

Пульс рынка

- ▶ **Противоречивые сигналы от ФРС.** Вчера Дж. Йеллен заявила, что ФРС необходимо продолжить мягкую денежно-кредитную политику в течение определенного времени, т.к. рынок труда остается слабым (текущий уровень безработицы - 6,7% заметно выше 5,2-5,6%, что соответствует полной занятости), а инфляция - низкой (1,1% против цели в 2%). Это заявление несколько расходится с итогом последнего заседания FOMC, где было принято решение начать повышение ставок уже через полгода после завершения QE в условиях продолжающегося восстановления экономики (в частности, рынка труда). Инвесторы позитивно восприняли заявление главы ФРС (закладывая сохранение низких ставок в течение более продолжительного времени, чем предполагалось ранее). Американские индексы вновь устремились вверх (+0,8%). Рост доходности 10-летних UST на 2 б.п. до YTM 2,74% свидетельствуют о том, что инвесторы не ожидают замедления сворачивания QE. Российский сегмент продолжил восстанавливаться: Russia 42 подорожал на 1,25 п.п. до 97,2% от номинала, что соответствует G-спреду 230 б.п. (на 20 б.п. ниже локального максимума). Однако бумаги РФ продолжают нести премию 40 б.п. к евробондам Бразилии.
- ▶ **Выход рубля из зоны поддержки ЦБ РФ способствует восстановлению ОФЗ.** Несмотря на завершение налогового периода, вчера рубль продолжил укрепление: бивалютная корзина потеряла еще 65 копеек, опустившись к 41,02 руб. (на открытии сегодня), в нейтральный диапазон 38,2-41,3 руб., где ЦБ РФ не осуществляет интервенций. Восстановление валютного рынка увеличивает ожидания снижения ключевой ставки (недельного РЕПО) во 2 кв. к нормальному значению (соответствующего инфляционным рискам), что отражается в доходностях ОФЗ: длинные выпуски ОФЗ 26207 и 26212 ушли на уровни YTM 8,73% и YTM 8,87% (на 25 ниже, чем было в конце прошлой недели). В настоящий момент доходности длинных ОФЗ уже вернулись к уровням начала марта, когда ЦБ РФ в экстренном порядке поднял ставки. Мы считаем, что потенциал для дальнейшего снижения их доходностей не превышает 20 б.п.
- ▶ **Минфин ограничивает "аппетиты" МЭР.** На фоне затухания роста ВВП и перспективы получения бюджетом в этом году весьма внушительных дополнительных доходов (возможно, ~700 млрд руб.), МЭР вновь инициировало дискуссию о более интенсивной поддержке экономики госинвестициями. Новая волна обсуждений возникла, в частности, из-за необходимости масштабных инфраструктурных инвестиций, связанных с присоединением Крыма. Идея МЭР - в том, что текущие экономические условия могут оправдывать более активные госрасходы для ликвидации инвестиционной паузы. Исходя из заявлений А. Улюкаева, МЭР считает возможным увеличение для этого дефицита федерального бюджета макс. на 1 п.п. (сейчас 0,5% ВВП). Лоббирование роста расходов сверх плана традиционно встречает сопротивление Минфина. А. Силуанов уже отметил, что допдоходы этого года "конъюнктурные, и тратить их на новые проекты,... наверное, было бы безрассудством". Опасения Минфина небеспочвенны: из-за замедления экономики бюджет в 2014 г. может недополучить большой объем нефтегазовых доходов, доходов от приватизации, что нужно компенсировать, и выход на бездефицитный бюджет в 2014 г. уже не гарантирован. Минфин, скорее всего, будет придерживаться политики неувеличения расходов, их перераспределения на инвестиции и соблюдения бюджетного правила. Такую стратегию мы считаем более действенной: при ней резервы в суверенных фондах накапливаются (уже 8,6% ВВП), а не тратятся, формируются более позитивные ожидания инвесторов. При этом "аппетиты" МЭР преувеличены: по оценкам А. Силуанова, на поддержку Крыма может понадобиться 240 млрд руб., которые могут быть использованы из резерва "условно нераспределенных расходов", уже заложенных в плане бюджета.
- ▶ **На офертах инвесторы предпочитают избавляться от рублевых облигаций.** На оферте МСП Банк (ВВВ/Ваа2/-) выкупил 98,7% выпуска МСП-1 номиналом 5 млрд руб., несмотря на то, что новая ставка была установлена на уровне 8,95% год. к годовой оферте (т.е. инвесторы не устроила YTM 9,15% по годовой бумаге 1-го эшелона). Для сравнения на вторичном рынке на этих уровнях котируются годовые выпуски РСХБ. Также большую часть держателей (63,6%) облигаций Почта России-1 номиналом 7 млрд руб. не привлек купон 9% на полгода (возможно, это связано с тем, что эмитент имеет лишь один рейтинг инвестиционной категории). Не лучше обстояли дела и с выпуском БО-2 КБ Восточный Экспресс (-/В1/В+) номиналом 2 млрд руб.: по оферте эмитенту пришлось выкупить 95,5% бумаг, несмотря на ставку купона 10,6% годовых к погашению через полгода. Итоги оферт свидетельствуют о том, что доходности локальных облигаций (как 1-го, так и 2-го эшелонов) еще не достигли тех уровней, на которых локальные банки (основные покупатели бумаг в условиях отсутствия притока пенсионных накоплений в этом году) готовы покупать с учетом давления на капитал (коэффициентов риска, показателя RoRWA).

Темы выпуска

- ▶ **Альфа-Банк: образовался дефицит рублей и избыток валюты**

Альфа-Банк: образовался дефицит рублей и избыток валюты

Корпоративное кредитование встало, розница остается в приоритете

Альфа-Банк (BB+/Ba1/BBB-), крупнейший российский частный банк, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2П 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально. Традиционно банк отчитывается в долларах США, но валютный эффект в оценке динамике балансовых показателей за 2П 2013 г. минимален (курс доллара изменился менее чем на 0,1%). Объем корпоративного кредитования практически не изменился (объем сегмента составил 909 млрд руб. в рублевом эквиваленте). Основной акцент был сделан на розницу: объем розничных кредитов увеличился на 21,6% до 201,9 млрд руб. (с долей портфеле 18,1%). Наибольший темп выдачи как в абсолютном, так и в относительном выражении наблюдался в сегменте кредитных карт и "персональных кредитов с погашением в рассрочку" (+22% до 139,6 млрд руб.) и в сегменте потребительских кредитов (+25% до 51 млрд руб.). В целом во 2П прирост кредитного портфеля составил 2,9% против +5,4% в 1П 2013 г., при этом по итогам года по динамике роста банк заметно отстал от рынка (+17%). В связи с замедлением экономики рост корпоративного кредитования на 2014 г. планируется на уровне 7-8%, розницы - на 14-16%.

Качество кредитов остается высоким

Качество кредитного портфеля немного ухудшилось (хотя и остается высоким): просрочка (NPL 1+) составила 2,1%, что на 0,1 п.п. выше, чем на середину года, и на 0,5 п.п. - чем в 2012 г. (в 2013 г. списано было всего 0,8%). Наиболее сильное повышение кредитного риска произошло в рознице (это отражает среднерыночную динамику): просрочка увеличилась на 96% в абсолютном выражении и с 4% в 2012 г. до 5,9% в отношении к портфелю сегмента. При этом плохие кредиты были списаны во 2П на сумму 5,9 млрд руб. (или 2,9%), против 3,2 млрд руб. в 1П. С другой стороны, размер резервов, почти двукратно покрывающий показатель NPL 1+, компенсирует кредитный риск.

Отток рублевой ликвидности ...

Со счетов клиентов произошел отток рублевой ликвидности (-52,3 млрд руб.), что в условиях увеличения в основном рублевого кредитования (+30,8 млрд руб.) создало потребность в резервных источниках ликвидности: задолженность по РЕПО выросла на 28,6 млрд руб., по МБК - на ~85 млрд руб. Отметим, что утилизация портфеля ценных бумаг в РЕПО повысилась с 38% в 1П до 56%, при этом по рублевым инструментам она достигла 75%. Общая задолженность перед ЦБ РФ на конец года составляла 93 млрд руб. (6,5% от всех обязательств). По оценкам менеджмента, банку доступна ликвидность (на МБК, у ЦБ РФ и Минфина) в размере 5,5 млрд долл., что покрывает погашения в 2014 г. (802 млн долл. - ЕСР, синдицированный кредит).

... и существенный приток иностранной валюты

По счетам в иностранной валюте, напротив, наблюдался заметный приток средств (+1,953 млн долл. по долларовой счетам и 158 млн долл. по счетам в евро), что вместе с привлечением ликвидности на внешнем рынке долговых ценных бумаг (+767 млн долл.) и незначительного объема кредитования в иностранной валюте во 2П привело к избытку валютной ликвидности, которая осела на МБК (в основном, в европейских банках), ценных бумагах, а также была использована для привлечения рублей по валютным свопам. В банках США на 31 декабря 2013 г. находилось 856 млн долл. в виде краткосрочных средств.

Ключевые финансовые показатели Альфа-Банка

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2013	30 июня 2013	изм.
Активы, в т.ч.	48 647	45 438	+7,1%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	33 958	33 009	+2,9%
розничные	6 169	5 076	+21,5%
корпоративные	27 789	27 933	-0,5%
NPL 1+/Кредитный портфель	2,1%	2,0%	+0,1 п.п.
Выпущенные долговые бумаги (вкл. суборд. выпуски)	7 463	6 576	+13,5%
Средства клиентов	26 725	26 214	+1,9%
Собственный капитал	4 818	4 507	+6,9%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	16,7%	16,3%	+0,4 п.п.
ROE	20,1%	22,1%	-2,0 п.п.
Чистая процентная маржа	5,5%	5,1%	+0,4 п.п.
в млн долл., если не указано иное	2П 2013	1П 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	1 192	1 054	+13,1%
Чистый комиссионный доход	423	357	+18,5%
Чистая прибыль	421	479	-12,1%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Розница добавляет маржу

Чистые процентные доходы выросли (на 13% п./п. до 1,2 млрд долл.) темпами, опережающими кредитование (чистая процентная маржа поднялась до 5,5%, против 5,1% в 1П), что является следствием увеличения доли потребительских и карточных кредитов. Негативное влияние на чистую прибыль (-12% п./п., 421 млн долл.) оказали отчисления в резервы (369 млн долл. против 196 млн долл. в 1П), а также операционные издержки (743 млн долл. против 611 млн долл. в 1П).

С запасом капитала

По итогам года рентабельность регулятивного капитала (ROAE), по нашим оценкам, составила 14,1%, опередив увеличение RWA (+3,2%), что привело к повышению достаточности капитала 1-го уровня на 1,5 п.п. до 11,7% (по МСФО). По Базель 3 на основе РСБУ во 2П показатель Н1.2 (достаточность основного капитала), по нашим оценкам, продемонстрировал заметный рост с 6,25% до 7,6% на 1 января 2014 г. (в основном благодаря бухгалтерскому эффекту учета нераспределенной прибыли), что говорит об умеренном запасе капитала. Дополнительным внутренним источником капитала мог бы стать роспуск избыточных резервов.

Бонды неинтересны для покупки

Рублевые облигации Альфа-Банка неликвидны и выглядят дорого, котируясь с премией к ОФЗ 50-100 б.п. На рынке еврооблигаций наша рекомендация от 18 марта покупать короткий бонд ALFARU 15 реализовалась: котировки выросли с 101,8% до 104% от номинала. Лучшей альтернативой бумагам эмитента является старый "суборд" ВКМОСЦ 17, который котируются почти на одном уровне с ALFARU 17. В сегменте бондов качественных банков мы отдаем предпочтение коротким "субордам" VTB 15 (YTM 5,7%) и ВКМОСЦ 15 (YTM 5,5%).

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.