



Мировые рынки

Игра ва-банк или Греция стала на шаг ближе к GREXIT

Предварительный итог референдума в Греции принимать или не принимать требования "тройки кредиторов" показал сильное расхождение с социологическими опросами, проводившимися до голосования: порядка 61% проголосовавших выступили за отказ от требований (против 42-43%, согласно соцопросам), согласившись с призывами правительства страны. Таким образом, референдум показал кредиторам, что проблема связана не с текущим неуступчивым правительством страны, а с тем, что греческое население устало от навязанных мер бюджетной экономии, которые за годы их действия так и не принесли ожидаемого улучшения (экономика на спаде, долг продолжает расти в отношении к ВВП). Греческая проблема стала настолько острой, что, по сути, похожа на игру ва-банк. Теперь мяч находится на стороне кредиторов, которым в кратчайшие сроки (10 июля Греция должна погасить евробонд номиналом 2 млрд евро) необходимо принять принципиальное решение или согласиться на послабления требований и продолжить кредитовать Грецию (даже если у нее нет средств на обслуживание процентов по долгу), или готовиться к выходу Греции из зоны евро. И тот и другой случай создает негативный прецедент: в первом случае другие периферийные страны будут просить предоставление помощи на более выгодных для себя условиях, во втором случае возникает риск распада (эффект домино) еврозоны (бегство капитала в центр еврозоны, прежде всего, в Германию, который придется компенсировать ЕЦБ расширением программы помощи периферии). По умолчанию события будут развиваться именно по последнему сценарию. Между тем, в отсутствие решения финансовая система Греции остается парализованной (по данным СМИ, вклады объемом более 8 тыс. евро могут быть урезаны на 30%), чтобы "разморозить" ситуацию, возможно уже в ближайшее время начнет хождение долговых расписок, так называемых IOU ("я должен вам"), за которым может последовать и запуск собственной валюты. По данным СМИ, внеочередной саммит ЕС по греческому вопросу запланирован на завтра.

Финансовые рынки отреагировали снижением индексов акций (на 1-1,5%), а также повышением спроса на безрисковые активы (доходность 10-летних UST опустилась на 8 б.п. до YTM 2,3%). Длинные (со сроком до погашения более 10 лет) суверенные бонды Греции обесценились до 32-37% от номинала, по-видимому, инвесторы предполагают существенное списание долга. Учитывая падение цен на нефть Brent ниже 59 долл./барр. и общие негативные настроения, сегодня мы ожидаем коррекцию бондов РФ (с утра котировки снижались в пределах 1 п.п.).

Валютный и денежный рынок

Греческие события подталкивают рубль к падению

В начале июля ослабление рубля усилилось. Значительный вклад в падение курса вносила неясность относительно греческого сценария. Между тем, нужно признать, что до последнего времени рынки слабо реагировали на риски дефолта, однако реакция на итоги референдума не заставила себя ждать. Сегодня на утро рубль уже упал на 0,7% до 62,5 руб. по отношению к евро и на 1% до 56,5 руб. против доллара. Ситуация усугубляется одновременным снижением цен на нефть, которые опустились до уровня ниже 60 долл./барр. и в целом сохраняют негативный тренд. Помимо этого, весь июнь ЦБ продолжал покупать валюту на открытом рынке для пополнения международных резервов. И хотя ежедневный объем таких покупок не увеличился (150-200 млн долл. в день), сам факт того, что с середины мая, когда ЦБ начал данные операции, регулятор купил уже не менее 6,8 млрд долл. говорит о том, что по мере продолжения таких покупок накопленный эффект валютных операций ЦБ на курс будет возрастать и станет существенным. Несмотря на то, что ЦБ совсем недавно напомнил о готовности скорректировать объемы своих валютных операций, в том числе и в связи с греческими событиями, покупки валюты ЦБ по-прежнему воспринимаются участниками рынка негативно. Не стоит забывать и о рисках более раннего повышения ставки в США, что ослабит позиции рубля. Наибольшую опасность для курса в краткосрочной перспективе представляют итоги переговоров Греции с "тройкой кредиторов" (Еврокомиссия, МВФ и ЕЦБ), в случае негативного исхода которых наиболее серьезные риски для рубля реализуются уже в ближайшее время. Если при этом динамика нефтяных котировок останется слабой, то в таком сценарии можно рассматривать уровни и выше 60 руб. за доллар.

Рынок ОФЗ

Инфляционные ОФЗ: новый инструмент для избранных? См. стр. 2

В конце прошлой недели Минфин провел презентацию новых ОФЗ, привязанных к инфляции (ОФЗ-ИН). Учитывая низкую текущую доходность выпуска и особенности налогообложения, мы ожидаем низкий рыночный интерес к ОФЗ-ИН, лучшей альтернативой которым в случае размещения по номиналу является ОФЗ 26215. В то же время Минфину, скорее всего, удастся разместить в полном объеме ОФЗ-ИН без существенного дисконта к номиналу, поскольку ГУК ВЭБа располагает избыточной ликвидностью.

Инфляционные ОФЗ: новый инструмент для избранных?

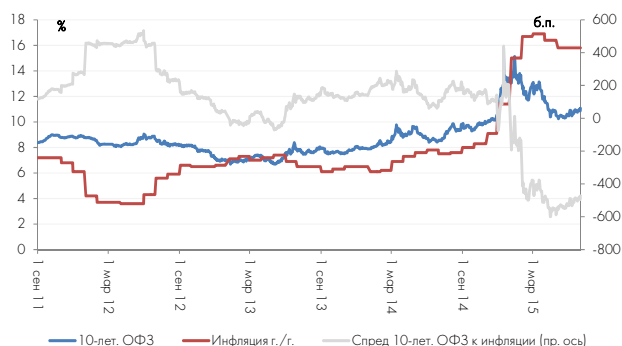
Новые ОФЗ: теперь можно "поиграть" с инфляцией

В конце прошлой недели Минфин провел презентацию новых ОФЗ, привязанных к инфляции (ОФЗ-ИН). Общий объем выпуска составит 150 млрд руб. со сроком обращения 8 лет, время выплаты купонов и погашения будет совпадать с классическими ОФЗ 26215. Первое размещение будет организовано в форме сбора книги заявок (по-видимому, чтобы избежать излишних премий, как это было в случае ОФЗ с купоном RUONIA+, см. наш комментарий от 29 января 2015 г.).

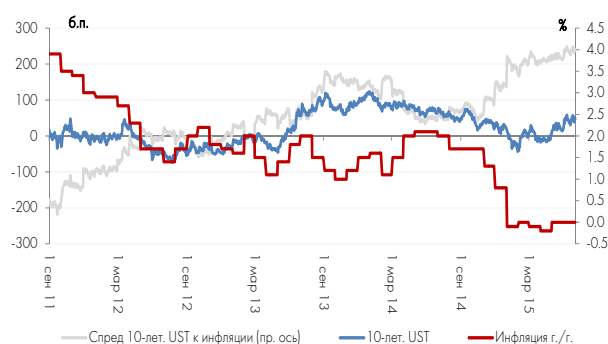
Структура ОФЗ-ИН будет аналогична американским TIPS: на весь срок обращения устанавливается фиксированный купон, который начисляется на размер тела облигации, в свою очередь, тело индексируется в зависимости от фактической (с некоторым лагом, в случае ОФЗ-ИН - 3 месяца) инфляции (по данным Росстата). Фиксированная ставка вместе с ценой бумаги (выше или ниже номинала) определяют реальную доходность, требуемую инвесторами, которая в развитых странах в долгосрочной перспективе следует за ростом реального ВВП (более медленный рост экономики транслируется в более низкие реальные доходности бумаг). Разница между номинальной доходностью UST и реальной доходностью TIPS с одинаковыми сроками до погашения соответствует инфляционным ожиданиям рынка. Например, для 30-летних UST и TIPS она составляет около 2%, то есть инвесторы считают, что ФРС удастся повысить инфляцию с нуля до целевого уровня и удержаться на нем в течение длительного времени.

Минфин по новым 8-летним ОФЗ-ИН ориентирует на фиксированную ставку в размере 2%, что с учетом котировок ОФЗ 26215 на уровне YTM 11,07%, подразумевает ожидаемую инфляцию ~9% в среднем в течение следующих 8 лет (в случае если ОФЗ-ИН будут реализованы по номиналу). Как следствие, тем инвесторам, которые ожидают более низкую инфляцию (<9%), целесообразно покупать классические ОФЗ. Кстати говоря, прогнозы Минфина по инфляции не исключают ее замедление до 5,5% уже к середине следующего года (в этой связи с точки зрения ведомства классические ОФЗ выглядят все еще очень дешево).

Спред 10-летних ОФЗ к инфляции



Спред 10-летних UST к инфляции



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

"Дьявол, как всегда, в деталях"

Есть ряд, на первый взгляд, несущественных деталей, которые, тем не менее, и определяют интерес инвесторов к инфляционным ОФЗ. Основной доход (тело, проиндексированное на инфляцию) выплачивается лишь в момент погашения, а в период обращения выплачивается лишь незначительный доход (по фиксированной ставке от величины тела), как следствие, ключевыми являются инвесторы, которые 1) размещают средства до погашения (при продаже есть большой риск не получить инфляционную составляющую, поскольку цены на вторичном рынке могут существенно отличаться от расчетной стоимости номинала); 2) имеют нулевую или близкую к ней стоимость фондирования (поскольку текущая доходность ОФЗ-ИН есть и, скорее всего, останется заметно ниже ключевой ставки). Такими инвесторами на локальном рынке являются лишь управляющие пенсионными средствами, которым, по нашему мнению, и адресован этот выпуск.

Кроме низкой текущей доходности, негативный момент представляет налогообложение: держателям придется выплачивать налог (15% для юрлиц, в том числе и НПФ, если их доход

превышает ставку рефинансирования ЦБ) на доход от индексации номинальной стоимости, а также, по-видимому, еще и налог на доход от реализации (20% для юрлиц). В этой связи мы ожидаем низкий рыночный интерес к ОФЗ-ИН, лучшей альтернативой которым в случае размещения по номиналу является ОФЗ 26215. Мы бы рекомендовали ОФЗ-ИН к покупке лишь с существенным дисконтом к номиналу (20-30%).

В то же время Минфину, скорее всего, удастся разместить в полном объеме ОФЗ-ИН без существенного дисконта к номиналу. Отметим, что ГУК ВЭБа имеет избыточную ликвидность: так, по состоянию на 31 марта 2015 г. остатки на депозитах и денежные средства составляли 506,5 млрд руб. (365 млрд руб. - депозиты). Новый выпуск ОФЗ-ИН, скорее всего, приведет к стерилизации рублевой ликвидности (по крайней мере, временно, пока деньги не вернутся с бюджетными расходами).

Мы считаем, что инфляционные ОФЗ следовало бы определенным образом адаптировать к российским условиям (учесть специфику локального рынка, состоящей в том, что накопительная пенсионная система еще находится в стадии развития, и большого объема длинных денег на локальном рынке нет), например, привязать к инфляции не тело, а сами купоны.

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 мая: кризис добрался до реального сектора

Падение промпроизводства усиливается

Импорт "не по карману"

Валютный рынок

ЦБ приостанавливает длинное валютное РЕПО

ЦБ выводит из системы избыточную валюту

Валютный рынок: еще одна волна ослабления рубля - новая реальность?

ЦБ с 13 мая начал покупать валюту на открытом рынке в объеме 100-200 млн долл. в день

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Инфляция

Инфляция в мае: сезонный оптимизм

Ликвидность

Казначейство РФ возобновляет о/п аукционы РЕПО с ОФЗ и удваивает лимиты до 100 млрд руб.

Монетарная политика ЦБ

Снижение ключевой ставки ЦБ уже не будет таким резким

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Банковский сектор

Май незаметно унес заметный запас валютной ликвидности

Банки пока не готовы к полному снятию аварийных мер



#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	ФК Открытие	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



#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
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 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.