

Пульс рынка

- ▶ Пессимистическая оценка ФРС состояния американской экономики, а также отсутствие позитивных тенденций в опубликованной вчера порции макростатистики стали катализаторами обвала на финансовых рынках. Индексы акций потеряли порядка 4-6%, при этом рынок UST вновь обновил многолетние минимумы доходностей, в частности, бонды 10Y UST ушли на уровень YTM 1,71% (-10 б.п.), а спред 30Y UST - 10Y UST сузился до 108 б.п. После столь резкого падения, сегодня можно ожидать некоторого технического отскока. Стоит отметить повышение неопределенности относительно дальнейшей динамики рынка, о чем свидетельствует рост индекса VIX. Интерес для инвесторов сегодня представляют выступления членов ФРС США, которые могут пролить свет на детали коммюнике минувшего заседания Комитета по открытым рынкам США.
- ▶ На вчерашней волне бегства в качество сырьевым рынкам не удалось избежать коррекции: нефть Brent подешевела до 105 долл./барр., однако стоит отметить, что сырьевые рынки по-прежнему довольно сдержанно реагируют на обвал акций. Несмотря на довольно скромную коррекцию котировок нефти, суверенные евробонды Russia30, которым ранее удавалось игнорировать внешний негатив, вчера снизились на 4 п.п. до 114% от номинала. Кредитные свопы по долгам развивающихся стран расширились, в частности, CDS на РФ и Бразилию подросли на 35-40 б.п., при этом спред между ними вырос на 13 б.п. до 60 б.п.
- ▶ Негативная динамика рынков капитала, а также ослабление нефти сегодня продолжают оказывать давление на рубль. С утра торги на валютном рынке открылись ростом стоимости корзины на 30 копеек до 37,3 руб. Ставки вдоль кривой валютных свопов подросли в среднем на 10 б.п. На рынке рублевых облигаций наблюдались агрессивные продажи, которые привели к заметной ценовой коррекции особенно в длинных выпусках первого эшелона (в частности котировки ОФЗ 26204, 26206 просели на 25-50 б.п.), что согласуется с рекомендациями в нашем вчерашнем обзоре.
- ▶ Вчера S&P повысило кредитный рейтинг ТМК на одну ступень до "B+", прогноз - "Стабильный". Обоснованием повышения рейтинга стало улучшение основных операционных и финансовых показателей компании (в частности, ликвидности) по итогам 1П 2011 г., которые мы подробно проанализировали в нашем отчете от 05.09.2011 г. Так, долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) снизилась с 3,9x на начало года до 3,3x на конец 1П 2011 г. за счет роста EBITDA на 51% г./г. Ковенанты по кредитным соглашениям с банками ограничивают этот показатель на уровне 4,9x. Краткосрочная задолженность ТМК за 1П 2011 г. сократилась на 23% с 702 млн долл. до 539 млн долл., также была улучшена структура долга по срокам посредством его рефинансирования выпуском LPNs в январе 2011 г. объемом 500 млн долл. сроком на 7 лет. Исторически S&P было более консервативно в оценке кредитного профиля компании по сравнению с Moody's - их рейтинги отличались на одну ступень. Сейчас они находятся на одинаковом уровне, который, на наш взгляд, лучше отражает кредитное качество ТМК. После повышения рейтинг ТМК по шкале S&P сравнялся с Евразом. Исходя из этого, мы полагаем, что с точки зрения кредитного качества, спред ТМК18 - Evraz18, составляющий сейчас около 70 б.п., должен сузиться до минимума. С учетом котировок GDR ТМК, которые находятся на уровне 10 долл., что ниже страйка по конвертируемым облигациям эмитента (17,75 долл.), мы считаем текущее положение выпуска ТМК Conv.15 (YTP7,0%@ февраль 2013 г.) без дисконта к кривой Евраза справедливым, поскольку встроенный колл-опцион находится глубоко вне денег.

Темы выпуска

- ▶ РЕПО с ЦБ входит в привычку?
-

РЕПО с ЦБ входит в привычку?

Несмотря на аукционы Минфина объем РЕПО с ЦБ держится на высоком уровне

Вопреки нашему прогнозу, вот уже неделю объем РЕПО с ЦБ держится на высоком уровне. Главное расхождение наших предположений (см. обзор от 19.09.11) с фактической ситуацией заключалось в том, что мы несколько недооценили масштаб дефицита ликвидности, связанного с более существенным и продолжительным, чем мы прогнозировали, ослаблением рубля. Мы исходили из того, что привлеченные 16 сентября 160 млрд руб. РЕПО с ЦБ предназначались для покрытия временного разрыва ликвидности, вызванного ажиотажем на валютном рынке, а значит, имевшего разовый характер.

Однако в действительности образовавшийся в пятницу недостаток ликвидности оказался невосполним за счет собственных ресурсов банков. Поскольку средства от предоставляемых Минфином депозитов (с 19 сентября), способные компенсировать такую задолженность по РЕПО с ЦБ, могли поступить не раньше вторника (20 сентября), банки были вынуждены пролонгировать привлеченное в пятницу РЕПО с ЦБ, как оказалось впоследствии, на протяжении всей недели. Причем объем самой задолженности нарастал по мере приближения уплаты НДС на 135-145 млрд руб. (20 сентября) и возврата Минфину 40 млрд руб. с депозитов банков (21 сентября).

Несмотря на размещенные Минфином 330 млрд руб. (с поправкой на погашение) объем РЕПО с ЦБ снизился незначительно. Таким образом, отсутствие запаса ликвидности у банков и встречных поступлений от госрасходов под уплату предстоящих крупных налогов говорит о том, что РЕПО с ЦБ в столь же масштабных объемах на следующей неделе не избежать.

ЦБ сменит Минфин в качестве основного поставщика ликвидности

Поскольку чистый отток ликвидности, по нашим оценкам, с 26 по 28 сентября в лучшем случае составит около 300 млрд руб., а в худшем - суммарную величину самих налогов и возврата средств Минфину - всего около 435 млрд руб. (220 млрд руб. на НДС и акцизы, 26 сентября и 190 млрд руб. на налог на прибыль 28 сентября, 25 млрд руб. Минфину, за вычетом погашений ОФЗ-25070), для разрешения сложившейся ситуации платежной системе необходим встречный приток уже не в 350 млрд руб., как мы ожидали ранее, а как минимум 450 млрд руб.

Поскольку Минфин располагает ограниченным объемом свободных средств для предоставления ликвидности банкам через депозитные аукционы, что подтверждается сегодняшним заявлением С. Сторчака о сокращении предложения в рамках депозитных аукционов в ближайшее время, средств в таком объеме на следующей неделе рынку он может и не предоставить. Следовательно, объем РЕПО с ЦБ резко возрастет, что еще больше повысит зависимость системы от инструмента рефинансирования регуляторов. Если проблема осложнится, логично ожидать, что в качестве поставщика ликвидности на первый план выйдет ЦБ, который, к примеру, может возобновить беззалоговое кредитование.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 721 9900

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 банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту 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.