, согласно последней доступной отчетности по МСФО за 1 кв. 2012 г., у Сбербанка, ВТБ и ГПБ дефицит (рост кредитов минус рост срочных депозитов) составил 161, 225 и 142 млрд руб., соответственно. Делая поправки на размер активов этих банков, видно, что наибольший дефицит наблюдался у ГПБ.

Кредиты под нерыночные активы, прирост задолженности в июне 2012



Ключевые показатели крупнейших госбанков

млрд руб.	Сбербанк	ВТБ	ГПБ	РСХБ*
Объем выпущенных долговых ценных бумаг	268,7*	664,5*	295,0*	420,0
к погашению в 2012 г.	90,0*	285,5*	123,5*	85,9
Достаточность капитала (Базель)	15,40%	13,70%	14,70%	17,13%
H1 (последние доступные данные)	14,44%	11,89%	11,50%	14,78%
Задолженность перед ЦБ РФ (на 1 июля 2012 г.)				
РЕПО	426,0	194,0**	78,3	22,0
кредиты под нерыночные активы	150,1	170,0	60,0	24,5
Активы	11 642	6 451	2 463	1 284
Портфель ценных бумаг (1 кв. 2012 г.)	1 598	830	321	145
Прирост в 1 кв. 2012 г.				
кредитов	515	-39	32	14
депозитов	354	-264	-110	-2
Дефицит (кредиты-депозиты)	-161	-225	-142	-16
Дефицит/Активы	-1,38%	-3,49%	-5,77%	-1,25%

* по данным МСФО на 2011 г.

** задолженность Банка Москвы, Транскредитбанка

Источник: данные МСФО на 1 кв. 2012 г., ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

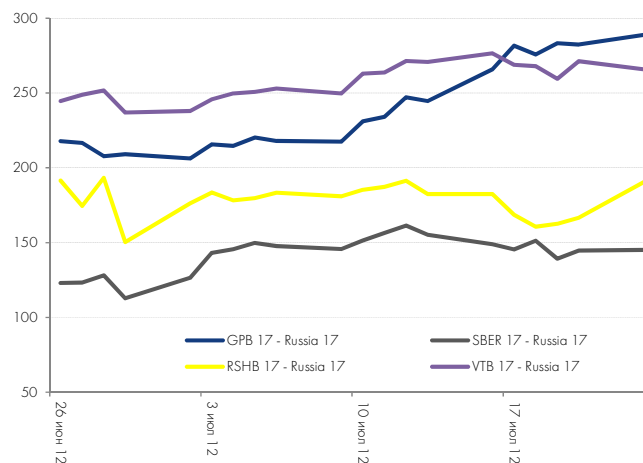
Кроме того, стоит принять во внимание, по данным, отчетности по МСФО за 2011 г., в 2012 г. общий объем погашений выпущенных долговых ценных бумаг госбанков составляет ~585 млрд руб., из которых большая часть приходится на ВТБ (286 млрд руб.) и ГПБ (124 млрд руб.). Более свежая информация о структуре обязательств по срокам погашения у большинства банков, к сожалению, отсутствует.

ГПБ и ВТБ отстают от рынка под грузом своей "первички"

Таким образом, мы ожидаем высокого навеса предложения на первичном рынке со стороны госбанков (прежде всего, ВТБ и ГПБ) из-за сохраняющегося дефицита фондирования. Поэтому мы считаем, что не стоит ожидать ценового роста их бондов быстрее рынка. При прочих равных условиях при одинаковом уровне публичного долга в отношении к активам наибольшее давление на кредитный спред может испытать тот эмитент, который имеет больший объем долговых ценных бумаг к рефинансированию. В этой связи облигации ВТБ и ГПБ выглядят наиболее уязвимыми.

Кстати говоря, сдерживающий эффект на цены обращающихся бумаг уже наблюдается в выпусках ГПБ: евробонды GPB17 выросли в цене за последний месяц всего на 0,6 п.п. (до 101,6%), в то время как близкий по дюрации выпуск Russia 17 подорожал на 3,3 п.п. (до 103,3%). Мы рекомендуем снижать долю торгового портфеля в банковском секторе (прежде всего, ВТБ и ГПБ) в пользу суверенных и корпоративных бумаг.

Спреды ГПБ и ВТБ начинают учитывать фактор избыточного предложения



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

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: что кроется за новой формулировкой?

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промпроизводство: шаг вперед, два назад
Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Рублевая ликвидность: залог на пределе

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

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.