

Пульс рынка

- **Нейтральная макростатистика по США.** Очередная порция данных оказалась в целом нейтральной. Число новых обращений за пособиями по безработице оказалось выше консенсуса, свидетельствуя о том, что восстановление рынка труда происходит все еще медленными темпами. Значение индекса PMI, вышедшее на уровне ожиданий (51,5), что отражает сохранение позитивных тенденций в промышленном производстве, было несколько нивелировано снижением индекса опережающих индикаторов (на 0,1%). Новостной фон из еврозоны также оставался нейтральным: Греция все еще находится в стадии согласования получения следующего транша помощи (сокращение бюджетных расходов на 11,5 млрд евро представляется трудно осуществимым). На следующей неделе (в четверг) Испания должна представить план экономических реформ, за которым может последовать раскрытие условий предоставления стране внешней помощи. Обострение ситуации может произойти в случае, если Еврокомиссия сочтет представленные меры экономии недостаточными для выполнения целевых показателей. Индексы акций сегодня, скорее всего, останутся в боковом тренде.
- **Нефть "отскочила" от локального минимума,** улучшив настроения на рынке евробондов РФ. Brent после провала со 114 долл./барр. до 107 долл./барр. вчера немного восстановила утраченные позиции (110,5 долл./барр.). Стоит отметить, что рынок российских евробондов почти не отреагировал на волатильность котировок нефти, оставшись вблизи ранее достигнутых уровней. Выпуск субординированных бондов ALFA 19, книга заявок на покупку которого была закрыта вчера, котировался на 1 п.п. выше номинала, что соответствует YTM 7,31% и спреда к кривой старших бондов эмитента на уровне 105-110 б.п. (справедливое значение этого спреда мы оцениваем около 100 б.п.). Дебютный выпуск NLMK 19 (@4,95%) вышел на вторичные торги ниже номинала (99,88%, или YTM 4,97%), что свидетельствует о довольно агрессивной оценке бумаг при их первичном размещении (здесь, по-видимому, сыграл тот факт, что эмитент является единственным представителем металлургического сектора РФ, имеющим рейтинги инвестиционной категории). Мы нейтрально относимся к бондам NLMK 19 на текущих ценовых уровнях.
- **Банки проявили невысокий спрос на 3-месячную ликвидность.** Вчера на аукционе Казначейства РФ на 3-месячные депозиты коммерческих банков было размещено лишь 52 млрд руб. из предложенных 75 млрд руб., при этом ставка отсечения была установлена на минимальном уровне 6,9% годовых, ниже индикативной ставки 3M MosPrime (7,2%). Можно говорить о спаде дефицита рублевой ликвидности, о чем также свидетельствует снижение ставок о/н РЕПО (на 10 б.п. до 5,9% годовых). Учитывая предстоящие налоговые платежи (до конца месяца предстоит выплатить НДС, акцизы и налог на прибыль в общем объеме 400 млрд руб.), улучшение ситуации с ликвидностью, скорее всего, носит временный характер. Кроме того, на сегодняшнем аукционе о/н РЕПО ЦБ РФ сократил лимит на 50 млрд руб.
- **Ориентир по Альфа-банк БО-3 предполагает премию.** Альфа-банк (BB/Va1/BBB-) вчера открыл книгу заявок на покупку годовых бумаг БО-3 номиналом 10 млрд руб. с ориентиром YTP 8,42-8,68%, что предполагает спред к кривой ОФЗ в размере 210-235 б.п. Премия к коротким облигациям банков 1-го эшелона, например, ВТБ БО-8 (YTP 8,1% @ сентябрь 2013 г.) составила 30-60 б.п., что выглядит справедливо лишь по верхней границе, учитывая разницу в кредитных рейтингах. Поэтому мы рекомендуем участвовать в размещении ближе к этому уровню. Среди более длинных бумаг лучшей альтернативой рублевым облигациям Альфа-банка являются МСП-1,2, которые имеют спред к кривой ОФЗ >200 б.п.
- **Рублевые евробонды становятся популярными.** ЕАБР (BBB/A3/BBB) на следующей неделе начинает road-show с целью размещения выпуска рублевых еврооблигаций. Отметим, что этот инструмент позволяет привлечь большой объем ликвидности дешевле, чем на рублевых облигациях и на более длинный срок, правда, пока только для эмитентов инвестиционной категории. Напомним, что не так давно ГПБ (BBB-/Vaa3/-) разместил 3-летние рублевые евробонды (@ 8,625%) номиналом 15 млрд руб. с дисконтом к локальным рублевым облигациям в ~50 б.п.

Темы выпуска

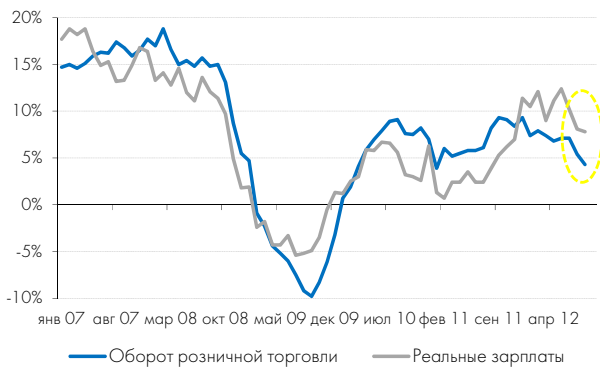
- **Макростатистика августа: не пора ли беспокоиться?**
- **ВТБ: убыток от ценных бумаг и FX подпортил впечатление**

Макростатистика августа: не пора ли беспокоиться?

Разочаровывающая статистика августа ставит под сомнение устойчивость внутренних факторов роста ВВП

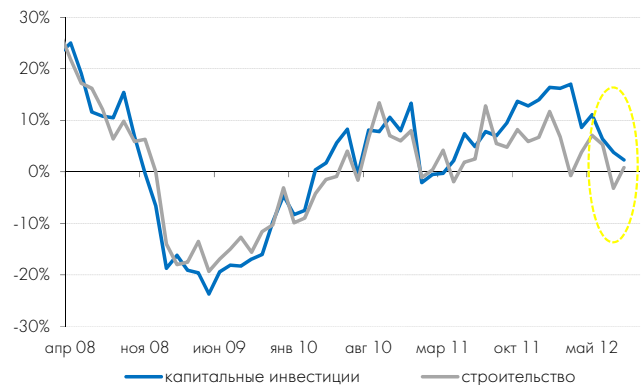
Последние статистические данные фиксируют резкое ухудшение большинства реальных макроиндикаторов. Признаки замедления их роста наметились еще в начале лета, однако август стал первым месяцем, когда разочаровывающие результаты уже нельзя "списать" на неоднородность статистики и наличие календарных эффектов. Несложно отметить, что в августе практически все сферы деятельности продемонстрировали плохие результаты: в разы сократились темпы роста инвестиций и промышленности, сильно замедлился рост оборота розничной торговли, и все это на фоне растущей инфляции и начавшегося снижения кредитной активности. Мы опасаемся, что сочетание таких результатов уже может говорить о сокращении внутреннего спроса, который оставался основной движущей силой экономического роста на протяжении всего года.

Динамика оборота розничной торговли и реальных зарплат, 2007-2012



Источники: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Динамика инвестиций и строительства, 2008-2012



Из общего ряда негативной статистики, пожалуй, выбиваются лишь данные по безработице, которая в августе сократилась с 5,2% после 5,4% месяцем ранее. Исходя из анализа исторических данных по безработице, существуют риски, что на статистике по рынку труда еще не сказались негативные эффекты, связанные со снижением деловой активности. Все более выраженное несоответствие между динамикой безработицы и уверенным снижением ключевых макропоказателей может служить признаком того, что в действительности экономический рост замедляется.

Некоторые реальные макроиндикаторы только начали отыгрывать снижение деловой активности

Более того, мы не раз отмечали, что нас настораживает разрыв между опережающей динамикой инвестиций и отстающей динамикой промышленности. Причем последняя, как мы полагаем, в большей степени отражает реальное положение вещей, в то время как данные по инвестициям в основной капитал в силу особенностей учета подвержены цикличности и сезонности. Август фиксирует замедление инвестиций в основной капитал до 2,3% г./г. против 3,8% г./г. месяцем ранее и 10,2% за I кв. 2012 г. Тем не менее, анализ сглаженных данных по инвестициям показывает, что с учетом сезонных факторов в инвестициях уже около полугода наметилась нисходящая тенденция.

В фокусе - резкое замедление роста розничной торговли

Наиболее показательными и менее чувствительными к статистическим эффектам, таким образом, мы считаем индикаторы розничного товарооборота, промышленности, внешней торговли и кредитования. В августе темпы роста оборота розничной торговли сократились до 4,3% г./г. против 5,4% г./г. в июле и 7,3% за I кв. 2012 г. Столь резкое замедление не может не настораживать, учитывая, что номинальные зарплаты продолжают расти практически с прежней интенсивностью (14,2% г./г. против 15% г./г. в I кв. 2012 г.), а снижение темпов роста реальных зарплат объясняется исключительно ускорением инфляции. Таким образом, есть риски, что снижение потребительской активности уже отыгрывает замедление роста кредитования (м./м., данные г./г. завышены в силу низкой базы 2011 г.). Наши опасения усиливает и то, что данные по импорту из стран дальнего зарубежья в последние месяцы фиксируют заметное сокращение импорта продуктов и наиболее потребляемых товаров (включая бытовую химию).

И если на продолжающееся снижение импорта инвестиционных товаров мы указываем уже давно, то сокращение импорта потребительских товаров вкупе со снижением розничной торговли стали неприятным сюрпризом, принимая во внимание то, что надежды на устойчивый рост ВВП мы связывали именно с внутренними факторами роста.

Если потребительскую активность в основном подстегивало кредитование...

Таким образом, если некоторое сокращение внешнего спроса уже заложено в нашем базовом сценарии, равно как и сокращение инвестиционной активности, то наибольшую опасность для роста экономики в ближайшие месяцы мы видим со стороны причин замедления потребительской активности. Если предположить, что опережающий рост товарооборота в большей степени был подстегнут кредитной активностью, то потенциал роста потребительского спроса в ближайшее время, во многом, будет зависеть от способности банковской системы поддерживать прежние темпы роста кредитования. Учитывая, что проблемы с фондированием и недостатком ресурсной базы (прежде всего депозитов) у банков только нарастают, ставки будут повышаться, а банки кредитуют во многом, используя средства ЦБ, степень роста кредитования в ближайшие месяцы будет зависеть от того, насколько столь сильный кредитный рост может быть обеспечен внутренними источниками роста, а они, как мы отметили ограничены.

...рост экономики может находиться под угрозой

Не стоит забывать, что засуха этого года внесет существенные коррективы в показатели с/х, вклад которого в рост экономики значителен. Мы также хотели бы обратить внимание, что статистика сентября, скорее всего, окажется не лучше данных августа, учитывая наметившиеся негативные фундаментальные тренды и календарный эффект (в сентябре 2012 г. на 2 рабочих дня меньше, чем в 2011 г.). Как следствие, 3 кв. 2012 г., скорее всего, станет "провальным" с точки зрения темпов роста ВВП (не исключаем, что меньше 3%).

ЦБ может приостановить повышение ставок из-за рисков снижения внутреннего спроса

Мы полагаем, что столь разочаровывающие макроданные не останутся незамеченными Центробанком на следующем заседании по ставкам. Банк России, как мы считаем, может особенно отметить замедление потребительской активности и снижение темпов роста кредитования, сместив риторику в сторону экономических рисков. Такие факторы, на наш взгляд, могут оказаться достаточными для ЦБ, чтобы приостановить возобновившееся в сентябре повышение ставок. Что касается перспектив ужесточения монетарной политики после октября 2012 г., то мы пока не склонны делать каких-либо далекоидущих выводов из статистики, поскольку дальнейшее развитие ситуации во многом будет зависеть от предстоящих событий.

ВТБ: убыток от ценных бумаг и FX подпортил впечатление

Результаты 3 кв., скорее всего, будут лучше

Банк ВТБ (BBB/Baa1/BBB), второй крупнейший российский банк, опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 2 кв. 2012 г. и 1П 2012 г., которая оставила смешанное впечатление. Во 2 кв. произошел небольшой рост кредитования на 2% кв./кв., который заметно отстал как от средней динамики рынка (+7,5%), так и от Сбербанка (+6%) и ГПБ (+18%). Чистая процентная маржа умеренно возросла кв./кв. до 4,1% (+0,3 п. п.), что было обусловлено 1) ростом доли розничного сегмента в кредитах с 19% до 20% и 2) повышением доходности корпоративных кредитов (+0,4 п.п. до 8,9%). Негативное влияние на чистую прибыль (-56% кв./кв. до 10,3 млрд руб., что соответствует ROAE на уровне 6,6%) оказали убытки по портфелю ценных бумаг (6 млрд руб.), а также по операциям с иностранной валютой (0,4 млрд руб. против прибыли 25,4 млрд руб. в 1 кв.).

Благоприятная конъюнктура финансовых рынков, скорее всего, улучшит результаты в 3 кв., поскольку, по словам менеджмента, показатели коммерческого банковского бизнеса останутся на прежнем уровне.

Ключевые финансовые показатели ВТБ

В млрд руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 марта 2012	изм.
Активы, в т.ч.	6 858,0	6 450,5	+6%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	4 645,2	4 551,5	+2%
розничные	949,7	861,1	+10%
корпоративные	3 695,5	3 690,4	+0%
NPL 90+/Кредитный портфель	5,6%	5,5%	+0,1 п.п.
Вложения в ценные бумаги	1 029,7	800,1	+29%
Выпущенные долговые бумаги	892,8	829,9	+8%
Срочные депозиты клиентов	2 491,4	2 343,9	+6%
Собственный капитал	629,4	629,3	+0%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	12,8%	13,7%	-0,9 п.п.
ROE	6,5%	15,0%	--8,5 п.п.

В млрд руб., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	2 кв. 2011	изм.
Чистый процентный доход до резервов	58,4	54,0	+8%	49,1	+19%
Чистый комиссионный доход	11,5	10,3	+12%	9,9	+16%
Операционные доходы	55,1	74,8	-26%	69,1	-20%
Чистая прибыль	10,3	23,3	-56%	27,5	-63%
Чистая процентная маржа	4,1%	3,8%	+0,3 п.п.	4,8%	-0,7 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Активизация кредитования произошла в рознице

Мы отмечаем, что основной прирост кредитования обусловил розничный сегмент (+10% кв./кв. до 949,7 млрд руб.), в то время как объем корпоративных кредитов почти не изменился, составив 3,7 трлн руб. По темпу прироста розничных кредитов ВТБ немного отстал как от среднего показателя по всей банковской системе (+11,5%), так и от Сбербанка (+13%). При этом потребительские кредиты, занимающие 55% портфеля, выросли опережающими темпами (+13% до 525,2 млрд руб.). Если не принимать во внимание специальный выпуск ОФЗ (который в объеме, свободном от залога РЕПО, классифицируется как кредитование госструктур), увеличение корпоративного портфеля кв./кв. составило 4,2% (до 3,5 трлн руб.), что, по нашему мнению, могло быть обусловлено, главным образом, эффектом ослабления рубля к доллару (на 12% во 2 кв.), поскольку около трети портфеля приходится на валютные кредиты.

Показатели качества кредитов остаются умеренными

Несмотря на невысокий темп роста кредитования, ВТБ удалось сохранить показатель NPL на уровне 5,6% (против 5,5% в 1 кв.). Во 2 кв. банк продолжил наращивать резервы (мотивируя это контрциклической политикой резервирования), увеличив их объем на 18,7 млрд руб., при этом покрытие NPL составило 117%.

Позиция в ценных бумагах возросла, в том числе, по причине использования ОФЗ в РЕПО

Позиция в ценных бумагах (торговый и инвестиционный портфели) за 2 кв. 2012 г. увеличилась на 230 млрд руб. до 1 трлн руб. Основной причиной изменений стал рост задолженности по РЕПО с ЦБ за счет специального выпуска ОФЗ 46023 (выкупленного Банком Москвы в конце 2011 г. на средства льготного кредита АСВ) и, соответственно, перевод их из состава кредитов в портфель ценных бумаг (в объеме ~145 млрд руб.). Порядка 55 млрд руб. в увеличение позиции в ценных бумагах внес торговый портфель (торгуемые кредитные продукты для иностранных компаний и бонды иностранных эмитентов), при этом позиция в акциях была сокращена на 19 млрд руб. (ее доля в торговом портфеле составляет 18%). В обязательствах статья "Задолженность перед центральными банками" возросла на 205,4 млрд руб. до 402 млрд руб., что составляет 6,7% от обязательств, в то время как по всей банковской системе РФ задолженность перед ЦБ РФ занимает 5,1%.

Кредитование потребовало привлечения ликвидности от ЦБ

Кредитование (+233 млрд руб. без учета специального выпуска ОФЗ) во 2 кв. заметно превзошло приток клиентских средств (+105,4 млрд руб.), который произошел по счетам физлиц (+125,6 млрд руб.), в то время как негосударственные организации немного сократили остатки на своих счетах. Недостаток средств был покрыт за счет статьи в обязательствах "Задолженность перед центральными банками", кроме того, объем выпущенных ценных бумаг увеличился на 63 млрд руб. (в частности, в апреле были размещены бонды VTB17 в объеме 1,5 млрд долл.). Доля

средств от организаций, связанных с государством, в обязательствах во 2 кв. 2012 г. стабилизировалась на уровне 32%. Денежные средства и их эквиваленты увеличились на 26 млрд руб.

Банк продолжает активно использовать рынки долгового капитала

После отчетной даты в июле и августе ВТБ часто выходил на публичный рынок капитала: в частности, на внешних рынках в августе были размещены бонды VTB16 номиналом 600 млн швейцарских франков (@3,15%), доразмещены бонды VTB 17 в объеме 500 млн долл., в июле был размещен выпуск VTB15 в объеме 400 млн сингапурских долларов (@4%). Учитывая дефицит ликвидности, образовавшийся во 2 кв. (о чем свидетельствует рост задолженности перед ЦБ РФ), мы считаем, что банк сохранит высокую активность на первичном долговом рынке.

Бессрочный фонд увеличит достаточность капитала в 3 кв.

Сокращение достаточности общего капитала и капитала 1-го уровня во 2 кв. (на 0,9 п.п. и на 0,7 п.п. до 12,8% и 8,9%, соответственно) было обусловлено 1) ростом активов, взвешенных с учетом риска (на 7,6%) темпами, опережающими кредитование и 2) объявлением дивидендов (9 млрд руб.) и выкупом акций (13,6 млрд руб.) при убытке по портфелю ценных бумаг. По оценкам менеджмента, выпуск бессрочных субординированных бондов в объеме 1 млрд долл. (был осуществлен в июле со ставкой 9,5% годовых, проценты будут выплачиваться из чистой прибыли, подобно выплате дивидендов) увеличит достаточность капитала 1-го уровня на 0,6 п.п. до 9,5%. Отметим, что для ОАО "Банк ВТБ" показатель Н1 составил 11,86% на 1 сентября 2012 г. Во 2П 2012 г. банк не планирует выплату дивидендов и выкуп собственных акций, что должно позитивно сказаться на достаточности капитала (менеджмент планирует увеличение достаточности капитала 1-го уровня до 10% до конца года).

В выпусках ВТБ торговых идей нет

Рублевые облигации эмитента выглядят справедливо оцененными, предлагая премию к кривой ОФЗ в пределах 140-170 б.п. На рынке еврооблигаций в сегменте госбанков бумаги ВТБ исторически торгуются с премией к другим российским госбанкам (в частности, спред VTB 17 - Sberbank 17 сейчас составляет ~100 б.п.). По нашему мнению, в настоящий момент потенциала для его значительного сужения нет. Банк рассматривает возможность доразмещения бессрочных бондов. Кстати говоря, обращающиеся бумаги Perp VTB котируются на 20 б.п. выше номинала.

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 июня: ни шатко, ни валко

Платежный баланс

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

Инфляция

РФ: ожидаемый рост инфляции

Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

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

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

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 Кенякин		(+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.