



14 декабря 2015 г.

Мировые рынки

Предновогодние распродажи

В преддверии ожидаемого повышения ключевой ставки ФРС США в среду (фьючерсы указывают на 74%-ную вероятность события) инвесторы в пятницу избавлялись от рискованных активов: большинство мировых индексов акций упало в среднем на 2%, что снизило капитализацию мировых рынков акций примерно на 1 триллион долларов. Индекс сырьевых товаров Bloomberg Commodity Index на прошлой неделе упал ниже 80 пунктов, впервые с 1999 г., а сводный индекс акций развивающихся рынков MSCI Emerging Markets достиг минимального значения с 2009 г. Национальный Банк Китая в пятницу заявил о намерении отвязать курс юаня от доллара и ввел новый индекс, в котором юань оценивается относительно корзины из 13 мировых валют, что можно расценивать как сигнал о продолжении снижения курса юаня к доллару. Это по-прежнему оказывает давление на азиатские рынки в понедельник утром, но фьючерсы на европейские и американские индексы находятся в незначительном плюсе, а доходность 10-летних UST выросла на 5 б.п. до 2,18%.

На прошлой неделе цены на нефть Brent опустились ниже 38 долл./барр. на фоне сохраняющего переизбытка предложения на рынке нефти. Основной причиной снижения цен стала нерешительность ОПЕК, которая по итогам заседания 4 декабря сделала заявление, что продолжит добывать нефть в нынешних объемах, и страны-члены организации не пришли к единому мнению относительно квот. У рынка складывается впечатление, что страны ОПЕК никак не ограничены, и каждый может действовать на свое усмотрение, что в итоге может означать сохранение переизбытка нефти из-за роста предложения со стороны организации. Действительно с начала года по ноябрь добыча стран-членов ОПЕК выросла на 1,7 млн барр./сутки. Это мнение подтвердил на прошлой неделе и доклад Международного энергетического агентства (МЭА), по данным которого рынок останется перенасыщенным, по крайней мере, до конца 2016 г., в том числе из-за высокого предложения от ОПЕК. Кроме этого, давление на котировки оказывают заявления Ирана о готовности продавать нефть по ценам ниже 30 долл./барр., ожидания рынка по отмене запрета на экспорт сырой нефти в США и возможное решение ФРС по повышению ставки, которое должно привести к укреплению американской валюты, в которой торгуется нефть.

Валютный и денежный рынок

Итоги заседания по ставке: ЦБ демонстрирует последовательность решений. См. стр. 2

Решение ЦБ оставить ставку неизменной на уровне 11% для нас было полностью ожидаемым, принимая во внимание повышение инфляционных рисков и сложившийся перед заседанием Банка России неблагоприятный фон из-за введения санкций против Турции и ускорения снижения рубля ввиду падения цен на нефть. Нельзя не отметить, что ЦБ сохранил фразу о готовности снижения ключевой ставки "на ближайших заседаниях". Как уточнил Банк России, имеется в виду 3 ближайших заседания, но только если фактическая инфляция будет соответствовать прогнозируемой траектории. Уже сейчас она у верхней границы прогноза ЦБ (ближе к 13% на конец 2015 г., по словам Э. Набиуллиной). По мнению ЦБ, сейчас цены на нефть находятся между базовым и рискованным сценариями, и вероятность их сохранения на низком уровне возросла. Помимо других внешних рисков, мы полагаем, что определяющим фактором для ЦБ в ближайшее время будут оставаться инфляционные ожидания. Если они не снизятся, то теперь даже в 2016 г. снижение ключевой ставки будет находиться под вопросом.

Рынок корпоративных облигаций

ПСБ: убыточность компенсируется вливаниями в капитал. См. стр. 2

Промсвязьбанк (ВВ-/Ва3/-) опубликовал отчетность по МСФО за 3 кв. 2015 г., которую мы оцениваем негативно: был получен чистый убыток в размере 2,9 млрд руб. (на 100 млн руб. больше чем во 2 кв., что стало следствием повышенных отчислений в резервы (11,6 млрд руб. против 10,7 млрд руб. во 2 кв.), которые превышают чистый процентный доход в сумме с чистым комиссионным доходом. В сравнении с удешевлением фондирования (на 80 б.п. до 7,4% годовых) восстановление чистой процентной маржи оказалось весьма умеренным - на 20 б.п. до 3,2%, что остается существенно ниже стоимости риска (5,2%). В настоящий момент мы не видим торговых идей в субординированных евробондах банков за пределами 1-го эшелона: их доходности сильно снизились, а улучшения кредитного качества нет, вероятность списания в перспективе 1-2 лет остается повышенной, особенно при текущих ценах на нефть.

Итоги заседания по ставке: ЦБ демонстрирует последовательность решений

Решение ЦБ оставить ставку неизменной на уровне 11% для нас было полностью ожидаемым, принимая во внимание повышение инфляционных рисков и сложившийся перед заседанием Банка России неблагоприятный фон из-за введения санкций против Турции и ускорения снижения рубля ввиду падения цен на нефть. Нельзя не отметить, что ЦБ сохранил фразу о готовности снижения ключевой ставки "на ближайших заседаниях". Как уточнил Банк России, имеется в виду 3 ближайших заседания, но только если фактическая инфляция будет соответствовать прогнозируемой траектории. Между тем, для этого сценария есть ряд рисков.

Во-первых, ЦБ обращает внимание, что текущая динамика инфляции хуже целевого прогноза ЦБ. Как отметила Э. Набиуллина, на конец 2015 г. инфляция будет у верхней границы прогноза ЦБ (13%). Во-вторых, намечилось улучшение экономической ситуации, хотя ЦБ поясняет, что текущей активизации промышленности и инвестиционной деятельности недостаточно для выхода на устойчивый восстановительный тренд. В третьих, цена на нефть, как признает ЦБ, теперь находится между базовым и рискованным сценариями, и вероятность ее сохранения на уровнях негативного прогноза повысилась. А в рискованном сценарии ЦБ оценивает падение ВВП на 2-3% и указывает на возможную необходимость дополнительных мер ЦБ для финстабильности (включая и валютные операции). Наконец, ЦБ констатирует возобновившееся в ноябре повышение инфляционных ожиданий, тогда как, по оценкам регулятора, они должны были перейти к снижению. Мы полагаем, что на фоне прогнозируемого резкого сокращения инфляции в 1 кв. 2016 г. за счет статистического эффекта высокой базы определяющим фактором для решения ЦБ по ставкам останется именно уровень инфляционных ожиданий.

Даже если находящиеся сейчас в центре внимания проинфляционные риски от ожидаемого повышения ставки в США, санкций против Турции, бюджетной политики и низких цен на нефть не создадут сильного прямого воздействия на инфляцию, они могут поддерживать инфляционные ожидания как населения (в первую очередь), так и производителей на повышенном уровне, что чревато изменением среднесрочной траектории инфляции. ЦБ прогнозирует, что после снижения фактической инфляции (до менее 10% в январе, до 7,5%-8% в 1 кв. 2016 г. и 5,5-6,5% на конец 2016 г.) должна произойти перемена в инфляционных ожиданиях. Опасения ЦБ в том, что этот переход может растянуться во времени и быть не таким резким, как заложено в текущем прогнозе. На наш взгляд, если улучшения динамики инфляционных ожиданий не произойдет в начале 2016 г., то теперь даже в этот период сценарий снижения ключевой ставки будет находиться под вопросом.

Мария Помельникова

maria.pomelnikova@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

ПСБ: убыточность компенсируется вливаниями в капитал

Стоимость риска не дает выбраться из убытка...

Промсвязьбанк (ВВ-/Ва3/-) опубликовал отчетность по МСФО за 3 кв. 2015 г., которую мы оцениваем негативно: был получен чистый убыток в размере 2,9 млрд руб. (на 100 млн руб. больше чем во 2 кв., что стало следствием повышенных отчислений в резервы (11,6 млрд руб. против 10,7 млрд руб. во 2 кв.), которые превышают чистый процентный доход в сумме с чистым комиссионным доходом. В сравнении с удешевлением фондирования (на 80 б.п. до 7,4% годовых) восстановление чистой процентной маржи оказалось весьма умеренным - на 20 б.п. до 3,2%, что остается существенно ниже стоимости риска (5,2%).

... который вместе с ослаблением рубля оказал давление на капитал

Переоценка инвестиций, имеющихся в наличии для продажи, позволила получить совокупный убыток (то что влияет на капитал) на 1 млрд руб. меньше чистого убытка. Убыток, а также рост RWA (на 13,5%), вызванный обесценением рубля в 3 кв. (на 19%), привели к падению достаточности капитала 1-го уровня на 1,93 п.п. до 7,41% (на основе МСФО по Базель 3). Достаточность общего капитала, напротив, возросла на 1 п.п. до 15,53%, что стало следствием осуществленной АСВ в августе докапитализации (+29,9 млрд руб. в капитал 2-го

уровня) в обмен на ОФЗ. В ноябре основной акционер Promsvyaz Capital B.V. внес в капитал 15,7 млрд руб. в форме земельных участков в Московской области. Это позволит, по нашим оценкам, повысить достаточность капитала 1-го уровня на 1,5 п.п. при прочих равных условиях. По нашему мнению, запаса капитала хватит банку до 2017 г. при сохранении убыточности на текущем уровне.

Ключевые финансовые показатели Промсвязьбанка

В млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2015	30 июня 2015	изм.
Активы, в т.ч.	1 154,8	1 010,2	+14%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	847,1	750,3	+13%
розничные	74,5	74,9	0%
корпоративные	715,6	621,0	+15%
МСБ	57,0	54,4	+5%
NPL/Кредитный портфель	4,6%	5,3%	-0,7 п.п.
Собственный капитал	76,3	78,2	-2%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	15,5%	14,5%	+1,0 п.п.
ROE	-14,1%	-13,3%	-
Депозиты и счета клиентов	737,5	655,9	+12%
В млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2015	2 кв. 2015	изм.
Чистый процентный доход до резервов	8,1	7,1	+14%
Чистый комиссионный доход	3,5	3,1	+13%
Операционные доходы	13,6	11,9	+14%
Чистая прибыль/убыток	-2,9	-2,8	-
Чистая процентная маржа	3,2%	3,0%	+0,2 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Слабый прирост кредитования

Рост кредитного портфеля, составивший 12,9% кв./кв. до 847,1 млрд руб., отражает главным образом переоценку валютных кредитов (38% портфеля), в то время как рублевое кредитование увеличилось всего на 6,2% кв./кв., а долларовое - на 3,9%. Розничное кредитование сократилось за счет потребительского сегмента, что обусловлено высоким кредитным риском по нему.

Без признаков улучшения качества

Показатель NPL 90+ продемонстрировал скромный рост (+3%) до 41,15 млрд руб. (с учетом произведенных в 3 кв. списаний на сумму 38,7 млрд руб.). Однако произошедшее повышение кредитов с признаками обесценения и/или на ранней стадии просрочки (NPL 1-90 дней) на 39% до 115,5 млрд руб. свидетельствует о продолжающейся реализации кредитного риска. По данным менеджмента, основной риск представляют кредиты Трансаэро (5,5 млрд руб. - непокрытая резервами часть), а также строительный сектор. Резервы с запасом покрывают NPL 90+ (1,22x), однако такой уровень резервирования не выглядит избыточным.

В обязательствах рублевые средства на счетах клиентов почти не изменились, на валютные счета пришло 650 млн долл. В 3 кв. длинная валютная позиция ПСБ осталась на уровне 4,85 млрд руб. (во 2 кв. чистая прибыль от операций с инвалютой составила - 417 млн руб.).

Риски не соответствуют доходностям

В настоящий момент мы не видим торговых идей в субординированных еврообондах банков за пределами 1-го эшелона: их доходности сильно снизились, а улучшения кредитного качества нет, вероятность списания в перспективе 1-2 лет остается повышенной, особенно при текущих ценах на нефть. В рамках спекулятивной стратегии мы обращаем внимание на суборд RUSB 16 (85% от номинала): полученного от списания RUSB 20, 24 запаса капитала, скорее всего, хватит на следующий год.

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

Импорт в октябре: оживления инвестиционного спроса пока нет

Российская экономика: худшее позади?

Промпроизводство в сентябре: машины, станки и курсовая эйфория

Падение экономики месяц к месяцу остановилось, но рост ожидается нескоро

Монетарная политика ЦБ

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

Валютный рынок

Предварительные данные ЦБ о платежном балансе: приток капитала не стал тенденцией

ЦБ зафиксировал теневой приток капитала в 3 кв. 2015 г.

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Рынок облигаций

Участники рынка вяло отреагировали на неожиданное ими решение по ключевой ставке

Короткие позиции в ОФЗ в преддверии заседания ЦБ

Планы по заимствованиям Минфина предполагают изменение тактики размещений

Инфляция

Инфляция в октябре возросла из-за помидоров и огурцов

Надежды рынка на скорое снижение ключевой ставки не поддерживаются фундаментальными факторами

Инфляция в сентябре: эффект ослабления рубля в рамках ожиданий

Ликвидность

Короткие ставки денежного рынка могут остаться повышенными весь ноябрь

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

Бюджет и долговая политика

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Бюджет на 2016 г. сдержали в рамках

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

Банковский сектор

ЦБ намерен повысить RW по кросс-валютному РЕПО

Теневой приток капитала создал запас валютной ликвидности

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается



#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	ТКС 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
Мария Помельникова		(+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.