



28 января 2015 г.

Мировые рынки

Американская статистика оказалась сильнее европейского QE

Позитивное движение рынков американских и европейских акций, вызванное недавним объявлением ЕЦБ о запуске QE, вчера было прервано разочаровывающей макростатистикой по США (американские индексы просели на 1,3%, европейские - на 0,5%). Заказы на товары длительного пользования в декабре упали на 3,4% м./м., в то время как ожидался их рост на 0,7% м./м. Этот провал не объясняется традиционно волатильной транспортной компонентой (за ее вычетом снижение было на 0,8% м./м., а консенсус-прогноз предполагал повышение на 0,8% м./м.). Укрепление доллара делает сложным прогноз развития ситуации (поскольку спрос на товары, экспортируемые из США, снижается). По-видимому, для инвесторов более важным является то, как обстоят дела в американской экономике, чем позитивный эффект от европейского QE. В российском сегменте наблюдался небольшой рост котировок суверенных бондов, что свидетельствует о весьма ограниченной реакции на недавнее снижение рейтинга S&P. Сегодня новостной фон наполнен возможным расширением ЕС антироссийских санкций, которые теперь, по данным СМИ, могут затронуть и газовый сектор (запрет на поставку газового оборудования для разработки месторождений).

Валютный и денежный рынок

Валютный ажиотаж в итоге помог банкам рублями

Исходя из нетипично высокого роста рублей в кассе банков в декабре 2014 г. при обычном росте общей рублевой наличности, по нашим оценкам, население в итоге не изъяло, а принесло в банки 260 млрд руб. (с учетом сезонности) в результате конвертации средств в валюту. В январе, на наш взгляд, население продолжает конвертировать рубли (включая запас "под подушкой"), но не так интенсивно, как в декабре 2014 г. Это будет позитивно сказываться на ликвидности и способствовать сохранению о/п ставок МБК в январе-феврале ближе к ставке РЕПО. См. стр. 2.

Подушка безопасности в ответ на валютные шоки

По нашим оценкам, избыток валюты (в т.ч. в кассе банков) в системе составляет 17,8 млрд долл. Наличие такого запаса, а также готовность регулятора предоставить большой объем валюты снижает риск появления ажиотажного спроса на валюту, по крайней мере, для погашения внешнего долга. В связи с этим мы не ждем расширения базиса (IRS-XCCY) в краткосрочной части кривой. См. стр. 4.

Рынок ОФЗ

Минфин уходит в плавающие ставки: внимание на детали

Сегодня Минфин предложит новый 3-летний выпуск ОФЗ 24018 на 5 млрд руб. с плавающей ставкой полугодичных купонов, определяемой как спред 74 б.п. к RUONIA (среднее значение за предыдущие 6М). Ставка 1-го купона установлена на уровне 10,89% год. Заметим, что этот выпуск из той серии, которая будет использована и для докапитализации банков (АСВ выделит 830 млрд руб. 27 банкам). Данный инструмент потенциально интересен, но имеет существенные недостатки. См. стр. 5.

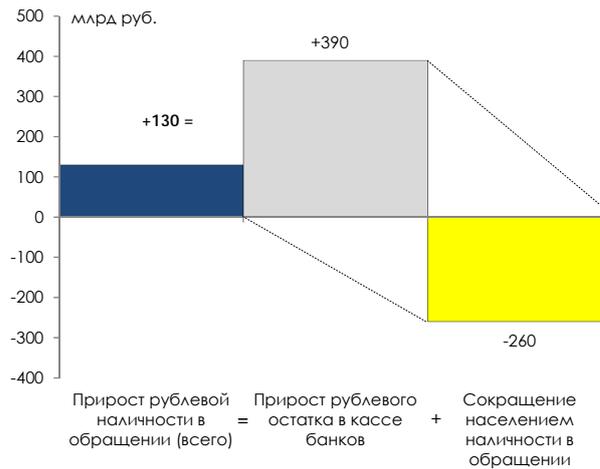
Валютный ажиотаж в итоге помог банкам рублями

Нетипично высокий рост рублей в кассе банков в декабре 2014 г. ...

По нашей оценке, исходя из отчетности крупнейших банков по РСБУ, наличные рубли в кассе у банков увеличились за декабрь 2014 г. на 730 млрд руб. (1,17 трлн руб. минус валютная наличность). Такой высокий рост нетипичен: в декабре 2013 г., по нашим расчетам, он составил только 340 млрд руб. (разница с декабрем 2014 г. 390 млрд руб.). Такую динамику мы связываем с массовым изъятием депозитов населением на фоне осложнения ситуации на валютном рынке и в целом в банковской системе (840 млрд руб., с учетом сезонности). В результате банкам пришлось "перестраховаться" и значительно увеличить объем наличности в кассе.

Чистое изменение рублевой наличности в обращении в декабре 2014 г.*

... при обычном росте общей наличности ...



* сезонно-скорректированные данные
Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

...указывает на то, что население в общем итоге не изъяло, а принесло в банки 260 млрд руб. (с учетом сезонности)...

Касса банков – это только часть общего объема рублей в обращении, остальное – это наличные рубли у населения. Мы отмечаем, что в сумме общая рублевая наличность в системе не показала аномальной динамики в декабре. За месяц она увеличилась на 880 млрд руб.: почти также как в декабре 2013 г. (на 750 млрд руб.), а с учетом сезонности (если брать за базу 2013 г.) – только на 130 млрд руб. Это значительно меньше, чем сезонно-скорректированный рост наличности в кассе (390 млрд руб.).

Таким образом, разница между изменением общей наличности и наличности в кассе (130 млрд руб. минус 390 млрд руб.) должна объясняться значительным снижением рублевых средств на руках у населения: по нашим оценкам, на 260 млрд руб. с учетом сезонности (то есть традиционный декабрьский рост рублевой наличности у населения был значительно менее выраженным).

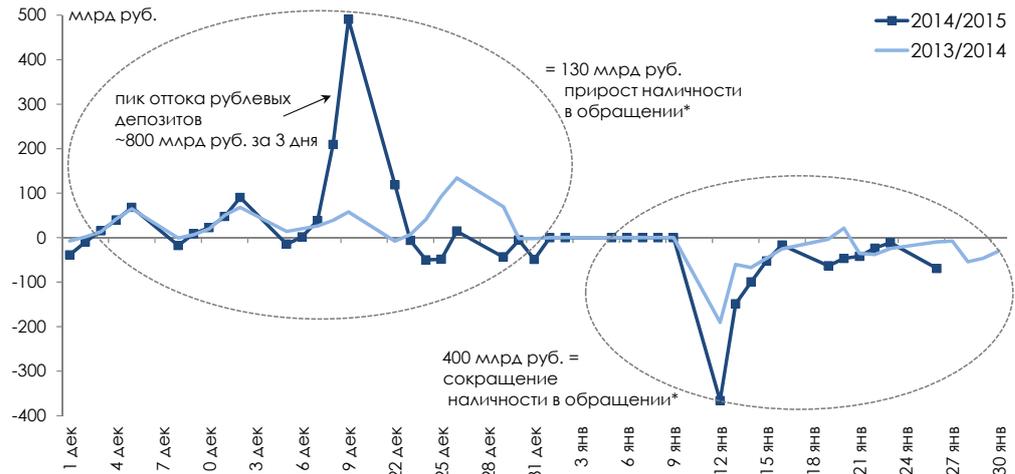
...конвертируя большую часть из изъятых 840 млрд руб. депозитов и наличность "из-под подушки" в валюту:

Получается интересный вывод: при том, что в декабре 2014 г. население сократило рублевые депозиты в банках на 840 млрд руб. (с учетом сезонности), в итоге оно не только не изъяло рубли из банков, а как следует из наших оценок, а даже принесло дополнительные средства. Мы считаем, что это стало следствием, во-первых, того, что большая часть изъятых рублевых депозитов конвертировалось населением в валюту, а во-вторых, тем фактом, что население конвертировало и рубли «под подушкой» (сбережения в рублевой наличности).

5 млрд долл. "под подушку" и 6 млрд долл. - снятие депозитов

Очевидно, что наличную валюту, которую получало население при конвертации, оно обратно клало "под подушку", так как валютные депозиты в декабре не увеличивались, а снизились на 1,1 млрд долл. Фактически население предоставило банкам дополнительных 260 млрд руб., правда, изъяв при этом как минимум 11 млрд долл. (18 млрд долл. (наличность по платежному балансу) за вычетом валютной кассы банков (7,4 млрд долл., по данным статистики ЦБ)). Из них, по нашим оценкам, 5 млрд долл. за счет рублей "из-под подушки" и как минимум 6 млрд долл. за счет снятия депозитов (снятие рублевых депозитов с конвертацией в наличную валюту + снятие валютных депозитов).

Изменение наличности в обращении, декабрь 2014 г. - январь 2015 г.



"+" прирост наличности в обращении/отток из банковской системы

* сезонно-скорректированные данные

Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

В январе население продолжило конвертировать рубли (включая запас "под подушкой"), но не так интенсивно, как в декабре 2014 г...

Таким образом, хотя вначале девальвация привела к серьезному дефициту рублевой ликвидности у банков и всплеску краткосрочных ставок, в итоге она оказала позитивное влияние на рублевую ликвидность банковской системы. Это стало очевидно в январе 2015 г., когда банки, по нашему мнению, начали сокращать "подушку" наличных рублей в кассе по мере снижения "нервозности" населения. На этом фоне, как видно из графика, в январе общая рублевая наличность в системе снижается значительно быстрее, чем это можно было предположить исходя из прошлой сезонности: на 400 млрд руб. больше в сравнении с январем 2014 г. Такой высокий объем (больше, чем наша оценка «излишних» рублей в кассе у банков), скорее всего, предполагает, что население продолжает конвертировать в валюту, в том числе и рубли "из-под подушки", но не так интенсивно, как в декабре.

...что будет позитивно сказываться на ликвидности...

Таким образом, при условии отсутствия значительных валютных продаж со стороны ЦБ и Минфина на открытом рынке, подобные всплески ажиотажного спроса населения на валюту будут позитивно влиять на краткосрочную рублевую ликвидность в банковской системе. Как показала середина декабря, серьезные риски на денежном рынке возникают, только если начинается набег вкладчиков на конкретные банки. Если подобного не произойдет, то в условиях уже достаточно комфортной ситуации с ликвидностью благодаря бюджетным вливаниям (госрасходы + сильная активизация депозитов Минфина), краткосрочные ставки денежного рынка в январе-феврале в целом могут оставаться ближе к ставке РЕПО (сейчас 17%).

... и способствовать сохранению о/п ставок МБК ближе к ставке РЕПО ЦБ

Мария Помельникова

maria.pomelnikova@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

Антон Плетенев

anton.pletenev@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900

Подушка безопасности в ответ на валютные шоки

Банки привлекли валюты больше, чем было нужно...

Как мы уже отмечали в нашем комментарии от 26 января 2015 г., исходя из анализа обзора банковского сектора, в декабре банки существенно нарастили валютную задолженность перед государством: так, объем операций валютного РЕПО увеличился на 19,6 млрд долл. (до 20,2 млрд долл. на конец года). При этом дефицит валюты по кредитно-депозитным операциям (разница между приростом валютного кредитования и притока валютных средств клиентов) составил всего 9,2 млрд долл., что было в значительной степени компенсировано высвобождением средств из портфеля валютных ценных бумаг (его объем сократился на 7,4 млрд долл.). Таким образом, банкам необходимо было привлечь дополнительно лишь 1,8 млрд долл., а избыток валюты в результате заимствований у ЦБ составил 17,8 млрд долл.

... разместив ее на корсчете в ЦБ, банках-нерезидентах и кассе...

Возникает естественный вопрос: где банки разместили эти средства? Исходя из платежного баланса, валютные корсчета банков в ЦБ РФ в 4 кв. увеличились на 5,3 млрд долл. Скорее всего, это произошло в декабре, судя по отчетности банков, при этом львиная доля пришлась на НКЦ (+2,6 млрд долл.) и Сбербанк (+1,2 млрд долл.). Отметим, что такой большой объем средств у НКЦ обусловлен тем обстоятельством, что большинство банков не имеет валютных корсчетов в ЦБ РФ (т.е. НКЦ выступает посредником). Остатки на корсчетах в банках-нерезидентах увеличились на 5,1 млрд долл. Почти весь оставшийся объем (7,4 млрд долл.) был размещен в кассе (то есть не в электронной, а в наличной форме), отметим, что только на Сбербанк приходится 3,9 млрд долл. из этой суммы.

... что служит подушкой безопасности и позволяет удовлетворить ажиотажный спрос на валюту со стороны компаний...

Все эти активы не приносят никакого процентного дохода, в то время как сформированы за счет платных средств от ЦБ (LIBOR +50 б.п.). Это своего рода страховка (за которую естественно нужно платить) на случай сильного оттока валютных средств (в том числе со счетов физлиц), которого в декабре так не произошло: отток валютных вкладов составил всего 1,1 млрд долл. Сохранение стабильной ситуации (мерами ЦБ РФ и Правительства удалось нивелировать спекулятивное давление на курс) приведет к постепенному сокращению этого избытка ликвидности (прежде всего, валютных средств в электронном виде: корсчета в ЦБ РФ и банках-нерезидентах). Это мы уже наблюдаем: с начала года задолженность перед ЦБ и Минфином сократилась на 3,7 млрд долл. до (19,5 млрд долл.). Тем не менее, наличие такого запаса валютной ликвидности в системе, а также готовность регулятора предоставить большой объем валюты (в частности, по валютным кредитам, аналогичным 312-П) снижает риск появления ажиотажного спроса на валюту, по крайней мере, для погашения внешнего долга. В связи с этим мы не ждем расширения базиса (IRS-ХССУ) в краткосрочной части кривой.

... и населения

Сформированный запас наличной валюты в системе (7,4 млрд долл.), скорее всего, сохранится (как подушка безопасности на случай повторения декабрьских событий, поскольку перевод электронных валютных средств в наличность занимает длительное время), и теперь его объема достаточно для удовлетворения повышенного спроса населения на валюту, что умеренно позитивно для курса рубля.

Вне банковской системы также увеличился запас валюты

При этом, также существует и запас валюты вне банковской системы: валюта на руках у население в 4 кв. выросла на 11 млрд долл. Исходя из того, что за этот период депозиты сократились всего на 0,7 млрд долл., это связано преимущественно с конвертацией рублевых средств (хранившихся в основном в безналичной форме) в валюту (см. тему выше). Однако для возвращения этой валюты в банки необходим не только повышенные ставки по депозитам, но и длительный период стабильности (снятие антироссийских санкций могло бы стать катализатором, на что пока надеяться не приходится).

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

Минфин уходит в плавающие ставки: внимание на детали

Сегодня Минфин предложит новый 3-летний выпуск ОФЗ 24018 на 5 млрд руб. с плавающей ставкой полугодичных купонов, определяемой как спред 74 б.п. к RUONIA (среднее значение за предыдущие 6М). Ставка 1-го купона установлена на уровне 10,89% год. Заметим, что этот выпуск из той серии, которая будет использована и для докапитализации банков (АСВ выделит 830 млрд руб. 27 банкам).

Потенциально интересный инструмент...

Для рынка ОФЗ облигации с плавающей ставкой купона являются экзотическим инструментом, который, скорее всего, не заинтересовал бы инвесторов в нормальных условиях. Однако сейчас, когда нет определенности по динамике ключевой ставки (эффект переноса девальвации на инфляцию может оказаться более сильным), а декабрьское повышение ключевой ставки сформировало негативный спред к РЕПО почти по всем рублевым облигациям, такой инструмент позволяет получить стабильный процентный спред, но с риском неблагоприятного изменения процентных ставок в течение 6М.

... но с недостатками

Существенным недостатком является невозможность захеджировать этот риск: поскольку купон вычисляется по значениям RUONIA за предыдущий купонный период. Кардинально улучшить ситуацию позволила бы выплата купона по фактической средней ставке RUONIA за текущий купонный период, тогда 6М ROISfix был бы естественным хеджирующим инструментом. Этот недостаток затрудняет оценку ОФЗ с такой плавающей ставкой и снижает к нему интерес со стороны потенциальных участников (прежде всего, казначейств банков для управления ликвидностью и процентным риском).

Грубая оценка на основе кривой рублевых IRS

Для грубой оценки ОФЗ 24018 мы использовали кривую рублевых IRS (vs. 6М MosPrime) и оценили PV (дисконтированный денежный поток) спреда в 74 б.п. В результате у нас получилась фиксированная доходность YTM 16,35%, исходя из номинальной стоимости. Сейчас 3-летние ОФЗ торгуются с YTM 15-15,5%. Таким образом, 1,5 п.п. выше номинала была бы справедливой оценкой цены ОФЗ 24018, однако за первичное размещение и потенциально низкую ликвидность нужна заметная премия по доходности / дисконт по цене.

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Слабая макростатистика ноября: риски более серьезного падения ВВП в 2015 г.

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Рубль «пришел в чувства»

Валютного коридора больше нет

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Рынок облигаций

Кривая ОФЗ уплощается ниже ставок РЕПО

Не пора ли покупать ОФЗ?

В Ломбардный список могут попасть бумаги даже без рейтинга

Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

Инфляция

Инфляция: все выше и выше

Ликвидность

Ставки МБК: в шатком равновесии

Взлет ставок денежного рынка: кризис доверия и дефицит рублевой ликвидности

Монетарная политика ЦБ

ЦБ экстренно повысил ключевую ставку до 17%

Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

Банковский сектор

Новые послабления для поддержки банков «на плаву»

ЦБ включает антикризисные механизмы

Экстренное удорожание фондирования от ЦБ не должно сильно сказаться на марже банков

Валютное РЕПО с ЦБ с рублевым залогом \neq рублевое РЕПО + FX SWAP

Лишь треть проданной ЦБ валюты осела в банках РФ.



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Башнефть	Новатэк
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско- Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес 119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон (+7 495) 721 9900
Факс (+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться [здесь](#).