

11 ноября 2011 г.

Пульс рынка

- **Снижение доходностей бондов Италии...** Страна почти определилась с преемником С. Берлускони на посту премьер-министра, которым должен стать М. Монти. Ожидается, что уже до конца этой недели парламент Италии проголосует по пакету мер, направленных на сокращение бюджетных расходов и увеличение доходов за счет приватизации госсобственности. Аукцион по размещению годовых векселей номиналом 5 млрд евро прошел с двукратным превышением спроса над предложением, при этом доходность составила YTM 6,08%, что почти на 1,5 п.п. ниже, чем на вторичном рынке днем ранее. Снижение доходностей в пределах 50 б.п. вчера наблюдалось вдоль всей кривой суверенных бондов Италии, при этом доходность индикативного 10-летнего выпуска опустилась ниже YTM 6,9%. Не исключено, что такая позитивная ценовая динамика была обусловлена интервенциями ЕЦБ.
- **...скорее всего, носит краткосрочный характер.** Тем не менее, представитель ЕЦБ заявил, что интервенции регулятора могут иметь лишь временный и незначительный эффект, ведь возможности банка весьма ограничены. Даже если Италия примет пакет мер, ограничивающих бюджетный дефицит, средств EFSF недостаточно для выделения необходимой ей помощи. Складывается впечатление, что лидеры Европы вместо кардинального решения проблемы просто тянут время, которое им нужно, по-видимому, для того, чтобы максимально оградить свою банковскую систему и экономику от последствий развала еврозоны и возможных суверенных дефолтов.
- **Нестабильный внешний фон давит на котировки ОФЗ.** Нестабильности рынкам добавило агентство S&P, разославшее (как потом оказалось, по технической ошибке) сообщение о снижении рейтинга Франции. Однако нет дыма без огня: Франция, скорее всего, находится на грани потери наивысшего рейтинга. Волатильность внешних рынков привела к ценовому снижению на рынке рублевых облигаций. В частности, 7-летние ОФЗ 26204 подешевели от средневзвешенной цены последнего аукциона (97,59% от номинала) почти на 70 п.п. (до 96,9%). Интересно, что ценовое снижение на рынке ОФЗ происходило на фоне укрепления рубля (корзина, открывшись на уровне 35,75 руб., подешевела на 30 копеек), что согласуется с нашим мнением о переоцененности ОФЗ в сравнении со ставками междилерского РЕПО.
- **Международные резервы сократились.** По данным ЦБ, международные резервы с 28 октября по 4 ноября сократились на 4,2 млрд долл. до 517,8 млрд долл. Снижение резервов практически полностью объясняется отрицательной переоценкой недолларовых активов в размере -5,4 млрд долл., из которой -4,8 млрд долл. приходится на падение евро, а -0,6 млрд долл. на переоценку фунта, иены и канадского доллара. Такое сокращение отчасти компенсировалось приростом стоимости золота (+0,8 млрд долл.) вкуче с положительным итогом переоценки ценных бумаг и СДР (+0,7 млрд долл.). На продажи валюты Центробанком, по нашим оценкам, пришлось порядка 0,3 млрд долл., что полностью согласуется с динамикой бивалютной корзины, которая на прошлой неделе преимущественно торговалась вблизи диапазона, где ЦБ интервенций не совершает.
- **НЛМК установил купон без премии к рынку.** Ставка купона по выпуску НЛМК БО-7 номиналом 10 млрд руб. была определена на уровне 8,95% годовых, что соответствует YTM 9,15% к погашению через 3 года и спреду к кривой ОФЗ на уровне 150-165 б.п. На наш взгляд, бумаги НЛМК справедливо оценены, предполагая премию к недавно размещенному 3-летнему выпуску ФСК-15 (YTM 8,74-8,90%) на уровне 25-40 б.п.

Темы выпуска

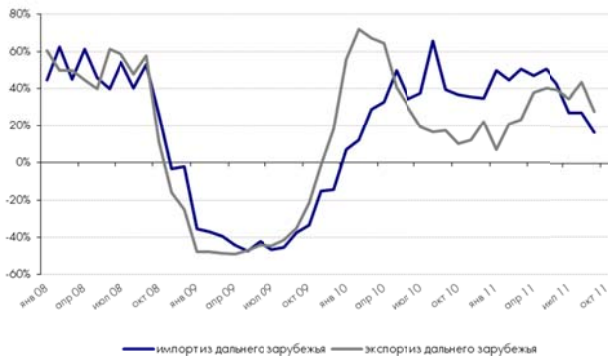
- Внешняя торговля: импорт продолжает замедляться
 - ВЭБ: под давлением волатильных активов
-

Внешняя торговля: импорт продолжает замедляться

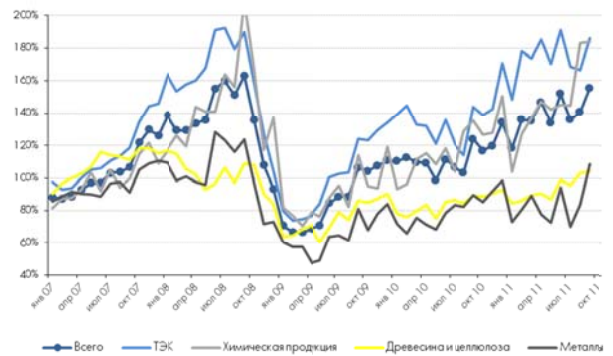
Накануне ФТС и ЦБ опубликовали данные о состоянии внешней торговли в сентябре и об импорте из стран дальнего зарубежья в октябре 2011 г. Сокращение темпов роста импорта продолжилось, но при одновременном замедлении экспорта. Впрочем благодаря тому, что замедление импорта происходит более интенсивно, показатели профицита торгового баланса остаются достаточно высокими, что обеспечивает поддержку рублю.

Наблюдаемое сокращение экспортных доходов на фоне восходящей динамики сырьевых цен объясняется исключительно снижением физических объемов. Основное понижательное давление на экспорт оказывают топливно-энергетические товары. Сентябрьская статистика полностью подтверждает наши предположения о падении поставок газа (см. ежедневный обзор от 17 октября), последовавшего за ростом опасений относительно перспектив зарубежных экономик. При этом сокращение физических объемов экспорта нефти имеет временный характер и ожидаемо в преддверии снижения пошлин, что, на наш взгляд, приведет к возобновлению роста поставок в скором времени. Между тем, некоторое улучшение динамики экспорта других товаров, которое могло быть обусловлено в том числе и эффектом ослабления российской валюты, замедления итогового показателя не компенсировало в силу невысокой доли в общем экспорте.

Динамика экспорта и импорта из дальнего зарубежья, 2008-2011 гг., г./г.



Динамика экспорта отдельных товаров накопленным итогом, 2007-2011 гг., г./г.



Источник: ФТС, расчеты Райффайзенбанка

Поскольку импорт уже превысил докризисные значения, потенциал дальнейшего роста его объемов крайне ограничен. Так, в последние месяцы импорту удалось сбавить обороты до ~20% г./г. против 50% -го роста в 1П 2011 г. Небольшое ускорение импорта в октябре - до 20% г./г. против 17% г./г. в сентябре 2011 г., которое несколько выбивается из прогнозируемой нами нисходящей тенденции, не должно вводить в заблуждение, поскольку может быть связано с разовым всплеском импорта "судов и плавучих средств" (1,1 млрд долл. против привычных 50-200 млн долл.). С исключением этой категории, в октябре замедление роста импорта было более глубоким, чем месяцем ранее, полностью подтверждая наши предположения.

В то же время динамика внутреннего спроса говорит в пользу сохранения повышательного давления на импорт. Расширение потребления, существенная часть которого обеспечивается импортируемыми товарами, продолжается на фоне ускоряющегося роста доходов населения и снижения безработицы. Кроме того, инвестиционный импорт в конце года обычно выше в связи с годовой сдачей инфраструктурных объектов.. Мы полагаем, что помимо фундаментальных причин, немаловажную роль в замедлении роста импорта в ближайшем месяце может сыграть недавнее ослабление рубля, эффект которого обычно сказывается на динамике импорта с некоторой задержкой.

Мы сохраняем наш прогноз по профициту текущего счета на 4 кв. 2011 г. в 30 млрд долл. в связи с тем, что ослабление роста импорта может компенсировать сокращение темпов экспорта.

ВЭБ: под давлением волатильных активов

Нейтральные результаты за 1П 2011 г., негативные ожидания по отчету за 3 кв. 2011 г.

ВЭБ (BBB/Baa1/BBB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые мы оцениваем нейтрально. Кредитный портфель вырос на 13%, превысив 1 трлн руб., при этом норма резервирования снизилась на 1,2 п.п. до 14,2%. Чистая процентная маржа, по нашим оценкам, сократилась с 3,3% в 2010 г. до 2,9%. Учитывая высокую долю волатильных активов, мы ожидаем, что по итогам 3 кв. 2011 г. финансовые показатели ВЭБа ухудшатся. Однако очевидно, что в случае ВЭБа оценка кредитных метрик носит скорее иллюстративный характер, учитывая суверенный статус корпорации.

Ключевые финансовые показатели

В млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изменение
Кредиты клиентам (до резервов):	1 051 512	932 137	+13%
корпоративные	1 035 977	921 120	+12%
розничные	15 535	11 017	+41%
Резервы под обесценение	149 579	144 211	+4%
Активы	2 258 850	2 043 472	+10%
Собственный капитал	528 084	495 104	+7%
Депозиты	196 951	162 384	+21%
Кредиты/Депозиты	5,3x	5,7x	-

В млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изменение
Чистый процентный доход до резервов	30 934	32 534	-5%
Чистый процентный доход	20 562	19 194	+7%
Операционные доходы	39 078	27 707	+41%
Расходы/доходы	39,7%	39,2%	+0,5 п.п.
Чистая прибыль	23 211	14 248	+63%

Источник: отчетность ВЭБа по МСФО, оценки Райффайзенбанка

Снижение нормы резервирования на фоне роста кредитного портфеля

Основной вклад в увеличение кредитного портфеля внесло кредитование частных компаний, объем которого вырос на 18,4% до 865,8 млрд руб. Лишь 10% от всего кредитного портфеля приходится на кредиты, выданные связанным сторонам. К сожалению, банк не раскрывает уровень просроченной задолженности. Однако снижение нормы резервирования на фоне относительно высокой доли капитала (Капитал/Активы - 23,4%), на наш взгляд, свидетельствует об улучшении кредитного качества портфеля.

Высокая доля ценных бумаг в активах банка - негативный момент кредитного профиля

За отчетный период банк нарастил объем денежных средств на 23,5% до 243 млрд руб., увеличив средства, размещаемые на краткосрочных депозитах в ЦБ РФ и кредитных организациях.

Также произошло увеличение вложений в корпоративные облигации, ОФЗ и производные финансовые инструменты в торговом портфеле на 19 млрд руб. Стоит отметить, что общая позиция банка в ценных бумагах (торговый и инвестиционный портфели) составляет 588 млрд руб., при этом наибольшую долю (46,5%) занимают акции, а на корпоративные облигации приходится порядка 26%. Принимая во внимание негативную динамику финансовых рынков с начала осени, мы ожидаем, что отрицательная переоценка портфеля окажет серьезное влияние на прибыль в 3 кв. 2011 г.

Доля государственных средств в обязательствах немного снизилась

Прирост активов был профинансирован, главным образом, средствами кредитных организаций, которые выросли на 46,3% до 343,7 млрд руб., долговыми ценными бумагами (+17% до 218,9 млрд руб.), а также срочными депозитами (+21,3% до 197 млрд руб.). Пассивы банка по-прежнему преимущественно сформированы депозитами Правительства РФ (в основном, средства ФНБ) и Банк России, доля которых в обязательствах составила 47%, сократившись на 5 п.п. с начала года.

За отчетный период на внешнем рынке банк разместил 5-летние LPN номиналом 500 млн швейцарских франков, также был размещен 5-летний евробонд VEB Leasing 16 номиналом 400 млн долл. Банк активно привлекал ликвидность и на рублевом рынке облигаций, разместив с начала года порядка 35 млрд руб. (в том числе выпуски ВЭБ-9, ВЭБ Лизинг-3,4,5). Уже после отчетной даты были размещены выпуски ВЭБ-10, ВЭБ Лизинг-8,9 в объеме 25 млрд руб. Значительный запас денежных средств, а также доминирование государственных источников фондирования позволяют ВЭБу сохранять высокую ликвидную позицию.

Возросшая стоимость фондирования стала причиной снижения ЧПМ

Несмотря на рост работающих активов, процентные доходы почти не изменились по сравнению с 1П 2010 г., в то же время процентные расходы выросли на 9,4%, преимущественно, по причине увеличения стоимости обслуживания выпущенных долговых ценных бумаг, а также средств клиентов и правительства РФ. Существенный рост кредитного портфеля во 2 кв., который отвлек половину чистых процентных доходов на формирование резервов, а также невысокий доход, полученный от валютных операций и переоценки ценных бумаг (в сравнении с 1 кв.), привели к тому, что прибыль за 2 кв. 2011 г. составила лишь 2,3 млрд руб. Большая часть чистой прибыли за 1П 2011 г. в размере 23,2 млрд руб. была заработана в 1 квартале года.

Продавать спред VEB 25-Russia 28 с целью его расширения до 100 б.п.

На рынке рублевых облигаций обращающиеся бумаги эмитента котируются со спредом к кривой ОФЗ на уровне 100 б.п. (в частности, ВЭБ-9 торгуется с УТР 9,10%), который слишком мал в сравнении с предлагаемыми на первичном рынке премиями (по короткому выпуску Газпрома спред к ОФЗ составил 120 б.п.). На рынке евробондов премия бумаг ВЭБа к суверенной кривой также находится в пределах 100 б.п. Однако длинный выпуск VEB 25 (УТМ 6,5%) с премией менее 80 б.п. к близкому по дюрации выпуску Russia 28 представляется переоцененным.

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+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
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

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
Дмитрий Румянцев		(+7 495) 721 2817
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 721 9900

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.