

## Пульс рынка

---

- ▶ **Грядущая распродажа активов европейских банков.** Находясь под давлением регулятора, европейские банки ищут возможности по увеличению достаточности своего капитала до требуемого уровня 9% к середине 2012 г., что является непростой задачей в условиях, когда их акции торгуются на уровне 50% от балансовой стоимости капитала. В такой ситуации продажа части активов (возможно наиболее прибыльных, поскольку рынок формируют покупатели) является более дешевым способом увеличения капитала, чем эмиссия акций. Отметим, что способность банков продавать активы с дисконтом к балансовой стоимости ограничена низким уровнем достаточности их капитала. По данным Bloomberg европейские банки планируют реализовать активы на сумму более 950 млрд евро в ближайшие 2 года. Распродажа уже началась: Banco Espírito Santo SA, крупнейший публичный банк Португалии, продал свою долю в бразильском Banco Bradesco SA за 1 млрд долл. Santander завершил продажу своего бразильского страхового оператора за 1,7 млрд долл. и продал долю в Banco Santander Chile, являющегося крупнейшим банком Латинской Америки по активам, за 958 млн долл. Также планы по продаже своих прибыльных бизнесов озвучили Deutsche Bank (подразделений по управлению активами) и KBC (польского банка и страховщика).
- ▶ **Котировки продолжают сползать вниз.** Инвесторы предпочитают сокращать позицию в рискованных активах, о чем свидетельствует вчерашнее снижение индексов акций на 1-3%. Отсутствие антикризисного плана в еврозоне продавило евро ниже отметки 1,32 долл., что на наш взгляд не является пределом. Суверенные бумаги РФ сегодня, скорее всего, останутся под давлением со стороны котировок нефти Brent, которые опустились до 107 долл. Помимо высокой волатильности рубля давление на длинные ОФЗ будет оказывать напряженная ситуация на денежном рынке. Мы сохраняем нашу рекомендацию по коротким позициям в длинных ОФЗ, в частности, 26205.
- ▶ **Эмитенты торопятся на "первичку" до конца года.** Вчера была открыта книга заявок по амортизируемому выпуску Вологодской области (B+/Ba2/-) объемом 2,5 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 9,95-10,65% годовых, что соответствует доходности YTM 10,33-11,08% (DTM 2,94 года) к погашению через 5 лет. Озвученный ориентир соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 260-330 б.п. Напомним, что доходность размещенного в конце прошлого месяца 5-летнего выпуска КостромОбл-6 (Fitch: B+) находится на уровне YTM 11,5% (DTM 2,55 года). Таким образом, бумаги Вологодской области с озвученным ориентиром не выглядят интересными. ГПБ (BB+/Baa3/-) открыл книгу заявок по выпуску БО-4 номиналом 10 млрд руб. с ориентиром YTP 8,42-8,94% к годовой оферте, что предполагает премию 90-140 б.п. к близкому по дюрации выпуску ГазпромКапитал-3 (YTP 7,6%). Учитывая, что среднее значение спреда еврооблигаций GPB14-Gazprom14 за последние полгода составило 140 б.п., мы считаем, что участие в аукционе по годовым бумагам с премией в 100 б.п. к бумагам ГазпромКапитал-3 (то есть по доходности YTP 8,6%) является интересным.

## Темы выпуска

---

- ▶ Бюджет не спешит расставаться с профицитом
-

## Бюджет не спешит расставаться с профицитом

В понедельник Минфин опубликовал информацию об исполнении федерального бюджета за январь-ноябрь 2011 г.: расходы (8,8 трлн руб. или 79% уточненной росписи) традиционно отстают от графика, в то время как доходная часть (10,2 трлн руб. или 91% годового плана) продолжает нарастать, следуя за высокими ценами на нефть.

### Дефицит в ноябре был предсказуем

Смена профицита федерального бюджета дефицитом в ноябре была предсказуемой - бюджетные расходы обычно достигают своих максимальных значений в последние месяцы года. Не стал исключением и ноябрь, когда госрасходы резко выросли - на 36% до 1,0 трлн руб., то есть до 9% бюджетного плана против в среднем 7%. В то же время доходы заметно снизились - на 10% до 924 млрд руб., причем сократились нефтегазовые доходы (на 17% до 401 млрд руб.) гораздо сильнее, чем нефтегазовые поступления (на 4% до 523 млрд руб.), что может быть следствием некоторого ослабления деловой и потребительской активности на фоне ухудшающейся внешнеэкономической ситуации. Превышение госрасходов над доходами федерального бюджета в ноябре в размере 79,6 млрд руб. полностью в рамках наших ожиданий и предполагает, что в предыдущем месяце бюджет был источником пополнения запаса свободной ликвидности в банковской системе. По нашим оценкам, с учетом приводящих к изъятию ликвидности продаж валюты ЦБ, чистый приток бюджетных средств (с учетом наших прогнозов по исполнению консолидированного бюджета) в прошлом месяце насчитывал не менее 100 млрд руб.

### Расходы в декабре должны составить около 1,8 трлн руб.

Всего за 11 месяцев было израсходовано лишь 79% годового плана, что предполагает траты бюджета в декабре на уровне порядка 20%, то есть более 2 трлн. руб. Однако традиционное запаздывание бюджетных расходов, а также тот факт, что план по тратам бюджета на 2011 г. был увеличен лишь недавно (до 11,1 трлн руб.), делают исполнение бюджета в полном объеме по окончании года трудновыполнимым с технической точки зрения. Мы полагаем, что в реальности расходы декабря составят около 1,8 трлн руб. Поскольку подавляющую часть года бюджет был исполнен с профицитом, даже с учетом всплеска бюджетных расходов в декабре, по итогам 2011 г. бюджет останется в профиците, составляющем не менее 0,5% ВВП.

### Запаздывание бюджетных средств давит на ликвидность

Несмотря на то, что запланированный на декабрь план по расходам велик, на практике рынок получает эти средства только в последнюю неделю уходящего года ввиду наличия разрыва между резервированием бюджетных средств под расходы и их перечислением на счета бюджетополучателей. По нашим оценкам, с начала декабря приток бюджетных средств был немногим больше 200 млрд руб., что составляет малую толику прогнозируемого нами на весь декабрь чистого притока из бюджета в 1,4 трлн руб. Принимая во внимание, что Минфин "переносит" на 2012 г. не весь объем предстоящей к погашению до конца 2011 г. задолженности по депозитам, а отток капитала продолжается, запаздывание бюджетных средств является еще одним дополнительным источником давления на ликвидность банковского сектора.

### РЕПО с ЦБ остается основным источником фондирования

Поскольку основные бюджетные средства поступают не раньше конца декабря, а налоги нужно будет выплачивать уже начиная с этой недели, РЕПО с ЦБ остается основным источником фондирования для банков.

## 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
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

**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.