



7 сентября 2016 г.

## Мировые рынки

### Мнения по монетарной политике расходятся

Вчерашнее заявление Дж. Уильямса, главы ФРБ Сан-Франциско (не голосует на FOMC), о том, что повысить ключевую ставку требуется уже в ближайшее время (экономика близка к состоянию полного восстановления с момента предыдущего кризиса, и уже сейчас надо формировать запас над нулевой ставкой на случай следующего кризиса), повышает неопределенность относительно итога следующего заседания (20-21 сентября). Однако не в пользу повышения ставки в сентябре (вероятность события снизилась за неделю с 32% до 24%) выступают опубликованный вчера индекс ISM Non-Mfg за август (хуже ожиданий) и недавно вышедшие payrolls. Доходность 10-летних UST вчера опустилась на 6 б.п. до YTM 1,54%. Суверенные бонды РФ (Russia 42, 43) прибавили 1 п.п.

## Валютный и денежный рынок

### После депозитного аукциона ЦБ в системе осталась избыточная ликвидность

Вчерашний депозитный аукцион ЦБ завершился почти 2,5-кратным переспросом (банки предложили к размещению 483 млрд руб. против 190 млрд руб. лимита). Средневзвешенная ставка по итогам аукциона составила 10,36% годовых (при макс. ставке аукциона 10,5%), при этом количество участников возросло почти в 2 раза (до 138 банков). По-видимому, появление такого большого избытка ликвидности в системе регулятор не ожидал (иначе он бы увеличил лимит, а не снизил его). Так, согласно данным ЦБ РФ, со среды прошлой недели приток бюджетных средств в систему составил всего 335 млрд руб., который, возможно, частично осел на депозитах ЦБ РФ по фиксированной ставке (137 млрд руб.). Мы не исключаем, что с учетом такого большого избытка ликвидности (после аукциона осталось 293 млрд руб.), которая может привести к падению RUONIA значительно ниже ключевой ставки, ЦБ в ближайшие дни придется проводить депозитные операции тонкой настройки на срок меньше недели (чтобы все-таки изъять избыток из системы). По нашему мнению, такое резкое увеличение числа банков, располагающих избыточной ликвидностью, обусловлено главным образом тратами бюджетных средств (ранее пришедших) их прямыми получателями, тогда как перераспределения ликвидности через канал МБК не происходит, и этот эффект будет только усиливаться к концу года (сезонность). В связи с этим мы считаем, что депозитные аукционы станут регулярными, а их объем будет увеличиваться (из-за сезонного повышения расходования бюджета ближе к концу года).

## Рынок корпоративных облигаций

Тинькофф Банк: стабилизация кредитного риска позволила нарастить прибыльность. См. стр. 2

## Рынок ОФЗ

### Аукционы: ждем высокий спрос, размещение без премий

Сегодня Минфин проводит размещение двух выпусков: 24018 с плавающей ставкой и длинного 29219 с фиксированной ставкой в объемах 10,7 млрд руб. и 5 млрд руб., соответственно. За неделю, прошедшую с прошлого аукциона, доходности вдоль всей кривой снизились на 10-25 б.п., при этом лучше остальных выглядели среднесрочные выпуски (так, доходность ОФЗ 26216 опустилась до YTM 8,58%). Сделки в длинных выпусках 29219, 26207, 26212 проходят ниже YTM 8,1%. В пользу покупок ОФЗ выступает не только внешний (бегство от нулевых ставок), но и внутренний фактор: низкое первичное предложение и избыточная ликвидность (исходя из результата вчерашнего депозитного аукциона, ее объем составляет в системе почти 300 млрд руб.). В этой связи мы ожидаем высокий спрос на 29219 на уровне YTM 8,1% (по цене 98,7% от номинала). Лучшей ему альтернативой является 26218 с YTM 8,2%.

Фиксированную доходность выпуска 24018 мы оцениваем на уровне 9% (с учетом положительного эффекта от 6-месячного лага в привязке купона к 6M RUONIA), рекомендуем участвовать по цене 101,9-102% от номинала. Также нам нравится 29011 (с фикс. доходностью 8,8%), который, по нашему мнению, позволит получить текущую доходность в следующие 12 мес. выше, чем классические ОФЗ с близким сроком до погашения (за счет консервативной монетарной политики и низкого предложения плавающих бумаг).

## Тинькофф Банк: стабилизация кредитного риска позволила нарастить прибыльность

Тинькофф Банк (-/B2/B+) опубликовал отчетность по МСФО за 2 кв. 2016 г., согласно которой банк сохранил позитивную динамику 1 кв.: чистая прибыль выросла на 33% до 2,53 млрд руб. (это соответствует возврату на капитал 41,5%, наибольший показатель среди банков РФ), что стало следствием снижения отчислений в резервы (на 22%, стоимость риска составила 7,7% против 10,4% в 1 кв.) и повышения доходности кредитного портфеля (на 70 б.п. до 44,5%), при этом чистая процентная маржа расширилась на 80 б.п. до 29,6%.

Качество кредитного портфеля не ухудшилось: показатель NPL 90+ (с учетом кредитов, по которым ведутся судебные иски) незначительно вырос на 160 млн руб. до 12 млрд руб. (~10,8% портфеля), при этом списано было меньше плохих кредитов, чем в 1 кв. (2 млрд руб. против 3,6 млрд руб.). Также на стабилизацию кредитного риска указывает показатель NPL 1-90 дней (не изменился кв./кв.).

Во 2 кв. кредитный портфель увеличился на 6,6 млрд руб. (+5,9% кв./кв.) за счет кредитных карт с лимитом более 60 тыс. руб. (их число выросло на 100 тыс., или на 11%). Уровень одобрения заявок повысился до 25% (с 15% в прошлом году). Менеджмент обуславливает такую динамику увеличением лимитов старым клиентам с хорошей кредитной историей.

Дивиденды, выплаченные в объеме 2 млрд руб., и амортизация суборда оказали давление на достаточность общего капитала (она снизилась на 50 б.п. до 17,2% на основе МСФО и 90 б.п. до 11,2% на основе РСБУ по Базель III). На 1 августа Н1.0 опустился до 10,53% (по-видимому, выдача новых кредитов осуществляется по повышенной процентной ставке), что соответствует невысокому запасу капитала: он позволяет абсорбировать чистый убыток в размере 4,6 млрд руб., или 5% портфеля.

В рамках высокорисковой стратегии лучшей альтернативой бондам АКВНС 18 (112% от номинала, YTM 6,5%) является выпуск RUSB 16 (старый суборд по цене 94,5% с погашением в декабре 2016 г.). Для более консервативных инвесторов мы рекомендуем старый суборд HCFBRU 20 (YTM 8,7%).

**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

Розничные продажи в мае - потребители продолжают экономить

Восстановление промышленности застопорилось

После хорошего первого квартала экономика сбавила обороты

### Рынок облигаций

ЦБ РФ ожидает дальнейшее снижение доходностей (= большой избыток ликвидности)

Размещение евробондов РФ затянулось на день

Замещение евробондов ОФЗ почти не отразится на ставках

Продажа ОФЗ из портфеля ЦБ РФ: попытка сдержать давление бюджета на ставки

### Банковский сектор

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями

Погашение валютного долга банков перед ЦБ не сопровождается снижением валютных активов

В отличие от валютной, рублевая ликвидность не полностью абсорбируется

### Инфляция

В начале июня инфляция снизилась до 0%

В мае инфляция м./м. с исключением сезонности достигла локального минимума

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ возобновил цикл снижения ставок, однако спешить он не будет

### Ликвидность

Вливания из бюджета в конце марта пока не попали на денежный рынок

Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности

### Валютный рынок

В банковской системе возник избыток ликвидности, несмотря на налоги

В 1 кв. корпоративному сектору удалось полностью рефинансировать свой долг

Платежный баланс за 1 кв. предполагает более слабый рубль

Роснефть поддержала курс рубля своей экспортной выручкой

### Бюджетная политика

Увеличение предложения ОФЗ - почти неизбежно, но не в этом году



# #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
Газпром	Роснефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

### Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

### Транспорт

Совкомфлот

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	Тинькофф Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	Сбербанк	



# #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
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупаева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

### 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
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
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.