

Пульс рынка

- **МВФ готов дать кредит Украине без требований о реструктуризации.** Вчерашняя порция макроданных по США оказалась неоднозначной: число первичных заявок на пособия по безработице вышло ниже консенсус-прогноза, объем незавершенных сделок на рынке жилой недвижимости в феврале сократился (на 0,8% м./м.). Также несколько хуже ожиданий вышла оценка ВВП США за 4 кв. 2013 г. (2,6% против 2,7% в годовом выражении). Американские индексы акций просели на 0,2%, доходность 10-летних UST опустилась ниже YTM 2,69%, отражая низкий аппетит к риску. Новость о готовности МВФ предоставить Украине 2-летний кредит в размере 14-18 млрд долл. (не подразумевает реструктуризацию ее суверенного долга) способствовала продолжению роста котировок украинских евробондов: так, короткие UKRAINE 15 подорожали на 3 п.п. до 96% от номинала (YTM 9,85%, еще неделю назад доходность превышала 15%), 5-летний CDS на Украину сузился на 3 п.п. до 900 б.п. Восстановление котировок продолжилось и в российском сегменте: длинные бонды Russia 42 прибавили еще 0,6 п.п. до 96% от номинала. Отметим, что суверенные бонды РФ сохраняют избыточную премию, котируясь с G-спредом 240 б.п., в то время как вчера Бразилия (имеющая более слабый набор кредитных рейтингов и значительно более высокую потребность в заимствованиях) разместила 7-летние бонды на 1 млрд евро с G-спредом 191 б.п. По информации Bloomberg, основной неопределенностью для инвесторов являются события, разворачивающиеся на Украине, и возможное участие в них РФ (что может вновь эскалировать конфликт). Обсуждения европейскими политиками вопроса о снижении зависимости от российского газа (переключение на альтернативных поставщиков) пока сводятся к тому, что это приведет к существенному удорожанию газа для европейских потребителей.
- **МЭР "присматривается" к понижению прогноза по ВВП.** Со слов А. Улюкаева, если отток капитала в 2014 г. достигнет 100 млрд долл., рост российской экономики может замедлиться до небольших 0,6% против действующего прогноза в 2,5%. При текущей интенсивности оттока капитала (в 1 кв. 2014 г. по предварительным оценкам он составляет внушительные 65-70 млрд долл.), такая перспектива видится министерству реалистичной, причем, по нашим оценкам, в действительности отток может превысить и эту отметку. Напомним, что в начале марта мы уже снизили наш прогноз по росту ВВП в 2014 г. с 1,7% до 1%. Отметим, что еще недавно в комментариях МЭР относительно возможного пересмотра оценок роста ВВП фигурировал более оптимистичный диапазон - в пределах 2%. Впрочем, и теперь А. Улюкаев отмечает, что исходя из "факторов производства нормальным был бы для этого года рост ... 1,8-1,9%". Но в официальные прогнозы неизбежно вносит коррективы ухудшение ожиданий по счету операций с капиталом и инвестиционной активности (в новом сценарии МЭР допускает падение инвестиций на 1,3% в 2014 г., что схоже с нашей оценкой), что в последнее время все больше зависит от дальнейшего развития ситуации вокруг Украины. Новые макропрогнозы на год Минэкономразвития традиционно должно предоставить в апреле. Несмотря на то, что мы считаем названные А. Улюкаевым ориентиры реалистичными, учитывая, что МЭР использует сценарный подход к прогнозированию (обычно 3 сценария), неясность относительно того, станут ли озвученные параметры новым базовым сценарием, сохраняется. Отметим, что на основе оценок Минэкономразвития формируются расчетные показатели других ведомств, ввиду чего прогнозы МЭР традиционно более консервативны, чем, скажем, ожидания Минфина или ЦБ. Так, новые риски для роста ВВП создают предпосылки для снижения ожиданий по нефтегазовым доходам бюджета (из-за снижения деловой активности компаний), недополучения доходов от приватизации, кроме того, возникают поводы для увеличения расходов в среднесрочной перспективе (в основном на инфраструктуру). На этом фоне, А. Силуанов высказал опасения, что ожидаемые дополнительные доходы от более высокой цены на нефть и девальвации (увеличивает рублевый эквивалент долларовых нефтегазовых доходов) в этом году могут понадобиться на частичную компенсацию более низкого экономического роста, из-за чего министерство не спешит снижать прогноз по федеральному дефициту на этот год (0,5% ВВП). Тем не менее, в отсутствие более сильных рисков для экономики, мы по-прежнему расцениваем потребность Минфина в заимствованиях на внутреннем рынке в 2014 г. как достаточно низкую.

Темы выпуска

- **Сбербанк: запас прочности позволяет пережить трудные времена**

Сбербанк: запас прочности позволяет пережить трудные времена

В 4 кв. корпоративное кредитование заметно ускорилось...

Сбербанк (-/Baa1/BBB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2013 г., которые произвели на нас нейтральное впечатление. Темп роста кредитования заметно ускорился до 9,46% кв./кв. (против +5,6% кв./кв. в 3 кв.). За счет последнего квартала по итогам 2013 г. корпоративный сегмент банка по динамике заметно опередил рынок (+19% против +13%). Также опережающую динамику продемонстрировал и розничный сегмент (+32% против +29% в среднем по системе). Задолженность перед государством (ЦБ РФ и Минфином) увеличилась на 316 млрд руб. (долг перед ЦБ РФ возрос на 665 млрд руб., а перед Минфином ожидаемо сократился), что свидетельствует о сохранении дефицита рублевой ликвидности. Показатель NPL 90+ в сумме с кредитами, списанными в течение 4 кв., увеличился на 14,8% (по отношению к аналогичному показателю во 3 кв.) до 487 млрд руб. (3,5% портфеля). Однако произошел резкий рост реструктурированных кредитов, что может свидетельствовать об ухудшении качества кредитов. В сравнении с чистой процентной маржой (6,1%) уровень "плохих" кредитов в 4 кв. выглядел умеренным (стоимость риска всего 0,8%). Ускорение кредитования не оказало давление на капитал (достаточность капитала 1-ого уровня по Базель 1 на основе МСФО осталась на уровне 10,6%), что обусловлено снижением коэффициента риска по кредитному портфелю. В целом за год темп кредитования оказался на уровне возврата на капитал (ROAE - 20,8%).

... не оказав давления на капитал

Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2013	30 сент. 2013	изм.
Активы, в т.ч.	18 210,3	16 689,4	+9%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	13 544,0	12 374,9	+9%
розничные	3 748,0	3 432,3	+9%
корпоративные	9 796,0	8 942,6	+9%
NPL 90+/Кредитный портфель	2,9%	3,3%	-0,4 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	853,4	825,8	+3%
Депозиты клиентов	8 639,5	8 306,4	+4%
Текущие счета клиентов	3 411,9	2 930,5	+16%
Собственный капитал	1 881,4	1 799,5	+5%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,4%	13,7%	-0,3 п.п.
ROE	20,3%	21,4%	-1,1 п.п.
ROA	2,1%	2,3%	-0,2 п.п.

В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	238,9	217,4	+10%
Чистый комиссионный доход	66,3	56,5	+17%
Операционные доходы до резервов	295,2	243,6	+21%
Чистая прибыль	93,7	93,8	-0%
Чистая процентная маржа	6,1%	5,8%	+0,3 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Валютные кредиты продемонстрировали опережающую динамику

Прирост кредитования произошел в основном за счет корпоративных кредитов (они занимают 72% всего портфеля), которые увеличились на 9,5%, тогда как потребительские кредиты (в том числе и кредитные карты) выросли всего на 7,9%. Стоит отметить, что, несмотря на относительно стабильный курс рубля, опережающую динамику продемонстрировали валютные кредиты (+15,8% в долларах, +12,7% в евро в рублевом эквиваленте), которые занимают 27% портфеля. Финансирование долларовых кредитов (17,6% портфеля) было осуществлено за счет денежных средств и эквивалентов (-117 млрд руб.), а также средств, размещенных на МБК (-194 млрд руб.), при этом открытая валютная позиция по доллару на балансе увеличилась всего на 41 млрд руб.

**Произошел резкий
рост
реструктурированных
кредитов**

Показатель NPL 90+ по корпоративным кредитам в абсолютном выражении сократился на 6,2% до 290,7 млрд руб. (~2,97% сегмента), что стало следствием относительно высоких списаний (10 млрд руб. против 5 млрд руб. в 3 кв.). Кроме того, размер реструктурированных кредитов вырос на 332 млрд руб., что составляет 3,4% (1,3 трлн руб.) от всего корпоративного сегмента. В этой связи резерв, покрывающий NPL 90+ на 172%, не выглядит избыточным.

Качество розничного портфеля не изменилось: в потребительском сегменте показатель NPL 90+ снизился до 3,1%, при списаниях 9,9 млрд руб. (против 3,8 млрд руб. в 3 кв.). Отметим, что качество потребительских кредитов у Сбербанка является одним из самых лучших на рынке (что определяется, помимо прочего, большим объемом зарплатных проектов и более длительным сроком рассмотрения заявок). Однако тенденция к его ухудшению все же присутствует (это отражает насыщение рынка и низкий темп роста экономики). Покрывание просрочки резервами (2,96% сегмента) увеличилось до 50% с 44% в 3 кв.

**Обесценение
украинских активов не
критично**

По нашим оценкам, даже в случае полного обесценения активов на Украине (АО «Сбербанк России»), размер которых составляет 139 млрд руб. (0,8% всех активов), достаточность капитала 1-го уровня у Сбербанка снизится не более чем на ~1 п.п. (на 1 марта 2014 г. показатель H1.2 находился на уровне 8,26% при допустимом минимуме 5,5%).

**Утилизация ценных
бумаг в РЕПО
находится на высоком
уровне**

В 4 кв. 2013 г. портфель ценных бумаг (из которых 72% - инвестиционный портфель) вырос на 7,1% до 2,1 трлн руб., при этом банк существенно увеличил задолженность по РЕПО на 36% (до 1,3 трлн руб., что составляет 63% портфеля). Сбербанк продолжил наращивать позицию в ОФЗ (на 10,5% до 946 млрд руб.), которая уже занимает 25% рынка, для сравнения доля всех нерезидентов на рынке составляла 23,9% на 1 января 2014 г. Сбербанк остается одним из основных инвесторов рынка ОФЗ: прирост позиции составил около трети чистого размещения Минфином госбумаг в 4 кв. Отметим, что 75% ОФЗ находится в залоге (это свидетельствует о высокой степени утилизации залога). По торговому и инвестиционному портфелям ценных бумаг была получена прибыль 1,5 млрд руб. (отражается в P&L) и убыток 5,9 млрд руб. (отражается в капитале), соответственно, по итогам года ценные бумаги принесли прибыль всего 2,1 млрд руб. Учитывая негативную динамику рынков в 1 кв. 2014 г., Сбербанк может получить убыток по ценным бумагам (за исключением тех, которые находятся в инвестиционном портфеле с удержанием до погашения - 452 млрд руб.), по нашим оценкам, в размере 50-100 млрд руб. (в P&L будет отражено ~15-30 млрд руб.), что близко к средней квартальной прибыли в 2013 г. Это может снизить достаточность капитала 1-го уровня на 0,7 п.п.

**Переток средств в
валюту повысит
стоимость
фондирования**

В последнем квартале на счета клиентов (как физлиц, так и корпораций) произошел традиционный высокий приток средств (+842,7 млрд руб. и +313 млрд руб.), при этом в основном номинированных в рублях. Интенсивный переток рублевых средств в инвалюту который наблюдался весь 1 кв. 2014 г., скорее всего, привел к образованию дефицита рублевой ликвидности и использованию валютных свопов для привлечения рублевой ликвидности у ЦБ РФ.

**Пока внешний рынок
для Сбербанка
остается доступным**

В 2014 г. Сбербанку предстоит рефинансировать 750 млрд руб. (~21 млрд долл.) по оптовым источникам ликвидности (долговые ценные бумаги, синдицированные кредиты), при этом большая их часть (74%) номинирована в инвалюте. Это может вызвать определенные трудности, учитывая высокую степень утилизации залоговой базы, в случае если внешние рынки будут полностью закрыты. В этой связи стоит отметить, что Sberbank Europe AG (австрийская дочка, бывший Volksbank) вчера подписал соглашение о привлечении синдицированного кредита в размере 350 млн евро (таким образом внешний рынок по крайней мере для квазисуверенных компаний остается доступным). Кроме того мы считаем, что инвалюты, накопленной в 1 кв. (вследствие конвертации клиентами рублей в доллары/евро), достаточно для замещения внешних оптовых источников ликвидности.

**Рынки предполагают
низкую вероятность
события loss
absorption**

В настоящий момент рублевый евробонд SBER 16 (YTM 9,7%) котируется с премией 150 б.п. к суверенной кривой, что, по нашему мнению, выглядит дороговато в сравнении с рублевым выпуском CAT 15 (YTM 10%).

Размещенный в начале этого года субординированный бонд SBER 24 (@ 5.5%) сейчас котируется на 8 п.п. ниже номинала (YTC 7,3% @ февраль 2019 г.), предполагая премию к "суборду" SBER 23 (YTM 6,5%, без колл-опциона) в размере 100 б.п. (такова оценка стоимости колл-опциона). В целом рынок по-прежнему предполагает низкую вероятность наступления события "loss absorption". В сегменте квазисуверенных банков мы рекомендуем покупать VTB 15 (старый суборд, @5,04%) и ВКМОСC 15 (старый суборд, @ 5,97%).

**Рекомендуем
короткие бонды
квазисуверенных
банков**

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Рост ВВП РФ в 2013 г. — 1,3%

МЭР прогнозирует рост ВВП в 1 кв. 2014 г. только на 1%

Инфляция

Инфляция в январе: на шаг ближе к 6%

Инфляция: так ли страшен валютный шок?

Валютный рынок

«Мифы» о рубле

Минфин не выйдет на открытый валютный рынок с покупками, пока ЦБ проводит интервенции

В новый год без целевых интервенций

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ по ставкам завтра: без перемен

Рынок облигаций

Нерезиденты или резиденты чаще «угадывают» рынок ОФЗ?

Euroclear начнет расчеты с локальными негосударственными облигациями, но не со всеми

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Платежный баланс

А. Клепач: отток капитала будет больше влиять на курс рубля, чем цены на нефть

Ухудшение платежного баланса усиливает риски ослабления рубля

Ликвидность

Курс рубля и ставки денежного рынка: сильна ли связь?

В феврале продолжится тенденция к ухудшению условий на денежном рынке

Бюджет

Дефицит федерального бюджета в 2013 г. — 310,5 млрд руб., или 0,5% ВВП

Конвертация трансферта в Резервный фонд на открытом рынке: быть или не быть

Долговая политика

План по заимствованиям: объем в обмен на премию

Банковский сектор

В декабре банки РФ сократили корпоративное кредитование

ЦБ приведет нормативы ликвидности к стандартам Базель 3

Минфин предлагает повысить отчисления в ССВ

Еще 3 банка ушли с рынка

Уточнение к Базель 3: не всякая санация приводит к loss-absorption

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк

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
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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 Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться [здесь](#).