



27 января 2017 г.

Мировые рынки

Финансовые рынки пока игнорируют протекционистский тон Д. Трампа

Президент Мексики отменил встречу с Д. Трампом, на которой планировалось обсудить финансирование строительства стены между странами. В итоге Д. Трамп предложил ввести 20%-ю таможенную пошлину на весь импорт из Мексики (торговый оборот с США составляет 500 млрд долл.), что, по его мнению, покроет расходы на стену (14 млрд долл.). Такая жесткая переговорная позиция президента в отношении Мексики создает опасения относительно предстоящих переговоров по NAFTA, что повышает риски торговых войн. Финансовые рынки пока не считают, что такая политика США в отношении своих торговых партнеров может как-то негативно сказаться на американской экономике (хотя в это трудно поверить). Американские индексы консолидировались на ранее достигнутых уровнях, доходность 10-летних UST осталась около УТМ 2,52%. Нефть подорожала (до >56 долл./барр., Brent) на заявлениях стран-производителей ОПЕК о продолжающемся сокращении добычи.

Валютный и денежный рынок

Валютные операции Минфина: влияние на волатильность курса рубля

Как отмечается в пресс-релизе Минфина об операциях на внутреннем валютном рынке, они являются механизмом "минимизации влияния изменчивости нефтяных цен на внутренние экономические условия", иными словами, они ограничивают влияние изменения котировок нефти на курс рубля. Действительно, за счет поддержания более слабого курса руб./долл., чем он был бы в случае отсутствия интервенций, при ценах на нефть выше 40 долл./барр., формируется некоторый буфер, позволяющий компенсировать (до некоторых пределов) как падение цен на нефть (объем покупок валюты сокращается), так и их рост (объем покупок валюты возрастает). Таким образом, после достижения курсом рубля своего равновесного положения в условиях этих интервенций влияние нефти на рубль снизится (достижение этого равновесного положения будет сопровождаться всплеском волатильности). Однако волатильность рубля, помимо нефти, формируют и другие факторы (например, настроения нерезидентов), которые определяют движение капитала по финансовому счету в платежном балансе. Может случиться так, что при стабильных ценах на нефть (выше 40 долл./барр.) настроения нерезидентов резко ухудшатся, произойдет отток капитала, рубль заметно подешевеет, а Минфин, согласно своему правилу интервенций, продолжит покупать валюту, таким образом, усиливая давление на рубль. Более того, может возникнуть самоподдерживающееся ослабление рубля (поскольку избыточное ослабление рубля при стабильной нефти транслируется в больший объем дополнительных нефтегазовых доходов). Вероятность такого события не выглядит низкой. По этой причине мы считаем, что интервенции делают рубль более уязвимым к возможным спекулятивным оттокам капитала. Как следствие, волатильность может даже возрасти.

Банковская система

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок. См. стр. 2

Рынок корпоративных облигаций

Магнит теряет темп роста выручки, несмотря на инвестиции в цены

Сегодня утром Магнит (S&P: BB+) опубликовал ключевые финансовые результаты за 4 кв. 2016 г. по МСФО. Главным негативным сюрпризом стало снижение уровня рентабельности по EBITDA - до 9,66% по сравнению с 10,67% в 3 кв. Основной причиной такой негативной динамики, на наш взгляд, стало падение уровня валовой маржи (до 27,52% с 28,06% в 3 кв.) в результате проведения более агрессивной ценовой политики в 4 кв. на фоне усиления конкурентного давления и сохраняющегося слабого покупательского спроса. Напомним, что ранее Магнит опубликовал слабые результаты розничных продаж за 4 кв., продемонстрировав существенное замедление темпов роста выручки (+9,4% г./г.) и падение сопоставимых продаж (-1,3% г./г.) из-за усиления оттока потребительского трафика и слабого прироста среднего чека. Тем не менее, отметим, что по итогам 2016 г. Магнит выполнил собственный ранее озвученный прогноз по марже EBITDA - 10-10,5%, по нижней границе диапазона (10%; -0,9 п.п. г./г.). В ходе телеконференции сегодня (в 16:00 МСК) мы ожидаем получить комментарии менеджмента в отношении оценки ситуации в экономике, динамики потребления, а также прогнозы компании по открытиям новых магазинов в 2017 г., темпам роста выручки и рентабельности по EBITDA. Рублевые облигации Магнита неликвидны, последние сделки в Магнит БО-11 проходили с УТМ 9,8% @ апрель 2017 г. (=ОФЗ + 89 б.п.), которые, по нашему мнению, выглядят справедливо. Альтернативой им являются ОФЗ 24018 и 29011.

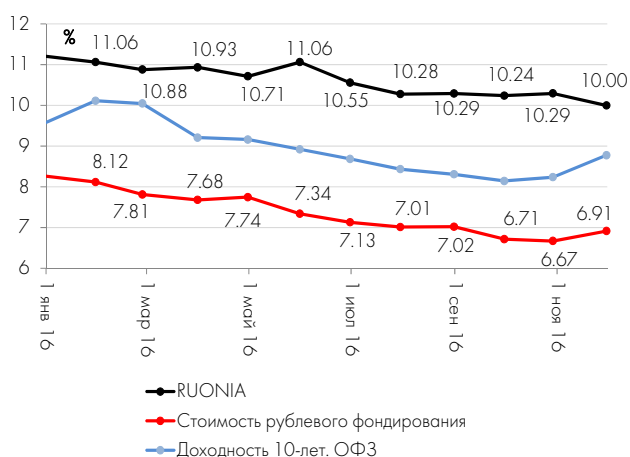
Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

Погашение кредитов ОПК вызвало всплеск прибыльности в конце года

Согласно опубликованному обзору банковского сектора, в декабре была получена прибыль в размере 141,3 млрд руб. (против 74 млрд руб. в ноябре), а с начала года было заработано 930 млрд руб. (это соответствует ROE 11,5%), доля Сбербанка в прибыли осталась на уровне ~60%. Всплеск прибыли стал следствием исключительно роспуска резервов на возможные потери, их объем сократился на 276,4 млрд руб., что сопровождалось падением объема просроченной задолженности (на 232 млрд руб.). По-видимому, часть кредитов была реструктурирована, что позволило их вывести из состояния просроченной задолженности и распустить резервы. Кроме того, стоит отметить, что в декабре Минфин произвел досрочное погашение кредитов предприятиям ОПК (в общем объеме 800 млрд руб.), часть которых, возможно, числилась как просроченные ссуды, что также способствовало общему восстановлению резервов.

Учитывая, что банки уже погасили существенную часть задолженности перед ЦБ РФ (лишь несколько, в основном крупных, банков находятся в состоянии структурного дефицита), в этом году мы не ждем такого существенного удешевления рублевого фондирования как в прошлом году (с 8,3% до 6,9%, по нашим оценкам). Также мы не ждем и дальнейшего снижения стоимости риска. Как следствие, прибыльность (ROAE) по итогам 2017 г., скорее всего, останется на достигнутом в 4 кв. 2016 г. уровне (~10-11%). Существенную поддержку прибыльности оказывает умеренно жесткая политика ЦБ РФ: в условиях структурного профицита ликвидности ключевая ставка больше влияет на доходность активов, а не на стоимость обязательств.

Средняя стоимость рублевого ...



... и валютного фондирования



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

Дефицит валютной ликвидности ...

В валютной части баланса произошло чистое высвобождение средств из валютного кредитования в общем размере 1,5 млрд долл. (из кредитования нефинансового сектора пришло 2,5 млрд долл., в кредитование финансового сектора, напротив, ушло 1 млрд долл.), при этом с клиентских счетов (физлиц и юрлиц) ушло 0,6 млрд долл. В результате кредитно-депозитных операций произошел даже приток валютной ликвидности 0,9 млрд долл. Несмотря на то, что в целом по системе оттока валютной ликвидности не произошло, банкам пришлось нарастить дорогую валютную задолженность перед ЦБ (под 3%+ годовых), а также перед Минфином на 5,06 млрд долл. Такая ситуация, по нашему мнению, стала следствием острого дефицита валютной ликвидности, возникшего у некоторых банков (подробнее см. след. абзац) по причине произошедшего у них оттока клиентских средств: так, остатки на расчетных счетах в целом по системе сократились на 7 млрд долл. (для сравнения, в декабре 2015 г. остатки снизились всего на 3,2 млрд долл., то есть повлияла не только сезонность).

... был усилен специфической ситуацией в

На основе анализа РСБУ мы обнаружили, что в декабре 2016 г. увеличилось число банков, имеющих задолженность перед ЦБ. На 1 декабря 2016 г. основной валютный долг перед ЦБ приходился на Банк ФК Открытие и Банк СКС (собственником которого является МКБ) - 5,27

некоторых банках

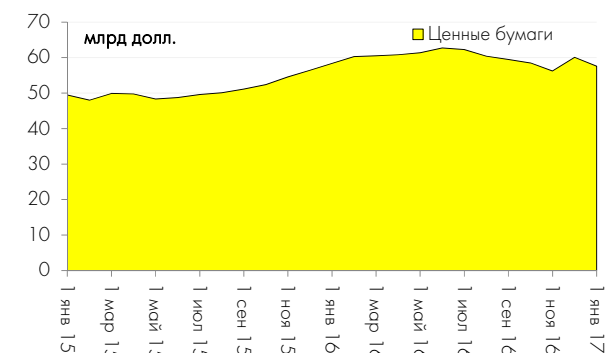
млрд долл. и 2 млрд долл., соответственно, из 7,4 млрд долл. На 1 января 2017 г. к этим банкам в сумме задолженности перед ЦБ РФ присоединились СМП (735 млн долл.), Экспресс-Волга (697 млн долл.), собственником которого является Совкомбанк, МКБ (500 млн долл.), Бинбанк (300 млн долл.), БРС (174 млн долл.). Кроме того, валютный долг перед ЦБ РФ Банка ФК Открытие и Банка СКС вырос на 615 млн долл. и 536 млн долл., соответственно.

Продажа евробондов позволила пополнить запас ликвидных активов

Для пополнения своих ликвидных активов банки сократили вложения в валютные долговые ценные бумаги на 2,5 млрд долл., увеличив депозиты и остатки на корсчетах в банках-нерезидентах на 2 млрд долл. до 49 млрд долл. В сравнении с ожидаемым остатком клиентских средств на расчетных счетах в размере 40 млрд долл. на конец января (в январе происходит их сезонный рост) мы оцениваем запас валютной ликвидности в целом по системе в размере 9 млрд долл. (против 5 млрд долл. на конец ноября). Источником для пополнения запаса валютной ликвидности банков является продажа евробондов из их портфеля.

Ждем постепенного роста стоимости валютной ликвидности вследствие интервенций Минфина

Мы считаем, что накопленный в январе запас валюты (сезонно высокое сальдо счета текущих операций) позволит стоимости валютной ликвидности на локальном рынке оставаться на низком уровне до конца февраля (в пределах 130 б.п. по спредам MosPrime - FX Swap со сроками до 3М против текущих 50-110 б.п.). Однако затем может проявиться негативный эффект оттока валютной ликвидности от начинающих с февраля интервенций (в целом по году этот отток составит 20-25 млрд долл., по нашим оценкам), что вместе с ростом ключевой долларовой ставки будет оказывать постепенное повышательное давление на спреды MosPrime-FX Swap, IRS-CCS. Кстати говоря, на этой неделе спреды IRS-CCS уже расширились на 10-15 б.п. Рекомендуем покупать IRS и продавать CCS.

Запас валютной ликвидности у банков ... однако есть источники для его пополнения

Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

Сезонно высокий приток бюджетных средств

В рублевой части баланса на счета клиентов (без учета Минфина) пришло порядка 1,18 трлн руб., что, скорее всего, является следствием бюджетных расходов, которые сопровождалось снижением объема депозитов и РЕПО, размещенных в банках, на 836 млрд руб. (до 95 млрд руб.). Также произошло чистое высвобождение средств из рублевого кредитования в размере 435 млрд руб. (следствие досрочного погашения кредитов ОПК за счет бюджетных средств по госгарантиям). В результате в банках образовался избыток рублевой ликвидности в размере 659 млрд руб., который ушел в наличность (загрузка банкоматов в преддверии длинных праздников), на корсчета в ЦБ РФ (+293,5 млрд руб.), а также на пополнение капитала (+339 млрд руб., часть погашенных кредитов была на 100% покрыта резервами).

По нашим оценкам, число банков, находящихся в состоянии структурного профицита ликвидности, в декабре выросло с 240 до 286, а число банков в состоянии структурного дефицита ликвидности снизилось с 57 до 48. При этом ситуация с рублевой ликвидностью у ВТБ улучшилась незначительно: рублевый долг перед ЦБ РФ и Минфином составил 1,13 трлн руб. (против 1,33 трлн руб. на 1 декабря). Заметно улучшилась ситуация у Банка ФК Открытие: его долг снизился со 176 млрд руб. до 25 млрд руб.

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

Макростатистика сентября: промышленность - ложка дегтя в бочке меда

ВВП за 2 кв. 2016 г.: шансы на рост внутреннего спроса сохраняются

Рынок облигаций

Первичный рынок: эмитенты стремятся зафиксировать низкую долларовую ставку

Изменение бюджетных реалий выступает не в пользу снижения доходностей ОФЗ

Валютный рынок

Платежный баланс: повышение цен на нефть прошло незаметно для текущего счета

Директивы предписывают получить деньги за Роснефть в этом году: негативно для рубля в среднесрочной перспективе

Покупка Essar Oil: фактор оттока валюты в начале 2017 г.

Корпорациям удастся рефинансировать большую часть долга

Рубль стал меньше реагировать на нефть: аномалия или правило?

Долгосрочное укрепление рубля ограничивается возможностью интервенций ЦБ

Инфляция

Инфляция приближается к 6% г./г. на фоне стабильного рубля

Снижение инфляции до 4%: ЦБ рассчитывает на Минфин

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ: риторика осталась жесткой, а ставка – высокой

ЦБ РФ не видит значительных рисков от нефти в 25 долл./барр.

Ликвидность

Большая особенность на денежном рынке мешает структурному профициту

"Автоприватизация" Роснефти может оставить локальный рынок без валютной ликвидности

Бюджетная политика

Минфин "страхуется" Резервным фондом

Рост цен на нефть вряд ли поможет снизить дефицит бюджета

Бюджетная стратегия: Минфин установил высокую планку

Бюджет-2016: Минфину не удалось сохранить консерватизм

Банковский сектор

Пересвет: еще один банк из ТОП-50 оказался неплатежеспособным

Ввоз валюты банковским сектором не уберег от дефицита

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями



#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	Global Ports
------------	--------------

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
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.