

Стратегия / 2017

Российская экономика

Долговые рынки

Денежные рынки

Валютные рынки



Экономические стимулы Трампа и выполнение соглашений ОПЕК+
/ Чего ждать от долгового, денежного и валютного рынка в 2017 году?

Динамика российских активов в 2017 году будет в значительной мере зависеть от внешних факторов: реализации экономической программы нового президента США, изменения ставки ФРС, выполнения соглашения странами ОПЕК+, денежно-кредитной политики ЕЦБ, переоценки ожиданий улучшения отношений между Россией и США с приходом новой администрации Д.Трампа.

Среди внутренних факторов можно отметить постепенное восстановление экономики после спада в 2015-2016 годах и рост спроса на российские активы в силу снижения инфляции, стабилизации курса рубля и положительных реальных ставок. В целом, мы ожидаем сохранения благоприятной конъюнктуры для российских бондов в первом полугодии 2017 г. Волатильность рынков в середине года и во втором полугодии может вырасти, если текущие ожидания действий ФРС и стран ОПЕК не будут реализованы.

При реализации негативного сценария комфорт инвесторам в российские бонды будет обеспечивать существующий высокий уровень реальных ставок.

Базовые сценарные предположения на 2017 год	
Мировая экономика: США	
ВВП, %, г/г	1,7
Мировая экономика: Китай	
ВВП, %, г/г	6,3-6,5
Глобальные ставки (на конец периода)	
Fed Funds целевая ставка, %	1,125
LIBOR USD 12m, %	2,473
Российская экономика	
ВВП, %, г/г	1,1
ИПЦ, %, г/г	4,7 - 4,9
Ключевая ставка ЦБ, %	9
Российский долговой рынок (на конец периода)	
ОФЗ 26214 (3Y)	7,25%
ОФЗ 26209 (5Y)	7,19%
ОФЗ 26207 (10)	7,40%
Товарные рынки (средние за период)	
Нефть Brent, долл./барр.	54
Ключевые валютные пары (средние за период)	
USDRUB	61 - 63
EURUSD	1,07 - 1,08

Источник: PSB Research

Итоги 2016 года и ожидания на 2017 год

Мировая экономика и глобальные рынки

Экономика РФ: переходим к росту

Рубль: зависимость от нефти сохраняется

Инфляция и ключевая ставка

Банковский сектор: ликвидная позиция и капитализация улучшаются

ОФЗ: рост поддерживает снижение инфляции, carry trade и спрос банков

Корпоративные облигации: потенциал сохраняется

Суверенные евробонды

Корпоративные евробонды

Торговые идеи

Глобальные рынки. Среди наиболее заметных событий в мировой экономике и политике в 2016 г. можно отметить референдум о выходе Великобритании из ЕС, победу Дональда Трампа на выборах в США, резкий рост курса доллара к евро, повышение ставки ФРС, рост доходности UST и ралли на американском рынке акций, резкое падение и быстрое последующее восстановление цен на сырьевые товары. Предстоящий 2017г. вероятно преподнесет новые сюрпризы. Среди наиболее значимых будет экономическая политика США, выборы в странах ЕС, выполнение соглашения о заморозке добычи нефти в странах ОПЕК+.

Российская экономика. В 2016 г., по данным Росстат, темпы снижения российской экономики (первая оценка) замедлились до -0,2% г/г (-3,0% в 2015 г.). Экономика постепенно переходит к фазе восстановления, и мы ждем положительных темпов роста уже с 1 кв. 2017 г. **В целом, по итогам 2017 г. российский ВВП вырастет на 1,1% г/г*.**

Политика ЦБ. Несмотря на внешние шоки, волатильность на мировых рынках и спад в российской экономике Банк России в 2016 г. продолжал проводить умеренно - жесткую денежно-кредитную политику. Среди основных достижений ЦБ можно отметить снижение инфляции до 5,4% в декабре 2016 г. по сравнению с 12,9% в декабре 2015 г. На этом фоне снижение ключевой ставки в 2016 г. всего на 1 п.п. до 10% выглядит достаточно консервативно и предполагает существенный потенциал для снижения в среднесрочной перспективе. **В 2017 г. ЦБ, вероятно, продолжит действовать в прежнем ключе и понизит ставку на 100 б.п. до 9%.**

Валютный рынок. Большую часть прошлого года рубль был среди лидеров роста. Усилению позиций рубля после сильной девальвации в 2014-2015 годах способствовал рост цен на нефть и усиление спроса на активы развивающихся стран (в особенности долговые рынки, ставки на которых заметно превышали инфляцию). **В 2017 г. мы ожидаем роста среднегодовой цены нефти до 54 долл./барр. по сравнению с 46 долл./барр. в 2016г. На этом фоне средневзвешенный курс рубля в 2017 г. мы прогнозируем на уровне 62 руб./долл. (67 руб./долл. в 2016г).**

Евробонды. Поддержку российскому сегменту в 2016 г. оказал рост цен на нефть и мягкая политика глобальных ЦБ большую половину года, а также перспективы улучшения отношений на геополитической арене между Россией и США после избрания нового президента в США. В итоге, в 2016 г. евробонды в доходности вернулись к историческим минимумам. **В 2017 г. повышение ставки ФРС будет основным сдерживающим фактором для российских евробондов. Впрочем, российские бумаги еще могут показать небольшую компрессию кредитных премий, что отчасти может нивелировать эффект роста доходности базовых активов.**

ОФЗ. В течение 2016 г. доходность OFZ10Y снизилась с 9,5% до 8,5% (локально сходя до 10,9% в феврале). Спрос на ОФЗ поддерживало укрепление рубля, приток средств нерезидентов и снижение стоимости фондирования банков. **По итогам 2017 г. мы ожидаем снижение доходности OFZ10Y до 7,4%.** Основными драйверами рынка мы видим дальнейшее снижение стоимости фондирования банков, приток средств нерезидентов, покупки ОФЗ банками для выполнения нормативов ликвидности.

Корпоративные рублевые облигации. Корпоративный сегмент рублевых бондов следовал с небольшим отставанием за суверенной кривой. **В 2017 г. ожидаем сохранение спроса инвесторов преимущественно в выпусках 1-2 эшелонов. Доходности данного класса бумаг за год могут опуститься еще на 70-90 б.п.**

**Расчеты приведены ДО пересчета экономических показателей Росстатом за 2016 г.*

Мировая экономика.

Темпы роста мировой экономики в 2016 г. замедлились до 3,1% г/г. Рост ЕМ замедляется вместе с ДМ, тем не менее, ЕМ остаются локомотивом роста мировой экономики. Развивающиеся страны в 2016 г. обеспечили ¾ прогнозируемого мирового роста. Укрепление доллара, рост ставки ФРС и протекционистская политика ФРС создают риски для замедления роста ЕМ. Позитивным фактором для ЕМ выступает рост цен на сырье и стимулирующая бюджетная и денежно кредитная политика ЕЦБ и Банка Японии.

В 2017 г. ожидаем, что разница между темпами роста ЕМ и ДМ увеличится – до 2,6% г/г за счет развивающихся экономик: ждем перехода к росту российской экономики (+1,1% г/г), при лишь плавном замедлении Китая до 6,3-6,5% г/г. В развитых же странах ожидается некоторое восстановление экономики США, но не Европы, чьи перспективы на фоне Brexit ухудшились.

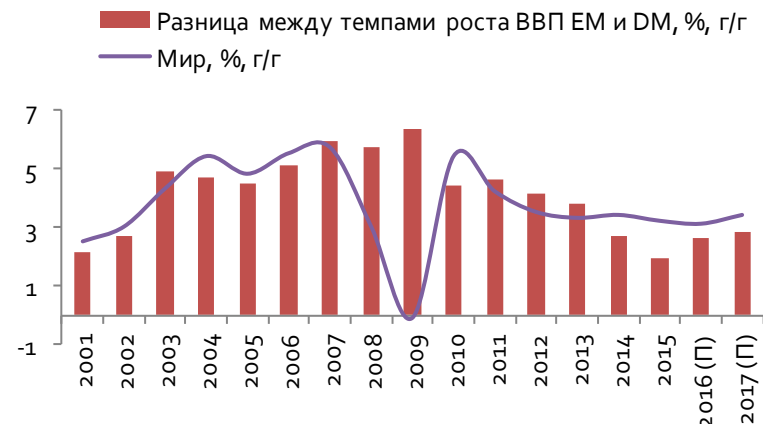
По нашим оценкам, предвыборная программа Д. Трампа, нацеленная на стимулирование промышленности и инвестиций и оцениваемая в 4 трлн долл. в ближайшие 10 лет, затян timer текущий экономический цикл в США – риски рецессии отодвигаются, скорее, на 2018 год. Благодаря «фактору Трампа» мы ждем, что рост ВВП США в 2017 г. составит 1,7%, чуть выше, чем в 2016 г. Мы также ожидаем небольшое замедление темпов роста ВВП еврозоны при умеренном замедлении Китая, - последнее будет сопровождаться девальвацией юаня и усилением оттока капитала.

Глобальные рынки.

Кривые UST и LIBOR USD на фоне роста инфляционных ожиданий и повышения ставки ФРС практически параллельно сместились вверх, что повышает привлекательность номинированных в американской валюте активов в 2017г. Кредитные спреды IG, HY и EMBI могут остаться на текущем уровне или сузиться по мере выпрямления кривой UST и снижения кредитного риска по сырьевому сектору.

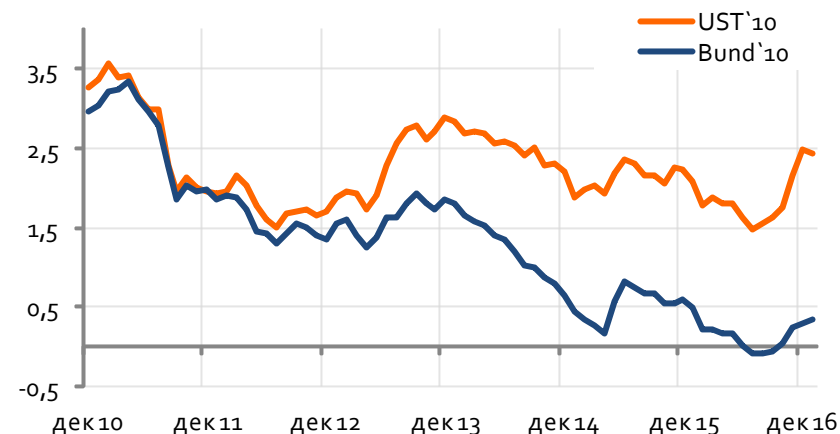
Мы достаточно сдержанно оцениваем потенциал укрепления валют ЕМ в 2017 году: риски по долларovým ставкам и потенциал инерционного роста доходностей в США в течение года будут снижать привлекательность активов ЕМ.

Темпы роста ЕМ и ДМ



Источник: IMF, PSB Research

Доходность 10-ти летних суверенных еврооблигаций



Источник: Bloomberg

В 2016 г. темпы снижения российской экономики замедлились до -0,6% г/г главным образом за счет восстановления истощенных запасов, производственной (добывающие производства + производство инвест.товаров и товаров потребит.назначения – мет.изделия, бытовая техника, мебель, фарм.продукция) и инвестиционной активности. Экономика постепенно переходит к фазе восстановления, и мы ждем положительных темпов роста уже с 1 кв. 2017 г. **В целом, по итогам 2017 г. российский ВВП вырастет на 1,1% г/г.***

Мы прогнозируем дальнейшее оживление инвестиционной активности (в фокусе – ТЭК на фоне прогнозируемого нами роста цен на нефть; строительство – на общем благоприятном экономическом фоне) по мере снижения долговой нагрузки компаний, улучшения кредитных условий, появления большей уверенности компаний в восстановлении экономики. Темп роста инвестиций в основной капитал составит 4,1% г/г в 2017 г. Темпы роста промышленности на 2017 г. мы закладываем в 1,7% г/г. Если говорить в разрезе вкладов компонентов в прирост ВВП, то **инвестиции в основной капитал и запасы суммарно обеспечат 2 п.п. прироста ВВП.**

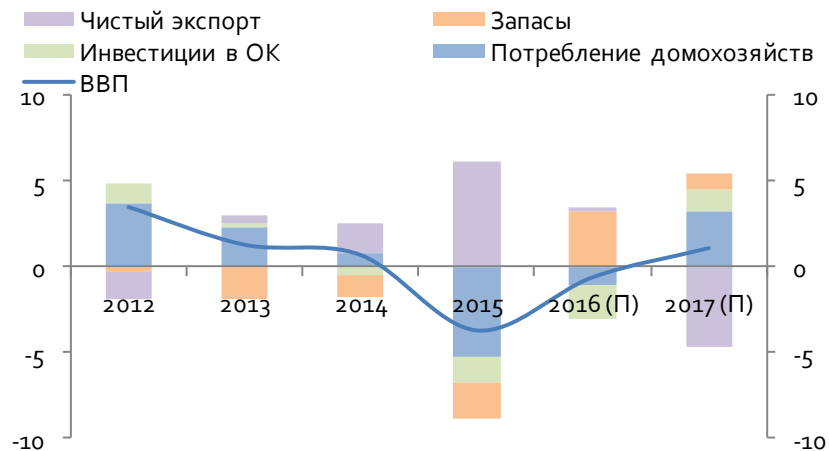
**Расчеты приведены ДО пересчета экономических показателей Росстатом за 2016 г.*

Инвестиционная активность "оживает", но медленно



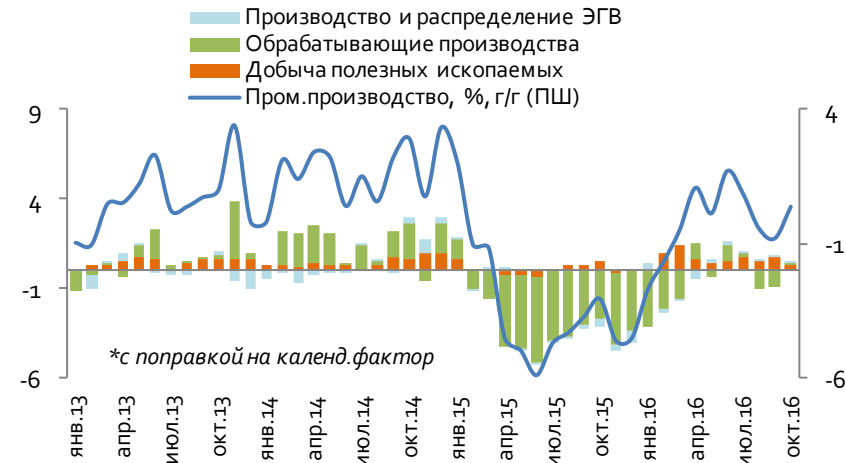
Источник: Росстат, ЦБ, PSB Research

Вклад компонентов в темпы прироста ВВП, п.п.



Источник: Росстат, PSB Research

Восстановление промышленности пока неоднородно



**с поправкой на календ.фактор*

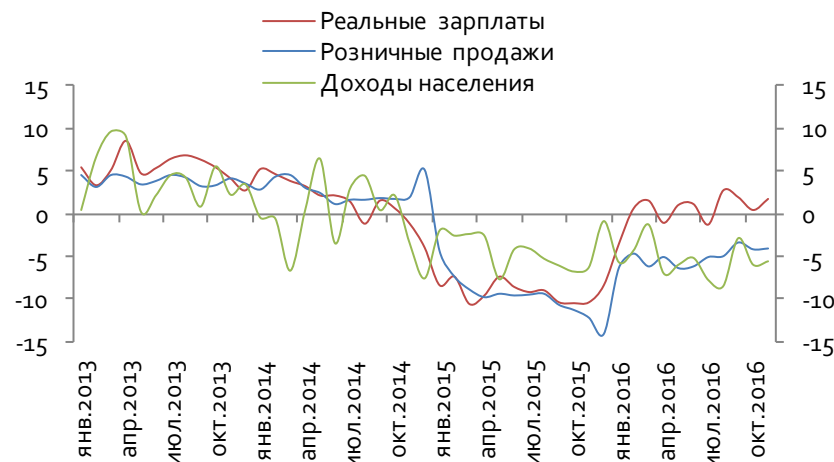
Источник: Росстат, ЦБ, PSB Research

В течение 2016 г. потребительский спрос оставался крайне слабым, компонент потребления домохозяйств обеспечил 1 п.п. снижения ВВП. Из положительных моментов отметим только остановку падения реальных зарплат. Однако при этом реальные располагаемые доходы продолжали сокращаться, что вкупе с ростом депозитов физлиц и достаточно низкими темпами роста кредитования это указывает на то, что в 2016 г. сберегательная модель поведения населения все еще оставалась доминирующей. Реальные розничные продажи в 2016 г. так и не смогли выйти на устойчивый положительный тренд.

Тем не менее, **мы считаем, что восстановление потребительского спроса может стать основным драйвером роста экономики в 2017 г.** По нашим расчетам, потребление домохозяйств обеспечит 3 п.п. роста ВВП. Мы закладываем продолжение роста реальных зарплат – на 2,4% г/г. Реальные располагаемые денежные доходы также перейдут в область положительных значений (+ 0,6% г/г) за счет индексации пенсий и запланированной в 2017 г. единовременной выплаты всем пенсионерам по 5000 руб. **На этом фоне мы ожидаем, что население будет постепенно отходить от тенденции к сбережениям,** хотя и сохранение положительных реальных ставок в следующем году будет препятствовать этому процессу. Ожидаем рост реальных розничных продаж на 3,5% г/г.

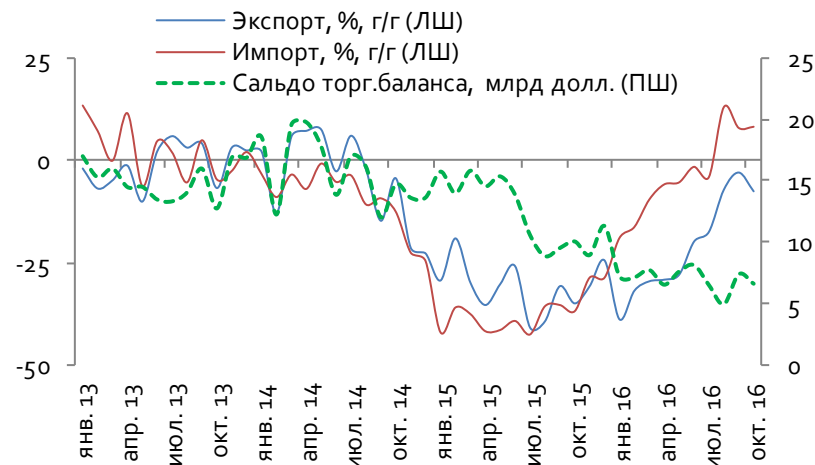
На фоне более сдержанных темпов роста экспорта (внешний спрос на российские товары вряд ли существенно вырастет, а на фоне решения ОПЕК+ темпы роста российского нефтяного экспорта могут слегка замедлиться) и опережающего роста импорта, мы ждем, что вклад чистого экспорта в ВВП перейдет в область отрицательных значений (-4,7 п.п.). Сальдо торгового баланса, по нашим расчетам, в 2017 г. вырастет благодаря росту цен на энергоносители и составит 92,7 млрд долл.

Динамика зарплат и розничных продаж, в %, г/г



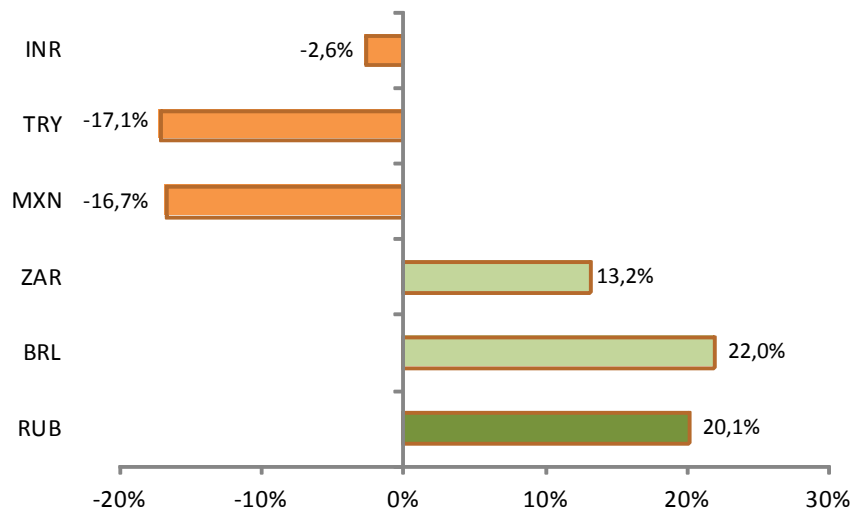
Источник: Bloomberg, Reuters, PSB Research

Динамика торговли, в %, г/г



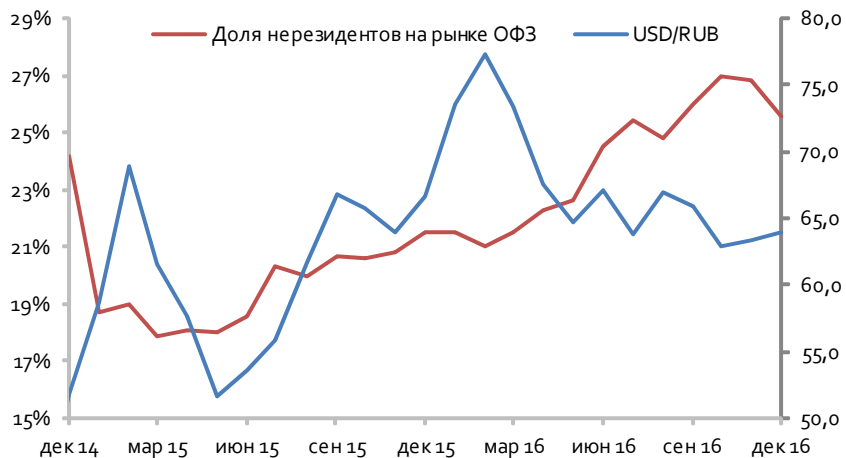
Источник: Bloomberg, PSB Research

Изменение валют EM по итогам 2016 г.



Источник: Bloomberg, PSB Research

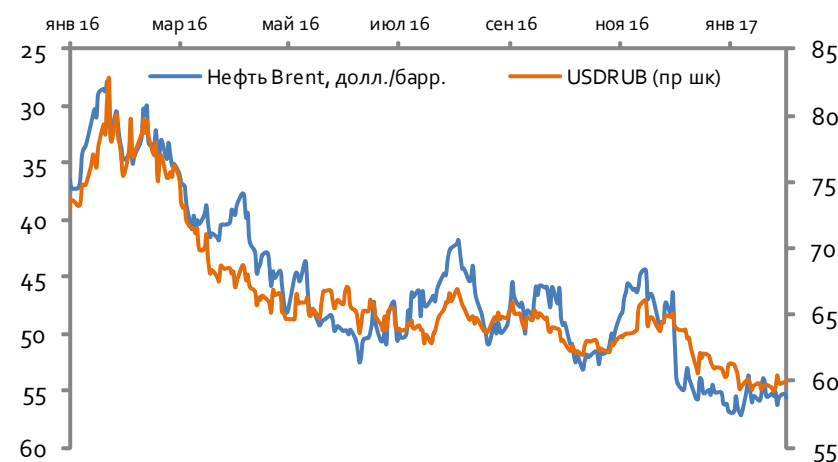
Доля нерезидентов на рынке ОФЗ



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

- По итогам 2016 г. российский рубль прибавил более 20% по отношению к американскому доллару.
- Основной позитив для рубля исходил от двух составляющих – восстановление нефтяных котировок и приток глобальных инвесторов на российский рынок.
- Зависимость среднесрочной динамики рубля от нефтяных котировок остается на высоком уровне. За период с 2011 г. по 2016 г. корреляция среднемесячных значений цен на нефть и пары доллар/рубль составляет более 97%.
- Доля нерезидентов на рынке ОФЗ по оценке ЦБ РФ за год увеличилась с 21% до 27% (последние данные по состоянию на 1 декабря 2016 г.).

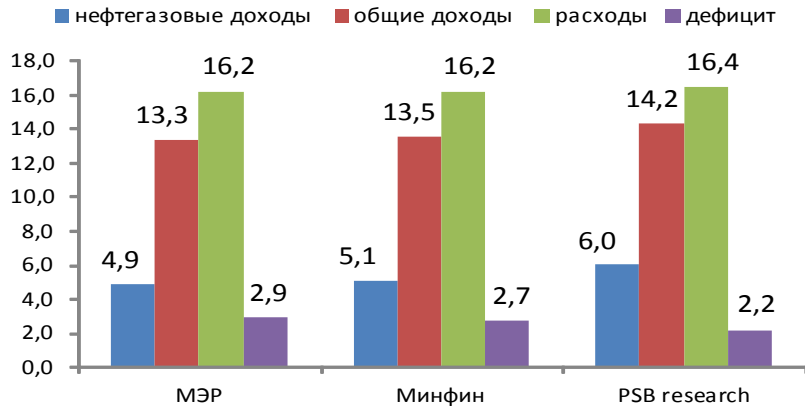
Рубль и цены на нефть



Источник: Bloomberg, PSB Research

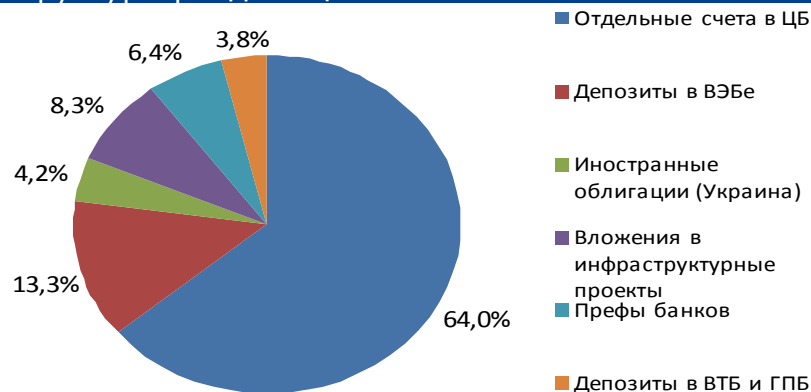
Прогнозные параметры на 2017 г.	Минфин	PSB research (базовый)	PSB research (стрессовый)
Нефть Urals, usd	40	51,9	45,9
Курс доллара	67,5	61,6	64,6
Инфляция	4,0%	4,8%	5,1%

Параметры бюджета на конец года (трлн. руб.)



Источник: Bloomberg, PSB Research

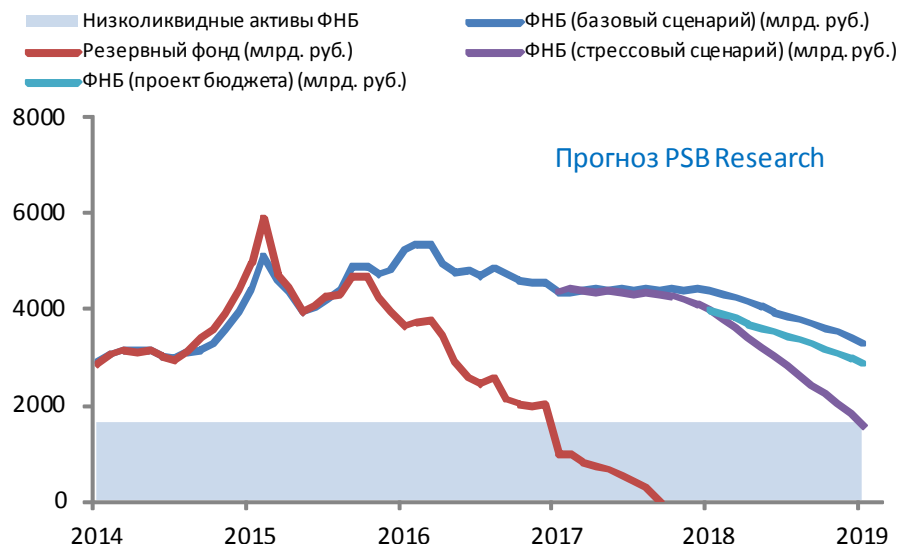
Структура фонда национального благосостояния



Источник: Bloomberg, PSB Research

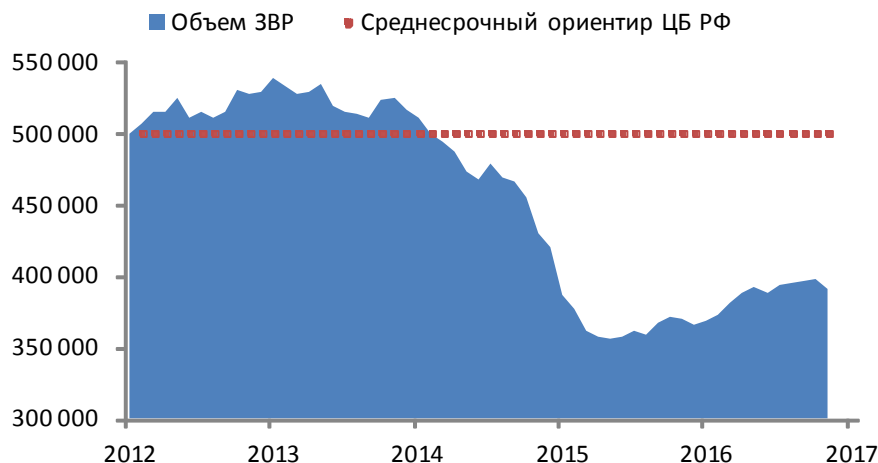
- С точки зрения бюджета мы не видим значительных рисков для рубля на горизонте 2017 г. (в случае возобновления снижения нефтяных котировок риски обостряются во второй половине 2018 г.).
- Прогнозные параметры Минфина и МЭР на 2017 г. консервативны в части нефтяных цен и оптимистичны в части инфляции относительно наших прогнозов. По плану Минфина, **доходы бюджета** останутся примерно на уровне 2016 г. и составят **13,5 трлн руб.** с учетом роста нефтегазовых налогов и дивидендных отчислений госкомпаний. **Расходы** предполагается снизить до **16,2 трлн руб.**, в т.ч. за счет оборонных статей, что выглядит маловероятным. **В наших прогнозах мы исходим из заморозки расходов на уровне 2016 г. в размере 16,4 трлн руб.** на горизонте 2017-2018 годов.
- В нашем базовом прогнозе **дефицит бюджета составит 2,2 трлн руб.** против **2,7 трлн руб.** у Минфина, за счет более оптимистичных уровней нефтяных цен (51,9 против 40 долл. за баррель по Urals).
- Мы проработали **негативный сценарий**, предполагающий **возвращение цен на нефть к уровням в 40 долл/барр.** во втором полугодии, что **ослабит рубль до 67-70 за доллар.** Дефицит бюджета в негативном сценарии составил 2,7 трлн руб.
- В проекте бюджета на 2017 г. **источники финансирования дефицита бюджета**, не связанные с резервными фондами, составляют **933 млрд руб. (приватизация, заимствования).**
- Покрытие дефицита резервами составит 1,82 трлн руб.** Объемы **ФНБ (4,36 трлн руб.)** и **Резервного фонда (972 млрд руб.)** на 1 января позволяют преодолеть 2017 г. без серьезных потрясений. Однако в случае реализации негативного сценария к концу 2018 г. объемы резервных фондов могут значительно истощиться.
- Обратим внимание на то, что **значительную часть ФНБ (около 32-36%)** составляют **низколиквидные либо стратегические активы**, соответственно объем ликвидных активов в фондах несколько ниже.

Расходование Резервного фонда и ФНБ



Источник: Минфин, PSB Research

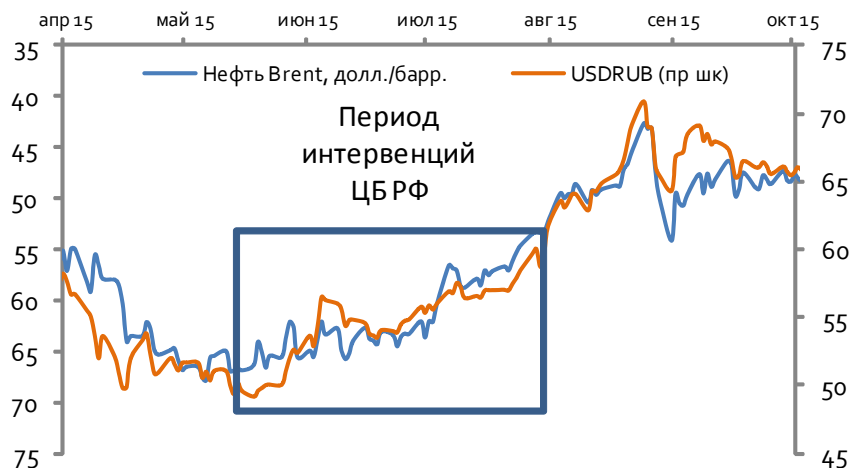
Динамика ЗВР (млн. долл.)



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

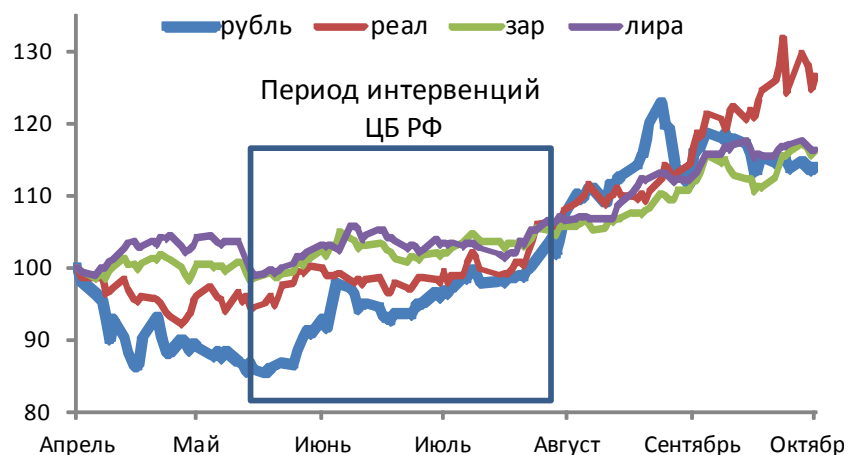
- По нашим оценкам, основанным на данных ЦБ РФ на 1 января 2017 г., **около 1,4-1,6 трлн руб. из 4,3 трлн руб. ФНБ вложено в низколиквидные активы либо стратегические проекты.**
- Согласно проекту бюджета на конец 2017 г. Резервный фонд будет полностью истощен, а в Фонде Национального Благосостояния останется 3,97 трлн руб.
- Наш базовый сценарий предполагает наличие меньшего дефицита бюджета по итогам 2017 г. (2,2 трлн руб. против ожидаемых 2,7 трлн руб.) в результате чего **возможно, что объем резервных фондов составит около 4,4 трлн руб.**
- Наши предположения в негативном сценарии относительно объемов средств ФНБ на конец 2017 г. совпадают с заложенными в проект бюджета значениями, однако сильно расходятся на конец 2018 г.
- По нашей оценке, при сценарии среднегодовой цены Urals 40 долл/барр. и среднегодового курса рубля в районе 68-69 руб/долл. дефицит бюджета вернется к 3 трлн руб. Соответственно объемы использования ФНБ для покрытия дефицита бюджета вырастут, и к концу 2018 г. высоколиквидная часть активов ФНБ практически будет истощена.
- Чтобы не допустить рисков истощения фондов, считаем логичным использование текущих позитивных внешних условий для пополнения резервов (официальное сообщение Минфина от 25.01.17г. «об операциях на внутреннем валютном рынке» подтверждает намерения Минфина двигаться в этом направлении).
- На 6 января 2017 г. объем ЗВР составляет 377,7 млрд долл. Напомним, что в середине 2015 г. ЦБ РФ анонсировал планы по наращиванию ЗВР до 500 млрд долл., а позже в 2016 г. подтверждал эти планы.

Рубль и цены на нефть



Источник: Bloomberg, PSB Research

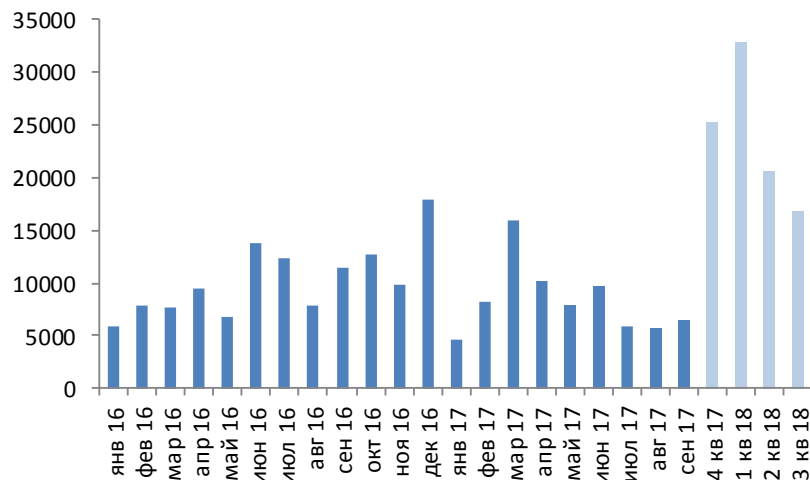
Сравнительная динамика валют ЕМ 2 кв. - 3 кв. 2015 г.



Источник: Bloomberg, PSB Research

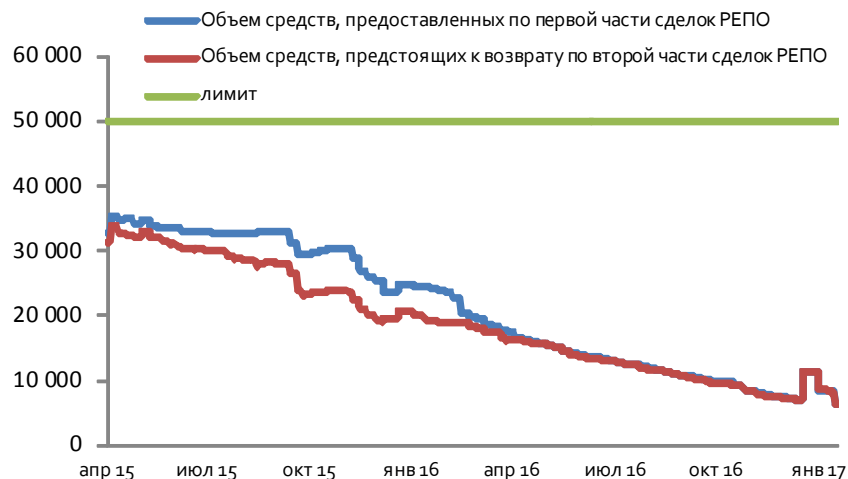
- Ключевой историей января 2017 г. на внутреннем валютном рынке стали заявления Минфина («Информационное сообщение» от 25.01.2017 г.) о возобновлении покупок иностранной валюты в резервы в объеме дополнительных нефтегазовых доходов, которые начнутся с февраля 2017 г.
- По нашим оценкам, при ценах на нефть марки Urals в диапазоне 50-55 долл./барр. объемы ежедневных покупок валюты со стороны ЦБ РФ составят около 70-110 млн долл. В период с 7 февраля по 6 марта ЦБ РФ будет ежедневно выкупать с рынка около 105-107 млн долл.
- Для сравнения, в период с 14 мая по 28 июля 2015 г. ЦБ осуществлял покупку валюты для пополнения ЗВР на открытом рынке в ежедневном объеме около 200 млн долл.
- В период интервенций ЦБ пара доллар/рубль прибавила около 20%, однако, на наш взгляд, причиной слабости рубля в этот период в большей степени стали внешние условия (снижение цен на нефть и всей группы валют ЕМ), чем действия ЦБ. Так, сопоставление курса рубля с ценами на нефть и динамикой других валют ЕМ говорит в пользу внешних условий ослабления позиций рубля.
- На наш взгляд, ожидаемые объемы покупок (около 1,5-2,2 млрд долл./мес.) не окажут масштабного влияния на курс рубля, по крайней мере, в ближайшие месяцы.
- В случае значительного увеличения спроса на валюту, ЦБ имеет необходимые инструменты для стабилизации ситуации, корректируя объемы лимитов на аукционах валютного РЕПО по примеру того, как действовал в декабре 2016 г. (график на следующем слайде).
- На наш взгляд, внешние условия по-прежнему представляют более существенные риски для рубля по сравнению с внутренними. Серьезного негатива для рубля от действий Минфина и ЦБ мы не прогнозируем.

Выплаты по внешнему долгу (млн. долл.)



Источник: Bloomberg, PSB Research

Задолженность банков по валютному РЕПО (млн. долл.)



Источник: Bloomberg, PSB Research

- Объемы выплат по внешнему долгу в 2017 г. уменьшаются по сравнению с 2016 г. (99,6 млрд долл. против 123,5 млрд долл.).
- Пиковые значения в месячном выражении приходятся на март 2017 г. (15,9 млрд долл.) и, вероятно, декабрь 2017 г. (ежемесячной разбивки на четвертый квартал 2017 г. ЦБ РФ пока еще не предоставил).
- В случае резкого роста спроса на валютную ликвидность на фоне выплат по внешнему долгу, участники рынка вновь могут обратить внимание на инструмент валютного РЕПО ЦБ, привлекательность которого заметно снизилась с середины 2015 г.
- В конце декабря в ответ на увеличение спроса на валюту со стороны участников рынка ЦБ РФ значительно увеличил лимиты на аукционах валютного РЕПО, что объясняет резкий рост задолженности (см. график) и демонстрирует стремление ЦБ РФ видеть курс национальной валюты максимально стабильным.
- Общий лимит валютного РЕПО ЦБ составляет 50 млрд долл. На 30 января суммарная задолженность не превышает 6,33 млрд долл., свободный лимит – 43,67 млрд долл.
- Значительных рисков для рубля со стороны внешних выплат по долгу на горизонте до конца 2017 г. мы не видим, хотя в отдельные пиковые месяцы спрос на доллар может возрасти, создавая давление на рубль.
- Отметим также значительный рост объема выплат по внешнему долгу в 1 кв. 2018 г. (32,8 млрд долл.).

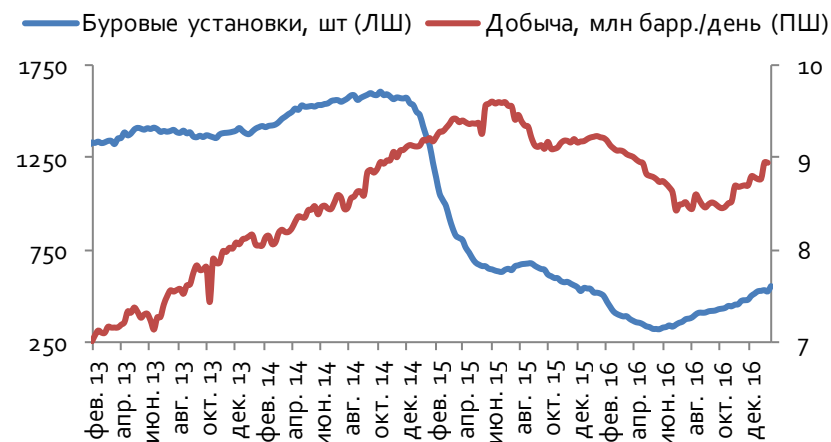
Рынок нефти в ожидании выполнения соглашений ОПЕК+

Баланс спроса-предложения нефти и цена на нефть



Источник: Минэнерго США, Bloomberg, PSB Research

Динамика добычи нефти в США и кол-во буровых установок



Источник: Bloomberg, PSB Research

■ По итогам 2016 г. мировой рынок остался перенасыщенным нефтью: предложение превысило спрос на 0,8 млн барр./день. Риски масштабного затоваривания и неспособность ОПЕК прийти к консенсусу способствовали сохранению крайне низких цен в течение 1-го полугодия. Тем не менее, по мере увеличения темпов роста мирового спроса на нефть за счет азиатских стран, фундаментальная картина улучшилась, что способствовало отскоку цен на нефть.

■ Также сильным позитивом стали договоренности ОПЕК+ снизить добычу нефти на первую половину 2017 г. (решение о продлении «заморозки» будет обсуждаться в мае). Это позволило котировкам нефти марки Brent подняться в зону 55-57 долл./барр. под конец 2016 г.

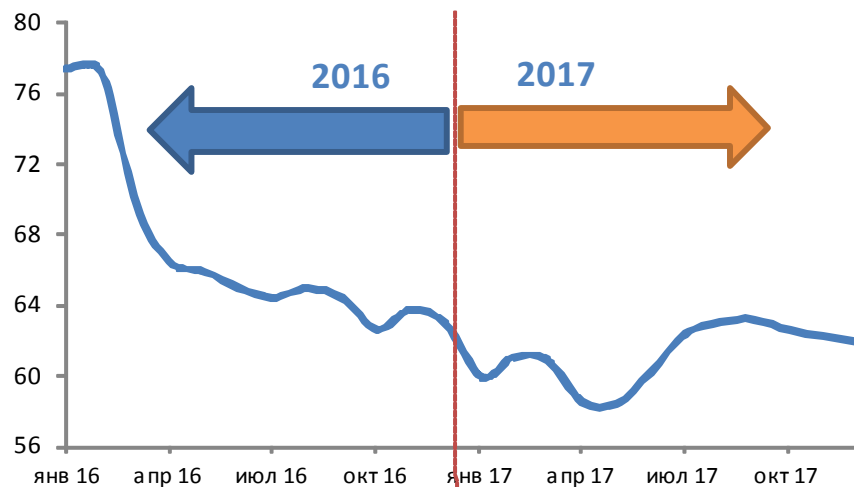
■ В 1 пол. 2017 г. можно ожидать улучшения фундаментальной картины, что будет связано со скоординированными действиями стран ОПЕК+ по ограничению добычи.

■ Основным риском для рынка выступает активизация сланцевых производителей в США, которые могут при нефти выше 50-53 долл./барр. начать активно наращивать добычу. О повышении интереса к наращиванию производства свидетельствует рост числа буровых установок. С середины 2016 г. добыча в США уже выросла на 6%.

■ В 2017 г. ожидаем роста среднегодовой цены нефти до 54 долл./барр. по сравнению с 46 долл./барр в 2016 г. В случае невыполнения отдельными членами картеля соглашения по заморозке добычи и увеличения производства нефти в США во втором полугодии 2017 г. возможна просадка цен на 5% - 10% к уровню первого полугодия. Снижение нефтяных цен во втором полугодии 2017 г. будет оказывать давление на рубль.

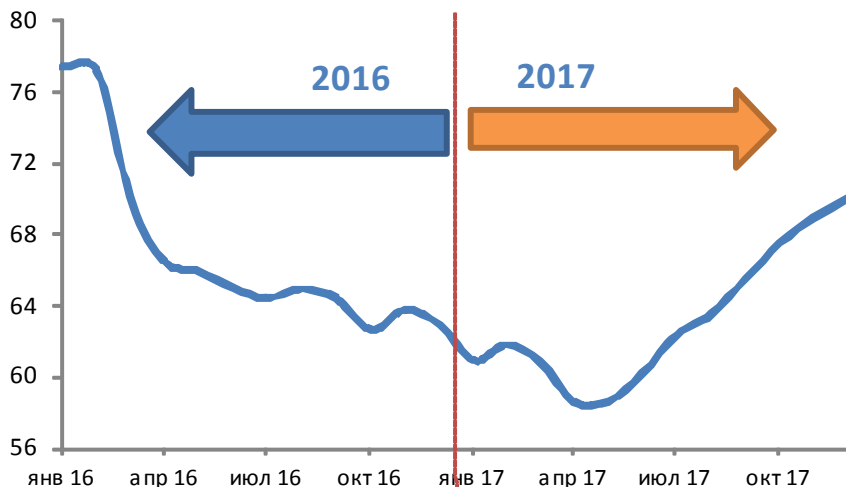
Прогноз на 2017 год

Динамика и прогноз курса доллара в 2016-2017 гг.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Доллар/рубль (негативный сценарий)



Источник: Bloomberg, PSB Research

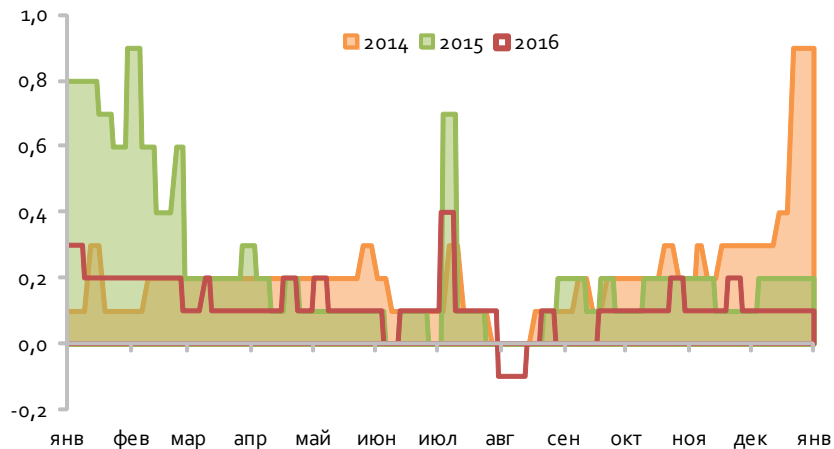
- Первое полугодие 2017 г. может складываться для рубля достаточно позитивным. Значительных внутренних рисков связанных с бюджетными проблемами, погашениями по внешнему долгу, платежному балансу в 2017 г. мы не видим.
- Рост цен на нефть и высокий аппетит к риску на глобальных рынках могут способствовать продолжению тренда на укрепление рубля в первом полугодии 2017 г.
- Действия Минфина и ЦБ РФ по покупке иностранной валюты, на наш взгляд, будут иметь ограниченное влияние на рубль. Объемы покупок не должны оказывать значительного негативного эффекта для рубля, по крайней мере в ближайшие месяцы.
- В нашем базовом сценарии мы исходим из того, что большую часть 2017 г. пара доллар/рубль проведет в диапазоне 58-65 руб/долл., со среднегодовой ценой вблизи 61,50 руб/долл.
- Однако мы опасаемся роста волатильности на глобальных рынках во втором полугодии 2017 г. Видим риски коррекции S&P 500 на 10-15%, что, соответственно может негативно отразиться на сырьевых активах и способствовать поспешному закрытию сделок carry-trade.
- При таком сценарии видим риски возвращения пары доллар/рубль ближе к уровням в 67-70 руб./долл. на горизонте до конца года. Вероятность такого сценария мы оцениваем в 30%.

Прогноз среднеквартальных значений доллар/рубль

	Базовый	Негативный	Усредненный (70:30)
1 кв 2017	60,85	60,85	60,85
2 кв 2017	59,56	60,16	59,74
3 кв 2017	62,84	63,8	63,13
4 кв 2017	61,94	67,5	63,61

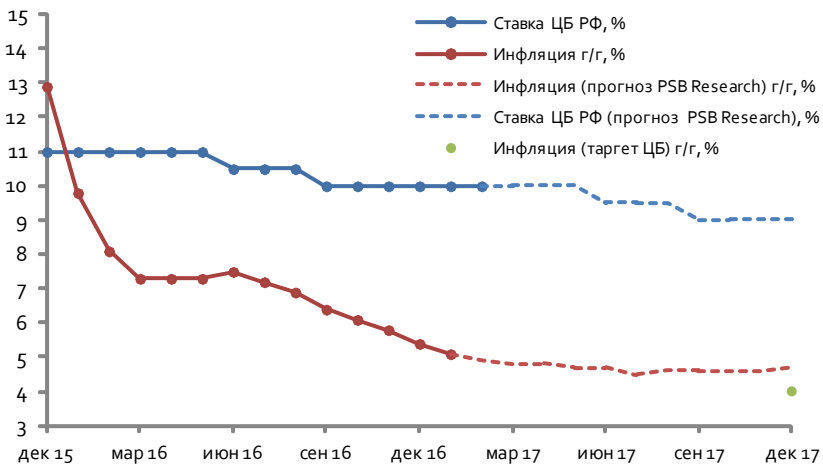
Инфляция и ключевая ставка

Динамика недельной инфляции



Источник: Bloomberg, PSB Research

Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

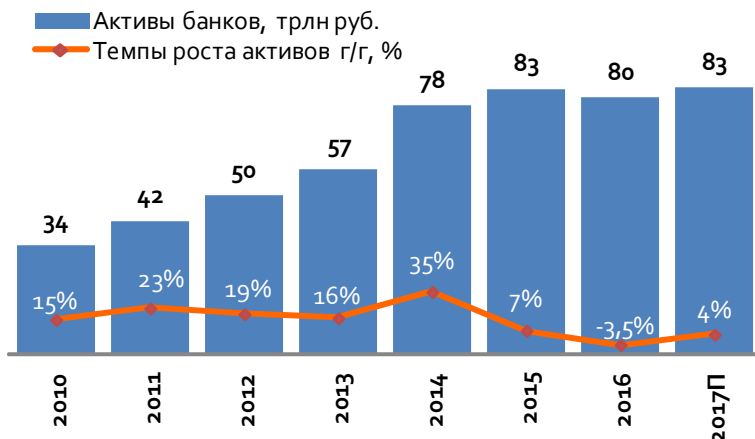
- По итогам 2016 г. годовые темпы роста потребительских цен сократились до 5,4%, что соответствует 5-летним минимумам. По сравнению с предыдущим годом инфляция снизилась на 7,5 п.п. (декабрь 2015 г.: 12,9%). Благоприятной ценовой динамике способствовали резкое снижение темпов роста доходов населения и умеренно-жесткая ДКП Банка России.
- В течение 2016 г. регулятор лишь дважды снизил ключевую ставку на 50 б.п. до 10% годовых. Аналитики ЦБ отмечали, что значительный вклад в замедление инфляции внесли временные факторы (укрепление рубля и хороший урожай), а инфляционные ожидания населения демонстрируют инерционность. Медианное значение ожидаемой инфляции на следующие 12 месяцев по опросам населения за прошедший год снизилось лишь до 12,4% (на 4 п.п.).
- Полагаем, что цель ЦБ по инфляции 4% на конец 2017 г. по-прежнему выглядит труднодостижимой с учетом относительно низкой базы 2016 г. Основные риски связаны с вероятной активизацией потребительской активности по мере выхода экономики из кризиса, худшим урожаем, ослаблением рубля, повышением акцизов на бензин и сборов с большегрузных автомобилей, а также возможным ростом бюджетных расходов с приближением президентских выборов (март 2018 г.).
- Наш прогноз по инфляции на конец 2017 г. – 4,7-4,9%. Полагаем, что в этих условиях ключевая ставка будет снижена не более чем на 100 б.п., т.е. до 9%. Ожидаем первого снижения ключевой ставки на 50 б.п. до 9,5% по итогам заседания ЦБ 16 июня, спустя более чем 4 месяца с момента начала валютных операций Минфина (7 февраля). К этому времени у регулятора уже будет возможность оценить масштаб их фактического влияния на темпы роста потребительских цен и инфляционные ожидания, которое, как мы считаем, окажется несущественным.

Прибыль и обеспеченность капиталом (норматив Н1.0)



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

Динамика активов российских банков



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

В 2016 г. банковский сектор продемонстрировал восстановление прибыли практически до докризисного уровня 2012-2013 годов. Положительное влияние на финансовые результаты сектора оказывает стабилизация качества кредитного портфеля и снижение стоимости фондирования.

В 2017 г. мы ожидаем продолжение тренда по росту прибыли банков за счет снижения потерь по кредитам и улучшения чистой процентной маржи.

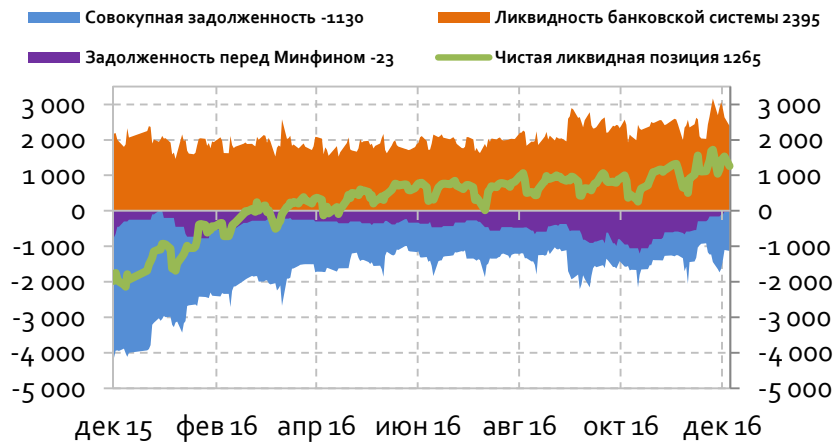
Капитализация прибыли помогает банкам выполнять растущие требования к достаточности собственных средств в соответствии с Базель-3. В то же время сохранение кредитных рисков на фоне медленного восстановления экономики, вероятно будет сдерживать рост кредитования.

В 2017 г. мы прогнозируем, что темпы роста кредитного портфеля банков будут отставать от притока средств клиентов. Это обеспечит дальнейшее улучшение ликвидной позиции и будет драйвером снижения стоимости привлекаемых ресурсов.

При общем улучшении ситуации в банковской системе значительное число банков «третьего эшелона» останется в зоне риска в связи со слабым финансовым состоянием, усилением надзора и нацеленностью ЦБ на консолидацию сектора. В 2016г. на Сбербанк пришлось 55% чистой прибыли всей системы, при доле Сбербанка в активах на уровне 31%. Количество убыточных игроков сокращается, но все же остается пока значительным – 178 банков или 1/3 от общего числа действующих.

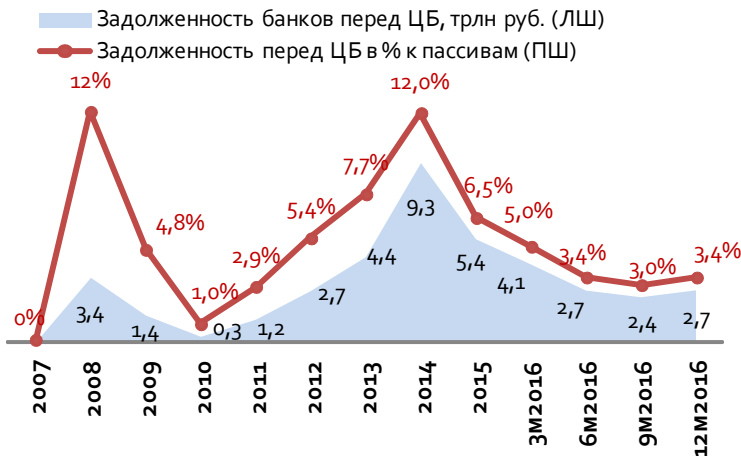
Дефицит ликвидности в системе меняется на профицит

Ликвидность банковской системы, млрд руб.



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

Динамика привлечения средств от ЦБ



Источник: ЦБ РФ, расчеты PSB Research

Задолженность банковской системы перед ЦБ и Федеральным казначейством по инструментам рублевого и валютного фондирования продолжает снижаться. Высокий уровень ключевой ставки и приток средств клиентов по рублевым счетам и погашение компаниями валютных кредитов обеспечили приток ликвидности и сокращение банками долга перед ЦБ в 2016 г. на 2,9 трлн руб. (3,9 трлн руб. в 2015 г.).

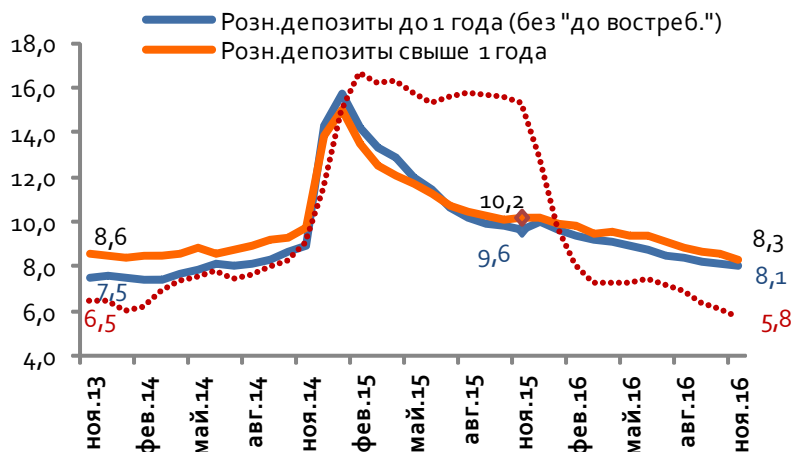
Чистая ликвидная позиция банков к концу 2016 г. выросла до 1,3 трлн руб. (остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ превышают объем привлеченных средств от ЦБ).

Для абсорбирования ликвидности в 2-м полугодии 2016 г. Банк России начал проводить депозитные аукционы сроком на 1 день и 1 неделя. По итогам недельных депозитных аукционов в январе 2017 г. объем предложения вырос в среднем до 696 млрд руб. при 164 участниках, тогда как в сентябре-декабре 2016 г. среднее количество участников аукционов составило 134 банка, а объем предложения – 322 млрд руб. **Улучшение ликвидной позиции банковского сектора будет стимулировать спрос на новые выпуски ОФЗ в 2017 г.**

Примечательно, что изменение рыночной парадигмы в банковской системе из хронического дефицита ликвидности в профицит может привести к смещению рыночных процентных ставок из зоны «Ключевая ставка +» в зону «Ключевая ставка –». Таким образом, процентные ставки будут находиться в диапазоне между депозитной ставкой ЦБ и ключевой ставкой.

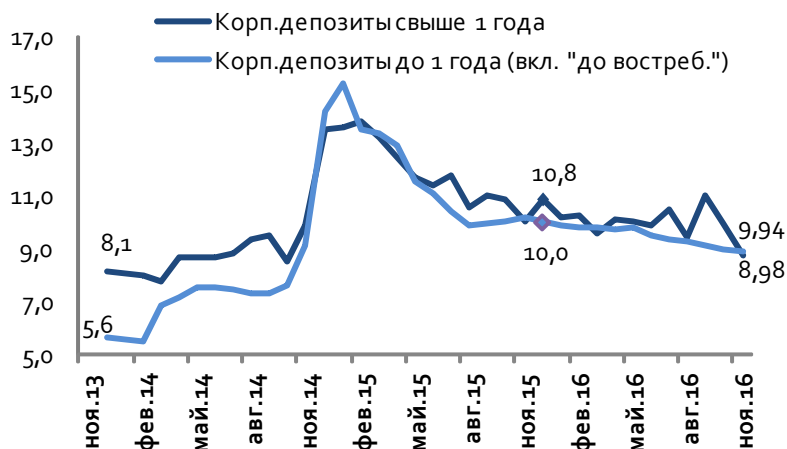
Стоимость привлечения средств клиентов снижается

Ставки по депозитам для физлиц



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

Ставки по депозитам для юрлиц



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

В 2016 г. средневзвешенный уровень ставок по привлеченным депозитам физлиц снизился на 150 – 200 б.п. При этом мы обращаем внимание, что инфляция в 2016 г. снизилась на 750 б.п. (с 12,9% в декабре 2015 г. до 5,4% в декабре 2016 г.). Более медленное снижение ставок по депозитам по сравнению с динамикой инфляции в 2016 г. формирует потенциал для дальнейшего снижения ставок в 2017 г.

Дополнительным фактором в пользу продолжения тренда по снижению ставок по депозитам населения будет низкая потребность банков в привлечении новых ресурсов на фоне слабого спроса на кредиты.

Потенциал снижения ставок по рублевым вкладам населения в 2017 г. мы оцениваем на уровне 1,0 п.п.

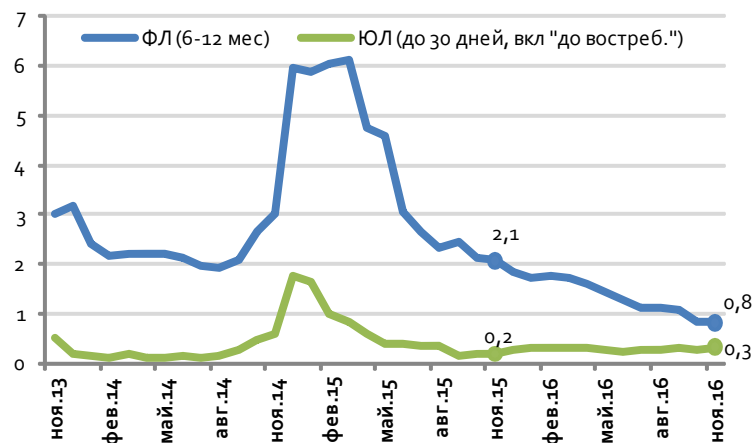
Средства, привлекаемые банками от населения являются наиболее крупной статьей в источниках фондирования банковской системы. Рублевые вклады физлиц составляют 17,6 трлн руб. и обеспечивают 30% всех рублевых пассивов банков. **Снижение ставок по депозитам по нашим ожиданиям будет транслироваться в снижение ставок по кредитам и снижению доходности рублевых облигаций.**

Стоимость привлечения банками средств от корпоративных клиентов в 2016 г. оставалась выше ставок по розничным вкладам. Данную ситуацию можно объяснить более низкими операционными расходами на привлечение средств крупных корпоративных клиентов. Кроме того, депозиты корпоративных клиентов без условий о возможности досрочного изъятия являются более стабильным пассивом по сравнению с розничными депозитами.

Принимая во внимание внедрение нормативов ликвидности в соответствии с Базель-III, банки будут заинтересованы привлекать больший объем средств корпоративных клиентов и будут предлагать премию по сравнению с розничными вкладами. При этом тренд по снижению ставок по вкладам юрлиц в 2017 г., по нашим ожиданиям, продолжится. **Драйверами снижения ставок по депозитам для корпоративных клиентов будут те же факторы, что и в розничном сегменте.**

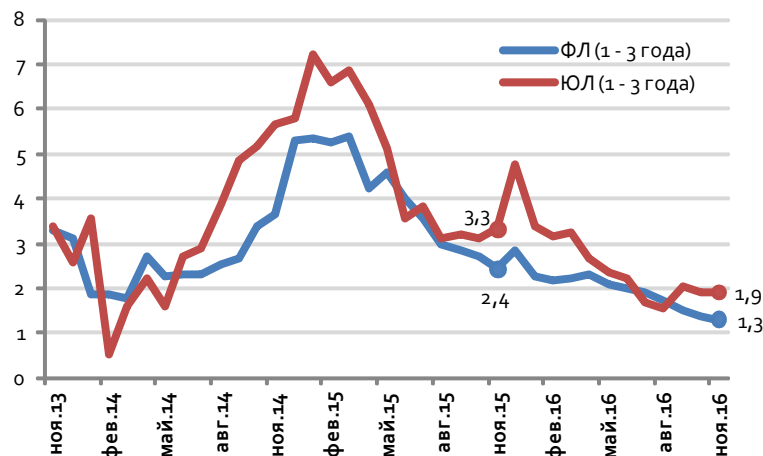
Валютное фондирование банков слабо зависит от международных рынков

Средневзвешенные ставки по депозитам в USD (топ-30 банков)



Источник: ЦБ РФ, расчеты PSB Research

Ставки по долгосрочным депозитам в USD в топ 30 банков



Источник: ЦБ РФ, расчеты PSB Research

В структуре валютных пассивов банков средства, привлекаемые от розничных и корпоративных клиентов обеспечивают суммарно 76%. Таким образом стоимость клиентского фондирования является основным определяющим фактором ставок по кредитам для конечных заемщиков и интереса банков к покупке евробондов.

Динамика ставок по депозитам клиентов в валюте в российских банках не коррелирует с доходностью евробондов. К концу 2016 г. ставки по депозитам в USD снизились до 1,3% – 1,9 %. Снижение ставок отражает низкую потребность банков в валютных ресурсах на фоне снижения спроса клиентов на валютное кредитование.

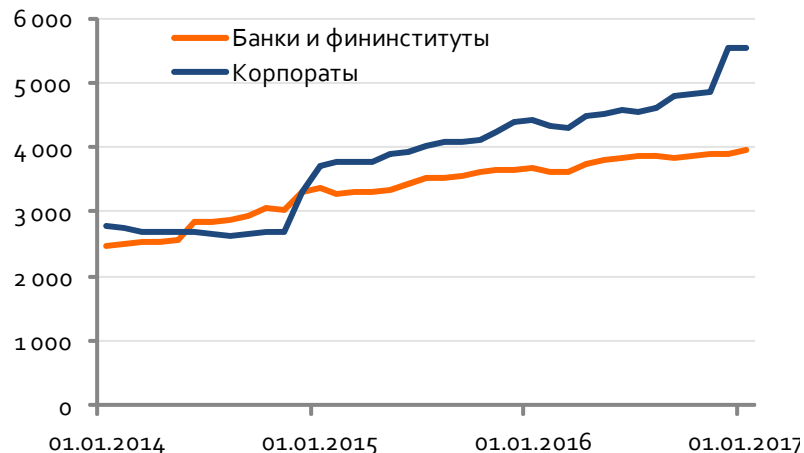
За 11м2016 г. совокупный портфель валютных кредитов в российских банках корпоративным и розничным клиентам сократился на 20,7 млрд долл. Спрос на валютные кредиты снижается за счет снижения ставок по рублевым кредитам и повышения привлекательности последних. В 2017 г. мы прогнозируем низкий спрос банков на валютную ликвидность и сохранение текущего уровня ставок по валютным депозитам, несмотря на ожидаемое повышение ключевой ставки ФРС и рост доходности UST.

Сохранение низкой стоимости валютного фондирования будет поддерживать спрос банков на покупку евробондов при повышении их доходности.

В 2017 г. российским эмитентам предстоит погасить евробонды на сумму эквивалентную 20 млрд долл. Это почти в два раза превышает объем погашений в 2016 г. Потенциальный объем размещения новых выпусков евробондов российских эмитентов в 2017 г. мы оцениваем на уровне 15 млрд долл. Интерес эмитентов к размещению новых выпусков евробондов в условиях роста ставки ФРС будет скорее всего низким, что поддержит спрос на остающиеся в обращении бумаги.

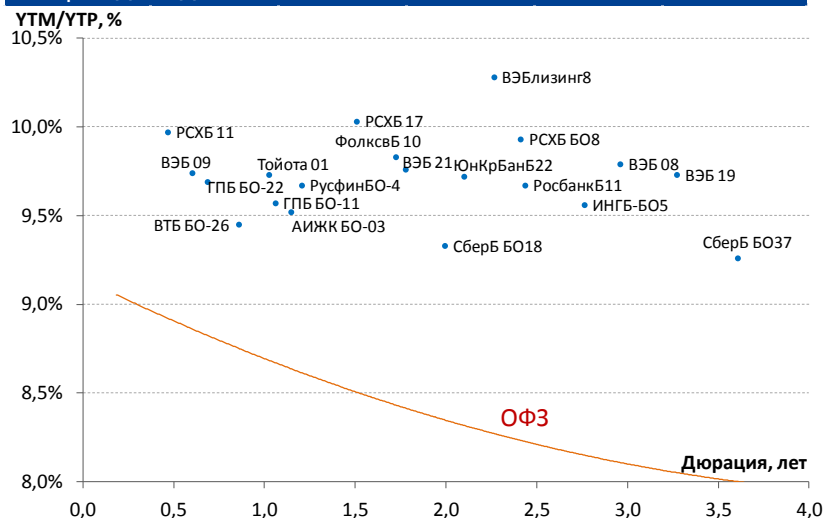
Банковские облигации: улучшение операционной среды поддержит спрос

Структура рынка рублевых облигаций (млрд руб.)



Источник: Cbonds, ЦБ РФ, расчеты PSB Research

Карта доходности банковских облигаций



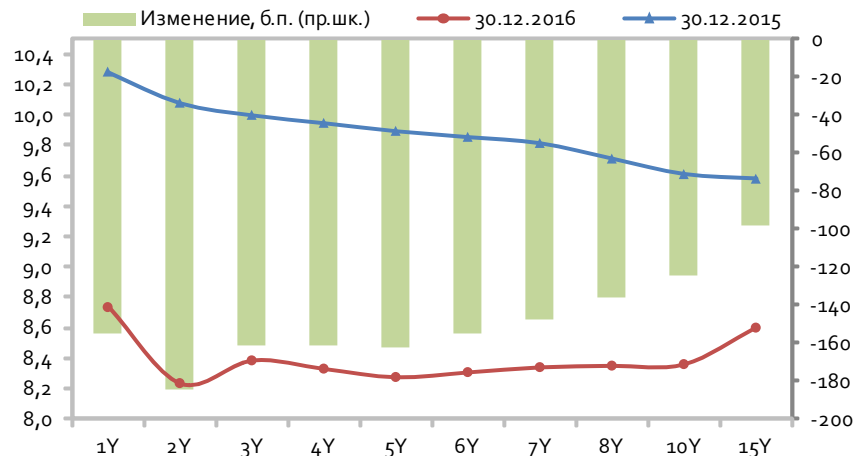
Рублевые выпуски облигаций обеспечивают менее 4% пассивов банков, что определяет низкие риски рефинансирования бумаг. Стоимость привлечения средств для банков на долговом рынке выше, чем привлечение клиентских ресурсов, поэтому банки поддерживают низкую зависимость от долгового рынка. Интерес банков к размещению новых выпусков облигаций определяет стремление к диверсификации ресурсной базы и удлинению пассивов. За последние 3 года предложение новых выпусков рублевых облигаций банков отставало от корпоративного сегмента.

Ограниченный объем предложения новых выпусков рублевых облигаций и улучшение операционной среды будут способствовать сужению премии в банковских облигациях к суверенной кривой.

Наиболее интересно по соотношению рис/доходность смотрятся рублевые бонды банков «первого эшелона» с дюрацией более 2-х лет, содержащие премию к ОФЗ в размере 150 – 200 б.п. Бонды банков «второго эшелона» имеют ограниченную ликвидность, больший риск и имеют преимущественно короткую дюрацию (до 1 года), поэтому содержат ограниченный потенциал ценового роста. На облигации банков «третьего эшелона» ожидаем сокращения спроса после дефолта Банка Пересвет и Татфондбанка.

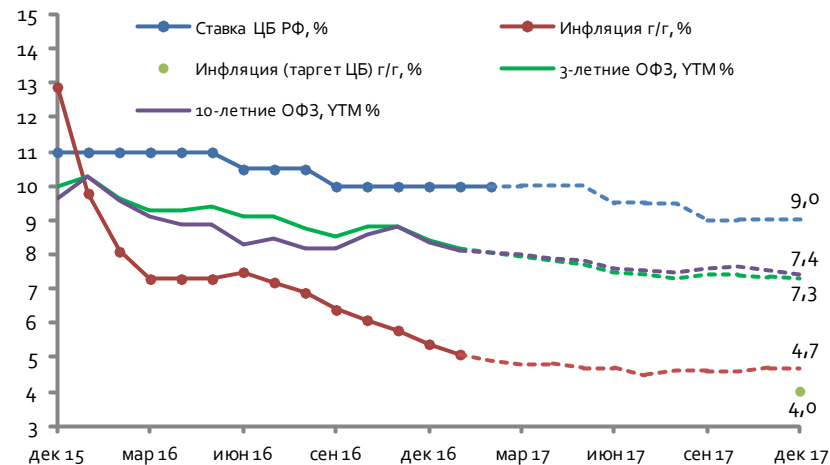
Учитывая сохранение западных санкций в отношении госбанков, крупные частные банки смогут использовать благоприятную конъюнктуру для размещения новых евробондов на комфортных условиях. При этом предложение новых евробондов при наличии дешевого клиентского фондирования будет оставаться ограниченным.

Кривая ОФЗ



Источник: Bloomberg, PSB Research

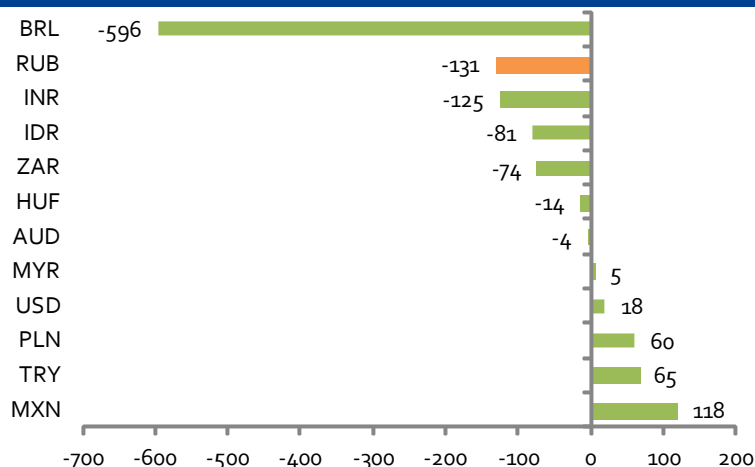
Фактические и прогнозные рублевые ставки



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, PSB Research

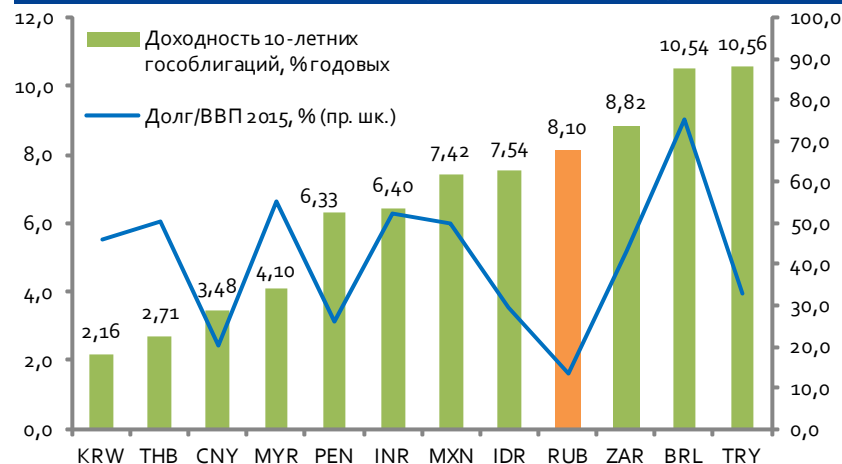
- 2016 год оказался благоприятным для рынка рублевых облигаций: **наиболее ликвидные ОФЗ подорожали на 3-9%** (их УТМ снизились на 110-210 б.п.), что обеспечило **итоговую доходность с учетом купонных выплат на уровне 10,4-17,2%**. Лидерами по доходности стали наиболее длинные выпуски серий 26212, 26207, 26211 и 26009. Инвестиции в флоатеры и ОФЗ-ПД принесли сопоставимую отдачу, а выпуск 52001 с индексируемым на инфляцию номиналом стал аутсайдером с итоговой доходностью 6,1% (см. приложение 1).
- Кривая доходностей ОФЗ**, имевшая отрицательный наклон в начале года, **стала плоской**, что отражает сокращение потенциала по снижению инфляции и рублевых ставок. При этом спреды доходностей к ключевой ставке остаются глубоко на отрицательной территории, что, на наш взгляд, будет сдерживать рост котировок классических ОФЗ в 2017 году. Тем не менее, фундаментально **длинные ОФЗ-ПД по-прежнему выглядят интересно для покупки** на текущих уровнях, поскольку реальные ставки в экономике еще далеки от обозначенного представителями ЦБ долгосрочного ориентира 2,5-3%, а темпы инфляции уже гораздо ближе к цели 4%.
- Полагаем, что в условиях умеренных темпов смягчения ДКП ЦБ РФ, **флоатеры также сохраняют свою привлекательность** благодаря более высоким текущим ставкам купонов. Ожидаем сохранения хорошего спроса со стороны банков, чью потребность в ликвидных бумагах для выполнения нормативов ПКЛ в 2017 г. мы оцениваем на уровне 460 млрд руб.
- Подешевевшие в 2016 г. на 2,8% **ОФЗ 52001**, скорее всего, **продолжат отставать от рынка** и в 2017 г. поскольку предпосылки для ускорения темпов инфляции с текущих уровней, по нашему мнению, пока отсутствуют. Однако неплохим моментом для покупки этих бумаг может стать июль, по итогам которого мы ожидаем замедления инфляции до 4,5%.

Изм. доходностей 10-летних гособлигаций за год, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

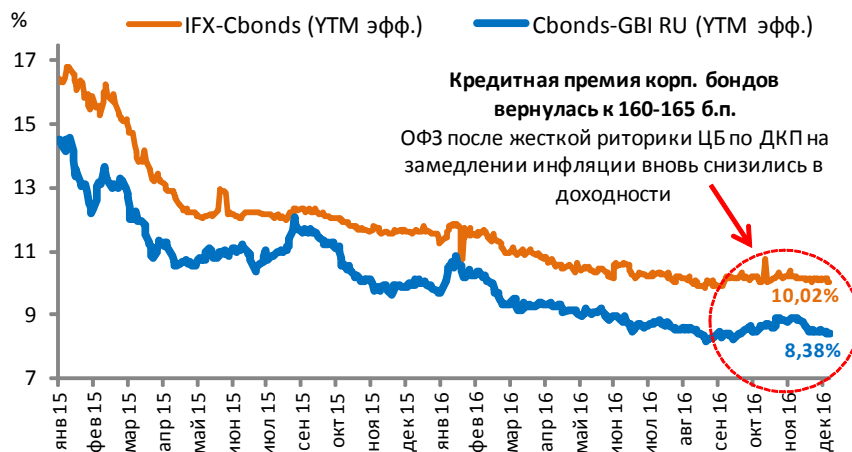
Стоимость заимствований для развивающихся стран



Источник: Bloomberg, PSB Research

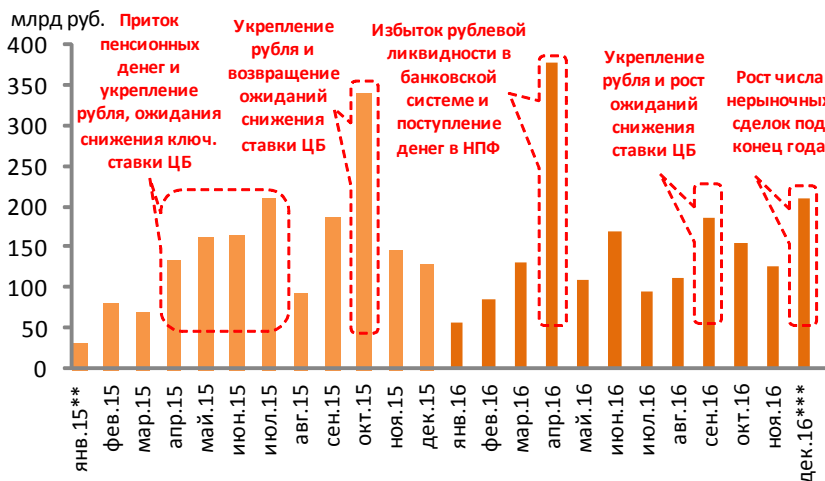
- По итогам 2016 г. **российский рынок гособлигаций в национальной валюте стал одним из лучших среди крупных ЕМ**, по масштабам снижения доходностей уступив лишь Бразилии. Поддержку российскому долговому рынку оказали рост цен на нефть и укрепление рубля, что в условиях снижения геополитических рисков обеспечило существенный приток средств нерезидентов на рынок ОФЗ.
- По данным ЦБ РФ, номинальный объем ОФЗ, принадлежащих нерезидентам, по состоянию на 1 декабря 2016 г. достиг 1,41 трлн руб. (+337 млрд руб.) а их доля на рынке выросла до 25,6% против 21,5% на начало года. При этом доля иностранных инвесторов в ОФЗ-ПД достигла 44% (оценка ЦБ за сентябрь), что повышает зависимость российского рынка от внешних факторов. Считаем, что **нерезиденты продолжают наращивать свое присутствие в ОФЗ и в 2017 г.** благодаря предсказуемости вектора политики ЦБ и высоким уровням доходностей рублевых гособлигаций РФ относительно масштабов долговой нагрузки страны (по итогам 2016 г. долг ожидается на уровне 15% ВВП).
- Полагаем, что в перспективе ближайших месяцев **котировки ОФЗ сохраняют апсайд** с учетом ожидаемого нами снижения ключевой ставки на 50 б.п. в июне, и к концу 1 полугодия доходности выпусков с дюрацией от года могут опуститься до 7,5-7,9%. Удешевление стоимости фондирования банков на фоне дальнейшего замедления инфляции должны будут привести к **снижению доходностей по итогам года до 7,2-7,6% (-100 б.п.)**. В таком случае **вложения в ОФЗ с дюрацией от 4 лет принесут в среднем 12-14% прибыли**.
- Основные риски для прогноза** – выход нерезидентов с рынка в случае значительного роста доходностей UST с текущих уровней или ухудшения геополитической ситуации. Однако нельзя исключать сценарий и более значительного роста котировок ОФЗ-ПД в случае достижения цели ЦБ по инфляции.

Индекс доходности государственных и корпоративных облигаций



Источники: Cbonds, PSB Research

Размещения облигаций российских эмитентов в 2015-16 гг.



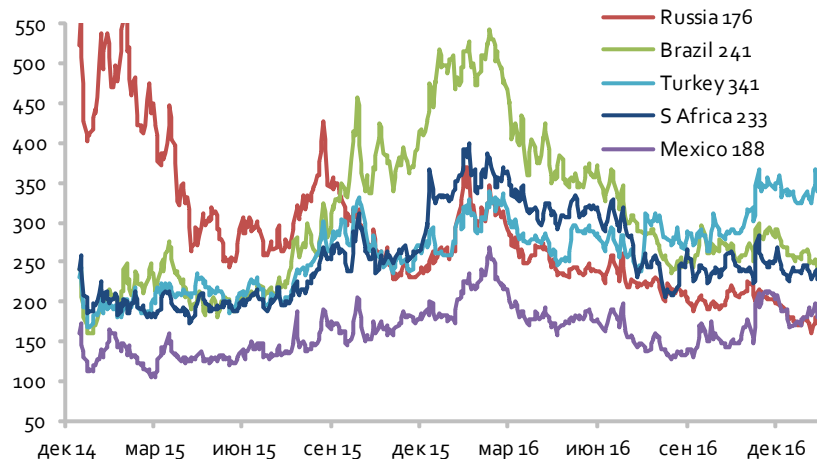
Источники: данные компаний, Cbonds, Интерфакс, PSB Research

**без учета размещения облигаций Роснефти на 400 млрд руб.

***без учета размещения облигаций Роснефти на 620 млрд руб.

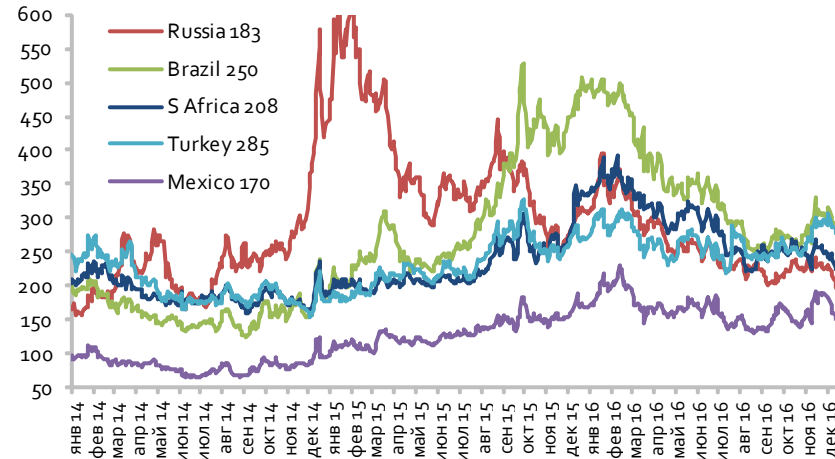
- Доходности корп. облигаций в 2016 г. снижались, отыгрывая динамику в ОФЗ по мере понижения ключевой ставки ЦБ. УТМ индекса IFX-Cbonds опустился за год с 11,5% до 10% годовых.
- Кредитная премия корп. бондов под конец 2016 г. расширилась за счет снижения доходности ОФЗ на ожиданиях понижения ставки ЦБ и идеи carry trade. Спрэд в декабре расширился на 25-30 б.п. до 160-165 б.п. Ожидаем постепенное его снижение к уровням июня-августа – 130-150 б.п.
- В 2017 г. доходности корп. бондов продолжат снижение следом за ОФЗ и ставкой ЦБ, а также по мере сокращения кредитной премии. Потенциал снижения доходности – 70-90 б.п.
- В 2016 г. общий объем первичных размещений рублевых корп. облигаций (включая банки и фин. институты) без учета сделок Роснефти составил 1,81 трлн руб., показав скромный рост на 4% г/г, по данным Cbonds.
- После всплеска активности в апреле в мае первая волна сделок пошла на спад, в том числе в результате сокращения предложения бумаг качественных эмитентов. В сентябре активность возросла за счет избытка банковской ликвидности и понижения ЦБ ключевой ставки на 50 б.п. до 10%.
- В 4 кв. активность размещений снизилась из-за растущих внешних рисков (ФРС, выборы президента США и др.). Хотя в декабре был рост сделок м/м до 211 млрд руб. (без Роснефти), но порядка 43%-44% носили, скорее, клубный характер. Доходности первичных сделок качественных эмитентов («BB+/BBB-») в декабре ниже 9,6% не опускались, срочность размещений оставалась в диапазоне 3-5 лет.
- Ждем сохранения активности новых размещений в 1 пол. 2017 г. Этому будет способствовать планомерный рост нефти и стабильность рубля, избыток ликвидности в системе, замедление инфляции и понижение ставки ЦБ. Кроме того, изменения в налогообложении с 1 янв. 2017 г. предполагают снижение ставки налога на купон для юрлиц с 20% до 15% на новые выпуски.

Евробонды развивающихся стран: z-spread, б.п. (7 лет)



Источник: Bloomberg, PSB Research

CDS 5Y, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

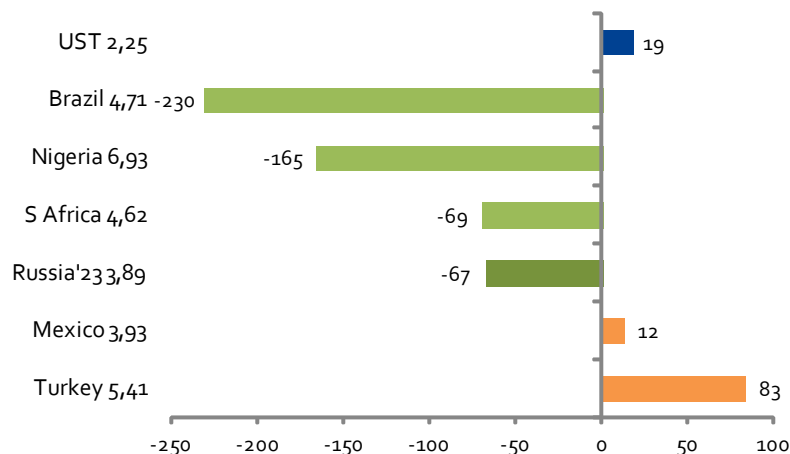
Кредитная премия (z-спрэда) российского бенчмарка RUS'23 в 2016 г. продолжила снижение до 170-180 б.п., вернувшись к уровням начала 2014 г., до событий с присоединением Крыма и ввода антироссийских санкций. Похожая картина наблюдалась по 5-летнему CDS на Россию – за 2016 г. значение снизилось с 307 б.п. до 182 б.п. Рынки в меньшей степени учитывают геополитические риски, все больше закладываясь на смягчение антироссийских санкций в обозримой перспективе.

Агентства S&P и Fitch осенью 2016 г. улучшили прогнозы суверенных рейтингов России («BB+» и «BBB-» соответственно) с Негативного до Стабильного, отметив адаптацию российской экономики к ухудшению внешних условий – к низким ценам на нефть и действию санкций, прогнозируя переход ВВП к росту в 2017-19 гг. в среднем на 1,6%. При этом устойчивость федерального бюджета в 2016 г. в условиях падения нефтегазовых доходов обеспечили приватизация госактивов и резервные фонды (может хватить до конца 2018 г.). Возврат экономики к росту и возможный прогресс в смягчении санкций могут стать поводом для улучшения прогноза рейтингов РФ в 2017 г., что уже во многом учтено в котировках евробондов России.

В 2016 г. РФ смогла разместить суверенные евробонды, несмотря на санкции. Минфин дважды выходил на внешние рынки – в мае было размещено 1,75 млрд долл. 10-летних гособлигаций под 4,75%, оставшиеся 1,25 млрд долл. были доразмещены в сентябре под 3,9% годовых. В 2017 г. лимит внешних заимствований РФ составляет 7 млрд долл., при этом министр финансов А.Силуанов допустил размещение суверенных евробондов на 3 млрд долл. уже весной.

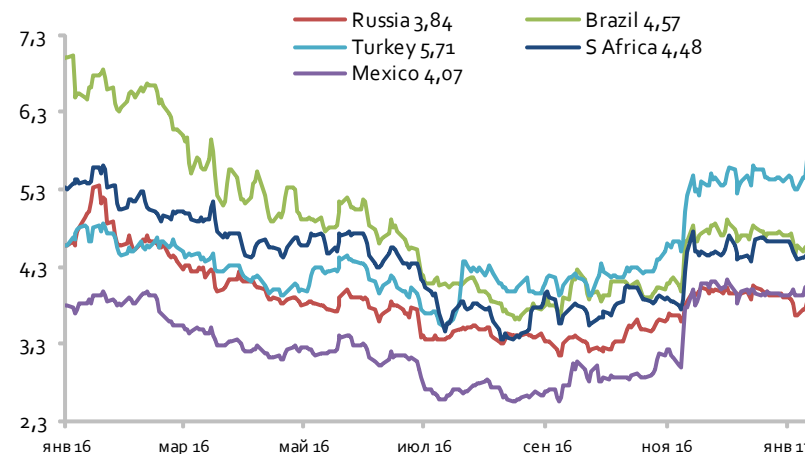
В 2017 г. компрессия доходности суверенных еврооблигаций России может приостановиться из-за перехода ФРС к более интенсивному повышению ставок (в 2017 г. 2-3 повышения). При этом рост доходности UST может компенсироваться сужением кредитной премии (z-спрэд по выпуску RUS'23 до 150-170 б.п. и по CDS 5Y около 150-170 б.п.) за счет планомерного роста нефти и перспектив ослабления санкционного давления с приходом новой администрации в США. Есть риски для евробондов ЕМ, связанные с экономическими преобразованиями и протекционизмом в США Д.Трампа, которые могут ускорить инфляцию и привести к замедлению экономического роста торговых партнеров Штатов (в частности, Китая).

Изменение дох-ти 7-летних евробондов ЕМ за 2016 г., б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Доходность 7-летних евробондов развивающихся стран, %



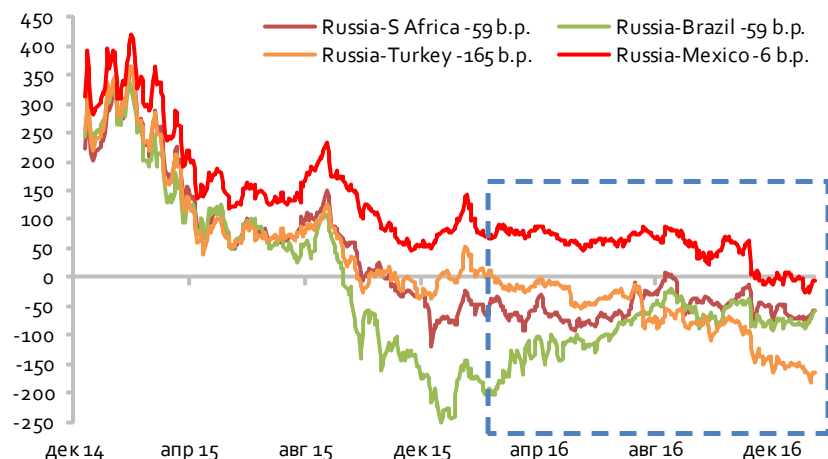
Источник: Bloomberg, PSB Research

Российские суверенные евробонды по итогам 2016 г. продемонстрировали умеренное снижение доходности на сопоставимом с госбондами ЮАР (Baaz/BVB/BVB-) уровне – **бенчмарк Russia-23 на 67 б.п. до 3,89% годовых**. Причем, минимум по доходности был достигнут в сентябре (на уровне 3,15% годовых), но затем усилившиеся опасения повышения ставок ФРС и неожиданная победа Д.Трампа в президентских выборах в США привели к резкому росту доходности базовых активов (UST-10 достигала 2,6% годовых) под конец года, что оказало давление на российские евробонды. Тем не менее, **российский сегмент оказался наиболее устойчивым к возникшей волатильности** благодаря росту нефтяных котировок на соглашении «ОПЕК+» по сокращению добычи нефти, также инвесторы переоценивали перспективы улучшения отношений между Россией и США с приходом новой администрации.

В 2016 г. среди сравниваемых стран ЕМ наибольшее снижение доходности показали суверенные евробонды Бразилии (Ba2/BV/BV) (на 230 б.п. по 7-летним бумагам). После достижения бразильским бондами максимумов по доходности в декабре 2015 г. на ухудшении сырьевой конъюнктуры и обострении внутривнутриполитической обстановки из-за процедуры импичмента президента страны Д.Русеф уже в первой половине минувшего года премия за риск практически полностью была нивелирована благодаря частичному восстановлению цен на сырье и на фоне относительно «спокойного» отстранения от должности Д.Русеф, которое не привело к эскалации политической напряженности.

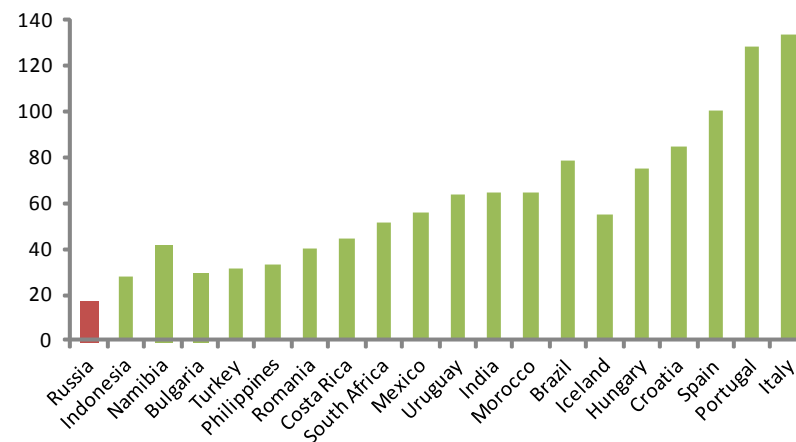
Отрицательный результат в 2016 г. был по суверенным евробондам Турции (Ba1/BVu/BV+) – 7-летний бонды в доходности прибавили на 83 б.п. из-за политических рисков (неудавшийся военный переворот в июле, операция в Сирии, теракты и др.), а также реакции на рост доходности UST после победы Д.Трампа в ноябре. **Помимо Турции рост доходности за 2016 г. показали евробонды относительно стабильной Мексики (A3/BVB+/BVB+)** из-за победы Д.Трампа и его агрессивных заявлений возвести стену между странами и усилить границу, а также пересмотреть торговые отношения.

Премия RUS'23 к 7-летним евробондам ЕМ, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Долг/ВВП, % (ожидания МВФ на 2016 г.)



Источник: IMF, PSB Research

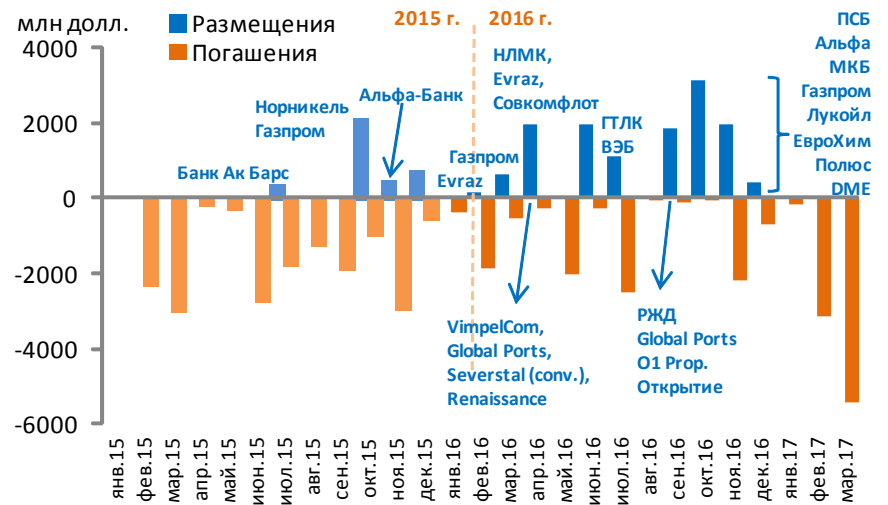
В 2016 г. российские суверенные евробонды продолжили торговаться с дисконтом к госбондам других стран ЕМ (Бразилии, Турции, ЮАР), несмотря на неинвестиционный рейтинг России (Ba1/BB+/BBB-) и действие антироссийских санкций. Причиной этому стало обострение внутривнутриполитических рисков в данных странах.

При этом **снижение политической напряженности в Бразилии и ЮАР привело в 2016 г. к сокращению премий** госбондов данных стран к бондам России, в то время как обратная ситуация наблюдалась по суверенным выпускам Турции, где во второй половине года усилились политические и экономические риски. Отдельно отметим евробонды относительно стабильной Мексики (A3/BBB+/BBB+), которые после победы Д.Трампа в выборах в США (из-за его планов возвести стену на границе и пересмотреть торговые отношения) также стали торговаться с небольшой премией к кривой Russia.

На наш взгляд, с фундаментальной точки зрения данная диспозиция на рынке оправдана – долговая нагрузка РФ остается одной из самых низких по сравнению со странами, имеющими сопоставимые уровни кредитных рейтингов (и даже выше). Наличие резервных фондов и плавающий курс рубля позволяют адаптироваться российской экономике к ухудшению внешних условий, не прибегая к агрессивному наращиванию долга. При этом Россия смогла занять на внешних рынках, разместив суверенные евробонды, несмотря на санкции.

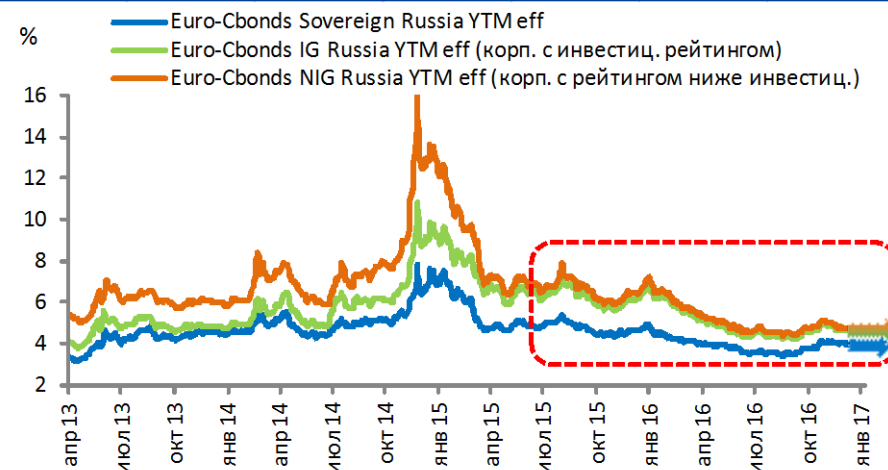
В 2017 г. потенциал снижения доходности суверенных евробондов ограничен. Возможное сокращение кредитной премии будет компенсироваться ростом доходности базовых активов по мере повышения ставок ФРС (UST-10 2,2%-2,6%), действия «фактора Трампа». Средний уровень доходности бенчмарк RUS'23, вероятно, будет находится на уровне 3,7%-3,9% годовых.

Погашения и размещения евробондов российскими эмитентами



Источники: Cbonds, PSB Research

Изменение индексов средневзвеш. доходности евробондов



Источники: Cbonds, PSB Research

- По итогам 2016 г. общий объем размещений корпоративных евробондов достиг 13,2 млрд долл. (в 3,5 раза больше 2015 г.).
- В сентябре активность вернулась, в том числе после доразмещения евробонда Russia-26 на 1,25 млрд долл. под 3,9% годовых (на 85 б.п. ниже майского уровня без Euroclear).
- В сентябре-ноябре корпоративные эмитенты торопились воспользоваться «окном возможностей» (до выборов в США и повышения ставок ФРС) и разместили евробонды на 7 млрд долл. (более половины годового результата).
- Корпоративные эмитенты также успевали воспользоваться историческим низким уровнем ставок на внешних рынках заимствований в основном для рефинансирования долга в валюте.
- В декабре «окно» закрылось после неожиданной победы Д.Трампа и резкого роста доходности базовых активов – UST-10 достигала 2,5%-2,6% годовых.
- В 1 пол. 2017 г. (в основном в феврале-марте) предстоят крупные погашения евробондов почти на 15 млрд долл. (в разных валютах). Среди крупных эмитентов можно отметить: банки – Сбербанк, ВЭБ, РСХБ, ГПБ, Альфа-Банк, и др., корпорации – Роснефть, Газпром, РЖД, VimpelCom. Нельзя исключать активности отдельных эмитентов на первичном рынке, которые могут воспользоваться относительной стабилизацией доходности UST и поддержкой сырьевых площадок, успевая привлечь средства до очередного повышения ставок ФРС (вероятно летом).
- Кредитные премии качественных эмитентов снизились с 80-100 б.п. в сентябре до 60-80 б.п. в ноябре-декабре. Дальнейшее сужение премии выглядит затруднительным, скорее движение доходности вероятно вместе с динамикой суверенных евробондов. Компрессия кредитной премии возможна для первоклассных эмитентов с рейтингом не ниже суверенного или даже выше.

Наименование актива	Направление	Текущая цена	Тейк-профит	Стоп-лосс	Краткое описание торговой идеи
ОФЗ 26218 (Ba1/BB+/BBB-)	Лонг	102,65	109,00	97,00	Выпуск имеет наибольшую дюрацию среди ОФЗ-ПД (8,7 лет), что позволяет рассчитывать на максимальную отдачу от инвестиций в условиях цикла смягчения ДКП ЦБ. Ожидаем, что при снижении ключевой ставки к концу года на 100-125 б.п. доходность данной бумаги может опуститься на 75 б.п. до 7,6%. Соответственно ее цена может вырасти до 109 % от номинала, что обеспечит суммарную доходность от вложений с учетом купона до 15% годовых.
ОФЗ 24019 (Ba1/BB+/BBB-)	Лонг	101,3	103,00	98,00	3-летний флоатер 24019 был впервые размещен 7 декабря и пока не пользовался большим спросом на вторичном рынке из-за неподходящей конъюнктуры. В условиях роста нефти и укрепления рубля инвесторы предпочитали покупать более длинные бумаги, преимущественно с фиксированным купоном. В результате премия прогнозной доходности выпуска к классической кривой ОФЗ расширилась до 40-50 б.п. Исходя из текущих котировок близкого по дюрации флоатера 29011, выпуск 24019 должен торговаться на уровне 101,5-101,7% от номинала, а его справедливую стоимость с учетом наших прогнозов по ставкам мы оцениваем выше 102%. Потенциальная доходность по текущей цене – 8,6-8,7% годовых.
ВЭБ 21 (Ba1/BB+/BBB-)	Лонг	100,85	102,80	98,50	ВЭБ в 2016 г. за счет пакета мер господдержки продемонстрировал усиление кредитных метрик. По данным МСФО за 9м2016 г., собственный капитал ВЭБа вырос до 550 млрд руб. (+14%), а обязательства сократились до 3 248 млрд руб. (-17%). Доля собственных средств в пассивах выросла с 10,9% до 14,4%. В федеральном бюджете на 2017—2019 годы предусмотрены дополнительные меры поддержки капитала и ликвидности ВЭБа в объеме 150 млрд руб. ежегодно, что обеспечит дальнейшее снижение рисков рефинансирования ВЭБа и его дочерних структур. Выпуск ВЭБ21 имеет хорошую ликвидность и торгуется с доходностью 9,75% годовых к оферте 05.03.2019 г. На годовом горизонте с учетом купона (10%) инвестиция может обеспечить 11,75% годовых.
ВЭБлизинг (-/BB+/BBB-)	Лонг	100,00	102,35	97,00	В декабре 2016 г. ВЭБ-лизинг конвертировал долг перед ВЭБом на 75 млрд руб. в акционерный капитал, что повысило обеспеченность собственными средствами. Успешное прохождение оферт по обращающимся выпускам облигаций в 2016 г. свидетельствует о сохранении поддержки со стороны материнской структуры. Снижение стоимости фондирования будет оказывать позитивное влияние на результаты компании. Текущая доходность бумаги 10,34%, ставка купона 10,1%, дюр 2,3 года. На горизонте 1 года с учетом ожидаемого роста котировок доходность инвестиции может составить 12,5%.
ГТЛК БО-08 (Ba2/BB-/BBB-)	Лонг	101,0	104,00	97,00	Доходность бумаги (11,1%) предполагает премию к кривой ОФЗ в размере 310 б.п., а также премию 160-200 б.п. к доходности новых выпусков квази суверенных заемщиков. ГТЛК в 2015 – 2016 гг. демонстрирует усиление кредитных метрик за счет дополнительных вливаний в капитал со стороны Правительства РФ и удлинения долга. Агентство Fitch в октябре 2016 г. улучшило прогноз по долгосрочному кредитному рейтингу ГТЛК с «негативного» до «стабильного» вслед за улучшением прогноза по суверенному рейтингу. В 2017 г. компания диверсифицирует лизинговый портфель за счет новых сделок в ж/д сегменте.

Наименование актива	Направление	Текущая цена	Тейк-профит	Стоп-лосс	Краткое описание торговой идеи
Мираторг Финанс БО-06 (-/-/В+)	Лонг	103,50	106,50	99,50	Мираторг, являясь крупнейшим производителем мяса в России, выигрывает от происходящего на мировом рынке роста цен: за апрель-декабрь 2016 г. индекс FAO MEAT прибавил 7,5%. При этом даже в кризисных условиях компании удавалось сохранять неплохую рентабельность (EBITDA margin 24% по итогам 1 пол. 2016 г.) и удерживать долговую нагрузку в пределах 3х по метрике Чистый долг/EBITDA. В 2017 г. выпуск БО-06 торгуется с премией к кривой ОФЗ 215-260 б.п. и, на наш взгляд, ее текущее значение 225 б.п. еще имеет потенциал для сужения.
ОКЕЙ БО-06 (-/-/В+)	Лонг	101,95	105,00	98,00	16 января агентство Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг эмитента на уровне «В+» со «Стабильным» прогнозом. Ожидается «улучшение финансовых показателей компании с 2018 г., в частности, повышение рентабельности по EBITDA». Доходность выпуска (10,6%) предлагает привлекательные премии 135-150 б.п. к выпускам других компаний сектора с близкой дюрацией (Лента 3, Икс5Фин Б05) и 220-230 б.п. к суверенной кривой.
ЧТПЗ 001P-01 (Вa3/-/BB-)	Лонг	102,4	104,00	98,00	Доходность выпуска (10,25%) предполагает премию 220 б.п. к кривой ОФЗ и находится на уровне сопоставимых по масштабу и кредитным рейтингам эмитентов (Силовые машины БО-05, СУЭК-Финанс 001P-01R). При этом долговая нагрузка компании снижается: Чистый долг/EBITDA по итогам 1 пол. 2016 г. сократился до 2,5х по сравнению с 3,0х в 2015 г. и 4,1х в 2014 г., а планируемые капзатраты невысоки. Кроме того, 28 декабря ЧТПЗ рефинансировал кредит с погашением в 2019 г. на сумму 57,4 млрд руб. (65% долга), и теперь основные выплаты планируются уже после погашения 4-летних облигаций (в 2023 г.).
Автодор БО-001P-01 (-/-/BBB-)	Лонг	101,1	103,00	98,00	Бумага торгуется с доходностью 10,15% годовых, имея рейтинг BBB- от Fitch со Стабильным прогнозом, что предполагает премию 210 б.п. к кривой ОФЗ и 60-95 б.п. к облигациям госкомпаний с сопоставимым рейтингом и близкой дюрацией (ВЭБ 08, Транснефть БО-5, РЖД 28). Ожидаем сужения указанных спредов в ближайшие месяцы, учитывая проявленный со стороны широкого круга инвесторов интерес в ходе размещения, состоявшегося 22 ноября (переспрос в 2,5 раза при снижении ставки 1-го купона на 25-50 б.п. к уровням премаркетинга).
Силовые машины БО-4 (Вa1/-/BB+)	Лонг	100,2	104,00	98,00	Бизнес крупнейшей энергомашиностроительной компании в РФ активно растет несмотря на кризис: в 1 пол. 2016 г. EBITDA увеличилась на 44,4% г/г. до 4,2 млрд руб. (МСФО). В сентябре она открыла возобновляемую кредитную линию у банка «Россия» сроком 3 года на 15 млрд руб., что существенно снижает риски рефинансирования. Доходность 10,1% предлагает премию 50 б.п. к облигациям СИБУРа (Вa1/-/BB+) 11 серии с близкой дюрацией при разнице в рейтингах лишь на 1 ступень.

Приложение 1.

Доходность инвестиций в ОФЗ за 2016 г.

Выпуск	Погашение	Купон	Цена, 30.12.15	Цена, 30.12.16	Изм. Цены	YTM, 30.12.15	YTM, 30.12.16	Изм. YTM, б.п.	Прибыль за год
ОФЗ 26212	19.01.2028	7,1%	83,5	91,2	9,2%	9,6%	8,5%	-113	17,2%
ОФЗ 26207	03.02.2027	8,2%	91,8	99,6	8,5%	9,6%	8,4%	-119	17,0%
ОФЗ 26211	25.01.2023	7,0%	86,9	94,6	8,9%	9,8%	8,3%	-151	16,5%
ОФЗ 29006	29.01.2025	11,9%	102,1	107,2	5,0%	-	-	-	16,4%
ОФЗ 26215	16.08.2023	7,0%	86,9	94,1	8,2%	9,7%	8,3%	-132	15,9%
ОФЗ 26209	20.07.2022	7,6%	90,7	97,9	7,9%	9,8%	8,3%	-153	15,9%
ОФЗ 26205	14.04.2021	7,6%	91,5	98,2	7,3%	9,9%	8,3%	-165	15,5%
ОФЗ 26210	11.12.2019	6,8%	90,4	96,6	6,8%	10,0%	8,3%	-173	14,4%
ОФЗ 26214	27.05.2020	6,4%	89,0	94,8	6,6%	9,8%	8,4%	-140	13,8%
ОФЗ 26216	15.05.2019	6,7%	91,6	96,9	5,8%	9,9%	8,3%	-158	13,1%
ОФЗ 26208	27.02.2019	7,5%	94,1	99,0	5,2%	10,0%	8,2%	-176	12,9%
ОФЗ 29011	29.01.2020	11,7%	101,8	103,2	1,4%	-	-	-	12,8%
ОФЗ 25081	31.01.2018	6,2%	93,2	97,8	4,9%	10,1%	8,6%	-153	11,4%
ОФЗ 26204	15.03.2018	7,5%	95,9	99,3	3,5%	9,8%	8,3%	-154	11,2%
ОФЗ 26206	14.06.2017	7,4%	96,5	99,7	3,3%	10,3%	8,2%	-210	11,1%
ОФЗ 24018	27.12.2017	11,0%	102,7	101,9	-0,8%	-	-	-	10,8%
ОФЗ 25080	19.04.2017	7,4%	97,1	99,8	2,8%	10,1%	8,4%	-173	10,4%
ОФЗ 52001	16.08.2023	2,5%	99,8	97,1	-2,8%	2,6%	3,0%	47	6,1%

Источник: Bloomberg, PSB Research

Внешэкономбанк (ВЭБ)

ВЭБ-Лизинг

Сбербанк

Газпромбанк

Альфа-Банк

Московский Кредитный Банк (МКБ)

Банк Санкт-Петербург

Банк Интеза

Фольксваген Банк РУС

ГТЛК

Московская область

Ханты-Мансийский автономный округ

Ямало-Ненецкий автономный округ

Новосибирская область

Челябинский трубопрокатный завод (ЧТПЗ)

ТМК

СУЭК

Русал

Металлоинвест

Полюс Золото

Норникель

АЛРОСА

ЕвроХим

ФосАгро

Уралкалий

Автодор

ТрансКонтейнер

Силовые машины

Почта России

АФК Система

МТС

Мегафон

VimpelCom Ltd

Ростелеком

ЭР-Телеком

Лента

Магнит

О'КЕЙ

ГК ПИК

Мостотрест

Совкомфлот

ПАО «Промсвязьбанк»

Управление исследований и аналитики | PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.10

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

http://www.psbank.ru

http://www.psbinvest.ru

Блок «Финансовые рынки»

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.8

e-mail: IB@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

http://www.psbank.ru

http://www.psbinvest.ru

PSB RESEARCH

Николай Кашеев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Руководитель направления анализа отраслей и рынков капитала

Илья Фролов FrolovIG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Старший управляющий по исследованиям и анализу отраслей и рынков капитала

Екатерина Крылова KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Главный аналитик

Игорь Нуждин NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

Главный аналитик

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Александр Полютов PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Управляющий по исследованиям и анализу долговых рынков

Дмитрий Монастыршин Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Главный аналитик

Роман Насонов NasonovRS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33

Ведущий аналитик

Михаил Поддубский PoddubskiyMM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69

Ведущий аналитик

СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

Дмитрий Иванов

Операции на
финансовых рынках
FICC

Руслан Сибает

Еврооблигации

+7 (495) 705-97-57

Пётр Федосенко

Рублевые облигации

+7 (495) 705-90-69

Константин Квашнин

ОФЗ, длинные ставки

+7 (495) 705-90-96

Евгений Жариков

Опционы на FX, Rates,

+7 (495) 411-5133

Михаил Маркин

Equities, Commodities

Алексей Кулаков

FX, короткие ставки

+7 (495) 705-9758

Павел Демещик

Денежный рынок

+7 (495) 411-5132

Евгений Ворошнин

РЕПО

+7 (495) 411-5135

Сергей Устиков

Акции

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Александр Орехов

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Ольга Целинина

Операции с

Александр Аверочкин

институциональными
клиентами Fixed Income

+7 (495) 705-97-57

Филипп Аграчев

Центр экспертизы для
корпоративных клиентов

Александр Сурпин

Конверсии,

+7 (495) 228-39-22

Александр Борисов

Хеджирование, РЕПО,

Дмитрий Божьев

ДСМ, Структурные

Виктория Давитиашвили

продукты

Владислав Рима

Конверсионные и

Максим Сушко

форвардные валютные

+7 (495) 733-96-28

Олег Рабец, Александр

операции

Ленточников, Глеб Попов

Брокерское обслуживание

+7 (495) 705-97-69

Игорь Федосенко

Виталий Туруло

+7 (495) 411-51-39

ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски.

ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.