



6 апреля 2016 г.

Мировые рынки

Поводов для роста по-прежнему нет

Произошедшее в феврале увеличение дефицита торгового баланса США (экспорт - импорт) на 1,2 млрд долл. по сравнению с предшествующим месяцем до 47,1 млрд долл., что превышает консенсус-прогноз и обусловлено главным образом укреплением доллара, может привести к пересмотру оценок по росту ВВП в 1 кв. в сторону понижения (особенно если принять во внимание повышение цен на нефть). Однако опубликованное за март значение индекса ISM Non-Mfg указывает на устойчивый экономический рост в необрабатывающих секторах (горная добыча, строительство, услуги, сельское хозяйство и т.п.). В отсутствие поводов для игры на повышение финансовые рынки продолжили коррекцию: американский рынок акций просел на 1%, доходности 10-летних UST остались на уровне YTM 1,73%. Суверенные бонды РФ, наконец, отреагировали на нефть: выпуски Russia 42, 43 подешевели на 1 п.п.

Экономика

Инфляция г./г. достигла локального минимума

Согласно окончательным данным Росстата, инфляция в марте составила 0,5% м./м. (0,6% м./м. в феврале) и 7,3% г./г. (8,1% г./г. в феврале). Как мы не раз писали, резкое снижение инфляции г./г. почти полностью объясняется эффектом высокой базы прошлого года (в марте 2015 г. она составила 1,2% м./м.). Снижение инфляции м./м. в основном объясняется падением цен на плодоовощную продукцию (-1,3% м./м. против 2,3% м./м. в феврале). Рост цен (в терминах м./м.) продовольственных товаров без учета овощей и фруктов, напротив, несколько ускорился (0,6% м./м. против 0,5% м./м. в феврале). Недавнее укрепление рубля привело к значительному замедлению роста цен на ряд непродовольственных товаров, прежде всего электротехнику, кроме того стали дешеветь услуги зарубежного туризма. Однако антиинфляционный эффект от укрепления рубля был компенсирован подорожанием бензина в преддверии очередного повышения акцизов (с 1 апреля). По нашему мнению, наметившийся тренд на снижение инфляции м./м. является пока неустойчивым. Во-первых, существуют серьезные риски ускорения роста цен м./м. на продовольственные товары, если падение цен на плодоовощную продукцию прекратится. Кроме того, наблюдаемый сейчас разворот на валютном рынке может оказать повышательное давление на цены непродовольственных товаров. Необходимо отметить, что начиная с апреля эффект высокой базы прошлого года перестает действовать (в апреле 2015 г. инфляция была 0,5% м./м.). В связи с этим мы ожидаем, что в апреле-июне произойдет разворот в динамике инфляции г./г., она начнет снова расти (до 7,8-8,0% г./г. на конец 1П 2016 г.). В подобной ситуации ЦБ будет готов к снижению ставки не раньше 3 кв. 2016 г.

Рынок корпоративных облигаций

Альфа-Банк: кредитное сжатие. См. стр. 2

Рынок ОФЗ

Аукционы: участие интересно лишь для получения премии к рынку

За последнюю неделю доходности ОФЗ продемонстрировали небольшой сдвиг вверх на 20-30 б.п. в сегменте 1-3 лет и на 10 б.п. по длинным выпускам (10-летние выпуски находятся около YTM 9,2%). Коррекция ОФЗ выглядит естественной реакцией на снижение цен на нефть (с более чем 40 долл./барр. до < 39 долл./барр. (Brent)) и последовавшее за ним ослабление рубля. Аналогичная динамика наблюдалась и в локальных суверенных долгах других EM, в частности, доходности 10-летних облигаций Бразилии и ЮАР выросли на 34 б.п. и 9 б.п., соответственно. По соотношению доходностей госбумаг с о/п ставками денежного рынка ОФЗ выглядят самыми дорогими в EM (только в РФ доходности длинных бумаг < о/п ставок). Такое ценообразование обусловлено низким объемом размещения классических госбумаг (фактически размещается меньше, чем погашается) в условиях все нарастающего избытка рублевой ликвидности (прежде всего, у крупных госбанков, обслуживающих счета федерального бюджета), поступающей по бюджетному каналу. Это обстоятельство компенсирует негативный эффект от ослабления рубля на ОФЗ.

На сегодняшних аукционах будет предложен традиционный набор плавающих (9-летние ОФЗ 29006) и классических (16-летние ОФЗ 26218) бумаг в объеме 30 млрд руб., при этом в большем объеме (20 млрд руб.) предлагаются ОФЗ с фиксированным купоном. В текущих условиях мы не видим спекулятивного интереса для покупки классических ОФЗ, плавающие выпуски представляются справедливо оцененными, как следствие, участие в аукционах может представлять интерес лишь для приобретения с дисконтом к ценам вторичного рынка (то есть <106,6% по 29006 и < 94,5% по 26218).

Альфа-Банк: кредитное сжатие

Прибыль за счет переоценки валютных инструментов и ценных бумаг

Чистая процентная маржа сильно просела

Альфа-Банк (BB/Ba2/BB+) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2015 г., которые свидетельствуют о заметном росте чистой прибыли с 33 млн долл. в 2014 г. до 480 млн долл. (соответствует ROAE - 11,1%), что является в основном следствием дохода, полученного по финансовым активам (срочные валютные инструменты) в размере 336 млн долл., также в отличие от предшествующего года по портфелю ценных бумаг не было убытка. Кроме того, из-за девальвации произошло некоторое сокращение (на 215 млн долл.) операционных расходов (большая часть в рублях). На уровне активов, приносящих процентный доход, заметное снижение отчислений в резервы (на 37% г./г. до 777 млн долл.), было полностью нивелировано существенным падением процентного дохода (на 23% г./г. до 3,2 млрд долл.) при более-менее стабильных процентных расходах (чистая процентная маржа сузилась с 5,1% в 2014 г. до 3,7%).

Ключевые финансовые показатели Альфа-Банка

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2015	31 дек. 2014	изм.
Активы, в т.ч.	31 470	43 566	-28%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	21 654	28 105	-23%
розничные	2 714	4 573	-41%
корпоративные	18 940	23 532	-19%
NPL 1+/Кредитный портфель	8,6%	5,1%	+3,5 п.п.
Выпущенные долговые бумаги (вкл. суборд. выпуски)	5 562	7 070	-21%
Средства клиентов	17 748	20 059	-11%
Собственный капитал	4 344	4 296	+1%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	21,7%	17,7%	+4,0 п.п.
ROE	11,1%	0,7%	+10,4 п.п.
Чистая процентная маржа	3,7%	5,1%	-1,4 п.п.
в млн долл., если не указано иное	2015	2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	1 279	2 178	-41%
Чистый комиссионный доход	585	825	-29%
Чистая прибыль	480	33	+14,5x

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Спад кредитования поддерживает достаточность капитала

В 2015 г. произошло существенное сокращение кредитного портфеля: размер долларового кредитования упал на 14,15% до 9,7 млрд долл., а рублевого - на 11,9% до 688,2 млрд руб. При этом спад наблюдался как в розничном (-23% г./г. в рублях), так и в корпоративном сегментах. Это (снижение RWA), в свою очередь, позволило банку существенно нарастить достаточность капитала (Н1.0 в соответствии с Базель 3 на основе РСБУ) с 11% до 15,6%. Отметим, что поддержку достаточности капитала при ослаблении рубля по РСБУ оказывает значительный размер ОВП (4,45 млрд долл. при капитале 5,5 млрд долл.). В то же время запас капитала является скромным: на 1 марта показатель Н1.2 составлял всего 6,95% при допустимом минимуме 6%, то есть банк имеет избыток капитала 2-го уровня и дефицит 1-го.

Под давлением кредитного риска

Улучшения качества кредитного портфеля не произошло: показатель NPL 1+ вырос на 31% до 1,87 млрд долл., несмотря на то, что в течение года были списаны плохие кредиты на сумму 722 млн долл. Резервы, формируемые на уровне 6,5% от портфеля, полностью не покрывают NPL 90+ (6,9%). Размер кредитов с признаками обесценения вырос на 37% до 2,6 млрд долл. (13,7% портфеля). В результате произошедшее снижение отчислений в резервы не отражает улучшение качества кредитов. По нашему мнению, необходимость отчислять в резервы на покрытие плохих кредитов (из-за украинского риска и экономической ситуации в РФ) будет сдерживать прибыльность еще продолжительное время.

Краткосрочные риски рефинансирования мы оцениваем как незначительные. По оценкам менеджмента, банку доступна ликвидность (денежные средства, бумаги для РЕПО, залог по прочим инструментам ЦБ и пр.) в размере более 6,7 млрд долл. (при обязательствах 27,1

**Избыток капитала
2-го уровня делает
интересными ALFARU
19**

млрд долл.).

Рублевые облигации Альфа-Банка (БО-14) котируются с премией 160-170 б.п. к ОФЗ, что является справедливым уровнем. Из-за того, что банк является системообразующим, мы не ждем его банкротства, избыток капитала 2-го уровня позволяет эмитенту выкупать свои старые суборды, в частности, ALFARU 19 (YTM 6,1%).

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Башнефть	Новатэк
Газпром	Роснефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	Сбербанк	



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес 119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
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
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализоровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупоева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
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
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «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 и другие финансовые инструменты. 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.