

## Пульс рынка

- ▶ **Под давлением событий в Ираке и на Украине.** Вооруженные столкновения в Ираке (правительственных войск с суннитскими боевиками) и прекращение поставок российского газа на Украину (что в среднесрочной перспективе создает угрозу транзита по украинской территории газа, предназначенного странам ЕС) оказали негативное влияние на настроения инвесторов. Европейские индексы акций завершили день снижением на 0,5%. Опубликованная вчера порция статистики по США (в мае объем промышленного производства вырос на 0,6% после снижения на 0,3% в апреле) оказалась позитивной, выступая в пользу более быстрого, чем предполагают рынки, ужесточения монетарной политики. На фоне нерешенного газового вопроса (Газпром подал иск в Стокгольмский суд о взыскании долга с Украины) и продолжения боевых действий на юго-востоке Украины в российских евробондах усилилось давление продавцов, несмотря на относительно высокие цены на нефть (+3% к уровням прошлой недели). Премия бумаг Russia 42 к госбондам Бразилии выросла на 15 б.п. до 30 б.п.
- ▶ **ЦБ проявляет жесткость.** Решение оставить ключевую ставку без изменений было ожидаемым, основная интрига заключалась в тексте пресс-релиза и комментариях Э. Набиуллиной. Уже с первых строк становится понятно, что шансы на снижение ставок ЦБ в ближайшие месяцы низки. Хотя ЦБ и видит основания для сокращения инфляции в ближайшей перспективе (с постепенным выходом на ~6% на конец 2014 г. после пика в 7,6% сейчас, совпадает с нашим прогнозом), складывается впечатление, что он может оставить текущую жесткую направленность политики (а, возможно, и повысить ставку), даже если инфляция начнет замедляться, но происходить это будет недостаточно быстрыми темпами для обеспечения таргета 2015 г. ЦБ отмечает наличие значительного лага между уже предпринятыми шагами по повышению ставок (3 марта и 25 апреля, +200 б.п.) и снижением инфляции, поэтому при принятии новых решений по ставкам будет ориентироваться на цели 2015-2016 гг. (4,5% и 4%, соответственно). ЦБ видит девальвационный эффект в числе основных инфляционных рисков. Но, по нашим оценкам, его доля в общем непредвиденном эффекте на инфляцию в 2014 г. в 1,5 п.п. (оценка ЦБ) не является доминирующей, и значительное укрепление рубля в мае должно его снизить. А роль главных "ускорителей" инфляции (ограниченность предложения некоторых продуктов питания), на наш взгляд, в ближайшее время тоже пойдет на спад. В пользу сохранения жесткой политики ЦБ приводит и высокую кредитную активность. Но розничное кредитование последние месяцы заметно замедляется, тогда как темпы роста корпоративного кредитования не падают в основном из-за рефинансирования зарубежных кредитов и облигаций (например, в январе-мае 2014 г. выпуск корпоративных евробондов составил <2 млрд долл. против >23 млрд долл. за аналогичный период 2013 г.). Новая риторика регулятора лишь закрепляет наше предположение, что, если снижение ставок и будет возможно в 2014 г., то не раньше 4 кв. Причем исходя из тональности ЦБ сохранение текущей жесткой политики вплоть до конца года уже вполне реалистично.
- ▶ **Плоская кривая ОФЗ не согласуется с ожиданиями ЦБ РФ.** На рынке ОФЗ, как мы и ожидали, наблюдалась коррекция (длинные ОФЗ 26207 подешевели на 1,2 п.п.), которая была вызвана не только негативным внешним фоном, но и итогом заседания ЦБ РФ. Отметим, что обычно плоская форма кривой госбумаг отражает ожидания инвесторов о снижении ключевой ставки. В этой связи текущая плоская форма кривой ОФЗ не согласуется с тональностью пресс-релиза ЦБ ("сохраняются риски превышения инфляцией цели не только в краткосрочной, но и в среднесрочной перспективе"). Мы ожидаем продолжения коррекции, прежде всего, длинных госбумаг в рамках увеличения наклона кривой ОФЗ (с 30 б.п. до 100 б.п. по спреду 10-и 2-летних выпусков), чему будет способствовать негативный внешний фон.
- ▶ **ЦБ продолжает повышать гибкость курса.** С сегодняшнего дня величина накопленных интервенций, приводящих к сдвигу операционного коридора на 5 коп., снижается с 1,5 млрд долл. до 1 млрд долл. Кроме того, уменьшается объем интервенций в каждом подкоридоре на 100 млн долл. В связи с этим технически расширяется диапазон, где регулятор не будет осуществлять собственные операции, с 3,1 руб. до 5,1 руб. (т.е. с 38,35 - 41,45 руб. до 37,35-42,45 руб.). С середины мая рубль торгуется в нейтральном диапазоне, что минимизирует влияние нововведений на динамику курса рубля в краткосрочной перспективе. В случае возобновления ослабления рубля новые меры, безусловно, приведут к снижению поддержки ЦБ. Но напомним, что на верхней границе интервенции по-прежнему не ограничены, и ЦБ уже демонстрировал готовность защищать рубль значительными "экстренными" интервенциями. Сегодня на открытии торгов рубль потерял 15 коп. к бивалютной корзине и сейчас торгуется на уровне 40,37 руб. к корзине, что мы, однако, связываем, скорее, с негативным внешним фоном, чем с новыми мерами ЦБ.

## Темы выпуска

- ▶ ГПБ: убыток от разового кредитного риска

## ГПБ: убыток от разового кредитного риска

**Резервы и ценные бумаги "съели" всю прибыль...** Газпромбанк (BBB-/Baa3/BBB-), третий крупнейший российский банк, представил финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2014 г., которые мы оцениваем негативно. Как и в предшествующем квартале, влияние на результат оказал значительный рост отчислений в резервы под обесценение кредитов (11,7 млрд руб. против 4,2 млрд руб. в 4 кв.), что соответствует стоимости риска на уровне 1,6% (против 0,6% в 4 кв.), в то время как чистая процентная маржа составила всего 3,4%. Также ГПБ получил убыток по торговому портфелю ценных бумаг (5 млрд руб. против 0,8 млрд руб. в 4 кв.), что было частично компенсировано прибылью от валютных операций (+3,9 млрд руб.). Отметим, что в 1 кв. ГПБ имел открытую длинную валютную позицию по доллару на балансе в размере 1,5 млрд руб. против короткой позиции по доллару (13,7 млрд руб.) в начале года.

**... оказав давление на достаточность капитала** Убыток, полученный в размере 3,7 млрд руб., и рост кредитного портфеля (+4,6% кв./кв.) привели к снижению достаточности капитала 1-го уровня на 1 п.п. по МСФО до 8,9%. За счет размещения в феврале 2014 г. 10-летних субординированных евробондов номиналом 350 млн швейцарских франков (@5,125%) давление на достаточность общего капитала составило всего 0,6 п.п. Показатель Н1.0 в 1 кв. увеличился на 50 б.п. до 11,5%, но на 1 мая опустился до 11,19% (у ГПБ есть определенный запас прочности на случай сохранения повышенной стоимости риска). Кроме того, поддержку капиталу может оказать обсуждаемая в настоящий момент конвертация субординированного депозита (39,9 млрд руб.), предоставленного в 2009 г. ВЭБом, в капитал 1-го уровня (+1 п.п. к достаточности капитала).

### Ключевые финансовые показатели ГПБ

в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2014	31 дек. 2013	изм.
<b>Активы</b>	<b>3 915,6</b>	3 647,0	+7%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	<b>2 553,9</b>	2 434,6	+5%
розничные	<b>294,8</b>	287,6	+2%
корпоративные	<b>2 259,1</b>	2 147,0	+5%
NPL (90+)/Кредитный портфель	<b>1,1%</b>	0,9%	+0,2 п.п.
Депозиты и текущие счета клиентов	<b>2 308,8</b>	2 260,9	+2%
<b>Собственный капитал</b>	<b>400,7</b>	403,1	-1%
Коэффициент достаточности капитала (ЦБ, Н1.0)	<b>11,5%</b>	11,0%	+0,5 п.п.
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель 2)	<b>12,6%</b>	13,2%	-0,6 п.п.
в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.
Чистый процентный доход до резервов	<b>25,1</b>	25,9	-3%
Чистый комиссионный доход	<b>2,4</b>	4,3	-44%
Чистая прибыль	<b>-3,7</b>	9,1	
Чистая процентная маржа	<b>3,4%</b>	3,6%	-0,2 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Кредитование финансируется за счет 312-П** Темп роста кредитования в 1 кв. 2014 г. замедлился до 4,6% (против +9,8% во 4 кв.), при этом основной прирост произошел в сегменте коммерческих кредитов (+5,8% до 1,63 трлн руб.), на который приходится 66% портфеля, и проектного финансирования (+6,9% до 318 млрд руб.). Отметим, что в 1 кв. порядка трети всех кредитов было выдано в инвалюте. В качестве залога для получения рефинансирования у ЦБ РФ по 312-П были использованы кредиты в объеме 348 млрд руб. (129 млрд руб. в 4 кв.), что свидетельствует о дефиците рублевой ликвидности.

**Во 2 кв. ожидается снижение стоимости риска**

Показатель NPL 90+ немного подрос, составил ~24 млрд руб. и 1,1% портфеля (плохие кредиты в 4 кв. были списаны всего на 692 млн руб. против 620 млн руб. в 4 кв.). В рознице NPL 90+ остался на уровне ~2,2%. Однако появились признаки ухудшения качества корпоративных кредитов: показатель NPL 1-90 дней вырос с 1 млрд руб. до 6,3 млрд руб., кредиты без просрочки, но с признаками обесценения увеличились на 103 млрд руб. до 129 млрд руб. По словам менеджмента, эта динамика отражает качество украинских кредитов (их общий объем ~177 млрд руб.), по которым, тем не менее, наступление просрочки не ожидается. В свете отсутствия прогресса в переговорах РФ с Украиной и ЕС по газовому вопросу более чем трехкратное покрытие NPL 90+ резервами (89 млрд руб.), по нашему мнению, не выглядит избыточным. Заметный рост отчислений в резервы в 1 кв. обусловлен банкротством одного заемщика, во 2 кв. ожидается снижение стоимости риска.

ГПБ сократил торговый портфель на 60 млрд руб. до 234 млрд руб. в том числе за счет позиции в корпоративных облигациях (на 26 млрд руб. до 106 млрд руб.) и акциях (на 14,4 млрд руб. до 20 млрд руб.). При этом инвестиционный портфель увеличился на 41 млрд руб. до 120 млрд руб. (за счет ценных бумаг, удерживаемых до погашения). Доля долговых бумаг в торговом портфеле, находящихся в залоге по РЕПО, составила 46%.

**Средства от Газпрома позволили компенсировать отток рублевой ликвидности со счетов клиентов**

В 1 кв. отток рублевых средств клиентов составил 44 млрд руб., финансирование рублевого кредитования в объеме 80 млрд руб. было осуществлено за счет рефинансирования ЦБ РФ (312-П) и денежных средств. Задолженность перед ЦБ РФ составила 9,1% от обязательств. Сохранился избыток ликвидности в иностранной валюте (несмотря на то, что клиенты забрали 1,5 млрд долл.): объем валюты в наличности, на счете в ЦБ РФ и МБК составил 7,6 млрд долл. и 3,7 млрд евро, при этом был сокращен объем средств, размещаемых в банках-нерезидентах в пользу корсчета ЦБ РФ и наличности (напомним, что на 1 мая, по данным отчетности по РСБУ, валюты на корсчете в ЦБ уже не было). В валютное кредитование ушло всего 950 млн долл., что было профинансировано выпуском евробондов GPBRU 19 номиналом 750 млн долл. Отметим, что в 1 кв. Газпром увеличил остатки на счетах в банке на 100 млрд руб. (до 500 млрд руб., 14% от всех обязательств), это поддержало рублевую ликвидность ГПБ.

Наша рекомендация покупать суборд GPBRU (@7,25%) 19 от 31 марта реализовалась: он подорожал на 5 п.п., его спред к старшим бумагам GPBRU 19 сузился со 150 б.п. до 50 б.п. В настоящий момент мы считаем более привлекательным старый суборд ALFARU 19, который предлагает премию 100 б.п. к GPBRU 19 (@7,25%).

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Минфин о рисках технической рецессии, инфляции и отсутствии планов смягчать бюджетное правило

Макростатистика марта: страхи подстегнули потребление

Промышленность «растеряла» энергию

### Валютный рынок

Минфин рубль бережет

### Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ: нет ничего более постоянного, чем временное?

Новые грани «тонкой настройки»

### Долговая политика

Минфин корректирует планы по заимствованиям

### Рынок облигаций

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Нерезиденты в ОФЗ: назад в «долиберализационный» период

Где верхний предел доходностей ОФЗ?

### Платежный баланс

Отток капитала частного сектора в 1 кв. 2014 г. - 63,7 млрд долл.

### Инфляция

Новые оттенки инфляции

### Ликвидность

Банк России ожидает приближения краткосрочных ставок к верхней границе процентного коридора

Казначейство РФ меняет схему трансферта в пользу ликвидности

Ликвидность: Казначейство РФ выходит с новыми мерами

### Бюджет

Слабый рубль и высокая цена на нефть принесут бюджету незапланированные 760 млрд руб. в 2014 г.

Минфин ограничивает "аппетиты" МЭР

### Банковский сектор

Банки РФ в марте изъяли средства со счетов у банков-нерезидентов

Госбанки запасаются наличной валютой для защиты от санкций

Население активно выводило средства в наличность, увеличивая дефицит рублевой ликвидности

Избыток инвалюты позволяет банкам РФ обойтись без внешних заимствований

## 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.