



Мировые рынки

Payrolls ставят крест на повышении ставок ФРС в этом году?

Пятничный отчет по американскому рынку труда оказался неожиданно слабым: значение payrolls оказалось низким не только в сентябре, но и была значительно ухудшена оценка показателя за предшествующий месяц. Число рабочих мест в несельскохозяйственных секторах в сентябре приросло всего на 142 тыс., тогда как консенсус-прогноз предполагал рост на 203 тыс. Показатель за август был ухудшен со 173 тыс. до 136 тыс. Доля работающих или ищущих работу людей в общей численности населения снизилась на 0,2 п.п. до 62,4% (participation rate), за счет чего уровень безработицы остался на уровне 5,1%. Также нулевым оказалось и увеличение почасовых зарплат, тогда как ожидался рост на 0,2% м./м. (годовой темп роста показателя остался на уровне 2,2%). По-видимому, рынок труда наконец ощутил негативный эффект от продолжающегося ухудшения ситуации в обрабатывающих секторах (есть риск, что замедление перерастет в спад), которая обусловлена низким объемом экспорта в связи с сильным долларом и проблемами в глобальной экономике (вызванными главным образом торможением Китая). Этот отчет сильно контрастирует с оценкой американской экономики, данной по итогам последнего заседания FOMC. Неприятный сюрприз на рынке труда оставляет все меньше аргументов ястребам и может заставить FOMC перенести первое повышение ключевой долларовой ставки на следующий год. Отметим, что на рынке фьючерсов также все меньше участников ставят на повышение ставки в этом году (вмененная вероятность события сейчас составляет 31,9% против 45,6% в середине сентября), более того, большинство (>50%) предполагает повышение ставки лишь в марте 2016 г. В такой ситуации плохие payrolls оказались хорошими для финансовых рынков, которые переключились в режим risk-on: американские и европейские индексы прибавили 1,4-2%, доходность 10-летних UST опустилась ниже YTM 2%.

Денежный и валютный рынок

ЦБ не исключает возобновления продаж валюты из резервов. См. стр. 2

Минфин может покупать валюту при 50 долл./барр. и выше

Согласно комментарию М. Орешкина, в будущем Минфин может вернуться к покупкам валюты на открытом рынке для пополнения Резервного фонда при цене на нефть 50 долл./барр. и выше. Отметим, что этот вариант рассматривается в рамках общего обсуждения модификации бюджетного правила на ближайшие годы. Замминистра финансов акцентирует внимание на том, что Минфин теперь планирует вернуться на открытый рынок при гораздо более низкой цене на нефть, чем предполагалось согласно прежнему механизму. Помимо восполнения резервов одной из целей такой инициативы будет "ограничение волатильности реального курса", которая "передается на инфляцию, не способствует качественному прогнозированию и составлению бизнес-планов разными экономическими агентами". Покупка Минфином валюты через ЦБ на открытом рынке предполагает негативный эффект на курс рубля. Однако, как признает М. Орешкин, переход к такому сценарию возможен только, "если все накопления будут обеспечиваться низким дефицитом, заимствованиями на рынке". Пока даже в новых проектировках бюджета эти условия соблюдаются не полностью, и при анонсированной заморозке бюджетного правила на 2016 г. выход Минфина на открытый рынок, это, скорее, вопрос за пределами следующего года.

Банковская система

ЦБ намерен повысить RW по кросс-валютному РЕПО. См. стр. 3

В проекте изменений к Инструкции №139-И (который вступит в силу 1 января 2016 г.) ЦБ предлагает повышение коэффициентов риска (RW) по операциям кредитования под залог ценных бумаг, в случае если есть несовпадение валюты кредита с валютой залога, в рамках общего приведения регулирования со стандартами Базель II. Мы ожидаем нейтральный эффект на ставки валютных свопов (хотя и не исключаем, что может произойти их краткосрочный рост) и умеренно негативное влияние на ОФЗ (спред к кривой валютных свопов может расшириться).

Рынок корпоративных облигаций

Уралкалий (BB/Va1/BB-): все идет по плану

Fitch понизил кредитный рейтинг Уралкалия с BB+ до BB- по результатам увеличения программы второго выкупа акций, которое привело к повышению долговой нагрузки, а также подчеркнуло растущую непредсказуемость действий акционеров. Данное снижение рейтинга было в рамках наших ожиданий. Напомним, что Уралкалий объявил об увеличении программы выкупа акций с 1,3 до 2,1 млрд долл. после неожиданного предъявления к выкупу 12,5% пакета китайским фондом CIC. Мы считаем, что рост долговой нагрузки и ухудшение конъюнктуры на рынке калия могут привести к дальнейшему падению кредитных рейтингов компании. Лучшей альтернативой URKARM 18 являются бонды NORDLI 18, которые имеют большую доходность при том, что кредитное качество Nordgold не хуже, чем у Уралкалия.

ЦБ не исключает возобновления продаж валюты из резервов

На днях в ходе Международного инвестфорума в Сочи К. Юдаева заявила, что "если (суверенные - прим.) фонды будут тратиться слишком быстро ... нам придется продавать резервы, чего нам, конечно же, делать не хотелось бы". Она подчеркнула, что на текущий момент "финансирование дефицита бюджета происходит за счет расходования Резервного фонда" и "ЦБ эту денежную эмиссию зеркалировал не за счет продажи резервов, а за счет снижения собственных кредитных операций". Имеется в виду, что сейчас валютные резервы остаются нетронутыми, поскольку для финансирования дефицита бюджета Минфин реализует валюту из фондов напрямую в ЦБ, тогда как ЦБ симметричных операций по продаже валюты на открытом рынке не осуществляет. При этом поступления рублевой ликвидности в банковскую систему от расходования Резервного фонда изымаются ЦБ за счет сопоставимого снижения суммарного лимита Банка России по всем инструментам рублевого рефинансирования (пока, прежде всего, недельного РЕПО). В действительности за 8М 2015 г. ЦБ сократил объем рублевого рефинансирования примерно на 3,2 трлн руб., тем самым полностью абсорбируя нетто-приток рублевых средств в банковский сектор почти в 3 трлн руб. от основных факторов ликвидности (сальдо по счету расширенного правительства, изменение наличности, интервенции). Из них, по нашим оценкам, 1,15 трлн руб. пришлось на чистые поступления с бюджетных счетов (с учетом депозитных операций Казначейства). Очевидно, что ЦБ планирует продолжение политики изъятия вливаний из бюджета за счет сокращения своего рефинансирования и в будущем, что необходимо для сдерживания роста денежного предложения и недопущения эмиссионного эффекта (риск для инфляции), а также обеспечения рыночных процентных ставок на уровне ключевой.

Мы отмечаем, что избыточное и быстрое расходование Резервного фонда может возникнуть в случае сильного роста дефицита бюджета, то есть от смягчения фискальной политики и серьезного роста госрасходов и/или при неожиданном падении доходов бюджета. В таком случае, поступление бюджетных средств в систему может стать настолько масштабным и быстрым, что ЦБ не сможет эффективно и своевременно нейтрализовать его за счет сокращения лимитов. Гибкость такой политики ограничена сроками основных операций: лимиты РЕПО ЦБ может корректировать на еженедельной основе, лимиты 312-П - на ежемесячной, тогда как бюджетные средства могут поступать ежедневно. Кроме того, нужно понимать, что на текущий момент задолженность банков перед ЦБ составляет около 4 трлн руб., и при активных расходах из суверенных фондов ее сокращение в короткие сроки до минимума может быть неприемлемым вариантом, поскольку ликвидность по системе распределена неравномерно, и это сопряжено с определенными рисками. В этом смысле возобновление ежедневных зеркальных операций по продаже валюты на открытом рынке позволило бы гораздо более оперативно изымать эмитируемые за счет расходов из фондов рубли из банковского сектора и не допустить проинфляционного эффекта и резкого снижения рыночных ставок. Но этот способ крайне нежелателен с точки зрения рисков серьезного сокращения валютных резервов, которые ЦБ и Минфин всеми способами стремятся сохранить. Между тем, К. Юдаева отмечает, что текущие планы по бюджету не должны привести к такому сценарию. Напомним, что за счет мер по фискальной консолидации (оптимизация расходов, сдерживание индексации пенсий и соцвыплат, поиск допдоходов, и т.д.) Минфин планирует сдержать дефицит в 2016 г. в рамках 3% ВВП. Мы считаем, что в таком случае опция продажи валюты из резервов на открытом рынке не понадобится, и ЦБ продолжит изымать поступления от расходов из Резервного фонда за счет сокращения лимитов рублевого рефинансирования.

Мария Помельникова

maria.pomelnikova@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

ЦБ намерен повысить RW по кросс-валютному РЕПО

В проекте изменений к Инструкции №139-И (который вступит в силу 1 января 2016 г.) ЦБ предлагает повышение коэффициентов риска (RW) по операциям кредитования под залог ценных бумаг, в случае если есть несовпадение валюты кредита с валютой залога, в рамках общего приведения регулирования со стандартами Базель II.

ЦБ не понравилось использование рублей для фондирования валютных бондов, что
...

В настоящий момент большой объем рублевой ликвидности привлекается по операциям РЕПО под залог валютных облигаций, что используется как для фондирования открытой валютной позиции, так и для получения дешевого валютного фондирования под евробонды (из-за узкого спреда между ставкой кросс-валютного РЕПО и валютного свопа, прямое получение валюты (доллары под залог долларовых бумаг) оказывается заметно дороже). Поскольку в целом по банковской системе присутствует дефицит капитала, повышение RW может снизить объем таких операций, что уменьшит общий объем рублевой ликвидности, размещаемой в валютный своп, при этом общий спрос на валютную ликвидность не изменится (ее привлекать будут по каналу валютного РЕПО, доллары под залог долларовых бумаг). В результате повышения ставок по валютному свопу, скорее всего, не произойдет, то есть реакция рынка ХССУ на планируемые изменения ЦБ будет нейтральной (в предположении эффективной реакции участников).

... нейтрально для валютных свопов и...

... умеренно негативно для ОФЗ и суверенных бондов

Также есть определенная часть инвесторов, которая для увеличения дохода по своему портфелю евробондов привлекает рубли под их залог (кросс-валютное РЕПО), а затем покупает ОФЗ, таким образом, при умеренном повышении DV01 (и еще более умеренном повышении дюрации) доходность портфеля увеличивается на спред ОФЗ - кросс валютное РЕПО (сейчас это около 100 б.п.). Как следствие, сворачивание операций кросс-валютного РЕПО может привести к сокращению позиций и в ОФЗ.

Одновременно с ужесточением ЦБ готовит и послабления нормативов достаточности капитала

Для некоторых даже крупных банков эти изменения могут оказать заметное давление на достаточность капитала. Так, по данным отчетности МСФО Роснефти, под залог большого объема ее рублевых облигаций привлечено валютное фондирование, при этом банк ФК Открытие имеет такую же большую валютную задолженность перед ЦБ (данные РСБУ). В этой связи неудивительно, что ЦБ РФ сообщил о возможности заметных послаблений в части снижения нормативов достаточности базового и совокупного капитала банков до 4,5% и 8%, соответственно, с 5% и 10% в настоящее время, что позволит компенсировать негативный эффект от повышенных RW (в том числе по требованиям к РФ до 100%, о чем мы уже писали). Согласно оценке ЦБ, общий эффект от их влияния варьируется по разным банкам от 0 до 1,14 п.п., а в целом по системе - 0,4-0,5 п.п.

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

Макростатистика за август: признаков фундаментального улучшения не прослеживается

Реального восстановления в промышленности пока не произошло

Падение ВВП во 2 кв. ускорилось до -4,6% г./г. В 3 кв. ситуация несильно улучшится

Монетарная политика ЦБ

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

Падение цены на нефть может «заморозить» планы по снижению ключевой ставки до 2016 г.

Валютный рынок

Замедление падения импорта пока не привело к негативному эффекту на рубль

ЦБ не ждет избыточного спроса на валюту во 2П 2015 г.

Компании по-прежнему рефинансируют существенную часть внешнего долга, но риски для рубля сохраняются

Рынок облигаций

Отметка YTM 11,5% взята: происходит переоценка ожиданий по ключевой ставке

ОФЗ с оптимизмом восприняли решение ЦБ

Инфляция

Недельная инфляция ускоряется, не оставляя поводов для снижения ключевой ставки

Ускорение инфляции в августе: виной слабый рубль

Ликвидность

Ставки денежного рынка остаются повышенными ввиду роста рублевых ставок по свопам

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

Бюджет и долговая политика

Минфин рассматривает возможность пополнения Резервного фонда при нефти выше 50-60 долл./барр.

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

Расходование средств федерального бюджета идет строго по расписанию

Банковский сектор

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается

Юрица дополнили банковскую систему валютой



#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.