

## Пульс рынка

- **Макростатистика по США привела к росту доходностей UST.** Опубликованные вчера ноябрьские значения PMI и ISM превзошли как консенсус-прогноз, так и уровень предыдущего месяца, свидетельствуя об ускорении расходов компаний и улучшении состояния американской экономики, что повысило ожидания рынка в отношении скорого сворачивания QE (10-летние UST поднялись на 5 б.п. до YTM 2,795%). Американские и европейские индексы продемонстрировали негативную динамику. Спекуляции на тему расширения объема монетарных стимулов Банка Японии (в рамках стратегии по выводу страны из дефляционной спирали) не оказали заметного влияния на азиатские рынки, которые находились под давлением разочаровывающих данных в сфере услуг Китая. Ключевым для оценки вероятности сокращения программы QE на ближайшем заседании FOMC (18 декабря) станет отчет по американскому рынку труда, который будет опубликован в конце этой недели.
- **Увеличение капитала ВЭБа - повод обратить внимание на его бонды.** Недавно озвученные планы менеджмента ВЭБа по увеличению капитала за счет конвертации части депозитов ФНБ (на 1 октября их объем составил 474 млрд руб. и 6,25 млрд долл.) в размере 200-400 млрд руб. в капитал 2-го уровня вчера были одобрены первым вице-премьером И. Шуваловым. Решение по этому вопросу может быть принято в декабре или в январе. Кроме того, в стратегию ВЭБа будут внесены изменения: все проекты будут разделены на коммерческие и те, которые он осуществляет как институт развития (по некоторым проектам ФНБ оператором выступит РФПИ). Поскольку вопрос о докапитализации ВЭБа уже практически решен, мы ожидаем сужения спреда доходностей его бондов к кривой Сбербанка, который все еще остается избыточным (40 б.п. = VEB 22 - SBER 22).
- **ГПБ (BBB-/Ваа3/BBB-) добавляет к выпуску GPB PERP условие loss-absorption.** ГПБ обратился к держателям евробондов GPB PERP (@ 7,875%) с предложением добавить условие loss-absorption (списание номинала бумаг в случаях, предусмотренных Положением № 395-П), а также call-опционы в даты каждого купона (с 25 апреля 2018 г. до 25 октября 2023 г.). В обмен предлагается компенсация в размере 5% от номинала (за согласие до 13 декабря) и 2% от номинала (за согласие после 13, но до 19 декабря). Таким образом, ГПБ оценил премию за условие loss-absorption в 100 б.п. (в терминах доходности до ближайшего call-опциона, после которого начинается амортизация), при этом сейчас GPB PERP предполагает отмену купона в случае невыплаты дивидендов за финансовый год, то есть и так несет определенный повышенный риск в сравнении со старшими бондами ГПБ. В сравнении с субордом GPB 23 (YTC 7,25% @ декабрь 2018 г.), выпущенным по новым правилам, также образуется заметная премия (100 б.п.). Мы считаем предложение ГПБ интересным.
- **Ставки МБК: "передышка" перед Рождеством.** Прошлая неделя была примечательна заметным всплеском о/п ставок. RUONIA достигала 6,51%, а MosPrime поднялась до 6,66%, существенно превысив верхнюю границу целевого процентного коридора ЦБ (6,5%). Основным источником компенсации оттока средств из банковского сектора, связанного с налоговым периодом (окончание 28 ноября), как мы и предполагали, стало не столько РЕПО с ЦБ (мин. 5,5%, умеренный рост до 2,6 трлн руб.), сколько валютные свопы (по 6,5%), объем которых к прошлой пятнице достиг локального максимума в 275 млрд руб. - больше в этом году было только в апреле. Как следствие, ситуация, в которой банки были вынуждены привлекать более дорогостоящие средства у ЦБ, при неравномерности распределения залога по системе, транслировалось в повышение ставок на МБК. Необходимость возврата Казначейству РФ депозитов (что является основным риском для ставок до 20-х чисел декабря) на этой неделе не окажет негативного воздействия, т.к. ведомство предложит банкам 300 млрд руб., т.е. сумму, практически эквивалентную приходящимся на этой неделе погашениям (~311 млрд руб.). Кроме того, бюджет на этой неделе начнет постепенно вливать ликвидность в банковскую систему. В связи с окончанием периода усреднения, мы ожидаем некоторого сокращения высоких остатков на корсчетах (1 трлн руб.), что также обеспечит дополнительную ликвидность. В результате, можно ожидать, что краткосрочные ставки постепенно опустятся и до 6,3%, но, как мы считаем, ненадолго, поскольку впереди декабрьский налоговый период, а во время него мы прогнозируем максимальный в этом году дефицит ликвидности банковского сектора.

## Темы выпуска

- **АИЖК: не самый активный участник на ипотечном рынке**

## АИЖК: не самый активный участник на ипотечном рынке

АИЖК (BBB/Vaa1/-) представило финансовые результаты по МСФО за 9М 2013 г., которые в целом произвели на нас нейтральное впечатление. В сравнении с прошлым годом рост портфеля закладных заметно замедлился (+5,56% против +12,7% за 9М 2012 г.), составив 203 млрд руб., при этом доля закладных с просрочкой сократилась с 6,3% до 5,9%. Отношение Капитал/Активы остается на высоком уровне - 39% (41% в 2012 г.).

### Ключевые финансовые показатели АИЖК

в млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2013	31 дек. 2012	изм.
Активы	320,4	295,8	+8%
Закладные до начисления резервов	203,1	192,4	+6%
Резервы	5,1	5,4	-5%
МБК	50,9	38,6	+32%
Капитал	125,4	121,0	+4%
Облигации выпущенные	151,6	128,5	+18%
Просрочка по закладным	5,9%	6,3%	-0,4 п.п.
в млрд руб., если не указано иное	9М 2013	9М 2012	изм.
Процентные доходы, в т. ч.:	23,4	20,0	+17%
-закладные	16,2	13,7	+18%
-средства в кредитных учреждениях	3,0	4,0	-24%
Процентные расходы, в т. ч.:	11,6	10,4	+11%
-облигации выпущенные	9,4	7,2	+30%
Чистый процентный доход после начисления резервов	11,5	9,8	+18%
Чистая прибыль	6,1	5,5	+10%

Источник: отчетность АИЖК, оценки Райффайзенбанка

#### Рынок ипотеки ускорил темпы прироста...

За 9М 2013 г. российский ипотечный рынок продолжил рост опережающими темпами: были выданы ипотечные кредиты на сумму 906 млрд руб., что на 29% выше, чем за аналогичный период прошлого года (также растет число выданных кредитов). Влияние ипотеки на рынок жилой недвижимости продолжило увеличиваться: по данным Росреестра, каждая четвертая сделка (24%) с жильем осуществлялась с использованием ипотеки (что является рекордным уровнем с 2010 г.). Росту ипотечного рынка способствовало снижение ставок по ипотеке с 12,7% в начале года до 12,4% на 1 октября 2013 г. (после заметного повышения в 2012 г. - на 110 б.п.), а также небольшое ослабление требований к заемщикам (в условиях снижения просрочки). Тем не менее, риск резкого ухудшения качества кредитов на фоне замедления экономики сохраняется.

#### ... при этом доля АИЖК на нем продолжила спад

За 9М 2013 г. АИЖК рефинансировало ипотечные кредиты на сумму 33 млрд руб., или всего 4,1% от всех выданных ипотечных кредитов в денежном выражении (против 5,9% в 2012 г. и 8% в 2011 г.). Таким образом, участие агентства на ипотечном рынке продолжило снижаться, что, скорее всего, отражает готовность банков удерживать кредиты на своих балансах. Спред между средними ставками по ипотечным кредитам (12,6%, +0,3 п.п.) и ставкой их рефинансирования в АИЖК (11,13%, +0,25 п.п.) составил 147 б.п.

#### Качество закладных не ухудшается

Показатель NPL 90+ по портфелю закладных снизился как в абсолютном выражении (на 1,4%) до 11,9 млрд руб., так и в отношении к портфелю (с 5,5% до 4,9%). Низкая норма резервирования портфеля закладных (покрывает показатель NPL 90+ лишь на 42%) исторически компенсируется невысоким уровнем LTV (31,4%). Негативным моментом стал резкий рост просрочки по стабилизационным займам, которые предоставляются для выплаты ежемесячных платежей по ипотеке в течение года, на 72% до 1,17 млрд руб. в абсолютном выражении (ее доля в общем объеме этих займов увеличилась с 31% до 57%).

**Образовалась  
избыточная  
ликвидность**

Основной прирост активов обеспечили кредитование банков (его объем вырос с 38,6 млрд руб. до 50,9 млрд руб.), а также денежные средства и их эквиваленты (с 6,6 млрд руб. до 13,3 млрд руб.). В то же время финансирование банков по госпрограмме "Стимул" немного сократилось. Избыточная ликвидность сформировалась в условиях замедления рефинансирования ипотечных закладных, в то время как АИЖК продолжает регулярно выходить на публичный рынок заимствований (в частности, в феврале был выпущен евробонд AIZK 18 номиналом 15 млрд руб.).

Негативное влияние на прибыль (+10,3% г./г. до 6,13 млрд руб., что соответствует довольно скромному уровню ROAE - 6,6%) оказали убыток от первоначального признания закладных (450 млн руб.), а также создание резерва под обесценение стабилизационных займов (321 млн руб.).

Мы нейтрально относимся к обращающимся выпускам АИЖК, которые имеют низкую торговую ликвидность. АИЖК не имеет высокой потребности в ликвидности, что выгодно отличает его от большинства эмитентов первого эшелона как финансового, так и корпоративного секторов.

## 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 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 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.