

Пульс рынка

- ▶ **Американские потребители с низкой уверенностью, но с "боевым" настроением.** Вчерашняя порция данных по США оказалась умеренно позитивной: лучше консенсус-прогноза вышло значение индекса настроений потребителей (за счет компоненты, отражающей их ожидания), что компенсировало падение индекса уверенности потребителей, опубликованного вчера. Это дает основание надеяться на волну потребительского спроса в период предновогодних распродаж. Объем новых заказов в октябре сократился на 2,0% м./м. (против + 4,1% м./м. в предыдущем месяце) вследствие приостановки работы правительства. Американские индексы акций обновили очередные максимумы, доходности 10-летних UST подросли на 3 б.п. до YTM 2,73%. Сегодня рынки США закрыты по случаю Дня благодарения, интерес представляет статистика по Германии (безработица и инфляция).
- ▶ **ОФЗ вновь разошлись по узкому кругу участников.** Как мы и предполагали, несмотря на продолжившийся рост доходностей ОФЗ (бумаги средней дюрации прибавили в доходности 4 б.п., длинной - 7 б.п.) и отсутствие премий даже по верхним границам ориентиров, Минфину удалось реализовать большую часть предложенных бумаг (72%, или 25,4 млрд руб.). Анализ структуры сделок показывает, что существенный объем заявок (суммарно 16 млрд руб. по двум выпускам) был выставлен с минимальным отклонением в ценах (хотя все они соответствовали верхним границам ориентиров). Это косвенно свидетельствует о наличии крупного покупателя (как и на прошлых аукционах в ноябре). Коррекция, наблюдающаяся на рынке ОФЗ с начала ноября (доходности 10- и 5-летних бумаг выросли на 30-40 б.п.), происходит и на других долговых рынках GEM и обусловлена ожиданием сворачивания QE.
- ▶ **Ставки вышли из коридора.** В последние два дня о/п Mosprime по итогам торгов превысила верхнюю границу целевого коридора ЦБ (6,5%), составляя ~6,6%. Скорее всего, этот рубеж пересекла и RUONIA: на 26 ноября поднялась до 6,47% (свежие данные появятся сегодня). Таким образом, наши опасения полностью подтвердились: несмотря на широкие лимиты РЕПО, после того, как задолженность по нему достигла 2,5 трлн руб., банки перестали полностью выбирать лимиты (аукционная ставка вблизи мин. 5,5%) и переключились на свопы с ЦБ по 6,5% (~100 млрд руб.). На этом уровне ставки удержатся недолго, т.к. уже сегодня налоговый период завершается. Но то, что ставки поднялись выше 6,5% уже в ноябре (когда мы ожидали более благоприятной ситуации), значительно усиливает риски более выраженного и продолжительного их всплеска (выше 6,5%) к 20-м числам декабря (если, конечно, ЦБ не предпримет смягчающих мер). Действия регулятора во многом будут зависеть от того, насколько опасной в глазах ЦБ является ситуация превышения о/п ставки МБК ключевой ставки ЦБ на >1 п.п. К возможным решениям мы относим внеплановый аукцион по кредитам под нерыночные активы или удешевление валютных свопов.
- ▶ **РСХБ (-/Ваа3/BBB-): субсидирования за счет бюджета больше не будет?** Докапитализация РСХБ в 2013 г., обещанная в размере 30 млрд руб. должна стать последней, об этом вчера заявил министр финансов А. Силуанов в ходе обсуждения в Совете Федерации поправок в бюджет на 2014 г. "Мы говорили, что нужно вести ответственную кредитную политику, РСХБ - коммерческий банк, а не организация по раздаче невозвратных кредитов. Мы видим, что такая докапитализация должна быть последний раз". Потребность в капитале в 2013 г., по оценкам менеджмента, - 60 млрд руб., или 31% от собственных средств на 1 ноября 2013 г. При прочих равных, это позволило бы увеличить достаточность капитала на 2 п.п. Таким образом, выделенные средства помогут повысить Н1 лишь на 1 п.п. (12,72% на 1 ноября), что обеспечит рост кредитов темпом не более 9% г./г. (при текущих 18% г./г.), с учетом нулевой прибыльности банка (весь доход "съедается" административными издержками). По-видимому, в правительстве принято решение перейти на адресное субсидирование предприятий АПК, а не обслуживающий их банк. Мы не исключаем, что отсутствие госсубсидирования (можно рассчитывать лишь на помощь в экстренных случаях) вызовет негативную реакцию рейтинговых агентств (отметим, что автономный кредитный рейтинг банка от Moody's - B3, т.е. инвестиционный уровень обеспечивается исключительно господдержкой). Мы рекомендуем продавать старшие бонды РСХБ, которые котируются на одном уровне с ВТБ (справедливая премия оценивается нами в 25-50 б.п.). Мы по-прежнему предпочитаем RSHB 21 (YTC 5,6% @ июнь 2016 г.), субординированный по старым правилам (без loss-absorption), который предлагает избыточные 150 б.п. к старшим выпускам. Выпуск является лучшей альтернативой "суборду" RSHB 23 (YTM 8,6%), который, по нашим оценкам, несет слишком низкую премию (100 б.п.) за loss-absorption.

Темы выпуска

- ▶ **Сбербанк: юрлица перестали нести депозиты**

Сбербанк: юрлица перестали нести депозиты

Сбербанк (-/Baa1/BBB) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2013 г., которые произвели на нас нейтральное впечатление. Темп роста кредитования немного ускорился до 5,6% кв./кв. (против +4,57% во 2 кв.). Однако по итогам 9М 2013 г. корпоративный сегмент банка по динамике заметно отстал от рынка (+8,7% против +10,1%), в то время как розничное кредитование росло почти на среднерыночном уровне (+21% против +21,5%). Из-за оттока средств корпоративных клиентов образовался дефицит рублевой ликвидности. Качество кредитного портфеля стабилизировалось: показатель NPL 90+ в сумме с кредитами, списанными в течение 3 кв., увеличился на 4,8% (по отношению к аналогичному показателю во 2 кв.) до 424 млрд руб. (3,4% портфеля). В сравнении с чистой процентной маржой (5,8%) уровень "плохих" кредитов выглядит умеренным.

Ключевые финансовые показатели Сбербанка

В млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2013	30 июня 2013	изм.
Активы, в т.ч.	16 689,4	16 142,5	+3%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	12 374,9	11 718,2	+6%
розничные	3 432,3	3 147,0	+9%
корпоративные	8 942,6	8 571,2	+4%
NPL 90+/Кредитный портфель	3,3%	3,2%	+0,1 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	825,8	865,7	-5%
Депозиты клиентов	8 306,4	8 337,9	0%
Текущие счета клиентов	2 930,5	2 817,7	+4%
Собственный капитал	1 799,5	1 706,5	+5%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,7%	13,9%	-0,2 п.п.
ROE	20,9%	20,3%	+0,6 п.п.
ROA	2,3%	2,2%	+0,1 п.п.
В млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	217,4	205,7	+6%
Чистый комиссионный доход	56,5	53,2	+6%
Операционные доходы до резервов	243,6	266,8	-9%
Чистая прибыль	93,8	86,0	+9%
Чистая процентная маржа	5,8%	5,8%	0 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Ускорение розничного кредитования

Объем потребительских кредитов в 3 кв. увеличился на 8,7% до 1,87 трлн руб., чуть быстрее росла ипотека (+9,6%). В целом прирост розничных кредитов заметно опередил динамику 2 кв., несмотря на повышение ставок на 0,2 п.п. до 15,6% годовых (отметим, что средняя стоимость депозитов физлиц для банка составляет всего 5,6% годовых). Также повышенная кредитная активность наблюдалась в корпоративном сегменте, что отражает появление спроса на кредиты после некоторого его спада в начале года.

Качество кредитного портфеля немного ухудшилось, но остается все еще комфортным

Показатель NPL 90+ по корпоративным кредитам в абсолютном выражении вырос на 11,3% до 309,8 млрд руб. (~3,46% сегмента), при этом были списаны "плохие" кредиты на сумму 5 млрд руб. (заметно ниже списаний во 2 кв. - 24,3 млрд руб.). Качество розничного портфеля немного ухудшилось: в потребительском сегменте показатель NPL 90+ подрос до 3,64%, при списаниях всего 3,8 млрд руб. (против 5,1 млрд руб. во 2 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). Покрытие просрочки резервами (4,96% от портфеля) снизилось до 92% (против 96% во 2 кв.).

Объем кредитов, условия по которым были пересмотрены, снизился на 4,5% (за счет погашения) до 980 млрд руб. (~7,9% портфеля), при этом просроченные кредиты из реструктурированных увеличились на 26 млрд руб. Реструктурированные кредиты на 97% образованы корпоративным сегментом. По оценкам менеджмента, кредитный риск в нем в основном сконцентрирован в металлургии, АПК и машиностроении с долями в портфеле 3,5%, 7,2% и 5,0%, соответственно.

Сбербанк остается одним из основных инвесторов в ОФЗ

В 3 кв. 2013 г. портфель ценных бумаг (из которых 78% - инвестиционный портфель) вырос на 2,7% до 2,0 трлн руб., при этом банк увеличил задолженность по РЕПО на 43% (до 988 млрд руб., что составляет 49% портфеля). Сбербанк продолжил наращивать позицию в ОФЗ (на 5,7% до 856 млрд руб.), которая уже занимает 25% рынка. Сбербанк остается одним из основных инвесторов рынка ОФЗ: прирост позиции составил около половины чистого размещения Минфином госбумаг в 3 кв. Отметим, что 64% ОФЗ находится в залоге. По торговому и инвестиционному портфелям ценных бумаг была получена прибыль в размере 0,6 млрд руб. (отражается в P&I) и 5,7 млрд руб. (отражается в капитале), соответственно, что не смогло компенсировать убыток, полученный во 2 кв. Произошел заметный рост рыночного риска на 61,6%, теперь показатель RW по портфелю ценных бумаг составляет 25% (это заметно ниже аналогичного показателя рассчитываемого по РСБУ).

Отток со счетов клиентов был компенсирован госфондированием

В отличие от предыдущего квартала произошел отток средств со счетов клиентов (за исключением госорганизаций) - ~100 млрд руб. (против +745 млрд руб. во 2 кв.). Одной из причин, возможно, являются относительно невысокие ставки по депозитам (4,9% для юриц): отток корпоративных депозитов составил 386 млрд руб. Прирост кредитования (+626 млрд руб.) был профинансирован за счет увеличения задолженности перед ЦБ РФ (+401 млрд руб. до 1 трлн руб.), а также средств государственных организаций (в т.ч. Казначейства) в объеме 206 млрд руб. Повышению дефицита рублевой ликвидности также способствовало небольшое смещение средств клиентов (физлиц) в пользу иностранной валюты.

Объем ликвидности размещенной в валютном свопе заметно снизился

В 3 кв. Сбербанк существенно сократил объем средств, размещенных на МБК в иностранной валюте, - на 233 млрд руб. (в рублевом эквиваленте), что, по нашему мнению, связано со спадом спроса на рублевую ликвидность по валютным свопам, прежде всего, со стороны нерезидентов для хеджирования валютного риска при инвестировании в ОФЗ (см. подробнее наш специальный отчет "Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на рублевую ликвидность"). Таким образом, был сокращен объем средств, используемых в арбитраже между ставками о/п РЕПО ЦБ РФ и валютными свопами (что произошло в целом по рынку). Тем не менее, потребность в фондировании от ЦБ РФ не снизилась по причине возобновившегося роста кредитования.

Чистые процентные доходы выросли (+5,7%кв./кв.) пропорционально приросту кредитного портфеля. Отчисления в резервы (+43%) нивелировали рост процентных доходов. Позитивное влияние на прибыль (+9,3% кв./кв. до 93,8 млн руб.) оказал рост комиссионных доходов (+6,2%), а также прочих операционных доходов, носящих сезонный характер.

Рентабельность регулятивного капитала, по нашим оценкам, увеличилась до 17,6%, при этом достаточность капитала 1-го уровня стабилизировалась около 10,6% (по Базель 1). По РСБУ достаточность основного капитала (Н1.2) на 1 ноября 2013 г. составляла 8,55% (против 7,79% на 1 августа), что свидетельствует об умеренном запасе капитала (при минимальной "планке" ЦБ по Базель 3 5,5%).

Рублевые еврооблигации SBER 16 (YTM 7,2%) котируются с премией 70 б.п. к суверенной кривой, что ниже рынка (локальные облигации 1-го эшелона имеют спред к ОФЗ более 100 б.п., также рублевые бонды CAT 15 предлагают YTM 7,35%). Субординированные бонды SBER 23 (6,2%) котируются на 7 п.п. ниже номинала и, по нашему мнению, выглядят дорого в сравнении с "субордом" SBER 22 (YTM 5,8%). Премия между выпусками не в полной мере учитывает условие "loss absorption".

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика октября: тлеющий рост

Промышленность: осенняя депрессия

ВВП ростом не вышел

Инфляция

Скачок цен не оставляет надежд на снижение ставок ЦБ

Валютный рынок

Валютные новшества регуляторов пока нейтральны для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Перспективы рынка ОФЗ с нулевым налогом

Платежный баланс

Стагнация внешней торговли продолжается

Ликвидность

Ликвидность: выйдут ли ставки за рубеж?

Повышение коэффициента усреднения до 0,7 с 0,6 позитивно для ликвидности

Аукцион ЦБ: долгожданное лекарство, но не панацея

Бюджет

Инвестирование ФНБ: на кону 2,8 трлн руб.?

Трансферт в Резервный фонд: быть или не быть?

Казна прирастает доходами

Долговая политика

Минфин планирует ряд мер для повышения ликвидности рынка ОФЗ

Банковский сектор

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

Ограничение потребительских ставок с первого раза не прошло

Новые уточнения к Положению №395-П

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	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

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

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Антон Кеняйкин		(+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 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 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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.