



7 мая 2015 г.

## Мировые рынки

### Глава ФРС задает "медвежий" настроения на рынках акций

Динамика на финансовых рынках вчера не изменилась: американские акции просели на 0,5%, доходности 10-летних UST прибавили 4 б.п. до YTM 2,24%. "Медвежим" настроениям на рынках способствует заявление Дж. Йеллен о том, что текущее ценообразование на рынках акций в целом выглядит слишком высоким. Отчет ADP по рынку труда за апрель оказался слабым (согласно ему, payrolls составили всего 169 тыс. - заметно ниже консенсус-прогноза 205 тыс.), что указывает на отсутствие улучшения ситуации с занятостью (полный отчет выйдет завтра).

Суверенные евробонды РФ вчера продемонстрировали ценовой рост (на 0,5-0,7 п.п. по выпускам Russia 42, 43), что, скорее всего, стало реакцией на повышение котировок нефти (вчера Brent превышала отметку 69 долл./барр.). Мы считаем, что суверенные бонды РФ выглядят дорого, котируясь с премией всего 40 б.п. к госбумагам Бразилии. Новые покупки со стороны локальных банков ограничиваются, прежде всего, ужесточением лимитов, а также повышенной ставкой по валютному РЕПО ЦБ (минимальная ставка по годовым средствам составляет 3,2% годовых, что уже не предполагает большой маржи в carry-trade по коротким и среднесрочным бумагам).

## ЭКОНОМИКА

Укрепление рубля "съело" инфляцию. См. стр. 2

## РЫНОК ОФЗ

### Аукционы ОФЗ: премия позволила разместить плавающие ОФЗ в полном объеме

На вчерашних аукционах Минфину удалось реализовать весь предложенный объем 25 млрд руб. Доходность ОФЗ 26216 по цене отсечения составила YTM 10,78%, что соответствует котировкам вторичного рынка за день до аукциона. Средневзвешенная доходность удовлетворенных заявок оказалась заметно ниже YTM 10,69%, что свидетельствует о наличии ожиданий дальнейшего снижения доходностей, которые поддерживаются укреплением рубля (доллар вчера опустился ниже 50 руб.) благодаря сильному росту цен на нефть. Мы считаем, что в сравнении с длинным госбумагами (26207), которые вчера ушли вниз по доходности на 15-20 б.п. до YTM 10,2-10,3%, размещенные ОФЗ 26216 выглядят недооцененными. Мы отмечаем, что ценообразование госбумаг в настоящий момент определяется главным образом динамикой курса рубля (см. подробнее специальный отчет "Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?" от 9 апреля): так, снижение длинных ОФЗ в область однозначных доходностей с большой вероятностью произойдет, если рубль к концу года не превысит 55 руб./долл. Как следствие, мы рекомендуем хеджировать длинные позиции в ОФЗ короткими позициями по рублю (покупкой форвардов/фьючерсов и/или покупкой call-опционов на доллар).

Несмотря на почти 3-кратное превышение спроса над предложением, выпуск 29006 с плавающим купоном удалось разместить в полном объеме, лишь предложив заметную премию к рынку: цена отсечения была установлена на уровне 95,06%, а средневзвешенная цена составила 96,6%, тогда как последние сделки до аукциона проходили выше номинала. Объем заявок по цене выше 99% составил всего 1,1 млрд руб. Исходя из индикативных котировок 10-летних IRS, выпуск 29006 по средневзвешенной цене аукциона соответствует фиксированной доходности 11,6-11,8%, что предполагает премию 140 б.п. к кривой классических ОФЗ. Рост котировок 29006 до 102% от номинала нивелирует эту премию. Отметим, что хеджирование 29006 с помощью IRS (с учетом разницы 3M MosPrime - 6M OIS) позволяет получить лишь грубую оценку фиксированной доходности (точная оценка невозможна из-за отсутствия соответствующих производных инструментов).

## РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

### Банк Русский Стандарт: реализация кредитного риска образовала дефицит капитала. См. стр. 2

Результаты деятельности БРС (В/В2/В) по МСФО за 2014 г., по нашему мнению, являются одними из самых слабых среди других розничных банков, опубликовавших свою отчетность. Есть повышенный риск срабатывания loss absorption по субордам RUSB 20, 24 (номиналом 550 млн долл.), которые котируются сейчас в пределах 61-66% от номинала (этот дисконт уже учитывает существующий дефицит капитала). В то же время мы не ожидаем банкротства банка, как следствие, в рамках высоко рискованной спекулятивной стратегии может представлять интерес покупка коротких RUSB 15, 16 (без loss absorption) с YTM > 15%.

## Укрепление рубля "съело" инфляцию

**Масштаб падения инфляции в апреле превзошел ожидания**

По данным Росстата, инфляция в апреле резко снизилась - с 1,2% до 0,5% м./м., причем масштаб ее сокращения превзошел ожидания. На фоне такой благоприятной динамики годовой показатель инфляции перестал расти и опустился до 16,4% после 16,9% г./г. в марте. Значительнее всего упала продовольственная инфляция - до 0,3% (против 1,6% в марте) и инфляция услуг - до 0% (против 0,3% в марте), в меньшей степени, непродовольственная - до 0,9% (против 1,4% месяцем ранее).

Основной вклад в снижение инфляции внесло значительное падение цен на плодоовощную продукцию (-3,7% против +1,2% в марте), которое, судя по всему, уже носит не только коррекционный характер, но также отражает и влияние укрепления рубля.

**По новым данным, цены отдельных товаров и услуг отреагировали сильным снижением на ослабление рубля последних 3 месяцев**

В целом, мы обращаем внимание, что, исходя из новых данных, изменить инфляционный тренд позволила неожиданно сильная реакция цен отдельных товаров и услуг на внушительное укрепление рубля, наблюдаемое уже на протяжении 3 месяцев. Хотя многие категории (в основном непродовольственные товары) еще по инерции находятся под давлением случившейся в конце 2014 г. и январе 2015 г. девальвации, падение цен по другим позициям явно указывает на то, что укрепления рубля последних месяцев оказалось достаточно для сильного анти-инфляционного эффекта.

В сегменте услуг мы отмечаем на все более выраженное замедление темпов роста цен услуг пассажирского транспорта (0,3% против 0,6% в марте) и более резкое падение стоимости зарубежного туризма (-5,2% против -2,1% в марте), а это те категории, которые, по нашим наблюдениям, наиболее быстро и сильно реагируют на колебания курса рубля.

**Мы ожидаем продолжения такой позитивной тенденции...**

В непродовольственном секторе повышенный инфляционный фон сохраняется лишь в сегменте одежды, обуви, товаров повседневного пользования (например, бытовой химии). Но цены на электронику и технику либо растут медленнее, либо начали снижаться, в чем уже прослеживается влияние укрепления рубля в марте-апреле.

Поскольку курс рубля не спешит корректироваться в сторону ослабления, поддерживаемый теперь в том числе и гораздо более позитивной динамикой цен на нефть, мы ожидаем, что сокращение стоимости основных услуг продолжится, более выраженным должен стать анти-инфляционный эффект и в непродовольственном сегменте. Это должно обеспечить дальнейшее снижение инфляции год к году и более оптимистичный сценарий инфляции на конец 2015 г.

**... и планируем значительно снизить прогноз по инфляции и ключевой ставке на конец 2015 г.**

Наша прежняя оценка по инфляции (13,5% в 2015 г.) была основана на более негативном прогнозе курса рубля, который не предполагал случившуюся волну укрепления рубля в последние месяцы. Мы ставим годовой прогноз по инфляции на пересмотр и ожидаем его существенного снижения в ближайшее время.

Новый сценарий предполагает высокую вероятность более 100 б.п. снижения ключевой ставки 15 июня. Кроме того, теперь мы ожидаем более значительного сокращения Центральным банком ключевой ставки до конца года (прежний прогноз до 11%) и планируем пересмотреть данный прогноз вместе с корректировкой оценки инфляции в ближайшее время.

**Мария Помельникова**

maria.pomelnikova@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

## Банк Русский Стандарт: реализация кредитного риска образовала дефицит капитала

**Один из самых слабых результатов в сегменте**

Результаты деятельности БРС (В/В2/В) по МСФО за 2014 г., по нашему мнению, являются одними из самых слабых среди других розничных банков, опубликовавших свою отчетность. Банк получил убыток (15,9 млрд руб.) против прибыли в 2013 г. (2 млрд руб.), при этом во 2П 2014 г. убыток составил 11,1 млрд руб. Основной причиной убытка является почти 2-кратный

рост отчислений в резервы (с 28,5 млрд руб. в 2013 г. до 44,1 млрд руб.) для покрытия плохих кредитов. Также произошло сокращение и чистого процентного дохода (с 51 млрд руб. до 44,7 млрд руб.), несмотря на то, что общий объем процентных активов не снизился.

### Ключевые финансовые показатели БРС

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2014	30 июня 2014	изм.
Активы, в т.ч.	411,1	365,9	+12%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	232,3	256,2	-9%
розничные	220,7	248,5	-11%
корпоративные	11,6	7,7	+51%
Кредитный портфель (нетто)	190,0	215,1	-12%
NPL /Кредитный портфель*	35%	20%	+15 п.п.
Средства клиентов	171,3	180,5	-5%
Собственный капитал	16,1	28,9	-44%
В млрд руб., если не указано иное	2П 2014	1П 2014	изм.
Чистый процентный доход до резервов	19,2	25,5	-25%
Чистый комиссионный доход	3,1	0,12	+26x
Убыток до налогообложения	-11,5	-5,9	+1,9x
Чистый убыток	-11,1	-4,8	+2,3x

\*Включая списания

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Инвестиции в ценные бумаги съели процентную маржу**

Давление на процентную маржу оказал существенный прирост портфеля ценных бумаг (на 85 млрд руб. до 136,7 млрд руб.), фондируемый главным образом за счет РЕПО с ЦБ, большая часть которого была переведена в инвестиционный портфель с удержанием до погашения (повидимому, чтобы избежать негативной переоценки).

**Качество кредитного портфеля остается низким**

Кредитный портфель сократился в 2014 г. на 18,6% до 232,3 млрд руб., что произошло во всех сегментах: кредитные карты -14,3% до 154,6 млрд руб., кредиты наличными -50,8% до 30,8 млрд руб., потребительские кредиты -29% до 18,8 млрд руб. Сокращение портфеля (на 53 млрд руб.) является следствием произведенных списаний/продажи плохих кредитов (42,4 млрд руб.) и низкого уровня одобрения новых заявок. Качество кредитов остается низким (наблюдающееся в целом в сегменте необеспеченного розничного кредитования): так, показатель NPL 90+ в сумме со списаниями вырос до 35% (против 12,9% в 2013 г. и 6% в 2012 г.). Кроме того, реструктурированные кредиты увеличились с 1,8 млрд руб. в 2013 г. и с 7,1 млрд руб. в 1П 2014 г. до 14,4 млрд руб. Отметим, что NPL 90+ в сумме с новыми реструктурированными кредитами (53,4 млрд руб.) не полностью покрываются резервами (42 млрд руб.).

**Убыток уполовинил капитал 1-го уровня**

Вследствие убытка капитал 1-го уровня снизился почти в два раза (с 29,7 млрд руб. до 12,9 млрд руб.), что, по нашим оценкам, транслируется в снижение достаточности капитала на 5 п.п. На 1П 2014 г. показатель Н1.2 по РСБУ находился на уровне 6,9% (при минимуме 5,5%), это означает, что к концу 2014 г. у банка образовался дефицит капитала. При этом мы считаем, что кредитный риск продолжит реализовываться (по РСБУ в январе-марте 2015 г. просрочка выросла на 47%). Как следствие, есть повышенный риск срабатывания loss absorption по субордам RUSB 20, 24 (номиналом 550 млн долл.), которые котируются сейчас в пределах 61-66% от номинала (этот дисконт уже учитывает существующий дефицит капитала). В то же время мы не ожидаем банкротства банка (ликвидная позиция является комфортной), как следствие, в рамках высоко рискованной спекулятивной стратегии может представлять интерес покупка коротких RUSB 15, 16 (без loss absorption) с YTM > 15%.

**Есть признаки дальнейшей реализации кредитного риска и срабатывания loss absorption по субордам**

**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

Население включило режим экономии

### Платежный баланс

Платежный баланс: какие сюрпризы ждать от рубля?

### Инфляция

Инфляция: пик пройден?

### Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

### Ликвидность

Минфину и ЦБ поручено разработать механизм рефинансирования банков под залог кредитов регионам

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ взял курс на снижение ставки?

### Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

### Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

### Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

### Банковский сектор

Кредитование на паузе. Валюта ушла с погашением долга

Размещение плавающих ОФЗ: или солидная премия, или ожидания по агрессивному снижению ставок

ЦБ включает антикризисные механизмы



# #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
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

### 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	ФК Открытие	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



# #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
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

### 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
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.