



Мировые рынки

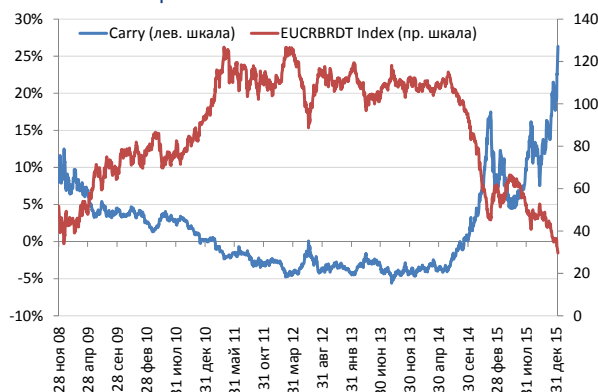
Новый год начался с ярко выраженным медвежьим трендом

Начало года практически во всех категориях рискованных активов наблюдалось сильное движение вниз, при этом лидером падения стал китайский индекс акций (SHCOMP), который обесценился на 15%, американский индекс просел на 6,9%. На этом фоне естественным выглядит снижение доходностей UST (10-летние бонды потеряли 7 б.п. до YTM 2,175%). Такое негативное начало года является следствием ухудшения ожиданий в отношении экономики Китая: согласно как официальным, так и независимым данным, в декабре продолжился спад в обрабатывающих секторах, при этом сектор услуг не позволяет компенсировать ухудшение в промышленном секторе (несмотря на ослабление национальной валюты). По мнению главы ФРБ Атланты Д. Локхарта (голосующий участник FOMC), текущая турбулентность на внешних финансовых рынках не оказывает влияния на реальный сектор американской экономики, как следствие, ужесточение монетарной политики должно быть продолжено (правда, он оговорился, что падение рынков, как это было в августе прошлого года, все-таки внесет определенные коррективы в темп повышения ставки). В результате получается "медвежье" сочетание слабого состояния экономик за пределами США при оттоке капитала с рынков (который обусловлен повышением ключевой долларовой ставки или его ожиданием).

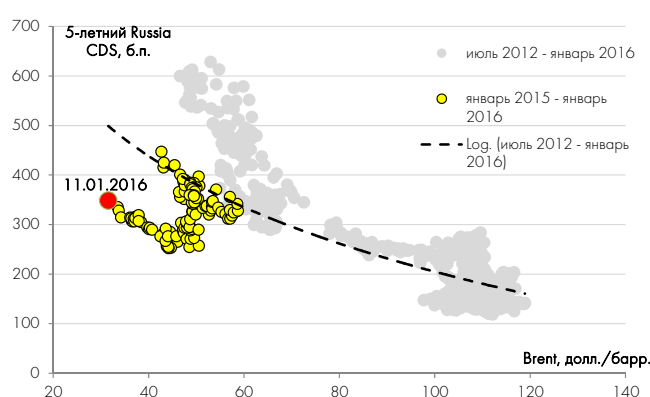
Нефть: дна пока не видно

В отношении российского рынка наибольший риск представляет удешевление нефти, которое приняло устойчивый медвежий тренд (в настоящий момент котировки Brent опустились ниже 31 долл./барр., против 37 долл. в конце 2015 г.). Основной причиной снижения цен остается переизбыток предложения на нефтяном рынке, вызванной демпингом со стороны стран-членов ОПЕК в ответ на резкий рост добычи сланцевой нефти в США. Так, несмотря на переизбыток предложения в 2014 году около 2 млн барр./сутки, в декабре 2015 г. добыча стран-членов ОПЕК выросла на 2,1 млн барр./сутки г./г. (без учета Индонезии). Только Саудовская Аравия увеличила добычу на 750 тыс. барр./сутки. Дополнительное давление на цены оказывают ожидания по укреплению американской валюты. Мы полагаем, что к развороту рынка нефти может привести падение добычи вне ОПЕК (главным образом, в США), но пока производителям с высокой себестоимостью добычи удается избегать сокращения показателей за счет оптимизации текущего фонда скважин и хеджирования добычи. Однако в настоящий момент основным фактором, влияющим на ценообразование нефти является переизбыток коммерческих запасов в хранилищах (как на суше, так и в танкерах). Косвенно на это указывает рекордно высокое контанго (разница между фьючерсными/форвардными и спотовыми ценами на нефть), которое составляет более 20% годовых (в долларах). Кроме того, ставки по фрахту наливных супертанкеров также не далеки от своих максимумов. Отсутствие свободных хранилищ не позволяет покупать нефть на споте даже тем участникам, которые сейчас считают нефть дешевой. Этот избыток нефти может спровоцировать дальнейшее снижение котировок (некоторые участники называют уровень 20 долл./барр.). В этой связи потенциал для коррекции российских суверенных бумаг еще не исчерпан (CDS на РФ не соответствуют ценам на нефть: потенциал для расширения спреда мы оцениваем 100 б.п.).

Избыток нефти обуславливает высокое контанго нефти



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка



Валютный и денежный рынок

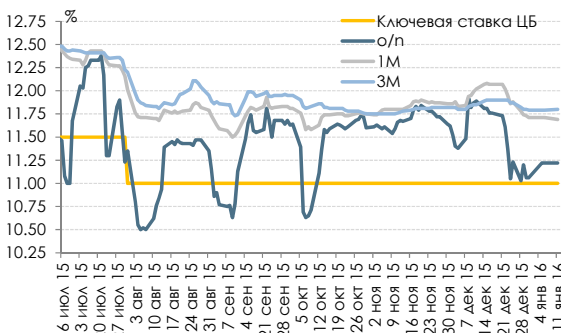
Ставки денежного рынка: приток бюджетных средств - не панацея. Стр. 2.

Ставки денежного рынка: приток бюджетных средств - не панацея

Ставки денежного рынка, как мы и предполагали, находились на повышенном уровне большую часть декабря 2015 г. и серьезно снизились только в последние дни года не без поддержки ЦБ и Казначейства РФ (см. Рис 1-2). Наш прогноз о том, что приток средств из бюджета в декабре 2015 г. окажется сильно ниже, чем в предыдущие годы, полностью подтвердился. Подробнее см. обзор "Денежный рынок: декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?". Более того, фактически, в декабре 2015 г. пришло несколько меньше бюджетных средств, чем было заложено в наших достаточно пессимистичных оценках. Так, за весь декабрь 2015 г. бюджетные вливания в банковский сектор в итоге составили порядка 1,5 трлн руб. (1,7 трлн руб. - наша изначальная оценка), в частности с 25-31 декабря 2015 г. поступило около 600 млрд руб. (750 млрд руб. - наша изначальная оценка). Отток, связанный с ростом наличности в обращении, практически совпал с нашими предположениями - около -765 млрд руб. Также, банки ожидаемо погасили почти всю задолженность перед Казначейством РФ (почти 1 трлн руб. по состоянию на 1 декабря 2015 г.), поскольку ведомству необходимо было вернуть эти средства на казначейские счета для финансирования крупных бюджетных расходов в этом месяце.

Исходя из данных параметров рублевой ликвидности, мы совершенно оправданно опасались, что возросшие с самого начала декабря 2015 г. короткие ставки МБК могли повыситься к концу месяца еще сильнее. Уже в середине декабря 2015 г. стало понятно, что несмотря на ощутимо крупный приток средств из бюджета проблема неравномерности распределения рублевой ликвидности по банковской системе только усугубляется из-за недостаточности свободных лимитов МБК у менее крупных банков (за пределами ТОП-30). Фактически, спрос на РЕПО с ЦБ и средства Казначейства РФ по-прежнему значительно превышал предложение.

Рис. 1. Динамика Mosprime



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

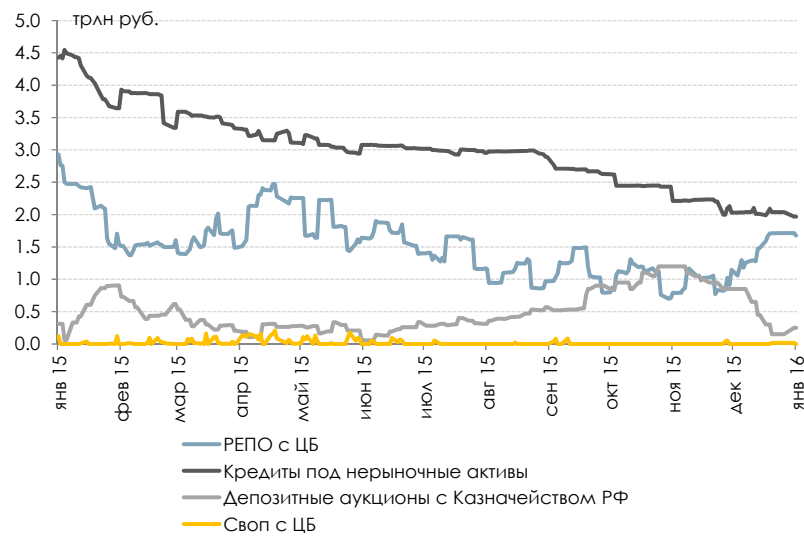
Рис. 2. Спред RUONIA к ключевой ставке



Мы считаем, что осложнения с циркуляцией ликвидности продолжат обостряться и в последующие месяцы несмотря на ожидаемое нами дальнейшее нарастание бюджетного притока в систему и связанного с этим перехода от структурного дефицита рублевой ликвидности к ее профициту.

В целом, по нашим оценкам, в декабре 2015 г. вместо привычного большого притока ликвидности, нетто-поступления по итогам месяца составили символические 60 млрд руб. Таким образом, избежать нового роста ставок и даже выйти на их снижение в последние дни декабря 2015 г. удалось только благодаря своевременной реакции ЦБ и Казначейства РФ, которые хотя и временно, но оперативно приняли меры по смягчению ситуации с рублевой ликвидностью. ЦБ вопреки ожиданиям в декабре 2015 г. расширил лимиты недельного РЕПО: на 910 млрд руб. до 1,46 трлн руб. Казначейство РФ, в свою очередь, максимально оттягивало период погашения задолженности банков по депозитным аукционам (около 1 трлн руб.), пролонгируя большую ее часть за счет новых аукционов до самого конца месяца и предоставляя дополнительные лимиты своего о/п РЕПО для компенсации таких погашений (см. Рис. 3).

Рис. 3. Динамика рублевой задолженности банков перед ЦБ и Казначейством РФ



Источник: ЦБ, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

Помимо этого, из 1 трлн руб. предстоящих к возвращению в декабре депозитов Казначейства РФ, ведомство смогло пролонгировать 250 млрд руб. до января 2016 г., снизив нагрузку на банки. В совокупности это существенно ослабило давления на ставки. Нужно учитывать, что сильный дополнительный спрос на рублевые средства в декабре 2015 г., судя про всему, создала подготовка банков к изменению с 1 января 2016 г. нормативов ликвидности, что заставило их запастись рублевыми средствами впрок сверх привычной потребности. В результате, 31 декабря 2015 г. на корсчетах и депозитах в ЦБ скопились внушительные 2,3 трлн руб. Неудивительно, что на этом фоне короткие ставки МБК опустились к уровню ключевой ставки ЦБ (11%).

В январе основное положительное влияние на ликвидность и ставки должно оказать постепенное возвращение наличности в систему. Мы ожидаем, что в этом месяце в банковский сектор по данному каналу поступит около 700 млрд руб. Впрочем, несмотря на это январь нельзя назвать благоприятным месяцем для ставок. В целом, январь обычно характеризуется нетто-оттоком ликвидности. Приток бюджетных расходов, который в последнее время благодаря расходованию Резервного фонда стал крупным уже в самом начале года, будет нивелироваться за счет встречного оттока средств из-за уплаты налогов (начинаются с 15 января). Между тем, привычного "бюджетного навеса", переходящего из декабря в январь, больше нет. Кроме того, отличительной чертой этого года будет введение новых нормативов ликвидности, которые создают потребность в поддержании банками дополнительного буфера рублевой ликвидности. Много будет зависеть и от того, насколько интенсивно ЦБ будет снижать лимиты рублевого рефинансирования для абсорбирования излишков (сегодня на утро задолженность банков перед ЦБ составляет около 3,6 трлн руб.).

На этом фоне ситуация с рублевыми ставками в январе 2016 г. может быть довольно неустойчивой с тенденцией к росту к концу месяца. Какое-либо улучшение динамики ставок с точки зрения влияния фундаментальных факторов ожидается с февраля. Но рисками для этого сценария с одной стороны является нестабильная ситуация на валютном рынке (в частности, вероятность дальнейшего падения цен на нефть), с другой стороны - неоднородность перераспределения бюджетного притока по системе. Для крупных банков ситуация с рублевыми средствами станет более комфортной, а для банков за пределами ТОП-30 давление на ставки, напротив, может усилиться.

Мария Помельникова

maria.pomelnikova@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845



#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	



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.

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 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупаева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

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
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
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.