

Пульс рынка

- ▶ **Политические разногласия в еврозоне могут вновь выйти на первый план.** Уход М. Монти с поста премьер-министра Италии, активно обсуждаемый в СМИ, стал еще одним фактором неопределенности на финансовых рынках. М. Монти, известный своим технократическим подходом к управлению бюджетом (сторонник мер бюджетной экономии), сумел предотвратить углубление кризиса в стране и повысить доверие со стороны инвесторов (доходности 10-летних бондов Италии снизились на 200 б.п. до 2-летнего минимума). Не исключено, что в результате выборов, запланированных на февраль 2013 г., в Италии могут усилиться анти-германские настроения (в частности, если к власти вернется Берлускони). Рынки довольно чувствительно отреагировали на уход М. Монти: доходность 10-летних бондов Италии вчера подскочила на 30-40 б.п. до УТМ 4,85%. Что касается *fiscal cliff*, другой важной темы, которая давит над рынками, то ее обсуждение стало непубличным, что может свидетельствовать о начале конструктивных переговоров между республиканцами и демократами. В нашем базовом сценарии мы считаем, что США удастся избежать *fiscal cliff*. Но не исключено, что какие-то меры экономии все-таки будут заложены в бюджет 2013 г. В этой связи интерес представляют итоги начинающегося сегодня заседания FOMC: рынок ждет увеличения программы выкупа активов (в рамках QE3) с 40 млрд долл. до 45-50 млрд долл. в месяц.
- ▶ **МЭР пересмотрело прогнозы по росту экономики и основным показателям в негативную сторону.** Оставив прежними ожидания по росту ВВП на 2012 г. (3,5%), Минэкономразвития снизило его оценку на 2013 г. на 0,1 п.п. до 3,6%. Если ориентиры МЭР по росту экономики в 2012 г. видятся нам реализуемыми, то в отношении перспектив на будущий год мы гораздо более скептичны. Совсем недавно мы пересмотрели свой прогноз по росту экономики на 2012 г. до 3,5% и на 2013 г. до 3,0%, руководствуясь рисками замедления роста реальных зарплат и доходов, а также снижения кредитной активности, что может обернуться заметным сокращением потребления, которое оставалось главным локомотивом экономики. Причина расхождений наших оценок с обновленными прогнозами МЭР кроется, на наш взгляд, в излишне оптимистичных ожиданиях ведомства относительно инвестиций в основной капитал и производственной активности. Учитывая сложившиеся стагнационные тенденции в промышленности, при сохранении оттока капитала и рисков сокращения внешнего спроса рост промпроизводства в следующем году едва ли достигнет прогнозируемых МЭР 3,2% (снижено с 3,6%). На наш взгляд, затруднительно и сохранение прежних темпов роста инвестиций: основная часть работ по подготовке к Олимпиаде 2014 г. подходит к концу. Между тем, повышение МЭР прогнозов по оттоку капитала до 73-75 млрд долл. мы считаем обоснованным (подробнее см. наш специальный комментарий "Рубль должен выйти из спячки" от 29 ноября).
- ▶ **Alliance Oil (B+/-/В) делает ставку на газ.** Alliance Oil представила обновленную стратегию развития *upstream* сегмента, которую мы оцениваем нейтрально, так как подробные операционные и финансовые прогнозы раскрыты не были, также не были озвучены ожидания на следующий год. Позитивной новостью является планируемое снижение капитальных вложений в 2013-2015 гг. Компания намерена сократить их в 2013 г. на 25-30% (от 2012 г., когда Alliance Oil должна инвестировать порядка 800 млн долл.). С точки зрения кредитного профиля, важно, что компания прогнозирует финансирование органического роста за счет собственного операционного денежного потока. Несмотря на снижение капзатрат, Alliance Oil планирует дальнейший рост добычи углеводородов двухзначными темпами. Добыча первых коммерческих объемов газа ожидается в начале 2013 г. Компания изменит план разработки Колвинского месторождения, что позволит и дальше наращивать объемы добычи, а снижение 2Р запасов составит лишь 5%, однако прогноз по добыче нефти озвучен не был. Более подробный операционный план на 2013 г. менеджмент намерен представить в январе. Мы нейтрально относимся к обращающимся бумагам эмитента.

Темы выпуска

- ▶ ЦБ РФ: цикл ужесточения завершен
- ▶ КБ Восточный Экспресс: без признаков дальнейшего ухудшения качества кредитов

ЦБ РФ: цикл ужесточения завершен

ЦБ сузил процентный коридор и снизил рублевую ставку по свопам

Вчера на заседании совета директоров по ставкам ЦБ принял решение о повышении на 25 б.п. ставки по депозитным операциям (до 4,5% с 4,25%, фикс.), а также о снижении на 25 б.п. ставки по рублевой части сделок "валютный своп" с Банком России (до 6,5% с 6,75% ранее). Параметры остальных инструментов ЦБ, в частности, ключевая ставка предоставления ликвидности от регулятора, а именно мин. ставка РЕПО с ЦБ (5,5%) не претерпели изменений.

Напомним, что после того, как в сентябре 2012 г. Банк России начал свой мини-цикл монетарного ужесточения, повышение только депозитных ставок еще долгое время рассматривалось нами как один из наиболее вероятных сценариев дальнейшей анти-инфляционной политики регулятора. Причем такую политику мы считали более щадящей, чем если бы ЦБ повысил все ставки. Как только в 3 кв. 2012 г. экономика стала демонстрировать признаки замедления, повышение только депозитных ставок, как нам казалось, выглядело более предпочтительным, поскольку увеличение еще и кредитных ставок в таких условиях, могло нанести существенный урон и без того неустойчивому состоянию экономики.

Процентный коридор ЦБ и динамика ставок денежного рынка



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

ЦБ повышает эффективность трансмиссионного механизма...

Таким образом, вчерашнее решение Банка России о повышении депозитной ставки трудно назвать совсем неожиданным. Однако теперь эту меру не стоит рассматривать как элемент ужесточения политики, поскольку в нынешних условиях, идя на такой шаг, ЦБ руководствовался несколько иными целями. Повышение только депозитных ставок на 25 б.п. позволило Банку России добиться сужения процентного коридора (разница между фикс. ставкой по депозитам с ЦБ и мин. аукционной ставкой РЕПО с ЦБ) до 1,0 п.п. против 1,25 п.п. ранее. А это отвечает среднесрочной цели по повышению эффективности трансмиссионного механизма монетарной политики, к чему ЦБ так стремился и о чем неоднократно заявлял в течение года.

... время для этого выбрано удачно

Время для такого решения выбрано удачно: ликвидность еще в дефиците, а масштабный приток госрасходов в конце декабря, скорее всего, уйдет на погашение огромной задолженности по РЕПО с ЦБ, так что повышение депозитной ставки сейчас уже не приведет к сокращению ликвидности и нейтрально для денежного рынка. Однако возможностей для его сокращения уже, на наш взгляд, почти не осталось: сейчас он на историческом минимуме 1,0 п.п. после поэтапного снижения с докризисных 3,25 п.п.

Снижение рублевой ставки по валютным свопам мы считаем также частью комплексных мер ЦБ, направленных на упорядочивание параметров своих инструментов различной срочности. Теперь рублевая ставка по свопам, составляющая 6,5% совпадает со ставкой по фикс. РЕПО с ЦБ, что "уплотняет" условную верхнюю границу стоимости рефинансирования регулятора.

Цикл ужесточения, скорее всего, уже завершен

Кроме того, мы неоднократно говорили о том, что текущие негативные тенденции в экономике уже в большей степени сигнализируют в пользу смягчения монетарной политики, нежели ее ужесточения. Таким образом, снижение ставки по свопам, которое призвано улучшить ситуацию с ликвидностью, больше соответствует реалиям рынка. По нашему мнению, это означает, что цикл ужесточения уже завершен. О чем также свидетельствует появление в пресс-релизе вновь фразы о "приемлемом уровне текущих ставок денежного рынка на ближайшее время".

Теоритически, снижение рублевой ставки по свопам на 0,25 п.п. до (6,5%) должно способствовать притоку рублевых средств через этот инструмент. Однако мы не ждем сильного позитивного эффекта от этой меры. В июне, когда ЦБ снижал эту ставку не на 0,25 п.п., а на 1,5 п.п. среднемесячный объем операций по свопам вырос с 45 млрд руб. в мае до 300 млрд руб. в рублевом эквиваленте (8,6 млрд долл. и 1,0 млрд евро), что по-прежнему не сопоставимо с объемами рефинансирования через РЕПО с ЦБ.

В центре внимания - расширение и усовершенствование инструментов рефинансирования

В целом, можно сказать, что сейчас ЦБ провел символическое смягчение политики, которое в нынешних условиях более востребовано рынком. Повышая привлекательность свопов ЦБ создает дополнительный источник средств для банков, что немаловажно в текущих условиях, когда мы видим серьезную угрозу исчерпания имеющегося залога для сделок РЕПО. Тем более, что потенциал депозитов Казначейства сейчас ограничен, поскольку ведомство предлагает ровно столько, сколько нужно для погашения, а вторые по популярности кредиты под нерыночные активы требуют залог и дороже свопов. Расширение и усовершенствование инструментов рефинансирования, частью которого является эта мера, будет наиболее актуальной задачей для ЦБ в ближайшие месяцы.

Для смягчения монетарной политики у ЦБ остается немного возможностей в ближайшие месяцы

Стабилизация инфляции, которая сейчас является одним из главных аргументов нейтральной позиции ЦБ в отношении ставок, вызывает у нас опасения. Мы не исключаем, что сейчас снижение темпов роста цен, в особенности на потребительские товары и услуги, уже может быть связано с сокращением внутреннего спроса на фоне замедления темпов роста зарплат и розничного товарооборота. А это говорит о негативных тенденциях в экономике и о необходимости ее стимулирования снижением ставок.

Однако, учитывая риторику пресс-релиза, Банк России, как мы полагаем, в ближайшее время оставит ставки неизменными. В дальнейшем компромиссом для Центробанка могут стать менее действенные решения, такие как продолжение снижения рублевой ставки по свопам (еще есть потенциал) или ослабление требований по нормам обязательного резервирования, при том что ключевые ставки, скорее всего, останутся неизменными.

КБ Восточный Экспресс: без признаков дальнейшего ухудшения качества кредитов

КБ Восточный Экспресс (Moody's: B1/Стабильный), 30-й по величине активов российский банк (по данным Интерфакса на 1 октября 2012 г., +4 ступени с начала года), опубликовал финансовые результаты за 9М 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Рост кредитного портфеля замедлился (с 30% во 2 кв. до 13% кв./кв.), однако по-прежнему опережает среднерыночный показатель (в 3 кв. розничное кредитование увеличилось на 9%). Чистая процентная маржа просела на 0,5 п.п. до 16,8%, вернувшись к уровню 2011 г. Допэмиссия акций, зарегистрированная ЦБ 1 ноября, позволила несколько улучшить ситуацию с достаточностью капитала (показатель Н1 на 1 ноября 2012 г. составил 12,88%).

Ключевые финансовые показатели КБ Восточный Экспресс

В млн руб., если не указано иное	30 сент. 2012	30 июня 2012	изм.
Активы, в т.ч.	190 767	170 470	+12%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	165 790	147 149	+13%
розничные	163 758	143 644	+14%
корпоративные	2 031	3 505	-42%
NPL 90+/Кредитный портфель	8,1%	6,8%	+1,3 п.п.
Вложения в ценные бумаги	9 029	9 075	0%
Выпущенные долговые бумаги	8 123	5 103	+59%
Депозиты клиентов	122 852	103 995	+18%
Собственный капитал	21 592	20 261	+7%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	13,0%	13,5%	-0,5 п.п.
Чистая процентная маржа	16,8%	17,3%	-0,5 п.п.
В млн руб., если не указано иное	9 М 2012	2011	изм.
Чистый процентный доход до резервов	18 768	17 410	+8%
Чистый комиссионный доход	-55	55	-
Операционные доходы	12 821	14 039	-9%
Чистая прибыль	4 155	4 605	-10%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Экспансия кредитования замедлилась, но по-прежнему опережает рынок

Кредитная экспансия по-прежнему происходит в рознице (+14% до 163,8 млрд руб.), в то время как объем корпоративных кредитов снизился с 3,5 млрд руб. до 2 млрд руб. Доля розницы увеличилась до 98,8% от всего кредитного портфеля. Структура портфеля за квартал не претерпела существенных изменений: так, доля потребительских кредитов (кредитов наличными) осталась на уровне 53%. Наибольший прирост продемонстрировали автокредиты (+28% до 12,5 млрд руб.) и кредиты МСБ, учитываемые в розничном сегменте (+23% до 12,9 млрд руб.).

Признаков дальнейшего ухудшения качества кредитов не наблюдается

Объем розничных кредитов с просрочкой и/или с признаками обесценения продолжил рост темпами, опережающими прирост кредитования (+21% против 14%), при этом, как мы и ожидали, за счет вызревания NPL 1-90 заметно увеличился показатель NPL 90+ (на 38% до 12,75 млрд руб.), его отношение к портфелю увеличилось с 6,4% во 2 кв. до 7,8%. Наибольшее повышение NPL 90+ произошло в сегменте кредитных карт (+75% до 3,86 млрд руб., или 9,25% от кредитов сегмента). Судя по изменению в резервах, продажа кредитов с баланса банка не осуществлялась в 3 кв. в отличие от предыдущего квартала. В ноябре банком была одобрена продажа пула плохих кредитов в объеме 1,3 млрд руб. (NPL 360+) по цене 4,5% от номинала (сумма сделки 57,8 млн руб.). Из-за снижения кредитования в корпоративном сегменте показатель NPL 90+ вырос с 21% до 36% от всех кредитов сегмента. В то же время показатель NPL 1-90 увеличился лишь на 9,5% (заметно отстав от динамики портфеля), что свидетельствует об отсутствии признаков дальнейшего ухудшения качества кредитов.

Объем формируемых резервов вырос на 40% до 10,6 млрд руб., что составляет 6,4% (+1,2 п.п.

по сравнению с 1П 2012 г.) от всего портфеля и на 79% покрывает показатель NPL 90+. Важно отметить, что розничный кредитный портфель банка сформирован не только за счет собственных (156,5 млрд руб.), но и приобретенных кредитов (7,2 млрд руб.), которые были выкуплены с дисконтом. На балансе они отражаются по цене их покупки, а не по размеру прав требований к ним. В случае если будущие потери по кредиту оцениваются ниже дисконта, то резервы не создаются, именно этим объясняется невысокий уровень покрытия NPL 90+ (27% по купленному портфелю), в то время как показатель покрытия по собственному портфелю составил 87% (что на 4 п.п. ниже, чем в предыдущем квартале). По нашему мнению, норму резервирования по собственным кредитам нельзя назвать высокой: резервы покрывают просрочку лишь на 47%.

Произошло сокращение задолженности перед ЦБ РФ

В 3 кв. 2012 г. размер портфеля ценных бумаг не изменился (9 млрд руб.), при этом объем бумаг, заложенных в ЦБ РФ для получения овердрафта, составил 1 млрд руб. На отчетную дату банк почти не имел задолженность по РЕПО. Размер денежных средств в 3 кв. 2012 г. увеличился на 3,4 млрд руб. до 17,9 млрд руб. Об улучшении ликвидной позиции свидетельствует и снижение задолженности перед ЦБ РФ под поручительства с 2,5 млрд руб. во 2 кв. до 1,5 млрд руб.

Приток клиентских средств опередил инвестиции в кредитование

Приток клиентских средств (+18,1 млрд руб.), являющихся основным источником фондирования (с долей в обязательствах 90%), оказался больше инвестиций в рост кредитного портфеля (+16 млрд руб.). Помимо использования накопленной прибыли (+1,3 млрд руб.) банк также в августе разместил рублевые БО-4 номиналом 3 млрд руб. со ставкой купона 11% годовых к годовой оферте. Отношение Кредиты/Клиентские средства остается консервативным на уровне 1,02х. Доля депозитов физлиц в клиентских средствах почти не изменилась, составив 74%. Объем вложений 10 крупнейших вкладчиков составляет 10 млрд руб., или 6,6% от всех клиентских средств.

Допэмиссия акций повысила достаточность капитала

На фоне роста кредитования в 3 кв. 2012 г., а также относительно высокого уровня отчисления в резервы коэффициент общей достаточности капитала снизился с 13,5% до 13,0%, при этом показатель Н1 сократился с 11,11% на 1 июля 2012 г. до 10,7% на 1 октября 2012 г. 1 ноября ЦБ РФ зарегистрировал отчет об итогах допэмиссии акций банка в пользу фонда Russia Partners (в результате сделки уставный капитал увеличился на 18% до 871 млн руб.), что привело к росту показателя Н1 до 12,88%. По нашим оценкам, формирование резервов до полного покрытия NPL 90+ по портфелю собственных кредитов привело бы к снижению Н1 на 1 п.п., что, однако, исходя из текущего значения, не выглядит критичным. Тем не менее, в следующем году банку может вновь потребоваться докапитализация и/или заметное снижение кредитной экспансии в свете предстоящего повышения коэффициентов риска (запланированного на середину 2013 г.).

Ориентир по новым облигациям банка выглядит интересным

Обращающиеся выпуски Восточного Экспресса имеют низкую ликвидность, что характерно для банков далеко за пределами первого эшелона. Годовые БО-4 котируются с УТР 10,7% (=ОФЗ + 445 б.п.), что, по нашему мнению, не в полной мере отражает кредитные риски. В настоящий момент в маркетинге находится выпуск БО-10 номиналом 3 млрд руб. с ориентиром УТР 12,36-12,89% к 2-летней оферте (=ОФЗ + 590-643 б.п.), который предполагает премию к рынку не менее 100 б.п. Мы считаем новый выпуск Восточного Экспресса неплохим выбором среди бумаг банков из ТОП-30, специализирующихся на высокодоходных сегментах розничного кредитования. Бумаги удовлетворяют требованиям для включения в список РЕПО ЦБ (в настоящий момент все обращающиеся выпуски находятся в этом списке).

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	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский Никель	Uranium One

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Темпы роста ВВП в 3 кв. опустились ниже 3%

Платежный баланс

По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.

Инфляция

Инфляция: сюрпризы октября

Валютный рынок

Сделка Роснефти по покупке ТНК-ВР не должна оказать существенного влияния на курс рубля до конца 1П 2013 г.

Монетарная политика ЦБ

Как мы и ожидали, ЦБ оставил ставки без изменений второй месяц подряд

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

Промышленность

Промышленный энтузиазм на исходе

Внешняя торговля

Внешняя торговля: динамика импорта указывает на риски экономики

Ликвидность

РЕПО в корзине

ЦБ рассматривает возможность удлинения срока рефинансирования

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Бюджет поддержит ликвидность в ноябре

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	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

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

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
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Леонид Берещанский		(+7 495) 721 9900 доб. 5482

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.