

## Пульс рынка

---

- ▶ **От олимпийцев к тореадорам.** Европейские площадки вчера закрылись падением в среднем на 2,5%, а доллар вырос к евро на 0,7% до 1,3142. Ключевой причиной стало неудачное размещение облигаций Испании: она привлекла 2,59 млрд евро (при плане в 2,5-3,5 млрд евро), а доходность всех выпусков (3-, 4- и 8 -летних) выросла в сравнении с мартовскими аукционами. Доходность 10-летних гособлигаций страны также увеличилась на 11 б.п. до 5,56%, а спред к немецким суверенным бондам расширился на 10 б.п. до 375 б.п., что является максимумом за три месяца. Мы считаем, что фокус инвесторов сместится с долговых проблем Греции и, в меньшей степени, Италии, на развитие ситуации в Испании и Португалии, которые могут стать новым очагом напряженности в еврозоне и привести к коррекции на рынках. «Страна столкнулась с чрезмерными сложностями», - заявил вчера премьер-министр Испании. На это обратил внимание и глава ЕЦБ М. Драги, выступая на пресс-конференции по итогам заседания ЕЦБ (ставка была сохранена на уровне 1%). Важным событием сегодня станет размещение гособлигаций Франции.
- ▶ **Фокус на рынке занятости США.** Аппетит к риску снизился также из-за публикации протокола мартовского заседания ФРС, в котором указывалось, что проведение третьего раунда количественного стимулирования все менее вероятно. Против рынков сыграл и опубликованный вчера индекс деловой активности в сфере услуг США, который упал с 57,3 до 56 пунктов (консенсус ждал 56,8). Сегодня выйдут данные по рынку занятости США: как ожидается, число новых заявок на пособие по безработице за неделю должно снизиться на 4 тыс. до 355 тыс., что будет минимальным уровнем за 4 года.
- ▶ **Приток валюты по текущему счету в 1 кв. 2012 г. превысил ожидания,** составив 42,3 млрд долл., т.е. более половины прогнозируемой нами на весь год суммы (55 млрд долл.). Хорошие результаты объясняются сочетанием значительного роста цен на нефть (более 15% с начала года) при практически неизменном сальдо неторговых операций (услуг, оплаты труда, инвестиционных доходов, трансфертов). Между тем, отток капитала в 1 кв. 2012 г. составил 35,1 млрд долл., т.е. на уровне 4 кв. 2011 г. и в рамках наших ожиданий. Капитал по-прежнему "утекает" быстрее из корпоративного сегмента, чем из банковского сектора. Мы полагаем, что на фоне активизации притока иностранных инвестиций в страну капитальный счет в апреле если и не выйдет в положительную зону, то вплотную приблизится к ней. Отметим, что наш годовой прогноз по капитальному счету (-30 млрд долл.) предполагает небольшой приток капитала во 2-4 кв., но не отменяет возможности возвращения его оттока в отдельные месяцы до конца года. Превышение фактических цен на нефть прогнозируемого нами уровня увеличивает вероятность улучшения прогноза по профициту текущего счета, однако такая корректировка едва ли существенно повысит наш прогноз по курсу рубля.
- ▶ **Спрос на длинные ОФЗ все-таки превысил предложение,** несмотря на ухудшение рыночной конъюнктуры. На предложенные бумаги 26207 номиналом 20 млрд руб. был сформирован спрос в объеме 39,5 млрд руб., а объем размещения составил 17,9 млрд руб. Как мы и предполагали, цена отсечения была установлена по верхней границе ориентира (УТМ 8,2%). Относительно высокий спрос на длинные бумаги в условиях коррекции индексов акций на 1,5-2% был обусловлен стабильной стоимостью бивалютной корзины (33,60-33,65 руб.). По итогам дня бумаги 26207 потеряли в цене 0,35 п.п. (до 101,18%).
- ▶ **Ориентир по РСХБ-16 предполагает незначительную премию.** РСХБ начал маркетинг 3-летних рублевых облигаций номиналом 10 млрд руб. с ориентиром УТР 8,58-8,78%. Учитывая, что близкие по дюрации бумаги РСХБ-12,13,14 котируются в диапазоне УТР 8,40-8,65% @ июль 2015 г., а бумаги ФСК-7 имеют УТМ 8,25% @ октябрь 2015 г., предложенный ориентир по новым бумагам предполагает незначительную премию к рынку (~20-35 б.п.). По нашему мнению, участие в аукционе представляет интерес лишь по верхней границе ориентира.

## Темы выпуска

---

- ▶ Инфляция: на низком старте
  - ▶ КБ Ренессанс Капитал: в погоне за лидерами
-

## Инфляция: на низком старте

### Инфляция в марте превысила ожидания

После того, как в январе-феврале 2012 г. были достигнуты небывало низкие для этого периода значения инфляции (благодаря усилиям властей по ограничению роста регулируемых тарифов), в марте 2012 г. рост цен вернулся в прежнее русло, составив те же, что и в марте 2007 г., 2010-2011 гг. 0,6% м./м. В годовом выражении инфляция стабилизировалась на уровне 3,7% г./г. Однако март может стать переломным моментом, после которого эффект сравнения с низкой базой 2011 г. постепенно сойдет на нет с последующим поэтапным ускорением инфляции в оставшиеся месяцы года.

### Одна из причин - ускорение продовольственной инфляции

Первое, что обращает на себя внимание в новых данных - ускорение продовольственной инфляции. Так, рост цен продуктов питания (за исключением фруктов и овощей) ускорился до 0,6% м./м. против 0,5% в феврале. Из-за высокой доли в индексе потребительских цен низкий уровень продовольственной инфляции являлся вторым по значимости фактором (после сдвига индексации тарифов на июль), способствовавшим сохранению рекордно низких значений инфляции в январе-феврале 2012 г. Однако преимущество, достигнутое на фоне хорошего урожая 2011 г., постепенно исчезает, что вкупе с расширением платежеспособного спроса населения приводит к более быстрому удорожанию продуктов. То, что спрос на продукты повышается, свидетельствуют не только данные розничных продаж, но и высокие показатели импорта, а также активизация отечественной пищевой отрасли.

### Рост цен на товары ускоряется вслед за ростом покупательной способности

Необходимо отметить, что ускорение роста цен коснулось не только продовольствия, но и всех товаров и услуг. Так, непродовольственная инфляция возросла до 0,5% м./м. (против 0,3%), а инфляция в сфере услуг - до 0,4% м./м. после символических 0,2% в январе-феврале 2012 г. Более детальный анализ показывает, что в марте быстрее росли цены на все приведенные в отчете Росстата товарные позиции. Из услуг наибольший рост отмечен на услуги связи (1,2% м./м.) и пассажирского транспорта (1% м./м.).

Мы полагаем, что на увеличении инфляции стало сказываться усиление потребительского спроса, который поддерживается по-прежнему высокими темпами роста кредитования и позитивным трендом реальных заработных плат. Согласно статистике розничных продаж за январь-февраль 2012 г. (более поздние данные отсутствуют), потребительская активность продолжает нарастать, причем концентрируется в сегменте непродовольственных товаров.

### Годовая инфляция в апреле начнет ускоряться. Прогноз на 2012 г. сохраняется на уровне 6,5%

Поскольку в ближайшее время ситуация с доходами населения, скорее всего, будет улучшаться, что обусловлено не только реализацией предвыборных обещаний по увеличению пенсий и зарплат бюджетников и военных, но и ростом конкуренции на рынке труда, а кредитование пока не сбавляет обороты, основную инфляционную угрозу (кроме повышения тарифов) мы видим со стороны роста покупательной способности спроса. Подтверждением тому может служить ускорение базового индекса цен, очищенного от сезонных компонент до 0,5% м./м. против 0,4%. Мы по-прежнему ожидаем, что с апреля годовая инфляция начнет ускоряться, не превышая при этом 5% на конец 1П 2012 г. с последующим достижением 6,5% по итогам 2012 г.

## КБ Ренессанс Капитал: в погоне за лидерами

КБ Ренессанс Капитал (В/В2/В), занимающий 81-е место по величине активов в российской банковской системе, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2011 г., которые отражают значительную активизацию кредитной деятельности банка. Рост портфеля (который на 98% состоит из розничных кредитов) на 58,7% до 51,5 млрд руб. сопровождался снижением показателя NPL 90+ с 6,3% до 4,6% и сокращением чистой процентной маржи на 6 п.п. до 19%. Резерв на возможные потери по ссудам (3,3% от портфеля) лишь на 72% покрывает NPL 90+. По данным отчетности МСФО, коэффициент достаточности капитала снизился с 29,3% до 23,1%. Также негативным моментом, на наш взгляд, является низкая достаточность капитала по РСБУ (показатель Н1 на 1 января 2012 г. находился на уровне 12,9%, что на 2,7 п.п. ниже г./г.), что ограничивает дальнейший рост кредитования и повышает уязвимость банка к кредитному риску.

### Ключевые финансовые показатели КБ Ренессанс Капитал

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011 г.	31 дек. 2010 г.	изменение
Активы	61 593	40 746	+51%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	51 536	32 469	+59%
розничные	50 423	30 933	+63%
корпоративные	1 113	1 536	-27%
NPL (90+)/Кредитный портфель	4,6%	6,3%	-1,7 п.п.
Просроченная задолженность/Кредитный портфель	11,3%	13,3%	-2 п.п.
Депозиты клиентов	29 144	16 454	+77%
Собственные средства	13 593	11 346	+20%
Коэффициент общей достаточности капитала	23,1%	29,3%	-6,2 п.п.
ROAA	6%	4%	+2 п.п.
ROAE	22%	15%	+7 п.п.
в млн руб., если не указано иное	2011 г.	2010 г.	изменение
Чистый процентный доход до резервов	7 837	9 460	-17%
Чистый комиссионный доход	4 729	2 321	+2,0x
Операционные доходы	10 033	6 802	+47%
Расходы/доходы	53%	42%	+11 п.п.
Чистая прибыль	2 686	1 565	+72%
Чистая процентная маржа	19%	25%	-6 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Размер кредитного портфеля восстановился до предкризисного уровня ...**

Наиболее быстрый рост в кредитном портфеле продемонстрировали потребительские кредиты, выданные на общие цели, или кредиты наличными (+91% до 28 млрд руб.), а также автокредитование (+160% г./г. до 6 млрд руб.). В итоге размер кредитного портфеля почти вернулся на уровень 2008 г. По темпу прироста кредитного портфеля Ренессанс Капитал опережает крупные розничные банки (БРС (+34 г./г.) и ХКФБ (+49% г./г.)), но отстает от ТКС Банка, кредитный портфель которого почти удвоился за год. В 2012 году планируется рост портфеля на 35%, и изменение его структуры в пользу кредитов наличными: их доля должна увеличиться с 57% до 65,6% за счет снижения доли POS-кредитов с 16,7% до 12,7% и автокредитов с 12% до 5%.

**... однако низкий уровень резервирования вызывает беспокойство**

Сокращение доли NPL 90+ произошло благодаря быстрому приросту кредитования, в то время как в абсолютных величинах рост составил 16% до 2,4 млрд руб. Объем просроченной задолженности снизился за год на 2 п.п. (11,3% от портфеля). В сегменте кредитов, выданных на общие цели, уровень просрочки составляет 11,65% (против 11,58% в 2010 г.). Наибольшую концентрацию кредитного риска имеют реструктурированные кредиты, уровень просрочки по которым составляет 28% (что на 17 п.п. ниже, чем в 2010 г.). Позитивным моментом в кредитном качестве является снижение объема просроченных и списанных кредитов с 13 млрд руб. в 2010 г. до 7,8 млрд руб.

### Депозиты физлиц - основной источник фондирования

Политику резервирования банка нельзя назвать консервативной: размер резерва на возможные потери по ссудам (3,3% от портфеля) лишь на 72% покрывает NPL 90+ (в то время как для большинства розничных банков это покрытие > 100%) и на 29% просрочку.

Прирост кредитования был профинансирован, главным образом, за счет средств клиентов (+74% до 31,7 млрд руб.), большая часть (92%) которых представлена депозитами физлиц, что, по-видимому, стало следствием заметного повышения ставок (сейчас ставка по годовому депозиту составляет 11%). Об улучшении структуры обязательств свидетельствует увеличение доли клиентских средств в обязательствах с 61% в 2010 г. до 66% и снижение отношения Кредиты/Депозиты с 1,79х до 1,62х.

### Возможен выход на рынок долговых ценных бумаг

Объем выпущенных долговых ценных бумаг увеличился на 20% г./г. до 12,2 млрд руб. в основном за счет размещения в августе 2011 г. выпуска рублевых облигаций (БО-3) номиналом 3 млрд руб. с офертой в августе 2013 г., а также обратной продажи в рынок бумаг, выкупленных в ходе оферт. В июне и октябре банк привлек 3-летний кредит от ЕБРР в объеме 2,2 млрд руб. со ставкой 3M MosPrime + 6 п.п. (комиссия за выдачу составила 1,17%).

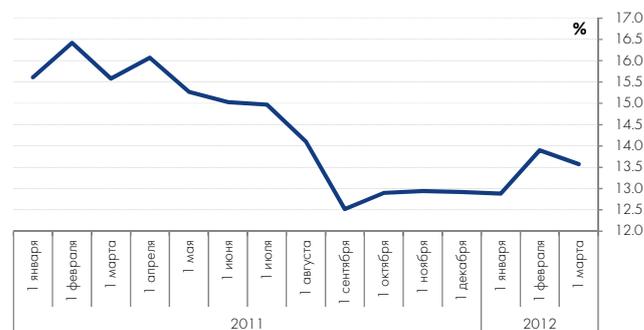
Ренессанс Капитал не имеет разрыва в ликвидности, что характерно для банков, специализирующихся на потребительском кредитовании. В 2012 г. ему предстоит погасить долговые обязательства на сумму 4,2 млрд руб. В случае благоприятной конъюнктуры рынка, по данным менеджмента, банк может выйти на долговой рынок (зарегистрированы два выпуска БО в объеме 9 млрд руб.).

### Рост капитала отстает от прироста кредитования

Процентный доход по кредитному портфелю вырос всего лишь на 7,5%, в то время как расходы на обслуживание обязательств увеличились на 8,7%. Снижение чистой процентной маржи с 28% до 19% менеджмент связывает с улучшением качества портфеля (по просроченным кредитам начисляются более высокие проценты).

Увеличение комиссионного дохода на 2,5 млрд руб. компенсировало сокращение дохода от штрафов и пени за просрочку кредитов в размере 1,8 млрд руб. Наиболее ощутимый эффект на уровень прибыли до налогообложения (+120% г./г. до 3,4 млрд руб.) оказало сокращение отчислений в резервы (на 49% г./г. до 2,6 млрд руб.). Тем не менее, заработанной прибыли (с учетом выплаты дивидендов в сумме 550 млн руб.) оказалось недостаточно для увеличения капитала пропорционально приросту работающих активов, что привело к заметному снижению коэффициента достаточности капитала.

### Динамика уровня N1



Источник: ЦБ РФ

### Уровень капитала не позволяет проводить более консервативную политику резервирования

По нашим оценкам, досоздание резервов для полного покрытия NPL 90+ привело бы к снижению уровня достаточности капитала на 1 п.п. Очевидно, что размер собственных средств не позволяет банку проводить более консервативную политику по резервированию, а также обеспечить планируемый рост кредитного портфеля (на 35% в 2012 г.). По нашему мнению, при текущем уровне капитала и прибыльности банк может обеспечить рост кредитования на 20%.

### Лучшей альтернативой являются бумаги ТКС Банка

Самые длинные БО-3 эмитента предлагают YTP 11,9% @ август 2013 г., а короткие КБ РенКап-2,3 имеют доходность ниже 10%. С точки зрения соотношения риск/доходность нам больше нравятся бумаги ТКС Банка (-/B2/B), которые предлагают доходность > YTW 13% при дюрации < 1,5 года. Некоторый интерес может представлять покупка RCCF 13 с YTM 10% вместе с продажей форварда на руб./долл., что соответствует рублевой доходности 14-15%.

## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil  
Башнефть  
БКЕ  
Газпром  
Газпром нефть

Лукойл  
Новатэк  
Татнефть  
Транснефть  
ТНК-ВР

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА  
Евраз  
Кокс  
Металлоинвест  
ММК  
Мечел  
НЛМК  
Норильский Никель

Распадская  
РМК  
Русал  
Северсталь  
СУЭК  
ТМК  
ЧТПЗ  
Uranium One

### Транспорт

Аэрофлот  
НМТП  
Совкомфлот

Трансаэро  
Трансконтейнер  
ЮТэйр

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом  
МТС

Ростелеком  
Теле2

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5  
Магнит

Синергия  
Черкизово

### Химическая промышленность

Акрон  
ЕвроХим

Нижнекамскнефтехим

### Машиностроение

Гидромашсервис  
КАМАЗ

Соллерс

### Электроэнергетика

Ленэнерго  
Мосэнерго

РусГидро  
ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ

ЛСР

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

Абсолют Банк  
АИЖК  
Альфа банк  
Банк Москвы  
Банк Русский Стандарт

Банк Санкт-Петербург  
ВТБ  
ВЭБ  
ЕАБР  
КБ Восточный Экспресс

ЛОКО-Банк  
МКБ  
НОМОС Банк  
ОТП Банк  
Промсвязьбанк

РСХБ  
Сбербанк  
ТКС Банк  
ХКФ Банк

## Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика: оптимизм по инерции

### Платежный баланс

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

### Инфляция

Инфляция: исторические минимумы не отменяют рисков

### 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

Промышленная оттепель

### Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

### Ликвидность

LTRO в исполнении ЦБ РФ: сколько банки возьмут на год?

### Интервенции ЦБ

Покупки валюты ЦБ выросли вслед за укреплением рубля, коридор остается на уровне 32,2-38,2 руб.

### Бюджет

Бюджетный фальстарт

### 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	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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
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