

Пульс рынка

- ▶ **Европейские проблемы вновь напомнили о себе.** Американская макростатистика вышла в рамках ожиданий, не преподнесла неприятных сюрпризов: ВВП за 4 кв. в годовом выражении вырос на 1,6% (в 3 кв. +1,5%). Медвежьи настроения на финансовые рынки вернули новости из Европы: забастовки в Испании против бюджетного ужесточения, а также неожиданный убыток в размере 4,7 млрд евро, объявленный 3-им по размеру активов итальянским банком Monte dei Paschi di Siena (из-за обесценения госдолга Италии на балансе банка). Вновь возникли опасения относительно качества активов итальянских банков на фоне углубляющейся рецессии, что привело к падению акций Unicredit и Intesa Sanpaolo более чем на 5%. Доходность 10-летних бондов увеличилась на 5-10 б.п. до YTM 5,25%. Незначительное снижение доходностей US Treasuries свидетельствует об умеренном снижении аппетита к риску. Поддержку рынкам оказывает ожидание одобрения помощи (сегодня по этому вопросу состоится встреча министров финансов Европы в Копенгагене) в размере 940 млрд евро до середины 2013 г. для защиты Испании и Италии от финансового кризиса. Котировки нефти по-прежнему находятся под давлением возможного использования государствами своих стратегических резервов для восполнения дефицита нефти. В рамках общей коррекции индикативный выпуск Russia 30 подешевел вчера на 50 б.п. до 119% от номинала.
- ▶ **Новый евробонд RZD 22 предполагает премию ко вторичному рынку.** РЖД (BBB/Baa1/BBB) разместил выпуск RZD 22 номиналом 1 млрд долл. со ставкой полугодового купона 5,7% годовых, что соответствует YTM 5,86% и спреду к кривой UST в размере 353 б.п. Поскольку бонды Gazprom 16 и Gazprom 22 торгуются с одинаковыми G-спредами (~309 б.п.), мы считаем, что премия за дюрацию (в рамках G-спредов) для корпоративных квазисуверенных выпусков равна нулю. Таким образом, справедливая доходность новых бумаг RZD 22 должна определяться как G-спред по RZD17 над 10Y UST, т.е. 330 б.п. + 2,2%, или YTM 5,5%, что предполагает премию RZD 22 к рынку в размере 20-30 б.п. Мы считаем, что эта премия будет нивелирована после того, как новые бумаги РЖД будут включены в индекс EMBI+ (выпуск RZD 17 был включен в индекс спустя 2 месяца после размещения в 2010 г.). Очередь на первичный рынок еврооблигаций продолжает пополняться: Евраз объявил о планах разместить евробонды в первой половине апреля. Также в СМИ появилась информация, что ВТБ планирует выйти на рынок.
- ▶ **Аукцион ВЭБа свидетельствует о наличии дефицита ликвидности.** Спрос на пенсионные средства (40 млрд руб. на год с минимальной ставкой 8% годовых) оказался на уровне 84 млрд руб., а средневзвешенная ставка составила 8,68%. Как мы отмечали в нашем обзоре от 27 марта, процентная ставка по размещенным средствам в большей мере представляет интерес для средних и мелких банков, чем для крупных. Тем не менее, высокий спрос подтверждает наличие дефицита длинной рублевой ликвидности в системе, который обусловит повышенный спрос на годовые ломбардные кредиты от ЦБ РФ (подробнее см. в теме "LTRO в исполнении ЦБ РФ: сколько банки возьмут на год"?).
- ▶ **ЦБ обеспокоен низким уровнем достаточности капитала.** Снижение Н1 в среднем по банковской системе с 20% в 2010 г. до 15% связано с ростом кредитования темпами, опережающими увеличение прибыли, что, по-видимому, вызвало беспокойство у представителей ЦБ РФ. При сохранении текущих тенденций достаточность капитала может приблизиться к минимальному уровню 10% уже к концу этого года. По мнению регулятора, для покрытия текущих рисков (кредитного и рыночного) банкам нужно придерживаться Н1 не менее 13%. Стоит отметить, что за 12 месяцев, закончившихся 1 марта 2012 г., показатель Н1 у Сбербанка и ВТБ снизился на 3,3 п.п. (у ВТБ он опустился ниже 13%). Помимо кредитования давление на капитал окажет вступление в силу новых требований по формированию резервов (с июля 2012 г.), что, по оценкам Ассоциации российских банков, снизит достаточность капитала в среднем на 1,6-1,8 п.п. (сейчас 14,7%). Мы считаем, что это приведет к существенному замедлению темпов роста кредитования - до 20% в этом году (против >25% в прошлом). Вероятно, многие банки будут пытаться привлечь дополнительный акционерный капитал, но, как мы полагаем, не всем это удастся.

Темы выпуска

- ▶ LTRO в исполнении ЦБ РФ: сколько банки возьмут на год?
- ▶ МКБ: сдерживание кредитования улучшило метрики

LTRO в исполнении ЦБ РФ: сколько банки возьмут на год?

ЦБ возобновляет фондирование на год

Как стало известно, ЦБ возобновляет проведения ломбардных кредитных аукционов и аукционов прямого РЕПО на срок 3 и 12 месяцев со 2 кв. 2012 г. Такое решение стало первым в посткризисный период шагом по возвращению к длинным срокам рефинансирования. Напомним, что фондирование свыше 180 дней было приостановлено в 2010-2011 гг. по мере нормализации ситуации с ликвидностью, а некоторые инструменты и вовсе заморожены (к примеру, беззалоговые кредиты). Проведение первого ломбардного аукциона и аукциона прямого РЕПО на 365 и 364 дня под мин. 7,75% запланировано на 9 апреля.

Из доступных в настоящий момент сравнительно длинных по срочности инструментов рефинансирования ЦБ (до 180 дней) наибольшим спросом пользуются кредиты под нерыночные активы, объем которых сопоставим с суммарной задолженностью по РЕПО с ЦБ - 492 млрд руб. против 688 млрд руб., а вместе они образуют 96% всей задолженности перед регулятором.

В первую очередь, оно будет интересно Сбербанку и ВТБ

Мы полагаем, что потенциальными получателями длинного фондирования от ЦБ станут, в первую очередь, Сбербанк и ВТБ. Во-первых, именно эти банки, по нашим оценкам, испытывают наибольшую потребность в средствах более длинной срочности, что обусловлено ростом диспропорций темпов роста кредитов и депозитов на их балансах. Это подтверждается неоднократными обращениями глав этих банков в ЦБ об удлинении и удешевлении средств регулятора. Во-вторых, именно Сбербанк и ВТБ на текущий момент являются главными получателями средств ЦБ, сроки фондирования которых у регулятора отчетливо смещаются к 3 мес. и 6 мес. Сделки на 1 год до настоящего времени были недоступны. Подтверждением нашего вывода служит то, что с конца 2011 г. около 80% растущей задолженности банковского сектора перед ЦБ приходилось только на Сбербанк и ВТБ и эта тенденция, несмотря на существенное сокращение долга банков в первые месяцы 2012 г., сохраняется.

По состоянию на 1 марта 2012 г., доля Сбербанка и ВТБ в кредитах под залог нерыночных активов по-прежнему достигает 81%: 237 и 162 млрд руб. из 496 млрд руб., соответственно, причем эти займы предоставлены в основном на 90-180 дней. То же касается и прямого РЕПО, где участие Сбербанка и ВТБ (на балансе Банка Москвы) составляет 66%: 150 и 158 млрд руб. из 468 млрд руб., соответственно

Потребность в средствах регулятора нарастает, несмотря на рост депозитов

Потребность в средствах регулятора еще больше нарастает, учитывая, что разрыв между динамикой кредитования и ресурсной базой банковского сектора, вопреки ожиданиям, только увеличился: при выходе на прежние темпы роста депозитов населения рост кредитования физлиц только ускорился (г./г.). На примере Сбербанка: при повышении средней ставки по вкладам с осени 2011 г. суммарно на 2 п.п. до 8% (+ 1,25 п.п. с 1 ноября 2011 г. и +0,75 п.п. с 1 февраля 2012 г.), совокупный объем депозитов физлиц вырос лишь на 435 млрд руб. до 5 483 млрд руб. (+7,7%), средств юрлиц - на 397 млрд руб. до 2 252 млрд руб. По нашим оценкам, этого недостаточно для ликвидации дисбаланса между динамикой кредитов и депозитов. Совокупный кредитный портфель банка с ноября 2011 г. по февраль 2012 г. вырос на 1 066 млрд руб.

Хотя предложение Центробанком годовых инструментов с точки зрения источника финансирования, безусловно, не может конкурировать с наращиванием депозитной базы (около 70% депозиты физлиц), недооценивать роль длинных госсредств в ликвидации проблемы ликвидности, на наш взгляд, не стоит.

Мы оцениваем объем бумаг, которые могут незамедлительно заложить крупные банки, мин. в 800 млрд руб.

По нашим оценкам, суммарный объем портфеля ценных бумаг, часть которого крупные банки Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк) могут незамедлительно использовать для привлечения 12 мес. средств в ЦБ достигает как мин. 800 млрд руб. В частности, доля таких бумаг на балансе Сбербанка оценивается нами в минимум 230 млрд руб. (инвестиционный портфель составил 287 млрд руб. на 1 января 2012 г.). С учетом того, что спрос этих банков на длинное фондирование ЦБ не менее внушителен, установление ЦБ на аукционах 9 апреля не менее высоких лимитов (100-200 млрд руб.), на наш взгляд, будет целесообразным. Отметим, что согласно заявлениям С. Швецова, ЦБ признает высокий спрос на такие инструменты со стороны участников рынка и в случае успешного исхода аукционов 9 апреля не исключает продолжения такой практики.

Риски длинного фондирования под залог бумаг намного ниже, чем в кризис

Несмотря на то, что ломбардные кредиты и РЕПО сроком на 1 год в кризис были невостребованы, при оценке спроса на эти инструменты, проводить аналогию между событиями 2008-2009 гг. и нынешней ситуацией в банковском секторе мы считаем некорректным. Основным отличием кризисного периода от текущей ситуации является присутствие тогда высоких рисков обесценения репуемых бумаг и резкого изменения процентных ставок (в том числе на фоне резких колебаний курс рубля), что значительно ограничивало возможности привлечения средств с использованием залога в виде ценных бумаг и вынуждало многие банки предпочитать кредиты под нерыночные активы или дорогостоящее, но не требующее обеспечения, беззалоговое кредитование.

С тех пор курсовая политика ЦБ стала существенно гибче, эффективность процентной политики и контроля за уровнем ставок повысилась, что сопровождалось внушительным сокращением амплитуды колебаний ставок денежного рынка. Если в кризис ставки из однозначных стали двузначными, то последние 12 мес. стоимость коротких средств на денежном рынке колеблется в пределах 4-7% и существенных отклонений от этих уровней до конца года не ожидается. Такое развитие событий существенно ослабляет риски, которые несет заемщик, закладывая бумаги из своего инвестиционного портфеля под длинное фондирование, тем самым, расширяет потенциал по привлечению инструментов на 1 год в ЦБ.

МКБ: сдерживание кредитования улучшило метрики

Умеренно позитивные результаты

МКБ (B+/B1/B+), занимающий уже 21-е место среди российских банков по размеру активов, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 4 кв. 2011 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. В последнем квартале банк приостановил рост кредитования, что позитивно отразилось на общей достаточности капитала, которая повысилась на 1,1 п.п. до 14,4%.

Ключевые финансовые показатели МКБ

В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.	31 дек. 2011	31 дек. 2010	изм.
Активы, в т.ч.	232 371	223 840	+4%	232 371	165 471	+40%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	162 702	165 841	-2%	162 702	106 645	+53%
розничные	29 858	28 089	+6%	29 858	18 328	+63%
корпоративные	132 844	137 752	-4%	132 844	88 318	+50%
NPL 90+/Кредитный портфель	1,1%	0,9%	+0,2 п.п.	1,1%	1,5%	-0,4 п.п.
Выпущенные долговые бумаги	31 119	39 810	-22%	31 119	27 251	+14%
Депозиты клиентов	115 370	110 320	+5%	115 370	73 516	+57%
Текущие счета клиентов	22 681	21 700	+4%	22 681	13 982	+62%
Собственный капитал	25 608	24 049	+6%	25 608	13 767	+86%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	14,4%	13,3%	+1,1 п.п.	14,4%	13,6%	+0,8 п.п.
ROE	19,7%	16,6%	+3,1 п.п.	19,7%	24,4%	-4,7 п.п.
В млн руб., если не указано иное				2011	2010	изм.
Чистый процентный доход до резервов				8 724	6 067	+44%
Чистый комиссионный доход				2 526	1 656	+52%
Операционные доходы				9 997	7 120	+40%
Расходы/доходы				39,8%	34,3%	+5,5 п.п.
Чистая прибыль				3 885	3 021	+29%
Чистая процентная маржа				5,0%	5,6%	-0,6 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Замедление кредитования не сказалось на качестве кредитного портфеля	За 4 кв. 2011 г. кредитный портфель МКБ сократился почти на 2% кв./кв. до 162,7 млрд руб., главным образом, за счет корпоративного кредитования (-3,6% до 133 млрд руб.), в то время как розничный сегмент вырос на 6,3% до 30 млрд руб. Показатель NPL 90+ немного подрос с начала октября как в относительном выражении (до 1,1% от общего портфеля), так и в абсолютном (на 333 млн руб. до 1,8 млрд руб.), что более чем в два раза покрывается начисленными резервами. Стоит отметить, что в 4 кв. объем списанных кредитов составил 211 млн руб., при этом объем "плохих" кредитов (которые были реструктурированы по причине обесценения и/или просрочки платежей) составил 905 млн руб. (что на 342 млн руб. ниже, чем в 2010 г.). Суммарный объем NPL 90+ и списанных/ реструктурированных кредитов составляет 1,9% от всего портфеля, что свидетельствует о его высоком качестве. Негативным моментом стал заметный рост показателя NPL 90+ по потребительским кредитам (в основном, по кредитам наличными и POS-кредитам) с 2,96% в 3 кв. до 4,5% в 4 кв. 2011 г.
Часть портфеля ценных бумаг была распродана	Позиция в долговых ценных бумагах (позиция в акциях минимальная - 27 млн руб.) была сокращена почти на 17% до 25 млрд руб., качество портфеля по-прежнему остается на высоком уровне: доля госбумаг и корпоративных облигаций с инвестиционным рейтингом составила 72%. На отчетную дату весь портфель бумаг был свободен от залога.
Приток клиентских средств продолжился...	Обязательства увеличились на 3,4% кв./кв. до 206,8 млрд руб., что было обусловлено притоком клиентских средств (+6,5% до 146,7 млрд руб.), привлечением синдицированного кредита в размере 4,1 млрд руб. (от IFC), а также МБК на сумму 1,8 млрд руб. Доля средств клиентов в обязательствах в 4 кв. увеличилась с 69% до 71%. Приток депозитов населения связан как с сезонностью, так и с повышением процентных ставок (сейчас ставка по годовому депозиту составляет 10,5% годовых).
... увеличив ликвидную позицию банка	Полученные средства были направлены на погашение долговых ценных бумаг (в объеме 8,7 млрд руб., их объем снизился до 31 млрд руб.), а также на увеличение подушки ликвидности (объем денежных средств и их эквивалентов вырос на 16,5 млрд руб. до 34,4 млрд руб.), что почти полностью покрывает погашаемые в 2012 г. долговые ценные бумаги (17 млрд руб.) и привлеченные МБК (18 млрд руб.). Благодаря равномерному распределению депозитов по срокам погашения и тому, что кредитный портфель по срочности смещен в сторону коротких кредитов (63% гасится в течение года), банк не имеет разрыва ликвидности по балансу.
Чистая процентная маржа в 4 кв. подросла	Чистая процентная маржа по итогам 2011 г. составила 5,0%, что на 40 б.п. выше, чем за 9М 2011 г., но на 60 б.п. ниже чем в 2010 г. Чистый процентный доход вырос на 29% кв./кв. до 2,7 млрд руб. Также позитивное влияние на чистую прибыль, которая составила 1,5 млрд руб. (+1 млрд руб. кв./кв.), оказал достаточно большой объем комиссионных доходов (1 млрд руб.) на фоне умеренного повышения операционных расходов (на 700 млн руб. кв./кв.). Несмотря на позитивную динамику финансовых рынков в 4 кв. банку не удалось компенсировать потери по портфелю ценных бумаг, понесенные в 3 кв. По итогам 2011 г. убыток по этим операциям составил 860 млн руб.
Без вливания в капитал рост портфеля в 2012 г. может ограничиться 20%	Благодаря сокращению торговой позиции (что привело к снижению активов, взвешенных с учетом риска на 4,8 млрд руб.), а также значительному объему нераспределенной прибыли (1,5 млрд руб.) в 4 кв. достаточность капитала заметно улучшилась. В частности, достаточность капитала 1-го уровня выросла на 1 п.п. до 12,3%. Показатель Н1, согласно РСБУ, поднялся с 11,7% на 1 октября 2011 г. до 12,3% на 1 января 2012 г. По нашим оценкам, для удержания показателя Н1 выше 11,5% без дополнительного вливания в капитал (со стороны акционеров или инвесторов, например, IFC) рост кредитного портфеля в 2012 г. не может превысить 20%.
Бумаги БО-1 выглядят интересными для покупки с плечом	Обращающиеся облигации эмитента БО-1 (УТР 10,6% @ февраль 2013 г.) предлагают наибольшую доходность среди бумаг универсальных банков из ТОП-25, включенных в список РЕПО ЦБ. Среди банков с рейтингом В также интересным выглядит ориентир по новому выпуску БО-4 ТКС Банка (-/В2/В) на уровне УТР 14% к годовой оферте. По нашим оценкам, для инвесторов, использующих финансовое плечо для формирования позиций, бумаги МКБ предлагают лучшее соотношение кредитного риска и доходности, чем облигации ТКС Банка. Выпуск МСВ14, торгующийся ниже номинала с УТМ 9,21% @ май 2014 г., соответствует рублевой доходности УТМ 13-14% (с продажей форвардных контрактов на рубль/долл.), что также предполагает премию к аналогам на рублевом рынке.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil
Башнефть
БКЕ
Газпром
Газпром нефть

Лукойл
Новатэк
Татнефть
Транснефть
ТНК-ВР

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
Кокс
Металлоинвест
ММК
Мечел
НЛМК
Норильский Никель

Распадская
РМК
Русал
Северсталь
СУЭК
ТМК
ЧТПЗ
Uranium One

Транспорт

Аэрофлот
НМТП
Совкомфлот

Трансаэро
Трансконтейнер
ЮТэйр

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом
МТС

Ростелеком
Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5
Магнит

Синергия
Черкизово

Химическая промышленность

Акрон
ЕвроХим

Нижнекамскнефтехим

Машиностроение

Гидромашсервис
КАМАЗ

Соллерс

Электроэнергетика

Ленэнерго
Мосэнерго

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ

ЛСР

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк
АИЖК
Альфа банк
Банк Москвы
Банк Русский Стандарт

Банк Санкт-Петербург
ВТБ
ВЭБ
ЕАБР
КБ Восточный Экспресс

ЛОКО-Банк
МКБ
НОМОС Банк
ОТП Банк
Промсвязьбанк

РСХБ
Сбербанк
ТКС Банк
ХКФ Банк

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика: оптимизм по инерции

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: исторические минимумы не отменяют рисков

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промышленная оттепель

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Встречаем весну: с дефицитом ликвидности или нет?

Интервенции ЦБ

Покупки валюты ЦБ выросли вслед за укреплением рубля, коридор остается на уровне 32,2-38,2 руб.

Бюджет

Бюджетный фальстарт

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	(+7 495) 721 2846
-----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

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.