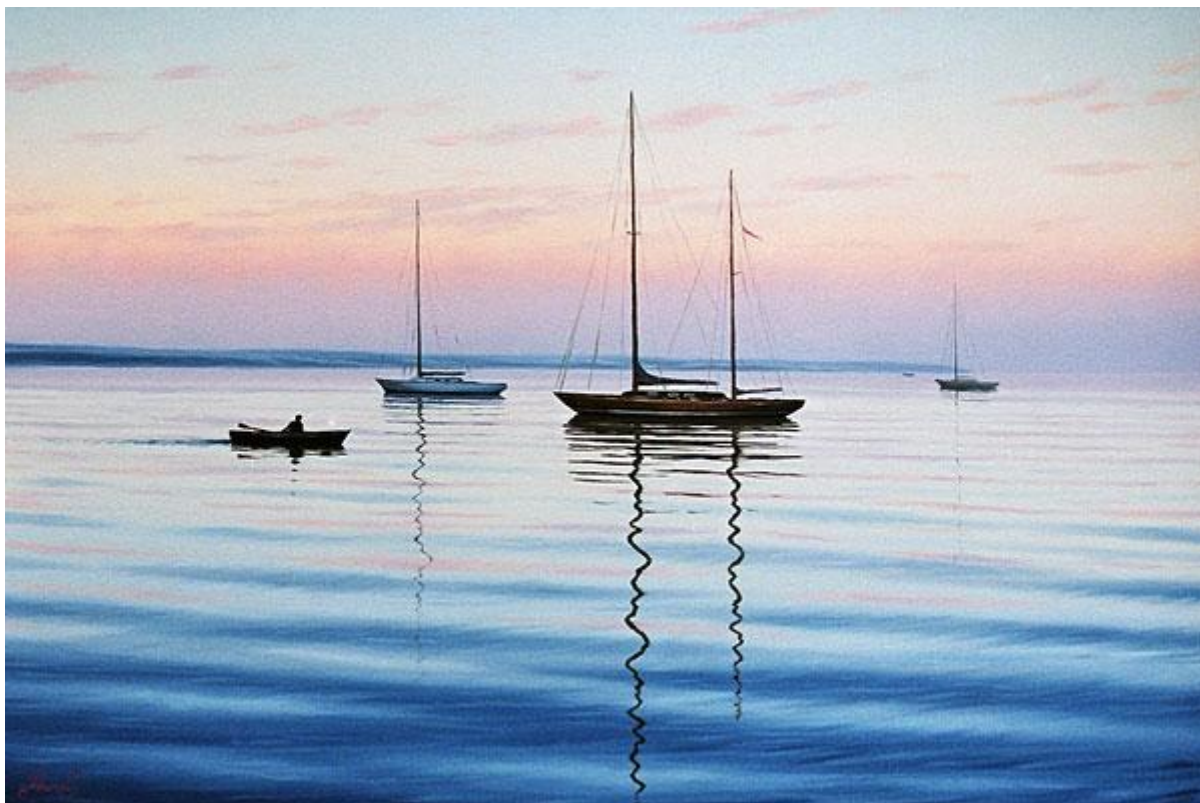


# Стратегия / **Лето-осень 2015**



**Российская экономика**

**Долговые рынки**

**Денежные рынки**

**Валютные рынки**

## Краткий обзор «Стратегия. Весна-лето 2015»

В стратегии «Весна-лето 2015» мы ожидали углубления падения ВВП РФ во 2-м квартале 2015 г. до 4,5% при снижении на 5,4% по итогам года. В данной стратегии мы актуализируем данные прогнозы и ждем снижение российского ВВП в II-III кварталах на уровне 3,5%-4,0% и 4,0% по итогам года.

Также и относительно ожиданий по ставке ЦБ РФ – мы незначительно корректируем наш прогноз по итогам года с 10%-11% до 9,5%-10,5%.

Относительно национальной валюты мы полагали, что 2 квартал для рубля будет весьма оптимистичным – в мае рубль достиг минимумов на уровне 49 руб./долл., после чего на фоне активных действий Центрального Банка перешел к коррекции, завершив квартал на отметке 55,35 руб./долл. (прогноз - 54,20 – 58,10 руб./долл.).

По ОФЗ мы рекомендовали обратить внимание на новый инструмент Минфина – ОФЗ с плавающей ставкой: потенциал роста котировок мы оценивали до 10 фигур по цене. По факту за прошедший период с 31.03.2015 г. ценовой рост по флоутерам составил от 7 до 11 фигур в зависимости от длины бумаги, что полностью оправдало наши ожидания.

По суверенным евробондам мы отмечали, что бумаги достигли сильных уровней сопротивления, и явный потенциал роста в них отсутствует. В результате в течение всего 2-го квартала преимущественно двигались в боковом направлении. Что касается выпуска Russia'30, то бумага потеряла ликвидность и статуса бенчмарка: идеи по выпуску стали практически нереализуемы.

В сегменте корпоративных евробондов в рамках весенней стратегии мы ожидали сужения спреда к суверенной кривой России, причем, наибольший потенциал присутствовал в длинных выпусках, которые в меньшей степени успели отреагировать в цене на возникший позитив. В итоге, спрэды во 2 кв. практически вернулся к историческим значениям, а идеи в бондах были практически реализованы.

В сегменте корпоративных рублевых облигаций, в предыдущей стратегии мы ожидали ценового роста, поскольку в отличие от ОФЗ в силу ликвидности бумаги в меньшей степени успели отыграть смягчение ДКП ЦБ. В итоге, корпоративные выпуски довольно оперативно во 2 кв. опустились вниз по доходности (индекс IFX-Cbonds снизился с 14,5-14,7% до 12%), после чего ликвидность на вторичном рынке заметно снизилась. При этом ожидаемый нами рост активности на первичном рынке, который мы в первую очередь связывали с притоком «размороженных» пенсионных денег, имел место во 2 кв. Впрочем, число сделок с рыночным спросом пока невелико, но их количество все-таки возросло. Преимущественно размещения проходили без пре-маркетинга в «одни руки», причем, книга открывалась, как правило, всего на полчаса-час.

В сегменте банковских облигаций мы отмечали расширение спрэдов к суверенной кривой на фоне опасения оттока средств клиентов и значительных потерь банков в связи с резким подорожанием стоимости фондирования. При этом мы отмечали, что риски банков первого и второго эшелона сильно переоценены рынком. Как мы и предполагали, основной потенциал роста котировок реализовался в бумагах второго эшелона. Так рублевый выпуск Zenit БО-9 в начале апреля размещался с купоном 16,10% годовых (УТР 16,74%), к началу июля доходность бумаги снизилась до 13,2% годовых. Субординированные выпуски евробондов банков второго эшелона с дюрацией до 3-х лет показали снижение доходности на 300 – 400 б.п.

# Наши ожидания и рекомендации

## Экономика

Российская экономика по итогам 1-го квартала 2015 г. снизилась на 2,2%, при этом, по оперативным данным МЭР, падение ВВП РФ в мае ускорилось до 4,9% после снижения на 4,2% в апреле; за 5 месяцев 2015 г. экономика РФ снизилась на 3,2% в годовом выражении. Вместе с тем, индекс деловой активности (PMI), рассчитываемый Markit, дает надежду на стабилизацию ситуации в ближайшие кварталы. Так, индекс прошел «дно» в феврале (44,7 п.), после чего уже в апреле-мае превысил пороговое значение в 50 пунктов, хотя июньский индекс на фоне разворота рубля вновь ушел ниже данного уровня. Ожидаем, что ежемесячное падение ВВП после майских минимумов стабилизируется, и, по нашим оценкам, снижение российского ВВП в II-III кварталах составит порядка 3,5%-4,0%. На этом фоне мы улучшаем оценку снижения ВВП РФ в 2015 г. с 5,4% до 4,0%.

## Политика ЦБ

Первое полугодие 2015 г. было ударным для ЦБ по снижению ставки – с 17,0% до 11,5%, т.е. на 550 б.п. Вместе с тем, очевидно, что потенциал дальнейшего снижения ставки в течение следующего полугодия остается более скромным по сравнению с I полугодием 2015 г. - на наш взгляд, данный потенциал ограничен 100-200 б.п., т.е. не более 50 б.п. за заседание (осталось 4 заседания до конца года), что соответствует уровню ставки по итогам 2015 г. в диапазоне 9,5%-10,5% годовых.

## Валютный рынок

Несмотря на то, что на рубль продолжают оказывать влияние такие факторы как геополитика, выплаты по внешнему долгу, конвертации дивидендных выплат, доминирующим фактором все же остается стоимость нефти на сырьевых площадках. При текущем уровне колебания цен на нефть в диапазоне 55-65 долл. за барр. (марка Brent), мы полагаем, что курс доллар будет удерживаться в диапазон 52,5-57,5 руб., что соответствует рублевой стоимости нефти 3100-3400 руб. (марка Urals («-2 долл.» от марки Brent - среднее значение спреда за последний год)). В этом ключе наиболее оптимальной стратегией может стать приобретение валюты у нижней границы обозначенного нами диапазона с последующим разворотом позиции по достижению верхних уровней индикатива.

## Евробонды

Фактически российские бумаги остаются в едином тренде с евробондами EM, что говорит об отсутствии локальных идей в бумагах и исчерпанию драйверов для дальнейшего их роста. Ситуация в Греции и ожидания повышения ставки ФРС США негативно влияют на отношение инвесторов к долгам EM. Существенную поддержку для российских бумаг со стороны цен на энергоносители мы также не ожидаем – цены на «черное золото» продолжают находиться в рамках минимальной рентабельности сланцевых производителей, что соответствует уровню 55-65 долл./барр. В этом ключе рекомендуем постепенно сокращать позицию в евробондах, а также искать возможности для открытия коротких позиций в случае появления временного оптимизма на рынках.

Дальнейший потенциал роста корпоративных евробондов также уже ограничен - для этого нужны более существенные стимулы. При этом возросло влияние внешних факторов (динамика нефтяных цен, нормализация политик ФРС, Греческий кризис и др.), которые будут оказывать давление на евробонды в ближайшей перспективе.

## ОФЗ

При наших ожиданиях снижения ключевой ставки до 9,5%-10,5% на конец года даже при консервативной оценке потенциал снижения доходности ОФЗ составляет порядка 70-120 б.п., что соответствует целевой доходности на уровне 10,0%-10,5% годовых. Отметим, что на фоне возросших внешних рисков, коррекция в ОФЗ может продолжиться: при развитии данного негативного сценария диапазон 11,3%-11,5% годовых по доходности выглядит вполне привлекательно для наращивания позиции в ОФЗ с фиксированным купоном. Во флоутерах пока сохраняется краткосрочная спекулятивная идея новой высокой ставки купона, однако глобальная недооцененность бумаг уже нивелирована – при ожидании дальнейшего плавного снижения ключевой ставки более привлекательно выглядят ОФЗ с фиксированным купоном, в то время как по госбумагам, привязанным к ставке RUONIA, потенциал ценового роста исчерпан.

При этом рекомендуем участвовать в размещении ОФЗ с номиналом, индексируемым в зависимости от уровня инфляции. Размещение выпуска пройдет 17 июля; сбор заявок – 15-16 июля; ориентир по цене – 87-92. На наш взгляд выпуск выглядит интересно для хеджирования от инфляционных рисков, которые крайне актуальны для текущей российской реальности. Для получения максимально возможного хеджа от рисков нереализации политики ЦБ по инфляционному таргетированию рекомендуем участвовать в размещении нового выпуска ОФЗ ближе к нижней границе объявленного диапазона (breakeven inflation при цене 87 составляет 5,8%).

## Корпоративные рублевые облигации и облигации регионов

В корпоративном сегменте рублевых бондов, на наш взгляд, идеи для покупки во многом исчерпаны и ограничены ликвидностью. В ближайшее время, скорее всего, основной фокус будет на первичном рынке, где рекомендуем к покупке бумаги эмитентов с надежным кредитным качеством (из рейтинговой группы «BB/BBB») из нециклических секторов. В мае-июне на первичный рынок начали активнее выходить регионы, предлагая премию по доходности к вторичному рынку (20-70 б.п.), что может получить продолжение и во 2 пол., учитывая значительную потребность субъектов РФ в покрытии дефицита бюджетов и рефинансировании коротких долгов. Активность на первичном рынке может привести к оживлению и на вторичный рынок субфедерального долга. Рекомендуем обратить внимание на облигации регионов с надежным кредитным качеством (рейтинговой группы «BB/BBB») с доходностью 12,5-13% годовых в расчете на дальнейшее смягчение ДКП ЦБ.

## Банковские облигации

Во втором полугодии 2015 г. мы ожидаем улучшения финансовых показателей российского банковского сектора, что должно способствовать дальнейшему сокращению спреда к кривой ОФЗ. Поддержку банкам оказывает снижение стоимости фондирования, а также реализация программы докапитализации. Госбанки получили возможность привлечь ОФЗ в капитал первого уровня, а частные банки – в виде субординированных займов. Общий объем программы докапитализации банков через ОФЗ составляет 830 млрд руб. Кроме того, поступление средств в НПФ активизировало сделки по покупке акций частных банков на первичном и вторичном рынке. Среди ключевых рисков мы отмечаем неоднородность банковской системы и наличие дефицита капитала у ряда игроков в связи со значительными потерями по розничным кредитам.

## Оглавление

**Экономика РФ: в поисках дна**

**Политика ЦБ: темпы смягчения ДКП снизятся**

**Чтобы не происходило, рубль продолжает следовать за нефтью**

**Ликвидность банковской системы**

**Евробонды: локальных идей не осталось**

**ОФЗ: ралли подошло к концу?**

**Корпоративные рублевые облигации: идеи на вторичном рынке исчерпаны, надежда на рыночные размещения**

**Субъекты РФ: активность на первичном рынке будет возрастать**

**Банковские облигации: неоднородное восстановление сектора**

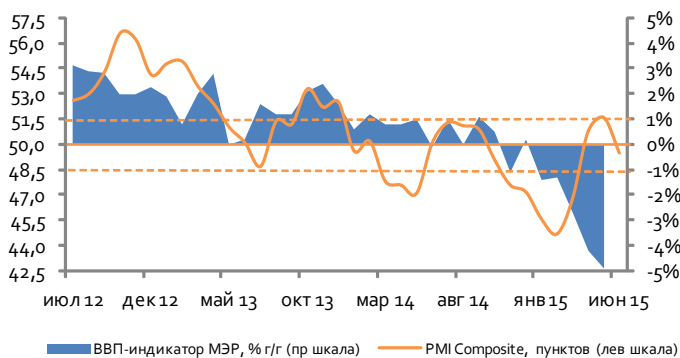
## Экономика РФ: в поисках дна

Российская экономика с конца 2014 г. перешла к снижению: в 4-м кв. 2014 г. снижение ВВП составило 0,2% (г/г), а по итогам 1-го квартала 2015 г. – 2,2%. Согласно оперативным данным МЭР, падение ВВП РФ в мае ускорилось до 4,9% в годовом выражении после снижения на 4,2% в апреле; за 5 месяцев 2015 г. экономика РФ, по оценке министерства, снизилась на 3,2% в годовом выражении. Основными причинами столь серьезного снижения экономики стало резкое падение обрабатывающих производств и сокращение потребительских расходов.

Вместе с тем индекс деловой активности, рассчитываемый Markit, дает надежду на стабилизацию ситуации в ближайшие кварталы. Так, индекс прошел «дно» в феврале (44,7 п.), после чего уже в апреле-мае превысил пороговое значение в 50 пунктов. Основной вклад в восстановление индекса внесло улучшение ожиданий в секторе услуг на фоне стабилизации курса рубля, в то время как промышленная компонента индекса устойчиво остается ниже 50 пунктов. При этом июньский индекс на фоне разворота рубля вновь ушел ниже 50 пунктов: композитный индекс – 49,5 п., промышленная составляющая – 48,7 п., сервисная – 49,5 п.

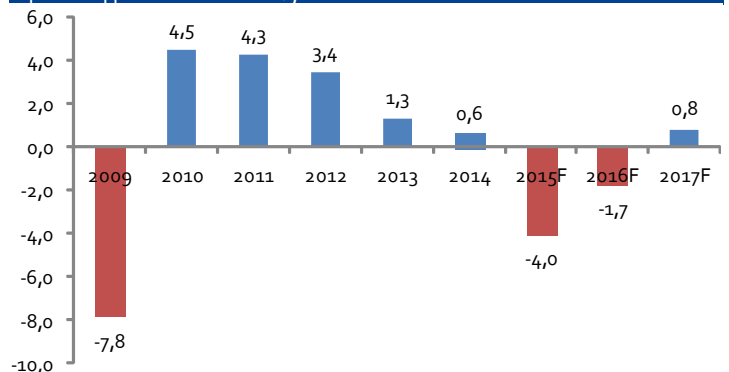
С учетом данной динамики индекса деловой активности ежемесячное падение ВВП после майских минимумов стабилизируется, и, по нашим оценкам, снижение российского ВВП в II-III кварталах составит порядка 3,5%-4,0%. На этом фоне мы улучшаем оценку снижения ВВП РФ в 2015 г. с 5,4% до 4,0%; прогноз снижения экономики на 1,7% в 2016 г. при росте на 0,8% в 2017 г. пока сохраняем.

Динамика ВВП и деловая активность



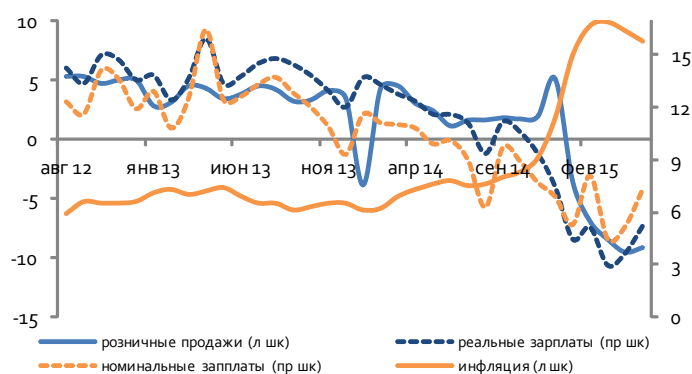
Источник: Bloomberg, PSB Research

Прогноз динамики ВВП РФ, %



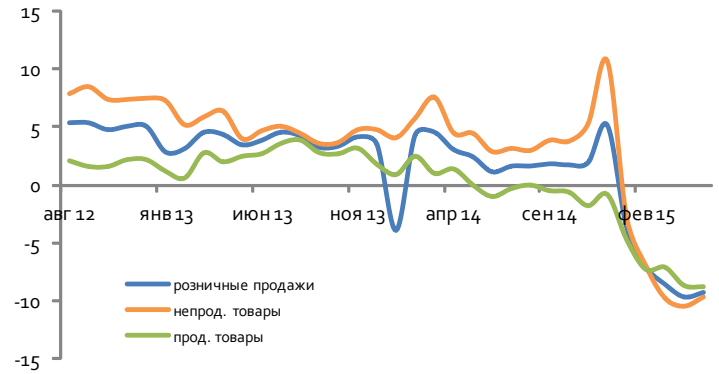
Источник: Bloomberg, PSB Research

Розничные продажи и доходы населения, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

Годовые темпы розничных продаж, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

Потребление пока остается под давлением высокой инфляции и слабого роста номинальных зарплат. Так, по итогам мая падение розничных продаж составило 9,2% к маю 2014 г., после падения на 9,6% в

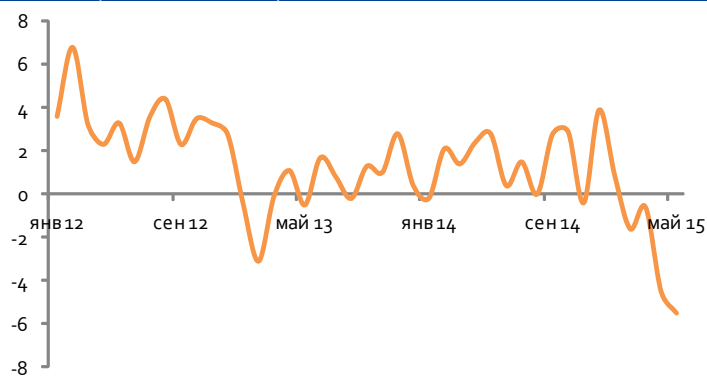
апреле. При этом на фоне замедления инфляции падение реальных зарплат начало демонстрировать стабилизацию – в мае снижение в годовом выражении составило 7,3% против 9,6% в апреле и 10,6% в марте, что дает шанс на прохождение дна по розничным продажам в апреле-мае. Вместе с тем говорить о скором восстановлении потребительской активности пока рано – доходы населения останутся под давлением на фоне ужесточения политики социальных расходов.

Для промышленности положительный эффект от девальвации рубля и импортозамещения длился относительно недолго - охлаждение промпроизводства в начале 2015 г. сменилось резким его падением в апреле-мае (в мае падение составило 5,5% г/г, что является рекордным спадом с октября 2009 г. на фоне снижения обрабатывающей промышленности на 8,3% г/г). Импортозамещение пока сохраняется в некоторых отраслях (производство сыров, мяса), однако оно не способно компенсировать падение потребительского спроса. Укрепление рубля в I п/г 2015 г. также частично нивелировало процесс импортозамещения. В II-III кварталах ждем сохранения негативной тенденции в промышленном производстве - потенциал роста экспортных отраслей исчерпан, внутренние производства и сектор услуг недоинвестированы, а инвестиционный климат остается неблагоприятным.

На этом фоне Росстат продолжает фиксировать углубление спада в инвестициях в основной капитал, который в мае достиг 7,6% к маю 2014 г. До конца года не ждем заметного повышения инвестиционной активности – позитивный эффект от замедления инфляции и снижения ставки ЦБ до приемлемых уровней для кредитования, скорее всего, будет заметен лишь в 2016 г.

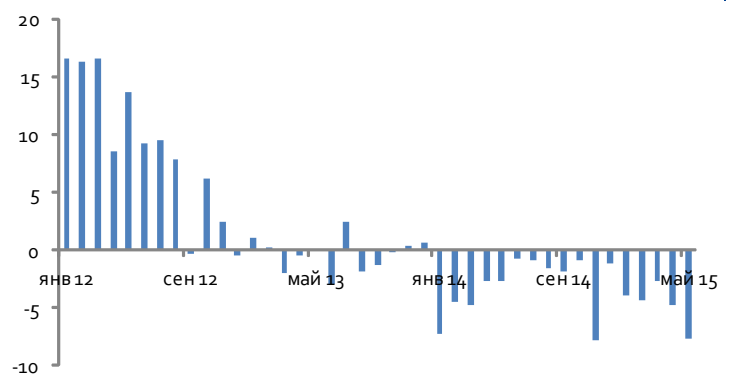
В целом, до конца года мы ожидаем увидеть некоторую стабилизацию в снижении экономики, однако говорить о восстановлении таких показателей, как потребительская активность и промышленное производство, на наш взгляд, пока рано.

Индекс промышленного производства



Источник: Bloomberg, PSB Research

Инвестиции в основной капитал в России, % г/г

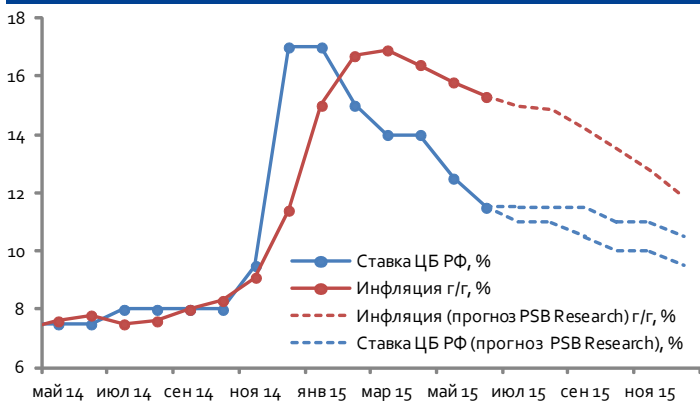


Источник: Bloomberg, PSB Research

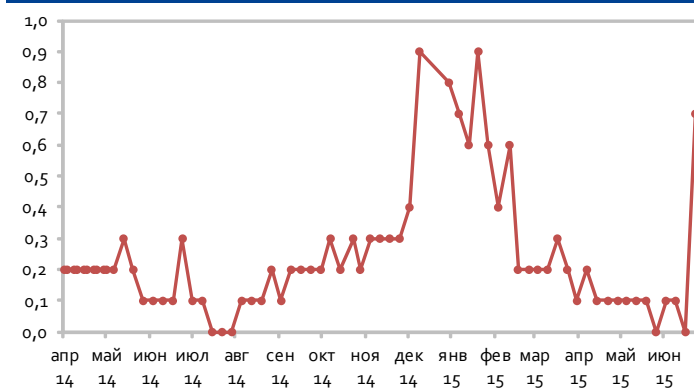
## Политика ЦБ: темпы смягчения ДКП снизятся

Первое полугодие 2015 г. было ударным для Центрального Банка по снижению ставки – с 17,0% до 11,5%, т.е. на 550 б.п., что вызвало ралли в ОФЗ. На фоне замедления инфляции регулятор стремился опережающими темпами максимально быстро вернуть ставку на приемлемые уровни для банковской системы. Снижение ставки Банком России на последнем заседании 15 июня на 100 б.п. подтвердило сохранение приоритета регулятора на скорейшее стимулирование кредитования и восстановления экономики.

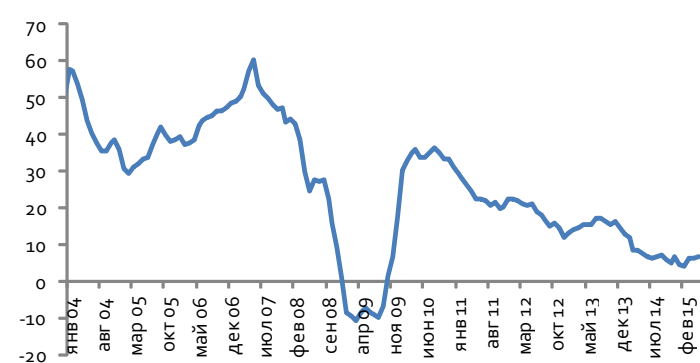
Вместе с тем, очевидно, что потенциал дальнейшего снижения ставки в течение следующего полугодия остается более скромным по сравнению с I полугодием 2015 г., о чем 15 июня на пресс-конференции заявила глава ЦБ РФ Э.Набиуллина. На наш взгляд, данный потенциал ограничен 100-200 б.п., т.е. не более 50 б.п. за заседание (осталось 4 заседания до конца года), что соответствует уровню ставки на конец года 9,5%-10,5% годовых.

**Ключевая ставка ЦБ РФ и инфляция**


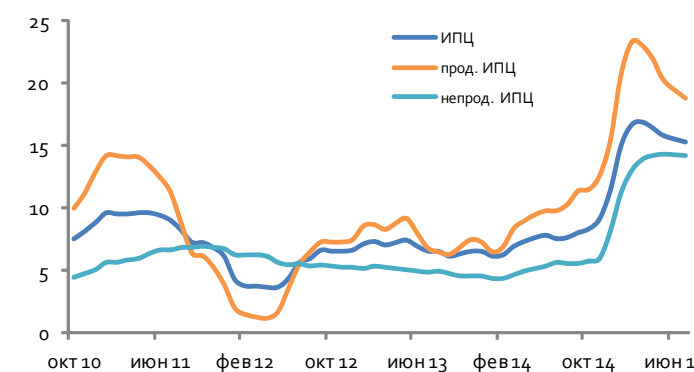
Источник: Bloomberg, PSB Research

**Недельная инфляция**


Источник: Bloomberg, PSB Research

**Изменение денежной массы (M2), % г/г**


Источник: Bloomberg, PSB Research

**Годовые темпы инфляции в России, %**


Источник: Bloomberg, PSB Research

С одной стороны, инфляция демонстрирует устойчивое замедление на фоне снижения потребительской активности, укрепления рубля в I полугодии и сезонного фактора снижения цен на плодоовощную продукцию. При этом недельная инфляция замедлилась до 0% – 0,1% по сравнению с ростом на 0,1%-0,2% за аналогичный период прошлого года.

В части монетарного фактора замедления инфляции отметим, что темпы роста денежной массы остаются в пределе однозначных значений (6,8% по итогам мая). В результате по итогам года мы ожидаем инфляцию на уровне 11,5-12% при дальнейшем ее замедлении в 2016 г.

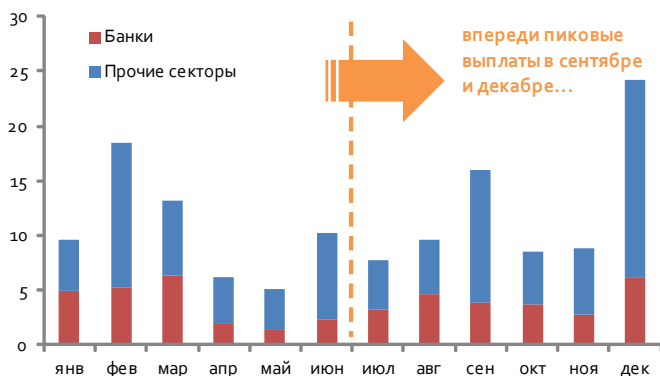
С другой стороны, до конца года может реализоваться большое число рисков, как внешнего характера, так и внутреннего – данные риски через валютный фактор могут негативно повлиять на темпы замедления инфляции. К внешним рискам, в первую очередь, стоит отнести нормализацию денежно-кредитной политики ФРС США – ожидается, что цикл повышения ставки начнется до конца года, что может сформировать новую волну оттока капитала с развивающихся рынков. Другими негативными внешними факторами для российского рынка является ситуация вокруг Греции и перспективы снятия санкций с Ирана.

К внутренним рискам стоит отнести грядущие платежи по внешнему долгу с пиками в сентябре (16,1 млрд долл.) и декабре (24,2 млрд долл.), при том, что свободный лимит по валютным инструментам ЦБ (валютное РЕПО, кредиты под залог валютных кредитов) составляет порядка 15 млрд долл.

Кроме того, «тарифная» составляющая инфляции способна существенно замедлить тренд на ее снижение. Так, вызывает опасения рост инфляции на 0,7% в первую неделю июля, в результате чего годовая инфляция на 6 июля ускорилась до 15,7%-15,8% по сравнению с 15,3% по итогам июня.

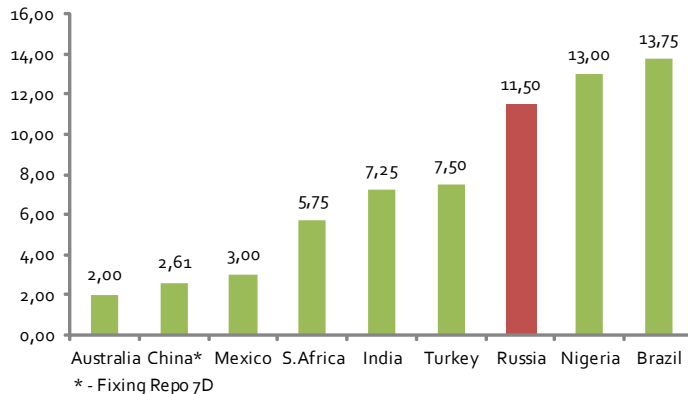
В результате, не исключаем, что регулятор вполне может «взять паузу» по снижению ставки на ближайшем заседании 31 июля.

**Выплаты по внешним долгам в 2015 г., млрд. долл.**



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

**Ключевые ставки Центальных Банков, %**



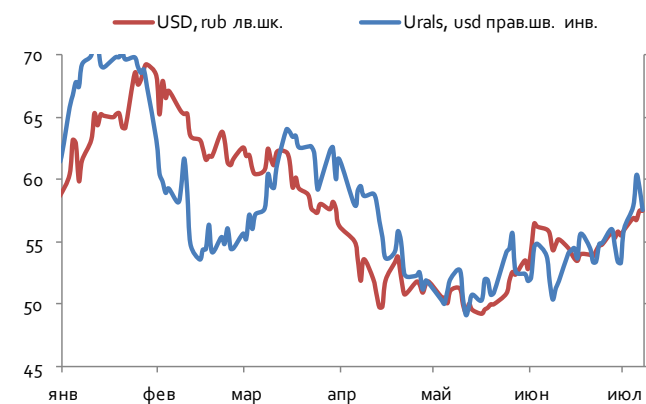
Источник: Bloomberg, PSB Research

Если сопоставить уровень ключевой ставки российского ЦБ и регуляторов других развивающихся стран, то долгосрочным уровнем по ставке можно считать значения ставок в Индии и Турции, т.е. 7,25%-7,5%. Учитывая скорое начало цикла повышения ставок в США, конкуренция EM за международный капитал будет сохраняться на высоком уровне. Кроме того, сближение РФ с BRICS в сфере привлечения инвестиций должно создавать для России конкурентное преимущество в части ключевой ставки. В результате, на наш взгляд, в среднесрочной перспективе (2016-2017 гг.) снижение ключевой ставки может быть ограничено 8,5%, в долгосрочной (после 2017 г.) – 7,0%-7,25%.

# Чтобы не происходило, рубль продолжает следовать за нефтью

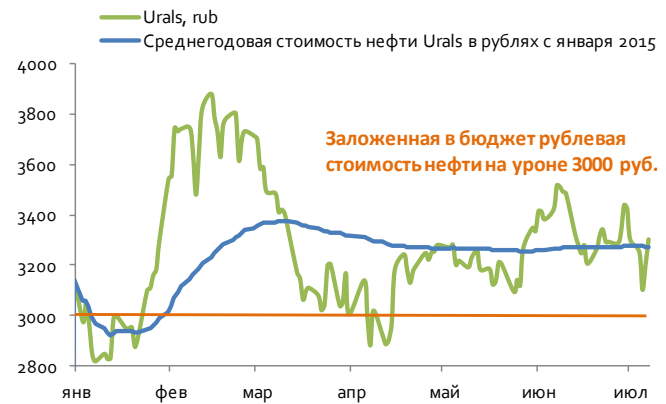
Начало июля показало участникам рынка насколько рубль сильно зависит от цен на нефть. На снижение котировок нефти ниже уровня 64 долл. за барр. национальная валюта отреагировала довольно резким ослаблением. Последующее прохождение нефтяных котировок ниже отметки 60 долл. за барр. лишь усилило давление на национальную валюту. Курс доллара при этом достигал уровня 57,7 руб. В подобных условиях привычная уже для всех формула «Рублевой стоимости нефти» оказалась весьма эффективной.

Курс доллар, стоимость нефти марки Urals, долл.



Источник: Reuters, PSB Research

Стоимость нефти марки Urals, средняя цена нефти марки Urals с начала года, руб.



Источник: Reuters, PSB Research

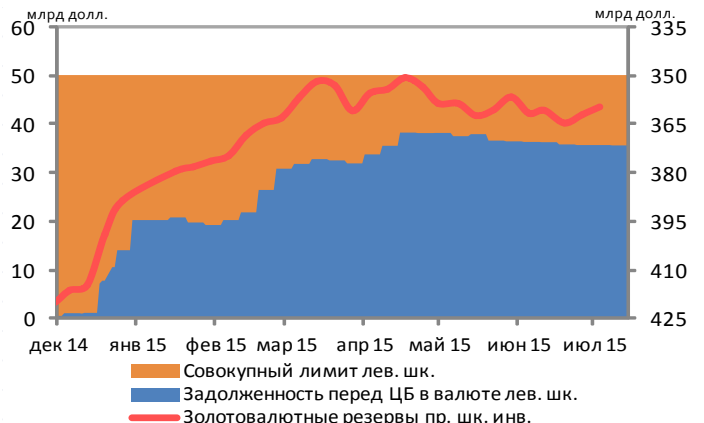
Примечательно, что в летний период крупнейшим публичным компаниям предстоит выплата дивидендов, суммарный объем которых, по нашим оценкам, составит приблизительно 800 млрд руб. Причем, порядка 25%-35% от этого объема будет конвертировано в валюту, что по текущему курсу составляет от 3,5 до 4,9 млрд долл. При этом почти половина выплат приходится на период июнь-начало июля, а оставшаяся часть - на конец июля. Таким образом, основная часть конвертаций дивидендных потоков в валюту, если и будет происходить, то будет завершена уже в июле. При этом основным ориентиром для локальных участников может остаться лишь стоимость нефти. Тем не менее, уже в начале августа забытые проблемы могут вновь напомнить о себе.

Предстоящие выплаты по внешнему долгу, млрд долл.



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

Задолженность по валютному РЕПО, ЗВР



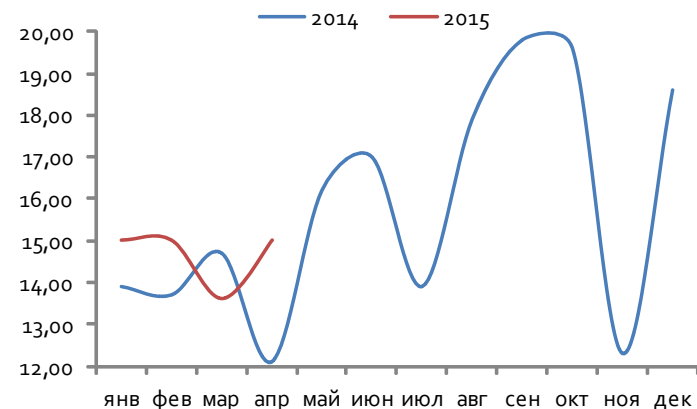
Источник: ЦБ РФ, PSB Research

Так, в сентябре, после продолжительного перерыва компаниям и банкам предстоит выплатить порядка 16,1 млрд долл., что больше значений последних месяцев. При этом мы не ожидаем, что это сильно увеличит спрос на валюту, однако может существенно ограничить ее предложение со стороны экспортеров, что в случае формирования негативного тренда на сырьевых площадках может усилить давление на рубль. В свою очередь, нельзя исключать, что Банк России в случае острой необходимости для поддержания стабильности на валютном рынке может вновь начать расширять лимиты на аукционах валютного РЕПО.

На протяжении последних месяцев на рынке можно было наблюдать избыток предложения в долларовой ликвидности, что отражалось в пониженном спросе банков на ресурсы, предлагаемые Банком России на аукционах валютного РЕПО. Начиная с конца мая банки сокращали свою задолженность перед ЦБ по инструментам валютного РЕПО. Тем не менее, уже в середине августа банки могут опять начать активно использовать ресурсы, готовясь к внешним выплатам.

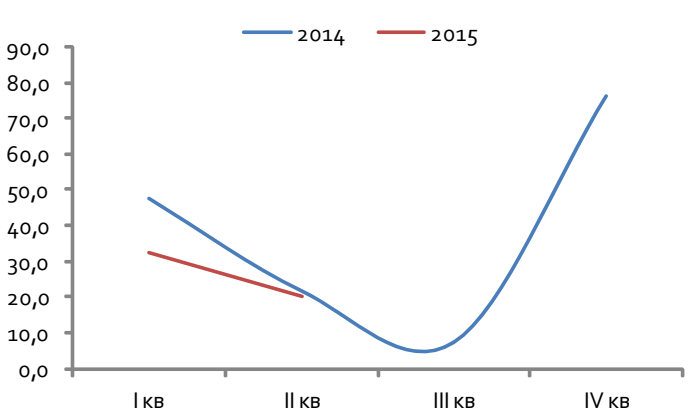
При этом, как мы полагаем, регулятор вряд ли откажется от уже ставших традиционными валютных интервенций, в рамках которых выкупается порядка 200 млн долл. в день. Снижение давления на рубль, в сравнение с предыдущим годом, будет обеспечивать уменьшение оттока капитала, а также рост сальдо торгового баланса за счет сокращения импорта.

**Сальдо торгового баланса, млрд руб.**



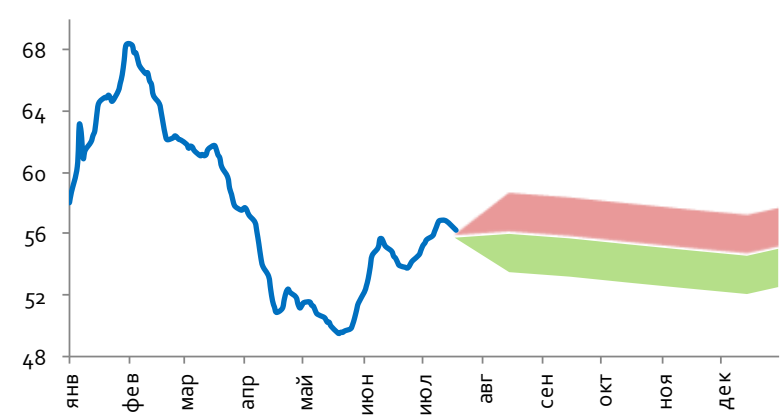
Источник: Росстат, PSB Research

**Приток/отток капитала, млрд долл.**



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

**Курс доллара, руб.**



Источник: Reuters, PSB Research

Несмотря на то, что на рубль продолжают оказывать влияние такие факторы как выплаты по внешнему долгу, возможное усиление геополитических рисков, конвертация дивидендных выплат, доминирующей все же будет стоимость нефти на сырьевых площадках. При текущем уровне колебания цен на нефть в диапазоне 55-65 долл. за барр. (марка Brent), мы полагаем, что курс доллара будет удерживаться в диапазон 52,5-57,5 руб., что соответствует рублевой стоимости нефти 3100-3400 руб. (марка Urals «-2 долл.» от марки Brent – среднее значение спреда за последний год).

## Ликвидность банковской системы

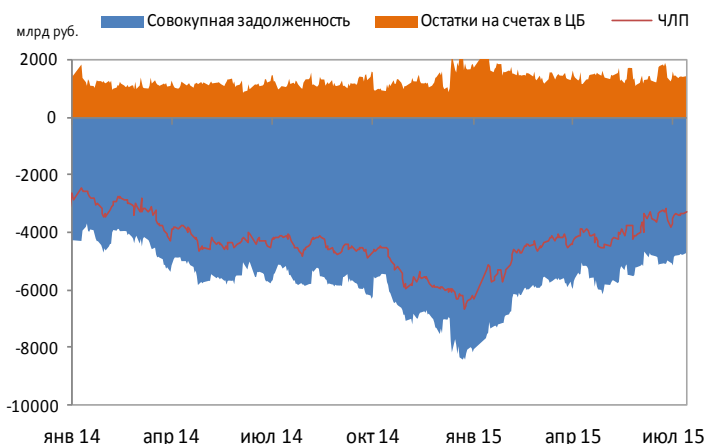
Задолженность банковской системы перед монетарными властями будет снижаться, уровень ликвидности оставаться на комфортных уровнях.

Показатель ликвидность банковской системы (остатки на корсчетах и депозитах) с середины 2014 г. стал довольно волатильной величиной. При этом если раньше банковская система чувствовала себя вполне комфортно при сумме остатков на корсчетах и депозитах вблизи уровня 1,2 трлн руб., то теперь можно наблюдать рост ставок МБК, отражающий преобладание спроса над предложением даже при уровне 1,4 трлн руб. Отчасти подобная тенденция может быть обусловлена сохраняющейся высокой волатильностью на валютном рынке, куда направляются довольно крупные ресурсы в случае возникновения резких движений в курсе рубля.

Примечательно, что в последнее время можно наблюдать процесс сокращения рублевой задолженности банков перед ЦБ и Минфином, которая, по состоянию на 13 июля, составила 4,7 трлн руб. Отметим, что еще в конце прошлого года совокупный объем задолженности перед монетарными властями достигал 8,4 трлн руб. Сокращение задолженности практически в два раза стало возможным за счет уменьшения «подушки» ликвидности банков, созданной в кризисный период конца прошлого года, а также притока вкладов населения в банковскую систему. Кроме того, этому способствовал дефицит бюджета, который составил по итогам 6 мес. 890 млрд руб., а также валютные интервенции ЦБ по покупке валюты, общий объем которых составил более 400 млрд руб.

Уровень ликвидности банковской системы, млрд руб.

Совокупный объем валютных интервенций ЦБ



Источник: ЦБ РФ, PSB Research

Источник: ЦБ РФ, PSB Research

На наш взгляд, до конца года тренд по сокращению задолженности сохранится и к концу года вполне возможно достигнет уровня 3,8-4,0 трлн руб. При этом объем ликвидности банковской системы за счет существующих механизмов рефинансирования ЦБ вряд ли будет сильно отклоняться от комфортного для системы уровня - 1,4 трлн руб. При этом сокращение задолженности, прежде всего, перед ЦБ позволит высвободить часть залоговой базы, которая к тому же начала пополняется за счет расширения ломбардного списка, включения новых займов.

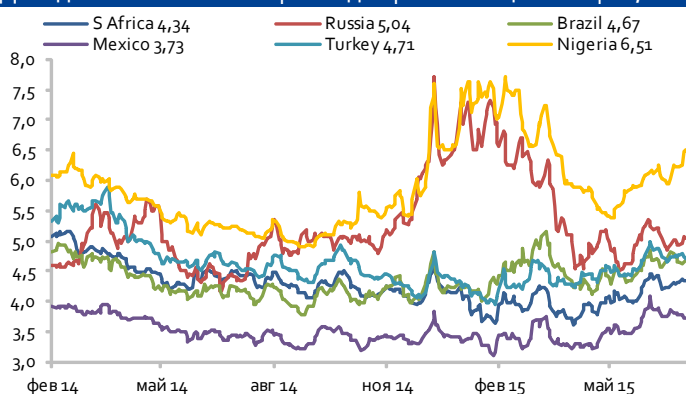
## Евробонды: локальных идей не осталось

С середины апреля 2015 г. российские суверенные евробонды (за основу мы берем бенчмарк Russia'23) торгуются в относительно узком диапазоне по доходности; кредитная премия относительно сопоставимых выпусков суверенных бумаг EM также находится в консолидации. В результате ралли в российских евробондах завершилось по итогам I квартала, в то время как в течение II квартала выпуски преимущественно двигались в боковом направлении, нивелировав весь sell off конца 2014 г. за первые три месяца 2015 г.

Как мы отмечали в предыдущей стратегии, российские суверенные евробонды достигли сильных уровней сопротивления и для продолжения роста котировок необходимы были новые драйверы, среди которых наиболее очевидными должны быть цены на нефть и/или геополитическая ситуация. Кардинального изменения ситуации ни на рынке нефти, не в направлении геополитики за предыдущий квартал так и не произошло. Напротив, Банк России вернул ставки по валютному РЕПО, которое служили одним из источников покупок евробондов, на высокие уровни, в то время как внешняя конъюнктура остается крайне нестабильной.

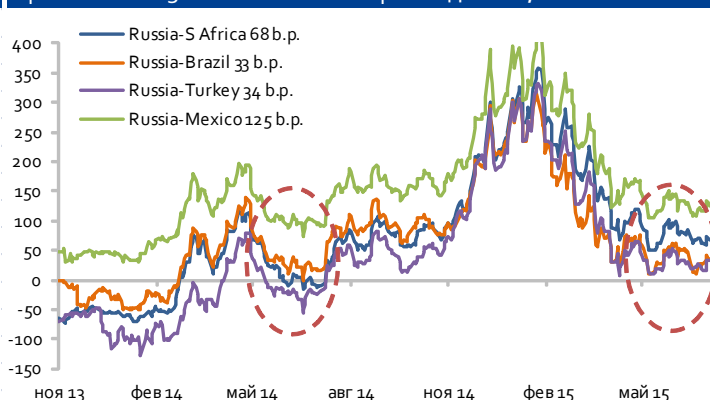
Отметим, что российские бумаги нащупали поддержку (и в терминах доходности и кредитных спрэдов) на уровнях июня 2014 г., когда доходность бумаг уже включала в себя геополитический риск, в то время как цены на нефть все еще оставались выше 100 долл./барр. При этом о возврате к уровням, которые были на рынке евробондов до марта 2014 г., в обозримом будущем говорить не приходится.

Доходность 10-летних евробондов развивающихся стран, %



Источник: Bloomberg, PSB Research

Премия RUS'23 относительно евробондов EM, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Фактически российские бумаги остаются в едином тренде с евробондами EM, что говорит об отсутствии локальных идей в бумагах и исчерпаниии драйверов для дальнейшего их роста. Отсутствие идей в евробондах и возрастающие риски в бумагах развивающихся стран подтверждает отток капитала с российского рынка евробондов, который, по данным EPFR, продолжается с мая и на текущий момент нивелировал практически весь приток с начала 2015 г., который на начало июля составил всего 42 млн. долл.

Похожая тенденция наблюдается и по остальным развивающимся странам – ситуация в Греции и ожидания повышения ставки ФРС США негативно влияют на отношение инвесторов к долгам EM. Относительно последнего риска, мы считаем, что в текущем году ставка ФРС США может быть повышена 3 раза по 0,125% при первом повышении уже в сентябре. Данное решение регулятора способно вызвать коррекцию на рынке евробондов.

Существенную поддержку для российских бумаг со стороны цен на энергоносители мы также не ожидаем – на фоне сохранения профицита предложения нефти на мировом рынке цены на «черное

«золото» продолжат находиться в рамках минимальной рентабельности сланцевых производителей, что соответствует уровню 55-65 долл./барр.

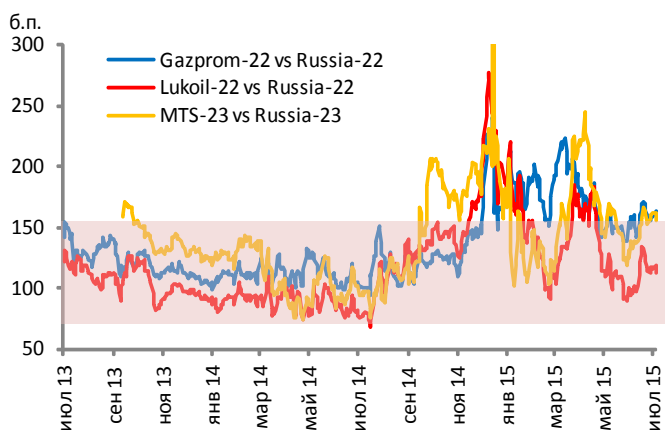
Фактор грядущих выплат по внешнему долгу также может являться определенным риском для рынка российских евробондов. На текущий момент, как мы уже отмечали, по инструментам предоставления валютной ликвидности ЦБ свободный лимит составляет 15 млрд. долл. при объеме лимита 50 млрд. долл. При этом пиковые выплаты по внешнему долгу в сентябре (16,1 млрд. долл.) и декабре (24,2 млрд. долл.) вполне могут привести к необходимости сворачивания «пирамид» на рынке евробондов, которые строились через валютное РЕПО (оценить влияние данного фактора на рынок евробондов проблематично ввиду отсутствия данных по масштабам спекулятивных позиций на рынке).

Учитывая вышеизложенные факторы, рекомендуем постепенно сокращать позицию в суверенных бумагах, а также искать возможности для открытия коротких позиций в случае появления временного оптимизма на рынках.

Отдельно стоит отметить выпуск Russia'30, который абсорбировал наибольший объем валютной ликвидности, полученной банками от ЦБ. В связи с потерей ликвидности и статуса бенчмарка не рекомендуем проводить операции с данным выпуском.

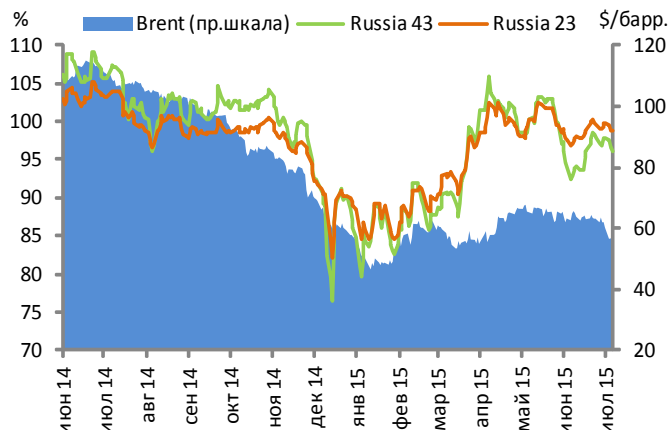
В корпоративном сегменте рынка наблюдалась аналогичная динамика - российские евробонды смогли показать неплохой ценовой рост в апреле-мае, вернувшись к уровням начала осени 2014 г. При этом потенциал для дальнейшего снижения доходности после активного роста в корпоративных выпусках был во многом исчерпан, в том числе в контексте исторических спрэдов к суверенным евробондам.

Спред корпоративных евробондов к суверенным бумагам



Источник: Bloomberg, PSB Research

Динамика котировок суверенных евробондов и Brent



Источник: Bloomberg, PSB Research

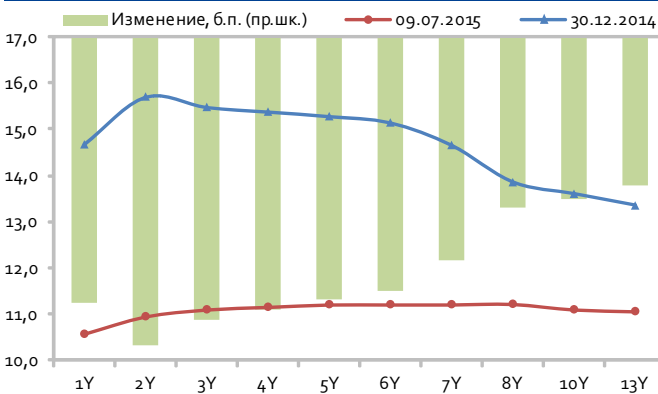
Отметим, что наблюдаемое в последнее время движение котировок российских евробондов главным образом проходило под влиянием внешних факторов в отсутствие внутренних стимулов. Скорее всего, в 3 кв. российские евробонды, впрочем, как и бумаги других стран ЕМ, ждет переоценка в зависимости от разрешения Греческого вопроса, а также ожиданий по ставке ФРС США. Дополнительное давление будет исходить от фундаментально слабой нефти, в том числе в свете Иранской «сделки», а также ситуации на фондовом рынке и в экономике Китая.

Текущий набор событий скорее может стать поводом для формирования предпосылок к коррекции после весеннего ралли. Нельзя исключать, что традиционная для августа коррекция может случиться раньше обычного.

## ОФЗ: ралли подошло к концу?

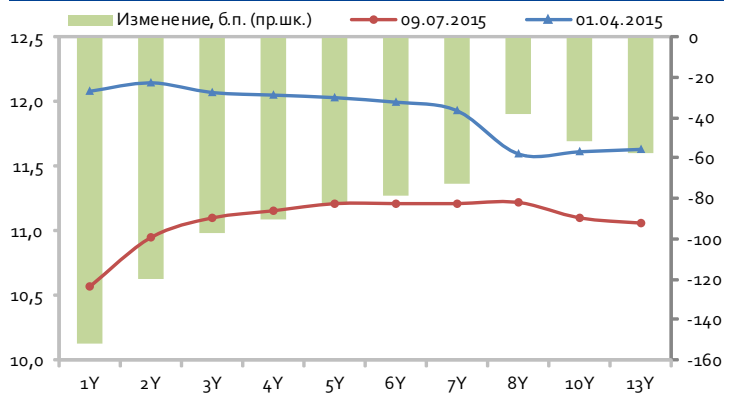
Снижение ставки Банком России с начала года на 550 б.п. вызвало ралли на локальном долговом рынке – с начала года кривая ОФЗ снизилась на 250-400 б.п. в зависимости от срочности, в т.ч. за II квартал – на 60-100 б.п. С учетом ограниченного потенциала снижения ключевой ставки продолжение ралли в ОФЗ сопоставимыми темпами, очевидно, уже невозможно.

Кривая ОФЗ



Источник: Bloomberg, PSB Research

Кривая ОФЗ

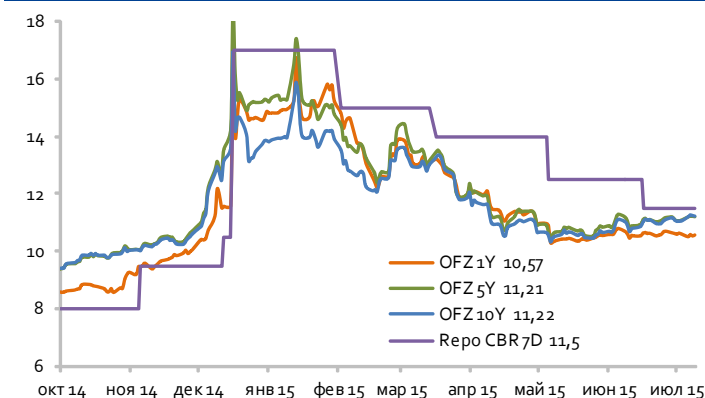


Источник: Bloomberg, PSB Research

О снижении ожиданий относительно смягчения ДКП ЦБ РФ, в частности, говорит сужение отрицательного спреда между доходностью ОФЗ и ключевой ставкой до 30-50 б.п. (доходность госбумаг на участке от 3-х лет находится на уровне 11,0%-11,2% годовых при уровне ключевой ставки 11,5%). При краткосрочных ожиданиях снижения ключевой ставки на ближайшем заседании 31 июля в размере до 50 б.п. данные уровни доходности ОФЗ выглядят справедливо. При наших ожиданиях снижения ставки до 9,5%-10,5% на конец года даже при консервативной оценке потенциал снижения доходности ОФЗ составляет порядка 70-120 б.п., что соответствует доходности 10,0%-10,5% годовых.

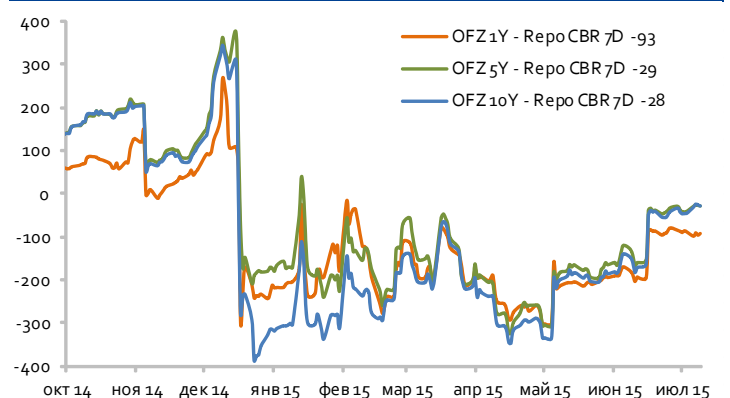
Отметим, что на фоне возросших внешних рисков, коррекция в ОФЗ может продолжиться, однако не ждем, что при развитии данного негативного сценария доходность бумаг сможет существенно превысить 11,5%, т.е. текущий уровень ключевой ставки. В результате, на наш взгляд, на уровень 11,3%-11,5% годовых по доходности выглядит вполне привлекательно для наращивания позиции в ОФЗ с фиксированным купоном в рамках среднесрочной стратегии.

Доходность ОФЗ и ключевая ставка ЦБР



Источник: Bloomberg, PSB Research

Спред доходности ОФЗ к ключевой ставке ЦБР, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

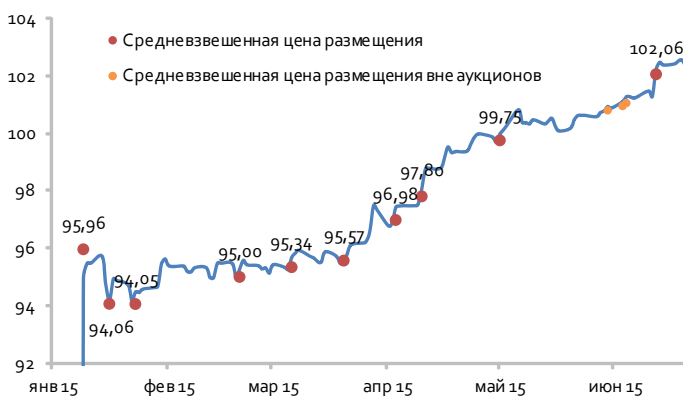
На фоне снижения ожиданий относительно масштабов дальнейшего ослабления ДКП ЦБ РФ форма кривой госбумаг продолжила приобретать классический вид после инверсии на начало года. На текущий момент инвертированным остается лишь длинный участок кривой от 8 лет: ожидаем, что данная инверсия также нивелируется в течение осени.

По ОФЗ, привязанным к ставке RUONIA, идея, изложенная в предыдущей стратегии, полностью реализовалась – бумаги продемонстрировали внушительное ралли, показав ценовой рост на уровне 7 фигур. При этом спрос на флоутеры позволил Минфину практически полностью выполнить план по рыночным заимствованиям на II квартал в размере 250 млрд. руб., из которого на флоутеры пришлось 60% ОФЗ.

На текущий момент в бумагах пока сохраняется краткосрочная спекулятивная идея новой высокой ставки купона, однако глобальная недооцененность флоутеров, привязанных к RUONIA, уже нивелирована. Так, по ОФЗ 24018 ставка купона установлена в размере 15,27% до 30.12.2015 по ОФЗ 29011 ожидаем с 13.08.2015 ставку в размере 14,2%-14,3%, по ОФЗ 29006 с 12.08.2015 – на уровне 14,5%-14,6% годовых.

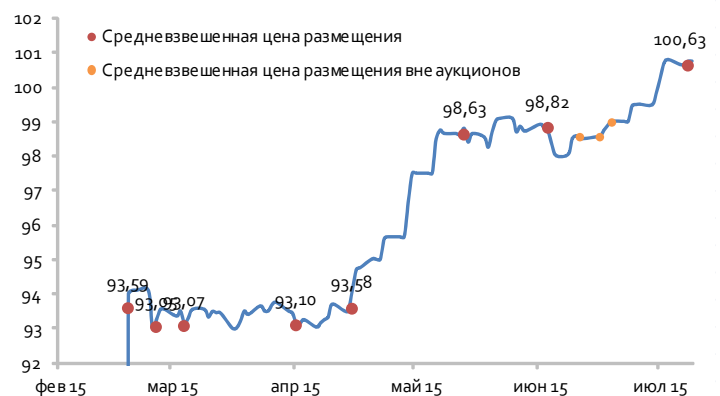
Отметим, что оценка флоутера через RUONIA swar и через прогноз по ставке дают существенные расхождения по цене. Это связано с ограниченной ликвидностью рынка процентных деривативов при долгосрочных свопах на уровне 10,0%-11,0%, в то время как мы опираемся на долгосрочный прогноз по ставке на уровне 7,0%. В этом ключе расчетное значение справедливой цены флоутера фактически находится на уровне текущих рыночных котировок – при ожидании дальнейшего плавного снижения ключевой ставки Банком России более привлекательно выглядят ОФЗ с фиксированным купоном, в то время как по флоутерам, привязанным к ставке RUONIA, потенциал ценового роста исчерпан.

Динамика котировок ОФЗ 24018



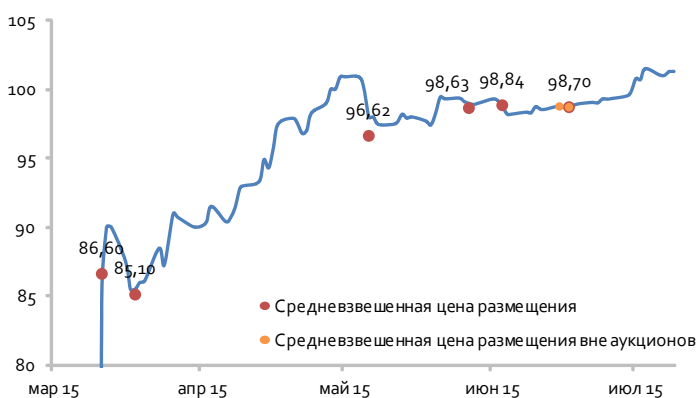
Источник: Bloomberg, PSB Research

Динамика котировок ОФЗ 29011



Источник: Bloomberg, PSB Research

Динамика котировок ОФЗ 29006



Источник: Bloomberg, PSB Research

	ОФЗ 29006	ОФЗ 29011	ОФЗ 24018
объем бумаг в рынке, млн. руб.	34 852	95 070	125 522
погашение	29.01.2025	29.01.2020	27.12.2017
текущий купон, %	12,66	11,12	15,27
последующие купоны	RUONIA + 1,2	RUONIA + 0,97	RUONIA + 0,74
RUONIA swar	10,39	10,93	11,02
последующие купоны, %	11,59	11,90	11,76
УТМ ОФЗ-ПД, %	11,10	11,21	11,10
Цена флоутера исходя из swar *	108,00	106,00	104,45
Цена флоутера исходя из прогноза **	96,60	100,15	102,03
Рыночная цена	101,29	100,75	102,35
<b>Потенциал (средний), п.п.</b>	<b>1,01</b>	<b>2,33</b>	<b>0,89</b>

\* - данная расчетная цена является лишь ориентиром в силу отсутствия ликвидности на рынке RUONIA swar

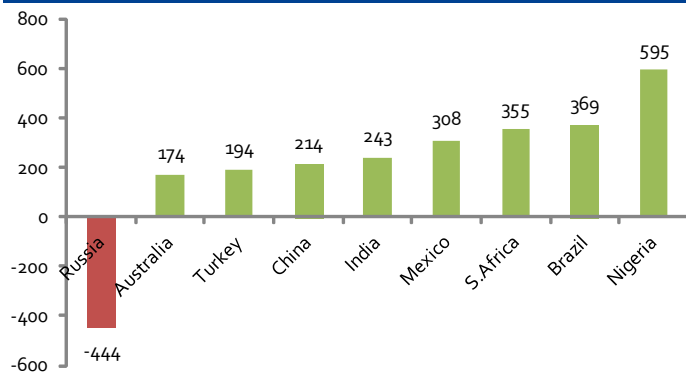
\*\* - прогноз по ставке RUONIA PSB Research

Источник: Bloomberg, PSB Research (расчеты на 09.07.2015)

После прошедшего мощного ралли во флоутерах инвесторы активно интересуются новым инструментом, анонсированным Минфином – ОФЗ с номиналом, индексируемым в зависимости от уровня инфляции. По структуре выпуска фиксированный купон установлен в размере 2,5%, а номинал выпуска будет индексироваться на инфляцию с лагом 3 мес. По датам купонных платежей и погашения выпуск будет копировать ОФЗ 26215 с целью получения наиболее точного сопоставления для оценки инфляционных ожиданий. Размещение выпуска пройдет 17 июля; сбор заявок – 15-16 июля; ориентир по цене – 87-92 (реальная доходность 4,48%-3,68%).

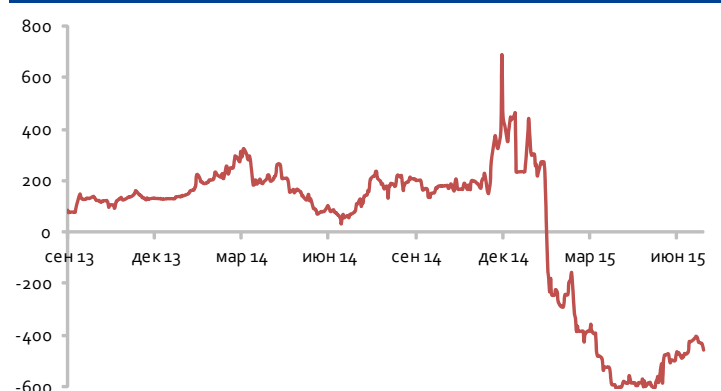
На наш взгляд выпуск выглядит интересно для хеджирования от инфляционных рисков, которые крайне актуальны для текущей российской реальности. Отметим, что Минфин в итоговом предложении выпуска увеличил фиксированный купон с 2% до 2,5%, а маркируемая реальная доходность выпуска составляет 4,48%-3,68%, что выглядит достаточно интересно. Так, по ОФЗ 26215 реальная доходность с момента размещения в сентябре 2013 г. до декабря 2014 г. составляла в среднем 150-200 б.п.; по другим развивающимся странам на текущий момент реальная доходность для 10-летних бондов находится на уровне 194-370 б.п. (средний уровень 294 б.п.).

Реальная доходность 10-летних облигаций, б.п.



Источник: Bloomberg, PSB Research

Реальная доходность ОФЗ 26215



Источник: Bloomberg, PSB Research

Вместе с тем, мы бы не стали в полной мере ориентироваться на исторические данные по реальной доходности ОФЗ, т.к. и рыночная и макроэкономическая конъюнктура существенно изменилась. На фоне снижения экономики и политики ЦБ по таргетированию инфляции ждем заметного снижения темпов роста потребительских цен в среднесрочной перспективе. Одновременно, учитывая скорое начало цикла повышения ставок в США, конкуренция ЕМ за международный капитал будет сохраняться на высоком уровне, на наш взгляд, в среднесрочной перспективе (2016-2017 гг.) снижение ключевой ставки может быть ограничено 8,5%, в долгосрочной (после 2017 г.) – 7,0%-7,25% (см. раздел «Политика ЦБ: темпы смягчения ДКП снизятся»). В результате, в среднесрочной перспективе реальные доходности госбумаг существенно вырастут с 150-200 б.п. (в 2013-2014 гг.) до 350-400 б.п. (уровень ЮАР и Бразилии).

Таким образом, для расчета ориентира по цене ОФЗ с привязкой к инфляции мы опирались на официальные прогнозы МЭР до 2018 г. и таргетируемый уровень инфляции ЦБ (4%), т.к. прямая задача флоутера - защита от роста инфляции выше целей регуляторов (в противном случае нужно покупать ОФЗ с фиксированным купоном).

В результате, в первом варианте модели мы заложили инфляцию МЭР (базовый сценарий): 2016 г. – 7%, 2017 г. – 6,3% и 2018 г. – 5,1%. После 2018 г. в модель заложено плавное снижение инфляции к 2023 г. до таргета ЦБ - 4%. При текущей доходности ОФЗ 26215 в размере 10,9% расчетная цена флоутера составит 85% от номинала, т.е. при данном уровне котировок мы получаем полное хеджирование от

рисков нереализации целей по инфляции МЭР и ЦБ. В этом случае уровень breakeven inflation составит 5,53% (реальная доходность – 4,82%).

Во втором варианте модели (расчет представлен ниже) мы оставили прогноз МЭР по инфляции и экстраполировали данные на конец 2018 г. (5,1% по инфляции) до 2023 г., получив расчетную цену флоутера на уровне 86,55, что близко к нижней границе прайсинга (87-92). В результате данная модель не предполагает достижение таргета ЦБ даже в долгосрочной перспективе, однако страхует от роста инфляции выше прогноза МЭР. В этом случае уровень breakeven inflation составит 5,8% (реальная доходность – 4,55%).

В результате, для получения максимально возможного хеджа от рисков нереализации политики ЦБ по инфляционному таргетированию рекомендуем участвовать в размещении нового выпуска ОФЗ ближе к нижней границе объявленного диапазона.

Дата	СРУ	INDEX CPI	Index Ratio	Номинал, руб.	Купон, руб.	Cash flow
17.07.2015	16,64	486,74	1,00	1 000,00	2,5%	-865,70
26.08.2015	15,92	489,17	1,01	1 005,00	2,75	2,75
24.02.2016	12,92	496,08	1,02	1 019,20	12,71	12,71
24.08.2016	8,32	529,75	1,09	1 088,37	13,57	13,57
22.02.2017	7,23	531,79	1,09	1 092,57	13,62	13,62
23.08.2017	6,73	565,34	1,16	1 161,50	14,48	14,48
21.02.2018	6,38	565,60	1,16	1 162,03	14,49	14,49
22.08.2018	5,83	598,29	1,23	1 229,19	15,32	15,32
20.02.2019	5,23	595,11	1,22	1 222,65	15,24	15,24
21.08.2019	5,10	628,80	1,29	1 291,87	16,10	16,10
19.02.2020	5,10	625,35	1,28	1 284,78	16,02	16,02
19.08.2020	5,10	660,85	1,36	1 357,72	16,93	16,93
17.02.2021	5,10	657,14	1,35	1 350,10	16,83	16,83
18.08.2021	5,10	694,55	1,43	1 426,95	17,79	17,79
16.02.2022	5,10	690,58	1,42	1 418,80	17,69	17,69
17.08.2022	5,10	729,96	1,50	1 499,71	18,70	18,70
15.02.2023	5,10	725,72	1,49	1 490,99	18,59	18,59
16.08.2023	5,10	767,18	1,58	1 576,18	19,65	1 595,83
YTM, %						10,61%
YTM eff, %						10,90%
breakeven inflation						5,80%

Источник: Bloomberg, PSB Research (расчеты на 15.07.2015)

## Корпоративные рублевые облигации: идеи на вторичном рынке исчерпаны, надежда на рыночные размещения

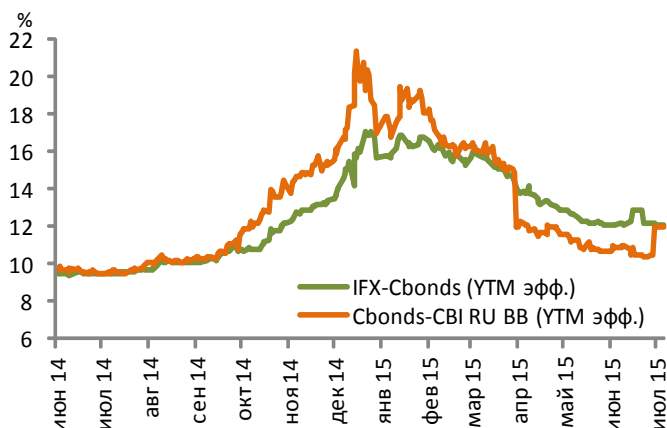
В рублевых облигациях во 2 кв. был ценовой рост на фоне смягчения ЦБ денежно-кредитной политики (ключевая ставка была снижена с 14% до 11,5%) и сохраняющихся ожиданий дальнейшего понижения ставки, пусть и меньшими темпами (вместо 100-150 б.п. по 50 б.п. на заседании).

Хотя основной рост был в более ликвидных ОФЗ (доходности опустились до 10,5-11,1%), корпоративные бонды также довольно оперативно отыграли действия ЦБ – индекс доходности корпоративных облигаций IFX-Cbonds заметно снизился с 14,5-14,7% в конце марта до отметки 12% (YTM эфф.). При этом спрэд индекса доходности корпоративных бондов к кривой ОФЗ за 2 кв. также сократился – с 260-280 б.п. до 140-150 б.п.

В свою очередь, премия доходности IFX-Cbonds к ключевой ставке ЦБ составляет всего 50 б.п., что явно закладывает в котировки бумаг дальнейшее смягчение ДКП. При этом смена риторики регулятора по итогам июньского заседания в части темпов снижения ставки, не дает поводов для продолжения активного роста котировок корпоративных выпусков.

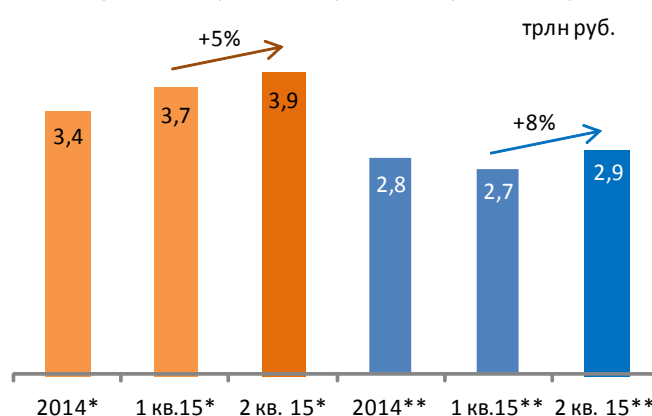
В итоге, ликвидность на вторичном рынке заметно снизилась, а идея высоких доходностей по бумагам эмитентов с приемлемым кредитным качеством (кредитным рейтингом «BB/BBB») уже практически исчерпана. В этом ключе интерес могут представлять первичные размещения корпоративных эмитентов с премией к вторичному рынку.

Индексы доходности корпоративных облигаций



Источник: Cbonds, PSB Research

Объем рынка корпоративных облигаций (номинал)



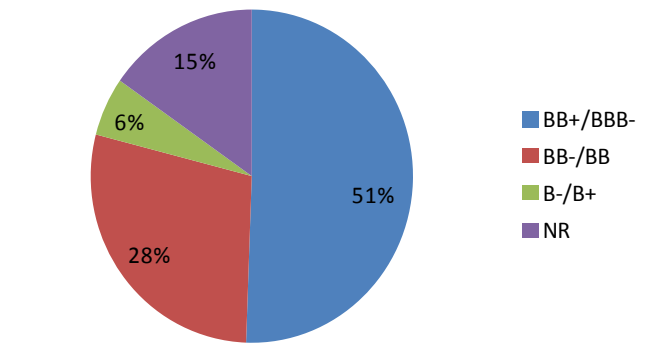
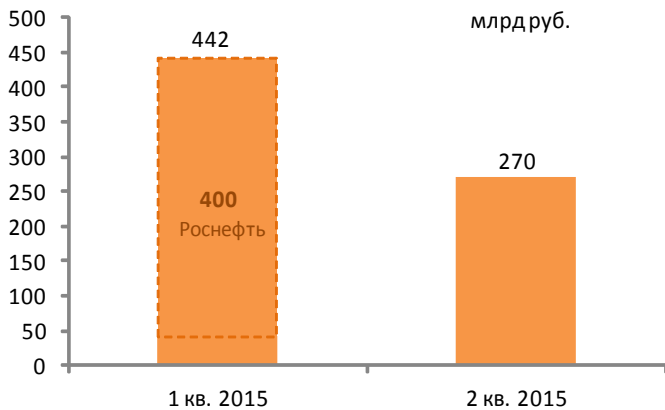
Источник: Cbonds, PSB Research

\*включая новые бонды Роснефти  
\*\*без учета новых бондов Роснефти

В свою очередь, приток на долговой рынок «размороженных» пенсионных денег (в мае НПФ получили порядка 515 млрд руб.) способствовал росту активности на первичном рынке, в том числе корпоративных заемщиков. За 2 кв. было размещено бондов на общую сумму порядка 270 млрд руб. (без банков), что меньше 1 кв., когда на первичном рынке эмитентами было привлечено 442 млрд руб., впрочем из них 400 млрд руб. пришлось на выпуски Роснефти. В целом, общий объем рынка корпоративных бондов во 2 кв. показал рост на 5% к 1 кв. до 3,9 трлн руб., а без учета новых бондов Роснефти – на 8% до 2,9 трлн руб.

**Первичные размещения корпоративных облигаций**

**Структура размещений корп. облигаций по рейтингам**



Источник: Cbonds, PSB Research

Источник: Cbonds, PSB Research

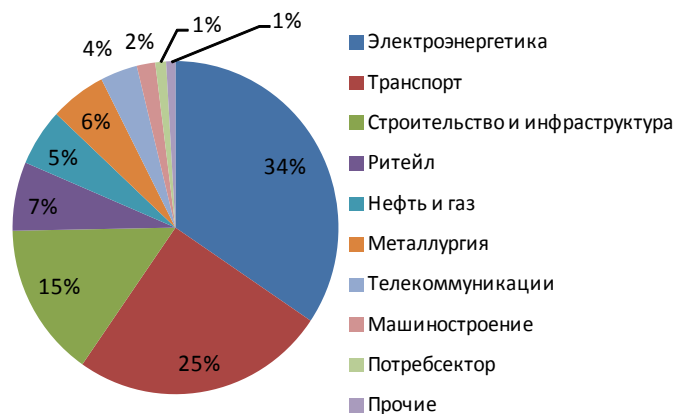
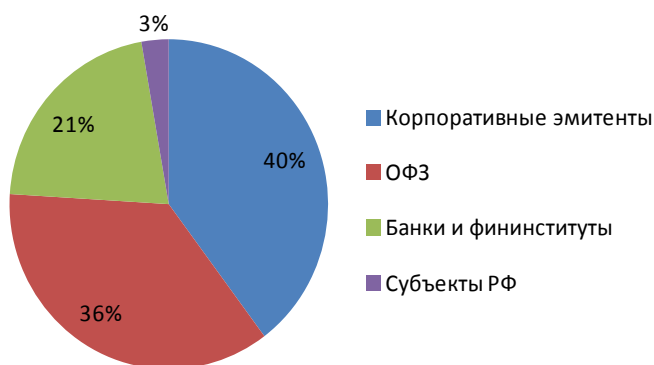
Вместе с тем, во 2 кв. все чаще стали проходить размещения с рыночным переспросом и со сдвигом индикатива по ставке вниз в ходе сбора заявок, как в случае с выпусками Евраз, Россети, РусГидро и др. Тем не менее, количество размещений без предварительного маркетингования и сбора заявок за полчаса/час, по сути «в одни руки», еще довольно велико. По нашим оценкам, на такие сделки во 2 кв. пришлось три четверти от номинального объема размещений, и только четвертая часть бумаг получила «жизнь» на вторичном рынке (или порядка 8 выпусков).

Тем временем, пенсионные деньги довольно активно инвестируются в долговые бумаги, в том числе в облигации компаний. Исходя из отраслевой структуры размещений за 2 кв., денежные средства главным образом пошли в транспортную и электросетевую инфраструктуру (пришлось порядка 70%), причем с продолжительным горизонтом инвестирования (5-30 лет). При этом кредитное качество заемщиков выходящих на первичный рынок в основном надежное – на новые бонды эмитентов с рейтингом категории «BB/BBB» во 2 кв. пришлось около 80% всего объема корпоративных размещений.

Стоит отметить, что помимо корпоративных бондов НПФ инвестируют также в ОФЗ, банковские бонды и др. активы. При этом общий объем первичных размещений на долговом рынке во 2 кв., по нашим оценкам, превысил 680 млрд руб. (с учетом собранных книг, но технически неразмещенных бумаг), очевидно, что пенсионные деньги активно рассредотачиваются, скорее всего, эффект от их притока на первичный долговой рынок уже будет только ослабевать.

**Структура первичных размещений облигаций во 2 кв.\***

**Отраслевая структура размещений корп. облигаций**



Источник: Минфин РФ, Cbonds, PSB Research

Источник: Cbonds, PSB Research

\*с учетом собранных книг заявок, но неразмещенных во 2 кв. бумаг

В корпоративном сегменте рублевых бондов, на наш взгляд, идеи для покупки во многом исчерпаны и ограничены ликвидностью. В ближайшее время, скорее всего, основной фокус будет на первичном рынке, где рекомендуем к покупке бумаги эмитентов с надежным кредитным качеством (из рейтинговой группы «BB/BBB») из нециклических секторов, учитывая непростую экономическую ситуацию.

## Субъекты РФ: активность на первичном рынке будет возрастать

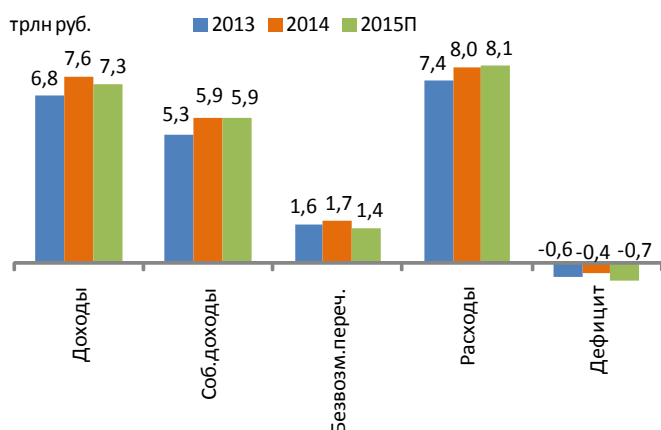
В мае-июне прошли первые в этом году размещения облигаций субъектов РФ (Якутии, Самарской области, Республики Коми и др.) общим объемом порядка 19 млрд руб. и скорее всего активность регионов будет постепенно возрастать, учитывая их потребность в денежных средствах для покрытия дефицита бюджетов и рефинансирования коротких долгов.

В свою очередь, первичные размещения Якутии, Самарской области и Республики Коми в мае-июне прошли с доходностью в районе 13%, причем с премией к вторичному рынку порядка 20-70 б.п., что, безусловно, может представлять интерес для инвесторов в дальнейшем.

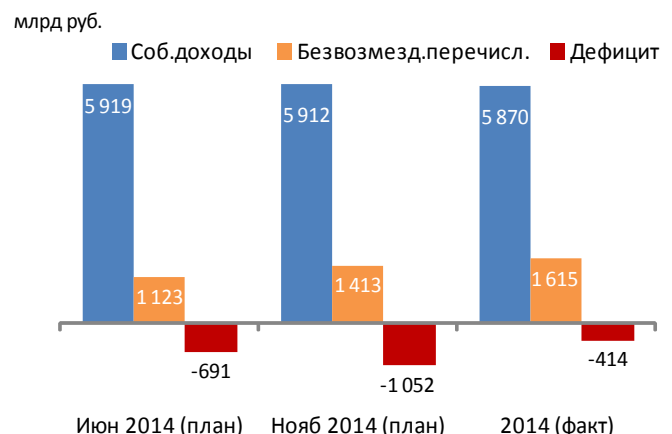
В свою очередь, активность на первичном рынке субфедерального долга может оживить и вторичный рынок. Отметим, что в настоящее время по доходности региональные облигации в основном находятся в широком диапазоне 11,5-13,5%, то есть с премией к ключевой ставке от 0 до 200 б.п. и к кривой ОФЗ – 50-250 б.п., что говорит об имеющемся потенциале для роста субфедеральных бумаг, особенно в верхнем коридоре доходности 12,5-13,5%, учитывая сохраняющиеся ожидания по снижению ЦБ ключевой ставки, которая, по нашим оценкам, к концу года может составить 9,5-10,5%.

Вместе с тем, в 2014 г. субъектам РФ удалось избежать резкого ухудшения финансового положения за счет увеличения поддержки из федерального бюджета (на 492 млрд руб. больше, чем первоначально планировалось) и неожиданного роста налога на прибыль на 14% до 1,95 трлн руб. (за счет отмены региональных льгот, эффект низкой базы 2013 г.), а также стабильно растущих поступлений по НДФЛ – на 17% (до 2,06 трлн руб.). В итоге, дефицит бюджета по всем регионам в 2014 г. оказался ниже, чем в 2013 г. (0,4 против 0,6 трлн руб.). Впрочем, госдолг субъектов РФ все-таки вырос на 20% (г/г) до 2,09 трлн руб., хотя рост оказался более сдержанным за счет трансфертов. Тем не менее, общая долговая нагрузка регионов по итогам 2014 г. подросла – соотношение Госдолг/Соб.доходы со ставило 61% против 56% в 2013 г. (медианное значение).

Изменение ключевых бюджетных показателей регионов



Пересмотр размера безвозмездных перечислений\*



Источник: Федеральное казначейство, PSB Research

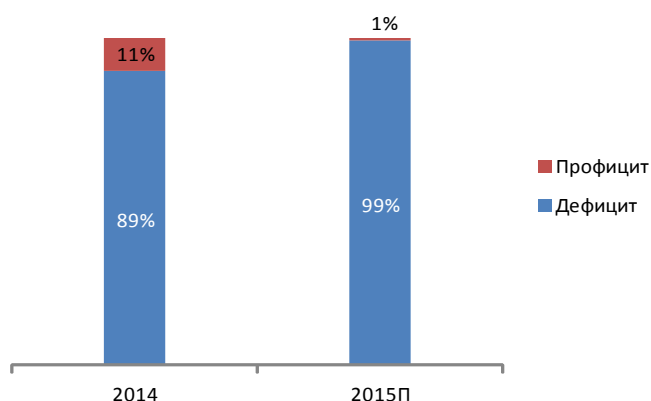
Источник: Федеральное казначейство, PSB Research

\*без учета Севастополя и Республики Крым

В 2015 г. риски ослабления кредитного качества для субъектов РФ возрастают, учитывая снижающиеся возможности федерального центра. Безвозмездные перечисления в этом году сократятся с 1,6 до 1,2 трлн руб. (по плану). При этом согласно утвержденным региональным бюджетам, в 2015 г. ожидается консолидированный дефицит более 740 млрд руб., причем с учетом сокращения индексации зарплат бюджетникам с 10% до 5,5%. В то время как рост собственных доходов в 2015 г. как это было в 2014 г. вряд ли уже будет возможен.

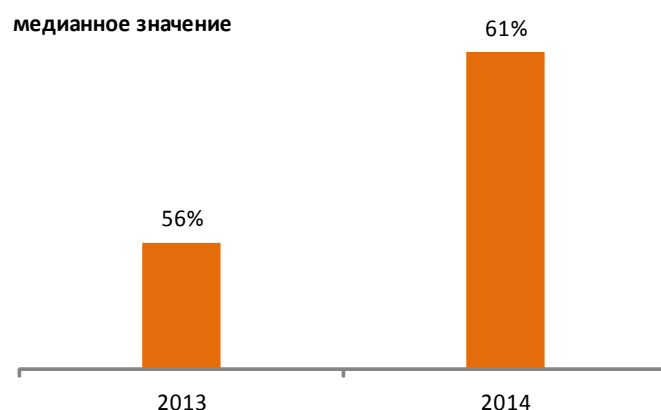
В этом ключе регионы в 2015 г. продолжат наращивать уровень госдолга, причем с учетом выделяемых бюджетных кредитов на 300 млрд руб. (240 млрд руб. в 2014 г.), очевидно, потребуются и другие источники заимствований, в том числе и через облигационные выпуски.

Дефицит/профицит бюджетов регионов в 2014-2015 гг.



Источник: Федеральное казначейство, PSB Research

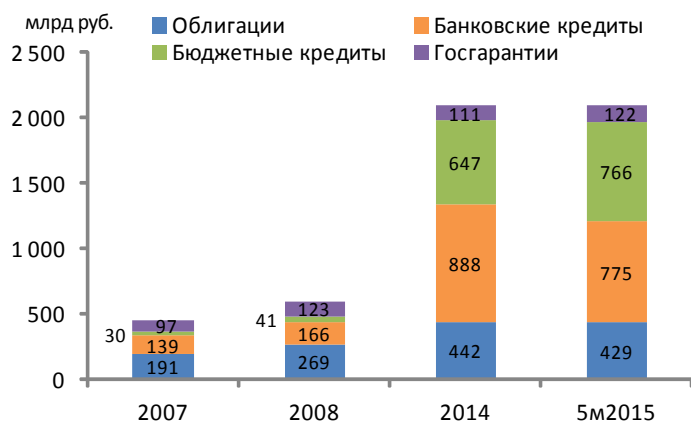
Изменение соотношения Госдолг/Соб.доходы регионов



Источник: Минфин РФ, PSB Research

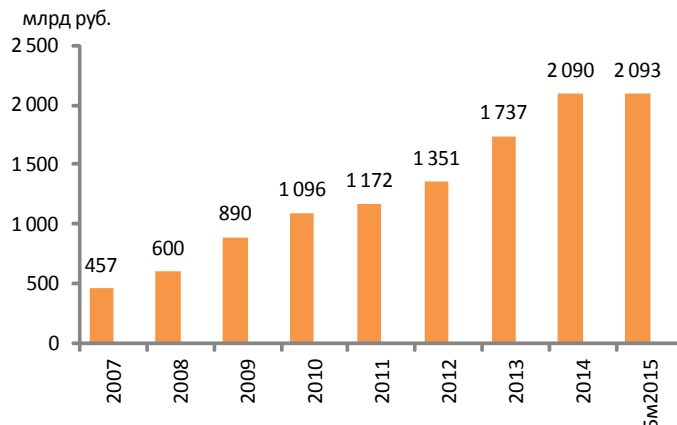
Вместе с тем, субъектам РФ в этом году также предстоит рефинансировать заметный объем короткого долга, который, согласно ранее озвученным в СМИ оценкам главы Минфина РФ А.Силуанова, составляет около 600 млрд руб., при этом, по расчетам S&P, на погашения по банковским кредитам и облигациям регионов приходится порядка 530 млрд руб.

Изменение структуры госдолга регионов



Источник: Минфин РФ, PSB Research

Динамика госдолга субъектов РФ

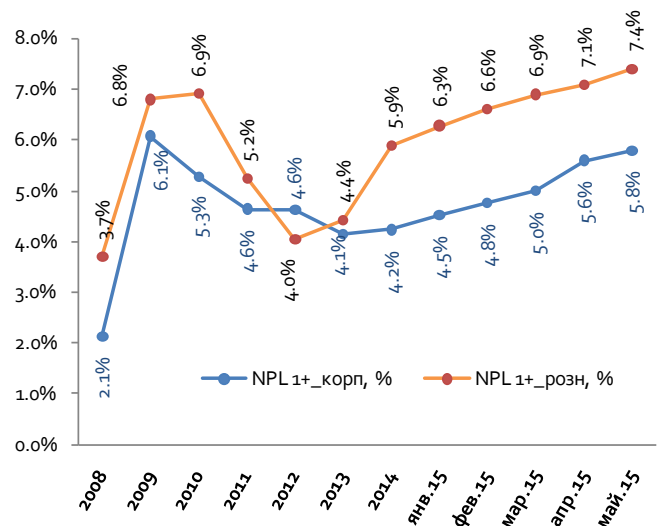


Источник: Минфин РФ, PSB Research

# Банковские облигации: неоднородное восстановление сектора

Первое полугодие 2015 г. оказалось для российских банков довольно сложным. Рост просроченной задолженности по кредитам и резко подорожавшее фондирование негативно отразились на финансовых результатах банков. По сравнению с первым полугодием 2014 г. чистая прибыль российского банковского сектора сократилась почти в 10 раз (51 млрд руб. за 6м2015 г. против 451 млрд руб. за 6м2014 г.). В то же время можно отметить, что пессимистичные прогнозы ряда экспертов в отношении российской банковской системы не оправдываются. Если в начале года высказывались опасения, что убыток российских банков по итогам 2015 г. может составить порядка 1 трлн руб., то сейчас очевидно, что данный сценарий не реализуется.

**Динамика прибыли и достаточности капитала**

**Просроченная задолженность по кредитам**


Источник: Банк России, расчеты PSB Research

Укрепление рубля обеспечило предпосылки для снижения ключевой ставки ЦБ с 17% в январе до 11,5% в июне. Восстановление доверия клиентов к банкам вместе с замедлением инфляции позволяет банкам постепенно снижать ставки по депозитам, обеспечивая при этом приток средств клиентов. По данным регулятора, за первое полугодие вклады населения увеличились на 7,2%. Ставки межбанковского рынка демонстрируют снижение с 17% в январе до 11% в начале июля, что отражает улучшение ситуации с ликвидностью.

Снижение стоимости ресурсов обеспечивает восстановление маржи банков. Если за первые четыре месяца 2015 г. банки получили убыток 17,1 млрд руб., то уже в мае банки генерировали прибыль 26 млрд руб., а в июне 42 млрд руб.

По нашим оценкам, финансовые результаты российских банков во втором полугодии 2015 г. будут лучше, чем в начале года. Помимо снижения стоимости фондирования позитивное влияние на маржу банков оказывает выдача кредитов по новым более высоким ставкам. Также во втором полугодии 2015г. должен положительно проявиться эффект мер докапитализации банков.

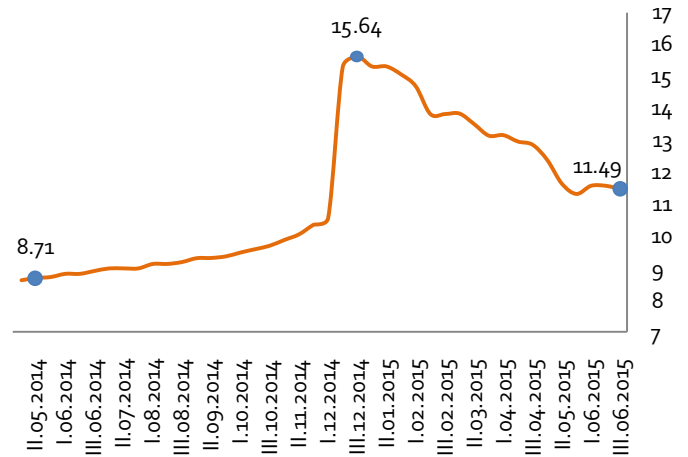
Активы российских банков за первые пять месяцев 2015 г. сократились на 6,9%. Основной вклад в сокращение активов внесло укрепление рубля и сокращение избыточной подушки ликвидности. Учитывая то, что валютные активы банков сопоставимы с валютными пассивами, сжатие валютных статей оказывает нейтральное влияние на финансовые результаты системы. Сжатие избыточной подушки ликвидности и увеличение доли работающих активов в балансе должно оказать поддержку

финансовым результатам. Также позитивное влияние на отчетность банков окажет восстановление долгового рынка и прибыль от переоценки портфеля ценных бумаг.

Динамика активов

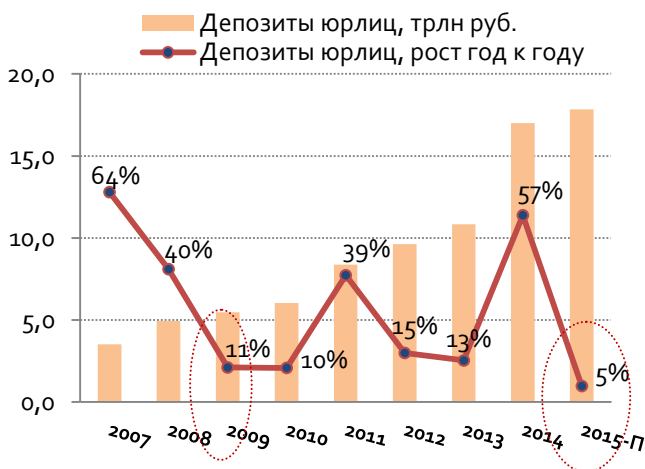


Максимальная процентная ставка топ-10 банков по вкладам населения

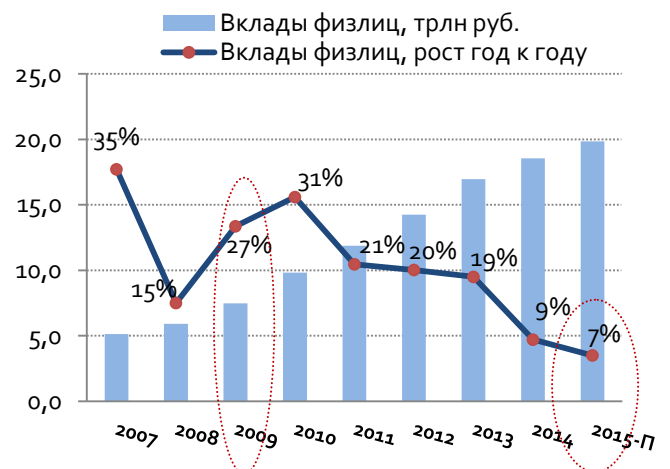


В 2015 г. темпы роста средств клиентов в банках существенно замедлились. В то же время на фоне слабого спроса на кредиты у банков нет необходимости в существенном наращивании ресурсной базы. Улучшение ситуации с ликвидностью отражает сокращение задолженности банков перед ЦБ до 6,8 трлн руб. на 1 июня по сравнению с 9,3 трлн руб. на начало года.

Динамика корпоративных депозитов



Динамика розничных депозитов



Источник: Банк России, расчеты PSB Research

**Улучшение финансовых результатов банков и реализация программы докапитализации крупнейших игроков, на наш взгляд, должно обеспечить сужение спредов по облигациям банков к суверенной кривой.**

В качестве торговых идей мы рекомендуем обратить внимание на банки, получившие средства по программе докапитализации в форме ОФЗ. Условия данной программы предполагают требования к банкам по наращиванию капитала за счет средств действующих акционеров и новых инвесторов, что в совокупности с полученной господомощью должно обеспечить улучшение кредитных метрик банков. Лимиты предоставления средств в капитал банков через ОФЗ утверждены Правительством следующими: Банки группы ВТБ – 307,8 млрд руб., Газпромбанк – 125 млрд руб., Россельхозбанк – 69 млрд руб. Лимиты на крупные частные банки: Альфа-банк – 62,8 млрд руб., Банки группы Открытие – 65

млрд руб., Промсвязьбанк – 30 млрд руб., Московский кредитный банк – 20 млрд руб., Банк Россия – 13 млрд руб., Банк Уралсиб – 12 млрд руб., МДМ Банк – 9 млрд руб.

Среди ключевых рисков в банковской системе во втором полугодии 2015 г. мы отмечаем рост потерь по кредитам и отмену регуляторных послаблений, введенных ЦБ в декабре прошлого года. Среди крупных российских банков (с активами более 100 млрд руб.) дефицит капитала в настоящее время испытывают следующие игроки: Банк Москвы, АК БАРС, МДМ, Уралсиб, Восточный, Татфондбанк. Все указанные банки на 1 мая имели значение норматива Н1.0 менее 11%. Кроме того Русский Стандарт, ХКФ Банк и Ренессанс Кредит имеют критически низкий показатель достаточности основного капитала, норматив Н1.2 меньше 7% (минимальное значение норматива 6%). Более подробный анализ эмитентов и рекомендации по бумагам приводятся далее.

## Ключевые показатели банковского сектора

млрд руб.	2012	2013	2014	мар.15	апр.15	май.15
<b>АКТИВЫ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА</b>	<b>49 510</b>	<b>57 423</b>	<b>77 653</b>	<b>74 447</b>	<b>72 328</b>	<b>72 289</b>
рост к предыдущему периоду, %				-2.5%	-2.8%	-0.1%
рост год к году, %	18.9%	16.0%	35.2%	25.4%	20.1%	18.1%
<b>Кредиты предприятиям</b>	<b>19 971</b>	<b>22 499</b>	<b>29 541</b>	<b>29 632</b>	<b>28 601</b>	<b>28 879</b>
рост к предыдущему периоду, %				-1.6%	-3.5%	1.0%
рост год к году, %	12.7%	12.7%	31.3%	24.3%	17.6%	18.4%
в т.ч. просроченная задолженность юрлиц	924	934	1 251	1 488	1 590	1 663
в % от объема предоставленных кредитов	4.6%	4.1%	4.2%	5.02%	5.56%	5.76%
<b>Кредиты физлицам</b>	<b>7 737</b>	<b>9 957</b>	<b>11 330</b>	<b>10 941</b>	<b>10 823</b>	<b>10 774</b>
рост к предыдущему периоду, %				-1.3%	-1.1%	-0.5%
рост год к году, %	39.4%	28.7%	13.8%	7.0%	3.9%	2.4%
в т.ч. просроченная задолженность физлиц	313	440	668	759	769	792
в % от объема предоставленных кредитов	4.0%	4.4%	5.9%	6.93%	7.10%	7.35%
<b>Прибыль (убыток) текущего года (накопл.)</b>	<b>1 012</b>	<b>994</b>	<b>589</b>	<b>6</b>	<b>-17</b>	<b>9</b>
Прибыль текущего года (помесячно)				41.8	-23.0	26.0
<b>Кредиты и прочие средства, полученные от ЦБ</b>	<b>2 691</b>	<b>4 439</b>	<b>9 287</b>	<b>7 573</b>	<b>7 516</b>	<b>6 839</b>
рост год к году, %	122.0%	65.0%	109.2%	61.0%	48.8%	36.3%
в % к активам	5.4%	7.7%	12.0%	10.2%	10.4%	9.5%
<b>Средства клиентов (всего)</b>	<b>30 120</b>	<b>34 931</b>	<b>43 814</b>	<b>44 332</b>	<b>42 942</b>	<b>43 356</b>
<b>Средства предприятий на р/сч</b>	<b>5 707</b>	<b>6 516</b>	<b>7 435</b>	<b>8 272</b>	<b>7 672</b>	<b>7 778</b>
рост к предыдущему периоду, %				-3.0%	-7.3%	1.4%
рост год к году, %	7.1%	14.2%	14.1%	12.9%	11.9%	13.8%
<b>ДЕПОЗИТЫ ЮРЛИЦ</b>	<b>9 620</b>	<b>10 838</b>	<b>17 008</b>	<b>16 091</b>	<b>15 405</b>	<b>15 429</b>
рост к предыдущему периоду, %				-6.1%	-4.3%	0.2%
рост год к году, %	15.0%	12.7%	56.9%	39.2%	27.7%	24.1%
<b>ВКЛАДЫ ФИЗЛИЦ</b>	<b>14 251</b>	<b>16 958</b>	<b>18 553</b>	<b>19 093</b>	<b>19 133</b>	<b>19 383</b>
рост к предыдущему периоду, %				0.1%	0.2%	1.3%
рост год к году, %	20.0%	19.0%	9.4%	15.3%	13.6%	15.7%
<b>СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ (по Базелю)</b>	<b>6 113</b>	<b>7 064</b>	<b>7 928</b>	<b>8 070</b>	<b>8 022</b>	
рост к предыдущему периоду, %				3.8%	-0.6%	
рост год к году, %	16.6%	15.6%	12.2%	10.5%	9.2%	
в % к активам	12.3%	12.3%	10.2%	10.8%	11.1%	
<b>ДОСТАТОЧНОСТЬ КАПИТАЛА, %</b>	<b>13.7</b>	<b>13.5</b>	<b>12.5</b>	<b>12.9</b>	<b>12.9</b>	

## Кредитный взгляд на ключевых эмитентов

### Сбербанк (Ba1-/BBB-)

По оперативным данным РСБУ-отчетности за 6м2015 г. чистая прибыль Сбербанка составила 81,6 млрд рублей, сократившись в 2,3 раза по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Основные факторы снижения прибыли — рост стоимости привлекаемых ресурсов, который Банк не может полностью переложить на конечных заемщиков. Кроме того давление на финансовые результаты Сбербанка, также как и в целом по системе, оказывает рост расходов на создание резервов на возможные потери из-за ухудшения качества кредитного портфеля.

Чистые процентные доходы Сбербанка за 6м2015 г. составили 319,2 млрд рублей — на 23,1% меньше, чем за 6м2014 года. Расходы Сбербанка на совокупные резервы за 6м2015 г. составили 176 млрд рублей (+28,6% г/г).

При сравнении финансовых результатов Сбербанка за июнь 2015 г. с первыми пятью месяцами текущего года мы отмечаем постепенное восстановление рентабельности. Чистая прибыль Сбербанка в июне составила 22,2 млрд руб. против 11,8 млрд руб. в среднем за первые пять месяцев 2015 г.

Средства клиентов в июне также продемонстрировали положительную динамику. Объем привлеченных средства физлиц в июне увеличились на 194 млрд рублей, или на 2,2%. Остаток средств физических лиц на 1 июля 2015 года составил 9,1 трлн рублей. С начала текущего года средства физических лиц увеличились на 0,6 трлн рублей, или на 6,9%.

Средства юридических лиц в июне увеличились на 127 млрд рублей, или на 2,6%, за счет срочных депозитов. Остаток средств юридических лиц на 1 июля 2015 года составил 5 трлн рублей.

**На фоне постепенного улучшения финансовых результатов уровень премии в евробондах Сбербанка к суверенной кривой сузился до 200 б.п., по сравнению с 220 – 300 б.п. в начале апреля. Учитывая, что доходность евробондов Сбербанка находится на уровне доходности евробондов нефтегазовых компаний (Газпром, Роснефть, Лукойл) дальнейшего потенциала по сужению спреда в евробондах Сбербанка к суверенной кривой мы не видим.**

### ВЭБ (Ba1/BB+/BBB-)

Внешэкономбанк (ВЭБ), по данным опубликованной МСФО-отчетности, в первом квартале 2015 года получил чистый убыток в размере 9,5 млрд рублей. При этом мы обращаем внимание на две крупные статьи в составе прочих доходов. Так рыночная переоценка портфеля ценных бумаг обеспечила Банку прибыль 35,7 млрд руб. А валютная переоценка статей баланса принесла убыток 14,8 млрд руб. С учетом данных статей совокупный доход ВЭБа в 1 кв. 2015 г. составил 11,1 млрд руб. против убытка 24,2 млрд руб. за аналогичный период прошлого года.

Совокупный доход обеспечил рост собственного капитала ВЭБа в 1 кв. 2015 г. с 374,3 млрд руб. до 385,4 млрд руб. Капитал второго уровня вырос за счет переоценки субординированного депозита, номинированного в валюте.

Активы Внешэкономбанка в 1 кв. 2015 г. выросли на 0,7% и достигли 3,9 трлн руб.

Среди важных событий после отчетной даты мы отмечаем получение в мае 27,5 млрд руб. от ЦБ РФ в качестве имущественного вноса (15% от прибыли ЦБ), а также подписание постановления Правительства, в соответствии с которым средства ФНБ в размере до 300 млрд руб. могут быть размещены на депозитах ВЭБа.

Внешэкономбанку 21 июля предстоит исполнение оферты по биржевым облигациям серии БО-01 на 20 млрд рублей. Ставка ежеквартальных купонов на период до погашения через 1 год определена на уровне 11,80% годовых, что соответствует доходности 12,33%.

ВЭБ, сообщил, что 20-21 июля проведет book building вторичного размещения облигаций серии БО-01 на 20 млрд рублей по цене 100% от номинала.

**Выпуск ВЭБ серии БО-01 размещался в июле 2013 г. среди широкого круга инвесторов. Бумага имеет хорошую ликвидность. На наш взгляд, новый уровень ставки купона соответствует рыночной конъюнктуре, рекомендуем включение бумаги в портфель. Также рекомендуем покупку выпуска ВЭБ-Лизинг серии 01. Ставка с 11-13-й купоны установлена в размере 12,5%, что соответствует эффективной доходности 12,89%. Срок до следующей оферты – 1,5 года. Данный уровень содержит премию 56 б.п. к доходности материнской структуры, а также имеет более длинную дюрацию, что интересно в ожидании смягчения ДКП ЦБ.**

Банк ВТБ в 2014 г. и в начале 2015 г. демонстрирует ухудшение финансовых результатов, что однако компенсируется господомощью. По данным МСФО-отчетности за 1 кв. 2015 г. убыток Банка ВТБ составил 18,3 млрд руб. Из-за роста стоимости ресурсов чистая процентная маржа снизилась до 1,7% против 4,5% в 1 кв. 2014 г.

Капитализацию Банка ВТБ в 2014 г. поддержала конвертация ранее привлеченного субординированного займа ВЭБа в привилегированные акции на 214 млрд руб. В 2015 г. Банк ВТБ претендует на увеличение капитала первого уровня за счет ОФЗ на 307,8 млрд руб., что позволит абсорбировать потенциальные потери от ухудшения качества кредитного портфеля.

## ВТБ

(Ba1/BB+/-)

Среди рублевых облигаций Банка ВТБ рекомендуем ликвидные выпуски серии об (УТР 12,33%, дюр. 0,48 года), серии БО-43 (УТР 12,31%, дюр. 0,95 года). Бумаги содержат премию к кривой ОФЗ в размере 150 – 200 б.п. Во втором полугодии 2015 г. мы ожидаем улучшения финансовых показателей Банка ВТБ, за счет восстановления маржи и докапитализации, что вместе со смягчением ДКП ЦБ может обеспечить рост котировок бумаг на 100 б.п. на горизонте до 6 месяцев. Среди еврооблигаций Банка ВТБ, рекомендуем выпуск VTB-17, который торгуется с доходностью 5,23% годовых, что содержит премию 75 б.п. к кривой доходности Сбербанка.

Альфа-Банк сократил прибыль по МСФО-отчетности за 2014 г. до \$33 млн по сравнению с \$ 900 млн годом ранее. Негативное влияние на финансовые результаты Банка, как и в целом по системе, оказал рост отчислений в резервы на возможные потери, рост стоимости ресурсов, а также убытки от операций с финансовыми инструментами.

Значительная девальвация рубля обусловила сокращение активов Альфа-Банка в долларовом эквиваленте на 10,4% г/г. В то же время при пересчете статей баланса в национальную валюту активы Банка выросли на 53,2% против 35,2% в целом по отрасли.

В структуре кредитного портфеля Альфа-Банка произошло сокращение лимитов на наиболее рискованные отрасли: розница, черная металлургия, торговля, машиностроение.

Достаточность капитала улучшилась за счет сокращения объема риска на балансе и размещения в ноябре 2014 г. субординированного займа на 250 млн долл. Показатель TCAR вырос с 16,7% до 17,7%.

За 5м 2015 г. по данным РСБУ-отчетности Банк показал убыток 28,4 млрд руб. против прибыли 48,8 млрд руб. за весь 2014 г. Значительное влияние на финансовые результаты Банка оказывает переоценка валютных статей баланса.

**Мы отмечаем, что рынок не реагирует на слабую РСБУ-отчетность Банка в 2015 г. С февраля по май евробонды Альфа-Банка стремительно росли, отыгрывая потери, понесенные в ноябре-декабре 2014 г. На фоне локального снижения аппетита инвесторов к риску в июне и начале июля еврооблигации Альфа-Банка немного потеряли в цене. Рекомендуем покупать выпуски в расчете на улучшение кредитных метрик Банка во втором полугодии 2015 г.: ALFA-17 (УТМ 5.69%, дюр. 1,96 года), ALFA-21 (УТР 7,79%, дюр. 4,56 года).**

## Альфа-Банк (Ba2/BB/BB+)

Банк ФК Открытие за 5м 2015 г. демонстрирует хорошие финансовые показатели. Чистая прибыль Банка, по данным РСБУ-отчетности, за 5м 2015 г. составила 5,1 млрд руб. Кредитный портфель Банка за 5м 2015 г. показал существенный рост, увеличившись с 1 151 млрд руб. до 1 681 млрд руб. За счет привлечения в мае субординированного займа от АСВ на 55 млрд руб. норматив Н1.0 улучшился до 16,7%. Норматив Н1.1=9,08%, что также является комфортным уровнем.

**Среди долговых инструментов эмитента рекомендуем субординированный выпуск NOMOS-19 (УТР 10,3% , дюр. 3,0 года), содержащий премию 250 б.п. к ALFA-19-subd.**

## Банк ФК Открытие (Ba3/BB-/)

Банк Санкт-Петербург в условиях ухудшения операционной среды демонстрирует сохранение сильных финансовых показателей. По данным МСФО-отчетности за 3м 2015 г. чистая прибыль Банка (с учетом дохода от переоценки портфеля ценных бумаг) составила 1,6 млрд руб., что сравнимо с результатом за 3м 2014 г. Показатель NPL90+ по итогам 1 кв. 2015 г. улучшился с 3,9% до 3,3%. Активы Банка на 30.04.2015 г. составили 521,2 млрд руб., сократившись лишь на 0,1% с начала года против сокращения на 3,9% в целом по системе.

Банк Санкт-Петербург обладает достаточным запасом ликвидности и имеет хороший уровень обеспеченности собственным капиталом. Норматив Н 1.0 на 1 июня равен 13,58%. Хорошее качество кредитного портфеля и положительный финансовый результат не оказывают давления на капитал Банка.

## Банк Санкт-Петербург (B1-/BB-)

29 июня Банк Санкт-Петербург объявил оферту на выкуп еврооблигаций на сумму до \$50 млн. Предложение распространялось на два выпуска еврооблигаций: евробонды с погашением в 2017 году (объем в обращении - 100 млн долл.) и евробонды с погашением в 2018 году (объем в обращении - 101 млн долл.). Минимальная цена выкупа бумаг с погашением в 2017 году объявлена на уровне 95% от номинала, бумаг с погашением в 2018 году - 97% от номинала. По итогам досрочной оферты эмитент выкупил бумаг на 25,5 млн долл.

**После сильной просадки в декабре 2014 г. – феврале 2015 г., когда котировки субординированных выпусков еврооблигаций банка падали до 60% - 70% от номинала, бумаги практически полностью восстановились. Тем не менее, потенциал роста все еще сохраняется. Рекомендуем к покупке выпуск STPETE-19-subd по цене 94,0% от номинала (УТМ 12,8%), содержащего премию к суверенной кривой 910 б.п.**

Банк Зенит в 2014 -2015 гг. демонстрирует нейтральную динамику. По данным МСФО-отчетности за 2014 г. чистая прибыль Банка Зенит составила 1,6 млрд руб., что на 27,5% ниже уровня прошлого года и соответствует общему снижению прибыльности в отрасли. По данным РСБУ-отчетности за 5м2015 г. Банк получил убыток 2,4 млрд руб. При этом хороший уровень обеспеченности капиталом позволяет Банку абсорбировать убытки. По данным на 1 июня норматив Н1.0=13,7%, Н1.2=7,9%.

### Банк Зенит (B1/-/BB-)

**Банк Зенит в июне прошел оферту по выпуску серии БО-13, установив ставку купона 13% годовых. Практически весь объем бумаг был сохранен в рынке. Выпуск обладает хорошей ликвидностью и имеет самую длинную дюрацию из обращающихся выпусков рублевых облигаций эмитента. Рекомендуем бумагу к покупке (УТР 12,99%, дюрация 0,92 года) в расчете на дальнейшее смягчение ДКП со стороны ЦБ.**

Чистая прибыль МКБ за 1 кв. 2015 г. по МСФО составила 289 млн руб., что транслируется в показатель рентабельности собственного капитала (ROAE) на уровне 1,9% по сравнению с 14,9% за 1 кв. 2014 г. Снижение финансовых результатов МКБ по сравнению с началом прошлого года соответствует общеотраслевому тренду. Давление на прибыльность МКБ оказывает рост стоимости фондирования и увеличение отчислений в резервы на возможные потери.

Показатель NPL 90+ в 1 кв. 2015 г. вырос до 2,4% по сравнению с 1,6% в 1 кв. 2014 г. Несмотря на рост доли проблемных кредитов, качество кредитного портфеля МКБ остается лучшим среди крупных частных банков.

Активы МКБ за 1 кв. 2015 г. сократились на 0,5% до 581,7 млрд руб. Сокращение произошло за счет уменьшения денежных средств и эквивалентов. При этом обеспеченность банка ликвидностью сохраняется на комфортном уровне. Запас денежные средства и эквивалентов на 01.04.2015 г. составил 92,6 млрд руб., что формирует 15,9% от всех активов.

Оптимизация сети отделений и точек самообслуживания позволила МКБ сократить административные расходы. Показатель Cost/Income по итогам 1 кв. 2015 г. составил 29,3%, что является лучшим значением за последние 5 лет.

Обеспеченность МКБ собственным капиталом поддерживается на высоком уровне. По итогам 1 кв. 2015 г. коэффициент достаточности капитала (Total CAR в соответствии с Базель 3) не изменился и составил 15,8%.

В начале июня МКБ привлек субординированный займ от АСВ в форме ОФЗ на 20,2 млрд руб. Кроме того, МКБ в конце июня реализовал публичное размещение дополнительного выпуска акций (IPO), в ходе которого Банку удалось привлечь 13,2 млрд руб. По итогам IPO доля акций МКБ, находящихся в свободном обращении будет составлять 18,8% уставного капитала Банка. Увеличение капитала в результате данных мер должно позитивно отразиться на котировках обращающихся выпусков публичных долговых инструментов Банка.

В то же время мы отмечаем наличие риска ухудшения кредитных метрик МКБ в случае реализации анонсированной сделки по покупке ФК Уралсиб. Активы Банка Уралсиб (Саа1/В/В) по данным консолидированной МСФО-отчетности за 2014 г. составили 407 млрд руб. Качество кредитного портфеля Банка Уралсиб значительно хуже, чем у МКБ. Доля просроченной задолженности в кредитном портфеле составляет 11,3%. По данным аудитора, проводившего проверку МСФО-отчетности за 2014 г., Банку Уралсиб требуется досоздание резервов по кредитному портфелю и

### МКБ (B1/BB-/BB)

по инвестициям в страховую компанию. Потребность Банка Уралсиб в дополнительном капитале, по нашей оценке, составит 20 – 30 млрд руб. Детали сделки по консолидации ФК Уралсиб и возможная госпомощь пока неизвестны.

**До прояснения ситуации с возможной покупкой ФК Уралсиб нейтрально смотрим на долговые инструменты эмитента.**

Группа «Бин» в течение 2014 – 2015 гг. реализует агрессивную стратегию роста, причем качество приобретаемых активов зачастую ниже, чем у Бинбанка. В конце июня акционеры Бинбанка заключили соглашение о покупке контрольного пакета акций (58,33%) МДМ Банка. Операционная интеграция банков будет проходить в перспективе 2-3 лет.

Активы Бинбанка по данным РСБУ-отчетности на 1 июня составили 549 млрд руб., активы МДМ Банка - 319 млрд руб. С учетом уже приобретенных в рамках санации банков Группы Рост консолидированные активы Группы Бин приблизятся к 1,2 трлн руб, что обеспечит группе третье место среди российских частных банков (после Группы Альфа-Банка и Группы Открытие).

Несмотря на существенный рост клиентской базы и инфраструктуры Группы Бин в ближайшей перспективе необходимость капитальной поддержки и абсорбация низкокачественных активов МДМ Банка будут оказывать давление на кредитные метрики Бинбанка.

**Нейтрально смотрим на рублевые выпуски облигаций Бинбанка.**

По итогам 2014 г. и за первые пять месяцев 2015 г. Банк Пересвет демонстрирует сильные финансовые показатели. Чистая прибыль по МСФО за 2014 г. составила 3,1 млрд руб. (ROAE=24,8%). По данным РСБУ-отчетности за первые 5 месяцев 2015 г. чистая прибыль Банка составила 1,0 млрд руб.

Капитал Банка Пересвет по МСФО за 2014 г. увеличился на 44,6% и составил 14,8 млрд руб. Помимо капитализации прибыли увеличение собственных средств Банка обеспечило заключение договора на привлечение от акционеров бессрочного субординированного займа в размере 150 млн долл. с номинальной процентной ставкой 9% годовых. Условия договора предполагают привлечение средств отдельными траншами в течение 2014 и 2015 годов. В 2014 г. банком было привлечено по данному договору 30,5 млн долл. До конца 2015 г. планируется привлечение 100 млн долл. Согласно отчетности, на 01.05.2015 г. норматив Н1.0=13,14%, что является вполне комфортным уровнем.

Высокое качество активов и увеличение обеспеченности собственным капиталом нашли отражение в подтверждении кредитного рейтинга Банка Пересвет со стороны агентства S&P на уровне «В+» со стабильным прогнозом, в то время как суверенный рейтинг России и рейтинги большинства российских банков подверглись понижению в начале текущего года.

**Среди бумаг эмитента рекомендуем выпуск серии БО-1, по которому эмитент прошел оферту 7 июля (УТР 15,32%, дюр. 0,92 года) и выпуск серии БО-4 (УТР 15,28%, дюрация 0,71 года).**

Тинькофф банк 1 июля осуществил досрочный выкуп еврооблигации с погашением в сентябре 2015 года на сумму 48 млн долл. Ранее, в марте банк уже приобрел бумаги этого выпуска на сумму 80 млн долл. После реализации данных сделок Тинькофф банку остаются к погашению в сентябре 2015 г. еврооблигации на 122 млн долл. У Тинькофф банка хороший запас ликвидности, что обусловлено консервативными темпами кредитования на фоне значительного притока средств клиентов. Так кредитный портфель Банка за 5м2015 г. вырос всего на 1%, в то время как клиентские остатки на текущих счетах и депозитах выросли на 23%. Используя подушку ликвидности Банк постепенно уменьшает долг, сглаживая пик выплат.

**Досрочный выкуп бумаг эмитентом и сокращение рублевого долга в соответствии с графиком исполнения оферт и погашения будет поддерживать котировки остающихся в обращении выпусков еврооблигаций. Для инвесторов, готовых открывать лимиты на субординированные выпуски, рекомендуем бумагу TCSBANK-18 subd, которую можно купить с доходностью 12,7% – 13,3% (дюрация 2,3 года).**

## Бинбанк (-/В/-)

## Банк Пересвет (-/В+/В+)

## Тинькофф Банк (В2/-/В+)

**Банк Ренессанс  
Кредит (Вз/В-/-)**

Агентство S&P 8 июля понизило кредитный рейтинг Банка Ренессанс Кредит на одну ступень с «В» до «В-», прогноз Негативный. В качестве причин снижения рейтинга агентство отмечает слабые показатели капитализации вследствие значительных потерь по кредитам. Аналитики S&P отмечают, что «без получения внешней поддержки в течение 2015 г. коэффициенты достаточности капитала банка могут быть ниже уровня, установленного регулирующим органом». Понижение оценок кредитоспособности Банка Ренессанс Кредит последовало за публикацией слабой МСФО-отчетности за 2014 г., которая появилась на сайте эмитента 3 июля. По итогам 2014 г. убыток банка составил 15,6 млрд руб. Негативное влияние на финансовые результаты оказало практически двукратное увеличение расходов на формирование резервов на возможные потери по кредитам (с 15,2 млрд руб. в 2013 г. до 27,9 млрд руб. в 2014 г.). Кроме того, банк сократил комиссионные доходы с 10,3 млрд руб. до 5,9 млрд руб.

По данным РСБУ-отчетности за 5м2015 г. банк продолжил генерировать убыток (-4,3 млрд руб.), а нормативы обеспеченности собственным капиталом приблизились к критическим уровням. Показатель достаточности основного капитала Н1.2 равен всего 6,08% при минимально допустимом значении 6,0%. Норматив Н1.0 снизился до 11,14%. Поддержку банку оказывают регулярные вливания капитала со стороны материнской Группы ОНЭКСИМ. В 2014 г. для покрытия дефицита капитала Ренессанс Кредит получил 10,6 млрд руб. от материнской группы. В первом полугодии 2015 г. ещё 3,8 млрд руб. Группа ОНЭКСИМ обладает возможностями и дальше оказывать поддержку банку, в том числе, и в случае реализации сделки по объединению с Банком Связной.

Среди сильных сторон банка мы отмечаем наличие адекватных запасов ликвидности. Суммарный объем денежных средств и эквивалентов, а также портфель ценных бумаг, свободных от залога, на 31.12.2015 г. вырос до 51,3 млрд руб. по сравнению с 24,5 млрд руб. годом ранее. В течение последних трех месяцев у банка отсутствовала задолженность перед ЦБ, хотя доступ к такому фондированию имеется. Банк имеет хорошую репутацию, что позволяет наращивать объем привлеченных средств клиентов при необходимости. Одновременно с этим банк может аккумулировать ликвидность за счет поступающего потока платежей от погашения кредитного портфеля, имеющего короткую дюрацию (кредиты со сроком погашения до 1 года составляют 35,3 млрд руб. или 55% от всего кредитного портфеля).

**После выкупа эмитентом рублевых выпусков облигаций в соответствии с графиком оферт и погашений, а также ряда сделок по досрочному выкупу евробондов, остающиеся в обращении еврооблигации, на наш взгляд, могут представлять интерес для спекулятивных инвесторов (RCCF-16, YTM 11,9%, дюр. 0,8 года; RCCF-18-sub, YTM 18,3%, дюр. 2,2 года; RCCF-19-subd, YTM 21,6%, дюр. 2,6 года).**

**Банк Русский  
Стандарт  
(Вз/В-/В-)**

В течение июня-июля международные рейтинговые агентства понизили свою оценку кредитоспособности Банка Русский Стандарт. Снижение кредитных рейтингов банка обусловлено ухудшением его обеспеченности капиталом первого уровня в результате убытков на фоне значительных потерь по кредитному портфелю. Убыток банка по МСФО-отчетности за 2014 г. составил 16 млрд руб. За 5 месяцев текущего года банк показал убыток по РСБУ в размере 5,9 млрд руб. Показатель достаточности основного капитала на 1 июня опустился до критического уровня, норматив Н1.2 равен всего 6,17% при минимально допустимом значении 6%. Норматив Н1.0 благодаря реструктуризации суборда находится на комфортном уровне (16,2%). В то же время по мере амортизации имеющихся субордов капитализация будет постепенно сокращаться. На 1 июня больше трети кредитного портфеля банка (32%) составляют долги с просрочкой больше одного дня и этот результат зафиксирован, несмотря на продажу портфеля проблемных кредитов на 21 млрд руб. У банка отмечается высокая зависимость от рефинансирования в ЦБ. Долг перед ЦБ на 1 июня составлял 100 млрд руб. или 21% от валюты баланса, что в два раза превышает средний показатель по системе.

**В 2015 г. рейтинговые агентства прогнозируют убытки банка на уровне 2014 г., что потребует докапитализации. При отсутствии достаточной поддержки банк может быть подвержен рискам нарушения регулятивных коэффициентов достаточности капитала. Учитывая, что банк уже использовал практику повышения собственной капитализации за счет реструктуризации субордов и существуют риски дальнейшего ухудшения кредитоспособности банка, инвестиции в долговые инструменты Русского Стандарта мы считаем довольно рискованными.**

## Контакты:

**ОАО «Промсвязьбанк»****PSB Research**

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>

### PSB RESEARCH

**Николай Кашеев**

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

#### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

**Игорь Голубев**

GolubevIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

**Дмитрий Монастыршин**

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

**Дмитрий Грицкевич**

Gritskevich@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

**Алексей Егоров**

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

**Александр Полютов**

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

#### ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

**Евгений Локтюхов**

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

**Илья Фролов**

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

**Екатерина Крылова**

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

**Игорь Нуждин**

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

#### ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

**Пётр Федосенко**

FedosenkoPN@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

**Ольга Целинина**

TselininaOI@psbank.ru

+7 (495) 228-33-12

**Дмитрий Иванов**

Ivanovdv@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

**Константин Квашнин**

Kvashninkd@psbank.ru

+7 (495) 705-90-69

**Сибяев Руслан**

sibaevrd@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

**Евгений Жариков**

Zharikov@psbank.ru

+7 (495) 705-90-96

**Борис Холжигитов**

KholzhigitovBS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

**Устинов Максим**

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 411-5130

#### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

**Андрей Скабелин**

Skabelin@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

**Александр Сурпин**

SurpinAM@psbank.ru

+7 (495) 228-39-24

**Виктория Давитиашвили**

DavitiashviliVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

#### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

**Алексей Кулаков**

KulakovAD@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

**Михаил Маркин**

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

### ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

**Павел Науменко**

NaumenkoPA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

**Сергей Устиков**

UstikovSV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

**Александр Орехов**

OrekhovAA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

**Игорь Федосенко**

FedosenkoIY@psbank.ru

+7 (495) 705-97-69

**Виталий Туруло**

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 411-51-39

© 2015 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.