

Пульс рынка

- ▶ **Банки РФ в марте изъяли средства со счетов у банков-нерезидентов.** Данные обзора банковского сектора ЦБ РФ за март, помимо продолжившегося перетока средств клиентов в инвалюту, отражают существенные изменения, прежде всего, в структуре активов. В марте прирост средств клиентов в валюте составил 7,2 млрд долл. При этом, как и в январе-феврале, основной вклад внесли корпоративные клиенты (+6,8 млрд долл., на расчетные счета пришло 1,8 млрд долл., остальное - на депозиты). Ранее в отсутствие спроса на валютные кредиты избыток валютной ликвидности оседал на депозитах в банках-нерезидентах (в январе -феврале их объем увеличился на 19,5 млрд долл.), но в марте произошло сокращение этих активов (с депозитов у банков-нерезидентов было выведено порядка 20,7 млрд долл.), несмотря на то, что кредитование в валюте остается низким (в марте +4,8 млрд долл.). Вероятно, это является следствием угрозы введения санкций со стороны США/ЕС в отношении банков РФ (в частности, были заморожены активы банка "Россия" в США). Логичен вопрос: где банки РФ разместили эти средства? Ответ на этот вопрос содержится в недавно опубликованной оценке платежного баланса РФ за 1 кв. 2014 г.: валюта, размещенная на корсчетах банков РФ в ЦБ РФ, составила 8 млрд долл., покупка наличной валюты (которая считается "товаром", поэтому учитывается как отток капитала) достигла 19,6 млрд долл. По нашим оценкам, большая часть этих средств образовалась именно в марте, когда денежные средства у банков РФ выросли на 327 млрд руб. (~9,5 млрд долл.), а общий объем ликвидности, размещенной в ЦБ РФ (и уполномоченных органах других стран) - на 464 млрд руб. (отметим, что рублевые корсчета и депозиты в ЦБ РФ в марте увеличились лишь на 117 млрд руб.). Насколько мы понимаем, валютные корсчета в ЦБ РФ имеет лишь узкий круг банков, остальные закрыли их еще в 2009 г.
- ▶ **Население активно выводило средства в наличность, увеличивая дефицит рублевой ликвидности.** Большой отток средств с рублевых депозитов физлиц (за март они изъяли 303 млрд руб., при этом их валютные депозиты выросли лишь на 0,4 млрд долл.) свидетельствует о том, что население массово снимало рубли и в основном, по нашим оценкам, конвертировало их в валюту, которая осталась в наличности. Финансирование рублевого кредитования (+501 млрд руб.) при оттоке клиентских средств (-400 млрд руб.) потребовало привлечения ликвидности у ЦБ (+735 млрд руб., ~400 млрд руб. пришлось на валютные свопы, являющиеся одним из самых дорогих инструментов ЦБ) и Минфина (+85 млрд руб.). Кстати говоря, рост валютных свопов с ЦБ РФ является еще одной причиной сокращения МБК, размещенных у нерезидентов. В последнюю декаду марта ситуация с рублевой ликвидностью стабилизировалась, учитывая заметный спад спекулятивного давления на рубль. Однако мы ожидаем дальнейшего повышения ставок по рублевым депозитам физлиц, принимая во внимание высокую степень исчерпания относительно дешевых каналов рефинансирования у ЦБ РФ (РЕПО и кредиты по 312-П).
- ▶ **Денежный рынок: риски роста ставок усиливаются.** На этой неделе выплачиваются лишь страховые взносы (14-15 апреля), отток ликвидности в связи с ними ограничен. Но нетто-эффект от налогов на рублевую ликвидность 15-28 апреля мы оцениваем на уровне -450 млрд руб. Несмотря на такой серьезный отток во второй половине месяца, в целом в апреле консолидированный бюджет обычно оказывает умеренное негативное воздействие на ликвидность, т.к. налоги во многом компенсируются более интенсивными поступлениями из бюджета в первой половине апреля (по нашим оценкам, с начала месяца уже пришло ~450 млрд руб.). Но это не означает, что ситуация с ликвидностью не ухудшится. К типичному для апреля всплеску наличности (перед длительными майскими праздниками), что само по себе может привести к оттоку ~200 млрд руб., добавляются продолжающиеся интервенции ЦБ. Часть этого оттока может быть компенсирована средствами, предлагаемыми ЦБ на аукционе 312-П 14 апреля, но даже при большом лимите (700 млрд руб.), не факт, что банки выберут его полностью (см. подробнее сегодняшнюю тему). Объем РЕПО с ЦБ на утро понедельника составил 3,0 трлн руб., приблизившись к максимуму, поэтому банки, скорее всего, компенсируют отток, связанный с налогами этого месяца, за счет более дорогих валютных свопов с ЦБ. При прочих равных на этой неделе краткосрочные ставки должны были бы быть на уровне 7,7%-7,8%. Однако повышательное давление окажет новый виток напряженности на валютном рынке. Если корзина вновь достигнет верхней границы коридора, и интервенции поднимутся до нескольких миллиардов долларов в день, то валютные свопы с ЦБ вырастут сильнее, а ставки могут превысить 8%. Как бы то ни было, на этом уровне о/п ставки МБК будут на пике выплаты налогов.

Темы выпуска

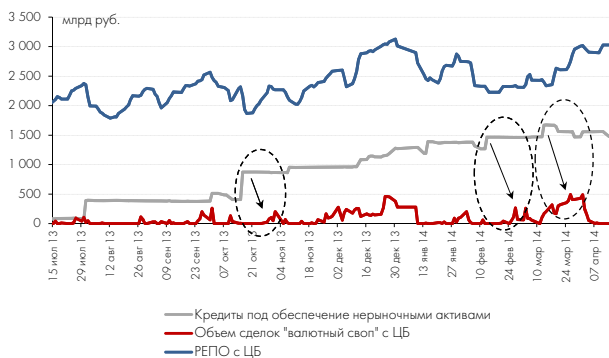
- ▶ В ожидании аукциона 312-П: все внимание на залог
- ▶ Транснефть: увеличит капвложения и дивиденды

В ожидании аукциона 312-П: все внимание на залог

Новый аукцион может принести лишь около 200 млрд руб. дополнительной ликвидности

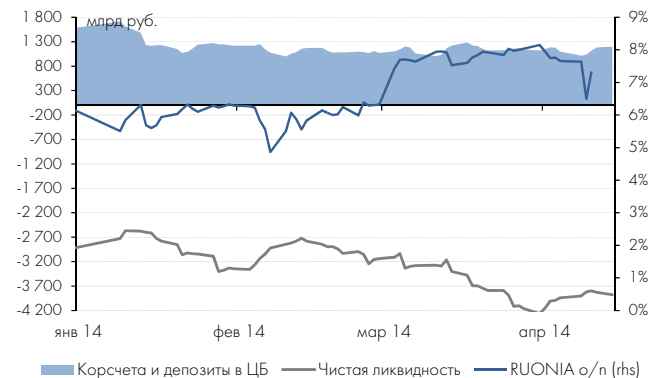
Сегодня ЦБ проведет новый аукцион кредитов под нерыночные активы (312-П). Лимит по аукциону установлен в размере внушительных 700 млрд руб., средства размещаются на 3 месяца (с погашением 16 июля 2014 г.) под мин. 7,25%. Столь большой лимит, который является максимальным с момента запуска подобных аукционов в июле 2013 г., тем не менее, не должен вводить в заблуждение: существенная его часть - это предоставление ЦБ средств для рефинансирования ранее взятых аналогичных кредитов. Так, до 16 апреля, когда будут зачислены средства от сегодняшнего аукциона, банки должны будут погасить 480 млрд руб. привлеченных кредитов на аукционе от 13 января 2014 г. По данным на утро сегодня, видно, что уже около 80 млрд руб. из них банки решили погасить досрочно (задолженность снизилась с 1,56 трлн руб. до 1,48 трлн руб.). Независимо от этого, получается, что максимальный объем дополнительной ликвидности, который может поступить в банковский сектор по результатам этого аукциона составляет лишь чуть более 200 млрд руб., а этого недостаточно, чтобы перекрыть прогнозируемый отток средств в ближайшие недели (в бюджет, рост наличности в обращении, интервенции ЦБ). Более того, несмотря на то, что залог по этому инструменту постепенно растет, у нас есть сомнения, что банки смогут выбрать сегодня весь лимит ЦБ полностью.

Несмотря на регулярные аукционы 312-П, роль валютных свопов ЦБ растет



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

Дефицит ликвидности растет, повышенное давление на ставки сохранится



Доля тройки крупнейших банков в кредитах 312-П доминирует и продолжает расти, составляя ~80%...

Мы отмечаем, что доля трех крупнейших банков в данных кредитах (включая задолженность по фиксированной ставке) постепенно увеличивается, оставаясь выше 80%. Исходя из косвенных оценок следует, что доля участия крупнейшей тройки на аукционах трех последних месяцев могла быть и гораздо выше. Мы продолжаем обращать внимание, что лидером по приросту задолженности по кредитам 312-П остается ВТБ. На него из общей такой задолженности на 1 марта 2014 г. (1,46 трлн руб., более поздняя статистика отсутствует) приходится 46% (~561 млрд руб.), причем его доля увеличилась в сравнении с 1 февраля 2014 г. Всего в номинальном выражении с 1 февраля по 1 марта 2014 г. ВТБ нарастил задолженность по кредитам под нерыночные активы сроком на 3 мес. (скорее всего, аукционные средства) сильнее всех - на 133 млрд руб., тогда как Сбербанк увеличил трехмесячную задолженность по 312-П только на 54,8 млрд руб. Однако нужно заметить, что ВТБ использовал большую часть привлеченных в этот период кредитов для рефинансирования более короткой задолженности.

...менее крупные банки предпочитают более дорогие свопы с ЦБ

Основным выводом по новым данным является то, что по какой-то причине менее крупные банки, взяв в прошлом году достаточно крупный объем заимствований через аукционы 312-П (их доля на 1 января 2014 г. составляла 19,7%, 255 млрд руб.), в этом году проявляют гораздо меньшую активность на этих аукционах, их заявки несопоставимо малы по сравнению с заявками крупнейшей тройки. Это может указывать на то, что пока залог по этому инструменту среди менее крупных банков, которые нуждаются в дополнительной ликвидности, растет медленнее их потребностей. О том, что данные банки действительно испытывают необходимость в дополнительных средствах, говорит хотя бы то, что в периоды новых аукционов отдельные банки активно пользовались валютными свопами с ЦБ (стоимость которых намного выше - 8% против мин. 7,25%). Мы неоднократно отмечали, что и возможности банков по наращиванию РЕПО с ЦБ не столь значительны, несмотря на то, что ЦБ не скупится на лимиты по этому инструменту.

...видимо, из-за ограниченности залога и избытка валюты...

...что продолжит оказывать давление на о/п ставки, которые до лета будут в основном около 8%

На фоне ограниченности залога по РЕПО и кредитам под нерыночные активы, наиболее оперативным и быстрым источником привлечения ликвидности от ЦБ и в больших объемах в ближайшее время останутся валютные свопы с ЦБ (см. "ЦБ делает ставку на валютные свопы"), тем более, что объем валюты в банковском секторе существенно возрос на фоне ситуации на валютном рынке. Поскольку ставка по свопам является "потолком" процентного коридора ЦБ, о/п ставки МБК в течение все более длительного времени будут находиться на уровне 8%, а на пике дефицита ликвидности могут и несколько превышать ее. Причем до момента, когда ЦБ примет решение о снижении ставки (ожидается не раньше заседания ЦБ 16 июня), данная проблема будет обостряться.

Транснефть: увеличит капвложения и дивиденды

Новый долг будет привлекаться с 2017 г.

В пятницу Транснефть (BBB/Baa1/-) опубликовала финансовые результаты по МСФО по итогам 4 кв. 2013 г., которые мы нейтрально оцениваем для кредитного профиля компании. В среднесрочной перспективе (до 2017 г.) компания не нуждается в дополнительном финансировании, т.к. способна покрывать инвестиции и дивидендные выплаты за счет операционного денежного потока (322,7 млрд руб. в 2013 г.). Но, как мы и ожидали, Транснефть увеличивает инвестиционную программу и намерена прибегнуть к новым заимствованиям с 2017 г. Кроме того, Транснефть планирует перейти на выплату дивидендов в размере 25% от чистой прибыли по МСФО с 2016 г. При этом, по прогнозам менеджмента, до 2020 г. компания займет 380-390 млрд руб., а общий долг может немного превысить 600 млрд руб. Но этот уровень лишь на 3% выше текущего показателя (580,6 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели Транснефти

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.	2013	2012	изм.
Выручка	188 031	192 217	-2%	749 617	732 375	+2%
Операционная прибыль	59 406	61 600	-4%	250 483	239 788	+4%
Операционная рентабельность	31,6%	32,0%	-0,5 п.п.	33,4%	32,7%	+0,7 п.п.
ЕБИТДА	87 799	85 281	3%	352 744	323 985	+9%
Рентабельность по ЕБИТДА	46,7%	44,4%	+2,3 п.п.	47,1%	44,2%	+2,8 п.п.
Рентабельность по ЕБИТДА*	59,2%	56,1%	+3,1 п.п.	59,1%	56,2%	+2,9 п.п.
Чистая прибыль	25 144	43 489	-42%	158 017	184 390	-14%
Чистая рентабельность	13,4%	22,6%	-9,3 п.п.	21,1%	25,2%	-4,1 п.п.
Операционный поток	69 244	77 323	-10%	322 776	216 587	+49%
Капвложения	74 355	61 060	+22%	223 015	196 987	+13%
Свободный денежный поток	-5 111	16 263		99 761	19 600	+5,1x
в млн руб., если не указано иное				31 дек. 2013	30 сент. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				580 558	575 321	1%
Краткосрочный долг				95 965	55 443	73%
Долгосрочный долг				484 593	519 878	-7%
Чистый долг				475 816	496 041	-4%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**				1,35x	1,45x	

* без учета операций по реализации сырой нефти в Китае

** ЕБИТДА за последние 12 месяцев по оценкам Райффайзенбанка
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Перераспределение потоков нефти в пользу внутреннего рынка сокращает выручку

Тарифы Транснефти остались на прежнем уровне, последняя индексация была в ноябре 2012 г. (+5,5%). В 4 кв. 2013 г. сезонное сокращение транспортировки нефтепродуктов (-15% кв./кв.) привело к снижению выручки на 2% кв./кв. - до 188 млрд руб. В целом за 2013 г. объем транспортировки нефти и нефтепродуктов увеличился на 0,8% г./г. до 512,1 млн тонн, а выручка возросла на 2% г./г. (в основном за счет индексации тарифов на прокачку нефти). Стоит отметить, что динамика выручки отстает от роста тарифов, так как наблюдается перераспределение потоков нефти в пользу внутреннего рынка, где тарифы ниже экспортных. Программа модернизации НПЗ в России приводит к увеличению спроса на внутреннем рынке. Так, по итогам 2013 г. объемы транспортировки нефти на экспорт сократились на 4% г./г. (-9,6 млн тонн), тогда как поставки на российские НПЗ возросли на 3,6% г./г. (+8,7 млн тонн). По нашему мнению, стоит ожидать сохранения тенденции, как минимум, в ближайшее 5 лет. Мы не прогнозируем существенного роста доходов Транснефти в 2014 г., так как правительство одобрило заморозку тарифов естественных монополий на этот год. В дальнейшем (до 2020 г.) тарифы на прокачку нефти будут увеличиваться темпами ниже инфляции (максимум 90% от уровня инфляции), поэтому не стоит ждать увеличения рентабельности Транснефти, даже несмотря на программу оптимизации расходов.

Рентабельность восстанавливается после просадки в 3 кв.

Рентабельность по EBITDA (без учета операций по реализации сырой нефти в Китай) увеличилась с 56,1% до 59,2%. В 4 кв. 2013 г. Транснефти удалось существенно сократить расходы на персонал (-38% кв./кв.), на услуги по ремонту (-25% кв./кв.), на страхование (-41% кв./кв.), на услуги по транспортировке нефти железнодорожным транспортом (-20% кв./кв.) и другие затраты. Мы полагаем, что такое резкое сокращение расходов носит разовый характер после резкого всплеска затрат в предыдущих кварталах 2013 г. Напомним, в декабре 2012 г. Транснефть запустила вторую очередь трубопровода Восточная Сибирь - Тихий океан (это привело к росту затрат в первые три квартала 2013 г.). Однако в связи с тем, что теперь нефть стала поставляться по трубопроводу до порта Козьмино (без ж/д транспортировки), затраты на услуги ж/д снижаются.

В 2014 г. инвестиции вырастут 43% г./г.

Операционный денежный поток сократился на 10% кв./кв. до 69 млрд руб., а капитальные вложения увеличились на 69% кв./кв. до 74 млрд руб. (ускорение инвестиций в новые проекты). В результате свободный денежный поток Транснефти стал отрицательным (-5 млрд руб.) Транснефть приняла новую инвестиционную программу до 2020 г., которая включает ускоренное расширение ВСТО до 80 млн тонн в год. Компания планирует потратить в 2014-2020 гг. 633 млрд руб. на новые проекты, а на реконструкцию действующих будет израсходовано 1 358 млрд руб. В 2014 г. Транснефть намерена увеличить инвестиционную программу на 43% г./г. до 372,6 млрд руб. С учетом денежных средств на балансе (105 млрд руб.) мы полагаем, что Транснефть действительно сможет обойтись без новых заимствований в этом году.

Мартовские распродажи привели к росту доходностей TNEFT 18 на 70 б.п. до YTM 4,16%, сейчас бумаги котируются вблизи этого уровня. Покупка этих среднесрочных бумаг представляет интерес, в том числе, с точки зрения удешевления стоимости рублевой ликвидности (с использованием долларов, которые сейчас в избытке), привлекаемой у ЦБ РФ: ставка РЕПО составляет 7%, а валютного свопа - 8%, кроме того, на номинал бумаги начисляется купон 8,7% годовых. Рублевые облигации Транснефти имеют низкую торговую ликвидность.

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.