



16 ноября 2015 г.

Мировые рынки

Теракт во Франции вызвал бегство в качество и отскок котировок нефти

Террористические акты в Париже в конце прошлой недели вызвали распродажу рискованных активов (индексы американских и европейских акций просели на 1,1-1,2%), что сопровождалось покупкой безрисковых активов (10-летние UST снизились в доходности на 8 б.п. до YTM 2,25%). Укрепление доллара к основным мировым валютам (индекс DXY приблизился к своему историческому максимуму) свидетельствует о том, что такое движение не было локальным. Таким образом, террористические акции усилили "медвежий" настроения, которые присутствовали на рынках еще на прошлой неделе. На ожиданиях эскалации конфликта в Сирии (и в целом усиления напряженности на Ближнем Востоке) котировки нефти сегодня демонстрируют некоторый отскок после существенного падения накануне (ниже 44,5 долл./барр., Brent). Однако не в пользу восстановления нефти выступает опубликованный в пятницу отчет МЭА, который свидетельствует о наличии рекордно высокого объема (2,98 млрд барр.) нефти в хранилищах по всему миру. Суверенные бонды Russia 42, 43 завершили день умеренным снижением цен (на 40-50 б.п.).

Валютный и денежный рынок

В поисках способа оздоровления ВЭБа. См. стр. 2

Опасна ли докапитализация ВЭБа для курса и инфляции? См. стр. 3

Авансы Роснефти покрыли сентябрьский пик выплат по внешнему долгу

По данным отчетности по РСБУ, в 3 кв. у Роснефти увеличились долгосрочные обязательства по авансам, полученным в рамках соглашений долгосрочных поставок нефти и нефтепродуктов, на 997 млрд руб., что эквивалентно 15 млрд долл. (по курсу на конец квартала). По нашему мнению, эти авансы связаны с контрактами китайской CNPC. Эта информация дает ответ на вопрос о достаточно нейтральном для банковской системы прохождении пика выплат по внешнему корпоративному долгу в сентябре: вместо оттока по расчетным счетам и депозитам корпоративных клиентов и банков-нерезидентов произошел приток в размере 9,9 млрд долл. Напомним, что, согласно данным ЦБ, в сентябре банки и компании должны были выплатить по внешнему долгу 16,3 млрд долл. По данным менеджмента, до конца года поступлений авансов от китайской стороны, скорее всего, не произойдет, в связи с чем пик выплат по внешнему долгу в декабре (в объеме 20,8 млрд долл.) окажет заметное влияние на уровень валютной ликвидности локального рынка. Кроме того, следует принимать во внимание и погашение валютного долга банков перед ЦБ (дешевое валютное годовое РЕПО под LIBOR + 50 б.п. уйдет с рынка). Все эти обстоятельства указывают на повышение стоимости валютной ликвидности (=расширение спреда IRS-CCS).

Рынок корпоративных облигаций

РУСАЛ (-/-/-): под давлением низких цен

РУСАЛ опубликовал достаточно слабые финансовые результаты за 3 кв. 2015 г. из-за снижения средней цены реализации на 13% кв./кв. на фоне падения цен (-10% кв./кв.) и премий (-33% кв./кв.) на алюминий на LME. При этом ни рост объемов продаж компании (+6% кв./кв.), ни девальвация рубля (-19% кв./кв.) не нивелировали эффект падения цены на алюминий. Выручка упала на 9% кв./кв. до 2,07 млрд долл., EBITDA - на 26% кв./кв. до 420 млн долл., рентабельность по EBITDA - на 4,7 п.п. кв./кв. до 20,3%. Операционный денежный поток сократился не столь значительно (-7% кв./кв.) как EBITDA за счет меньших инвестиций (-46% кв./кв.) в оборотный капитал. Капвложения повысились на 15% кв./кв. и были профинансированы из операционного потока. По итогам 9М 2015 г. было освоено ~70% инвестбюджета. В 2016 г. компания планирует инвестиции на том же уровне, что и в этом году, в объеме 500-550 млн долл. (по новому проекту Dian Dian запланированы капзатраты 200 млн долл. в 2016-17 гг., которые будут распределены равномерно). Несмотря на падение EBITDA, долговая нагрузка в 3 кв. осталась практически на том же уровне, что и кварталом ранее, 3,35x Чистый долг/EBITDA LTM за счет погашения долга (195 млн долл.) в основном из дивидендов НорНикеля за 2014 г., полученных во 2 кв. Накопленные денежные средства (716 млн долл.) в значительной степени покрывают краткосрочный долг (1 млрд долл.). Дополнительным источником ликвидности выступают дивиденды от НорНикеля: после отчетной даты компания получила дивиденды за 1П 2015 г. в объеме 196 млн долл., также ожидается получение ~211 млн долл. промежуточных дивидендов за 9М 2015 г. в январе (согласно рекомендации Совету директоров НорНикеля от 9 ноября 2015 г.). Выпуски РУСАЛ-7, 8 неликвидны и котируются с УТР 13,6-14,1%. Мы считаем, что эмитент в состоянии исполнить эти долговые обязательства.

В поисках способа оздоровления ВЭБа

"Токсичные" активы составляют 65% портфеля ВЭБа

В конце прошлой недели в СМИ появилась информация о необходимости оздоровления ВЭБа (путем вливания в капитал или выделения "токсичных" активов на баланс отдельного государственного института) в объеме 1,5 трлн руб., что является оценкой объема плохих кредитов, находящихся на его балансе. Для сравнения, по данным МСФО, в 1П 2015 г. объем кредитов за вычетом резервов составлял 2,2 трлн руб., таким образом, получается, что проблемные кредиты составляют 65% портфеля, при капитале - 377 млрд руб. (17% кредитов). По нашему мнению, эти кредиты связаны со стройкой Олимпийских объектов, а также ВЭБ-Лизингом (транспортная отрасль, на которую приходятся основные обязательства по лизингу, сейчас испытывает трудности). Потребность оздоровления ВЭБа обусловлена, по нашему мнению, необходимостью соблюдения нормативов по достаточности капитала, предусмотренными ковенантой по евробондам) и выплатами по внешнему долгу (из 9 млрд долл. до конца года предстоит погасить 2,5 млрд долл.). Кроме того, банку нужна ликвидность для осуществления новых проектов (финансирования инфраструктурных проектов).

Схема по докапитализации через ОФЗ...

Одним из вариантов решения проблем ВЭБа является его докапитализация по уже стандартной схеме через ОФЗ: в пассивах банк получает вливание в капитал 1-го уровня, а в активах - ОФЗ. Соответственно возникший у Минфина дополнительный расход (и бюджетный дефицит) финансируется этими ОФЗ. Сама эта операция нейтральна в отношении рублевой ликвидности. Повышение государственных расходов и дефицита (к уже принятому бюджету 2016 г.) может оказать давление на рейтинги РФ.

... может иметь негативные последствия для валютного и денежного рынков

Негативные последствия для денежного и валютного рынков (рост ставок и ослабление рубля) возникнут в тот момент, когда ВЭБ начнет привлекать рублевую ликвидность (для реализации новых проектов и погашения своих текущих обязательств) посредством РЕПО и/или продажи своих ОФЗ, при этом негативный эффект будет усилен в случае совершения валютных конвертаций. Здесь важно отметить, что ЦБ имеет в среднесрочной перспективе (на горизонте 1-2 лет) достаточно ограниченные возможности по стерилизации избыточной рублевой ликвидности из системы (рублевая задолженность банков перед ЦБ составляет всего 3,7 трлн руб.) без продажи валюты на открытом рынке. Нейтральным для валютного рынка было бы лишь использование ВЭБом полученных ОФЗ в операциях валютного РЕПО с ЦБ по мере погашения своего внешнего валютного долга. Мы не исключаем, что ВЭБ получит господдержку лишь в объеме, необходимом для исполнения своих публичных обязательств (евробонды и кредиты), при этом "токсичные активы" будут тем или иным образом реструктурированы (=списаны в течение более длительного времени для минимизации негативного макроэкономического эффекта).

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

Опасна ли докапитализация ВЭБа для курса и инфляции?

Если будет выбрана схема докапитализации через ОФЗ, то ее механизм будет выглядеть следующим образом. Минфин выпускает и передает на баланс ВЭБа 1,5 трлн руб. ОФЗ, увеличивая на эквивалентную сумму расходы бюджета, а следовательно, дефицит бюджета. По своему эффекту эта операция похожа на передачу Минфином средств ВЭБу (увеличивает дефицит) на покупку собственных ОФЗ (покрывает дефицит), поэтому прирост дефицита бюджета в этом случае финансируется ОФЗ, не создавая дополнительной потребности трат из Резервного фонда (траты в 2015 г. могут составить 2 трлн руб. в 2015 г. и около 2 трлн руб. в 2016 г.). Для ликвидности, валютного и денежного рынка сам факт выпуска ОФЗ таким способом не отличается от размещения госбумаг, только получателем ОФЗ выступает ВЭБ, а не банки. Для бюджета на первом этапе такая операция помимо роста официального уровня дефицита будет означать только увеличение уровня внутреннего госдолга (при текущих 5,5 трлн руб., или около 7% ВВП, до 7 трлн руб., или 8,9% ВВП).

По информации Коммерсанта, недавно принятые параметры бюджета могут быть скорректированы на эту операцию уже в этом году, но будут ли они отражены в 2015 г. или 2016 г. пока неясно. Если решение будет принято в этом году, то дефицит бюджета может возрасти с планируемых Минфином около 2 трлн руб. (2,6% ВВП) до 3,5 трлн руб. (около 4% ВВП), если же в 2016 г. – то с 2,36 трлн руб. (3% ВВП) до 3,9 трлн руб. (4,9% ВВП).

Само по себе зачисление ОФЗ на баланс ВЭБа в моменте не оказывает давление ни на курс, ни на инфляцию. Дальнейшее влияние этой операции будет зависеть от того, когда и каким образом ВЭБ будет использовать полученные ОФЗ. Эмиссионный эффект наступает только тогда, когда ВЭБ будет использовать данные средства как залог для привлечения рефинансирования в ЦБ. По сути, банки, покупающие ОФЗ, и привлекающие под них рефинансирование в ЦБ, также участвуют в эмиссионном процессе, однако нужно понимать, что в случае банков цена эмиссии – в пределах нескольких сотен млрд руб. (что имеет ограниченный эффект на курс и инфляцию), а в рассматриваемом нами случае – масштаб эмиссии может достигать макс. 1,5 трлн руб.

Влияние на курс рубля может возникнуть по двум каналам. Первый источник – когда ВЭБ использует полученные ОФЗ для привлечения рублевых средств в ЦБ и за счет них погашает долг или использует их для финансирования новых проектов. Эффект на рубль может быть значительным, если ВЭБ таким образом будет использовать, скажем, 500 млрд руб. – 1,5 трлн руб. Эффект на инфляцию от эмиссии передается, по нашим оценкам, быстрее, поэтому для инфляции, на наш взгляд, будут заметны объемы даже на уровне от 200 млрд руб. Мы убеждены, что ЦБ осознает такие риски и считает их значительными, поэтому в случае такого сценария сначала будет абсорбировать эмиссионный эффект за счет сокращения лимитов операций рублевого рефинансирования (главным образом РЕПО), а затем путем начала продаж валюты на открытом рынке.

Второй источник влияния на курс – если ВЭБ будет использовать полученные под залог этих новых ОФЗ рубли от ЦБ для конвертации/свопования в валюту – для погашения долга или иных целей. Но, во-первых, объем погашений, предстоящих ВЭБ в ближайшей перспективе, не так велик: весной этого года, со слов В. Дмитриева, сообщалось, что до конца 2015 г. ВЭБу еще необходимо привлечь 2,5 млрд долл. для погашения внешнего долга. По данным ВЭБа, в декабре этого года ему предстоит погасить 800 млн долл. синдицированного кредита (18 дек. 2015 г.), а в феврале 2016 г. – 500 млн швейцарских франков евробондов (17 февр. 2016 г.). Во-вторых, валюту под залог новых ОФЗ ВЭБ может получить и в ЦБ (за счет инструментов валютного рефинансирования), что в случае такого развития событий не будет иметь никакого эффекта на валютный рынок. Не создаст получение валюты от ЦБ и эффекта на инфляцию. Для сценария валютных расходов ВЭБа эффект на инфляцию и курс будет существенным только в случае конвертации на уровне 500 млрд руб. – 1,5 трлн руб. (макс. 20 млрд долл.), да и то, такие средства ВЭБ также может получить от ЦБ.

Хотя в случае необходимости предоставления ЦБ валютного рефинансирования ВЭБу или продаж валюты на открытом рынке (для компенсации рублевой эмиссии) ЦБ придется

16 ноября 2015 г.

расходовать международные резервы (макс. около 20 млрд долл. при текущих резервах в 370 млрд долл. на 1 ноября), мы убеждены, что ЦБ и Минфин осознают масштаб рисков для инфляции и курса и предпримут вышеописанные меры, чтобы их избежать. Тем более, что на данный момент необходимость в предоставлении валюты на все 20 млрд долл. видится нам маловероятной, скорее всего, объемы будут существенно меньше, а значит, и не окажут столь же значительный эффект на резервы. Поэтому если будет такая необходимость, ЦБ предоставит валюту в нужном объеме, но, на наш взгляд, это не будет означать, что ЦБ значительно сократит рефинансирование валюты для банков. Тем более, что в базовом сценарии банкам валюта в следующем году, скорее всего, понадобится уже не в таких объемах, как в 2015 г. (ввиду двукратного сокращения объемов погашения внешнего долга: до 19,3 млрд долл. в 2016 г. против 40,4 млрд долл. в 2015 г.).

В целом подобная новость может создать негативные ожидания как для бюджета, так и для курса рубля и инфляции, даже если Минфин и ЦБ предпримут все необходимые меры для нивелирования эмиссионного эффекта.

Мария Помельникова
maria.pomelnikova@raiffeisen.ru
+7 495 221 9845



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Импорт в октябре: оживления инвестиционного спроса пока нет

Российская экономика: худшее позади?

Промпроизводство в сентябре: машины, станки и курсовая эйфория

Падение экономики месяц к месяцу остановилось, но рост ожидается нескоро

Монетарная политика ЦБ

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

Валютный рынок

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

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

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Рынок облигаций

Участники рынка вяло отреагировали на неожиданное ими решение по ключевой ставке

Короткие позиции в ОФЗ в преддверии заседания ЦБ

Планы по заимствованиям Минфина предполагают изменение тактики размещений

Инфляция

Инфляция в октябре возросла из-за помидоров и огурцов

Надежды рынка на скорое снижение ключевой ставки не поддерживаются фундаментальными факторами

Инфляция в сентябре: эффект ослабления рубля в рамках ожиданий

Ликвидность

Короткие ставки денежного рынка могут остаться повышенными весь ноябрь

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

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

Бюджет и долговая политика

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Бюджет на 2016 г. сдержали в рамках

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

Банковский сектор

ЦБ намерен повысить RW по кросс-валютному РЕПО

Теневой приток капитала создал запас валютной ликвидности

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Башнефть	Новатэк
Газпром	Роснефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	Сбербанк	



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674

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