



Cbonds: Проголосуйте за нас здесь

21 октября 2016 г.

Мировые рынки

М. Драги пообещал дешевую ликвидность

Основным событием вчерашнего дня стало заседание ЕЦБ, по итогам которого М. Драги заявил о сохранении ставок (по кредитам и депозитам) на текущем уровне или ниже в течение длительного времени, при этом программа QE может быть продлена на период после марта 2017 г. Ситуация, при которой ФРС готовится к повышению ключевой ставки в декабре (с вероятностью 67%, исходя из фьючерсов), а ЕЦБ предпочитает придерживаться ультра-мягкой монетарной политики, естественным образом приводит к ослаблению евро к доллару, вчера курс опустился до 7-месячного минимума <1,09 долл. Отсутствие новой информации по поводу ограничения предложения нефти странами-производителями привело к небольшой коррекции цен на нефть (на 1 долл. до 51,65 долл./барр., Brent). Российские евробонды продолжили позитивную динамику: выпуски Russia 42, 43 подорожали на 1,5 п.п. Вчера в маркетинге появился выпуск МКБ. Напомним, что недавно ФК Банк Открытие разместила бонды. Возможно, банки запасаются валютной ликвидностью, если произойдет ее отток при "автоприватизации" Роснефти.

Валютный и денежный рынок

Минфин "страхуется" Резервным фондом

По информации в СМИ, Минфин считает, что есть риск не получить доходы от приватизации Роснефти и Башнефти в текущем году - средства могут поступить в распоряжение бюджета лишь в начале следующего года. Выпадающие доходы (700 млрд руб. от Роснефти) и источники финансирования дефицита (330 млрд руб. от Башнефти) Минфин предлагает временно покрыть с помощью увеличения трат Резервного фонда на 1 трлн руб. (до 3,1 трлн руб. в 2016 г.). Если предложение Минфина будет утверждено, то в этом году дефицит бюджета технически увеличится на 700 млрд руб. (до 3,7 млрд руб., 4,5% ВВП).

Интересно, что средства от продажи Башнефти уже поступили в Минфин (согласно данным СМИ, со ссылкой на Счетную палату), поэтому неясно, зачем предлагается увеличить траты Резервного фонда на величину, превышающую ожидаемые доходы от приватизации Роснефти (700 млрд руб.). Отметим, что у самой Роснефти существует возможность выкупа приватизируемой доли с помощью собственных средств в случае "автоприватизации", однако большая часть этих средств, по нашим оценкам, находится в валюте. Получение рублей (посредством свопа или кредита) оказало бы существенное влияние на локальный денежный рынок в отсутствие большого встречного притока бюджетных расходов в банковскую систему. При этом значительный приток ожидается лишь в последние дни года. Поэтому реалистичным выглядит сценарий, при котором сделка пройдет в последний рабочий день 2016 г., когда банки с бюджетными расходами получают необходимые рублевые средства, которые могут быть предоставлены Роснефти по валютному свопу/кредиту. При этом технически средства "автоприватизации", скорее всего, придут в Минфин только в январе, и чтобы был закрыт этот бумажный разрыв, по-видимому, и требуются средства Резервного фонда. С точки зрения рублевой ликвидности сценарий дополнительных трат Резервного фонда позволит смягчить негативный эффект от "автоприватизации" Роснефти, однако из-за этого традиционного избытка рублевой ликвидности в начале года не будет (весь декабрьский приток средств в первые рабочие дни января уйдет обратно в бюджет).

Отметим, что открытым остается вопрос об использовании дополнительных 300 млрд руб. из Резервного фонда (есть риск, что они могут быть потрачены на финансирование дефицита бюджета 2016 г. вместо предполагаемого увеличения госзаимствований).

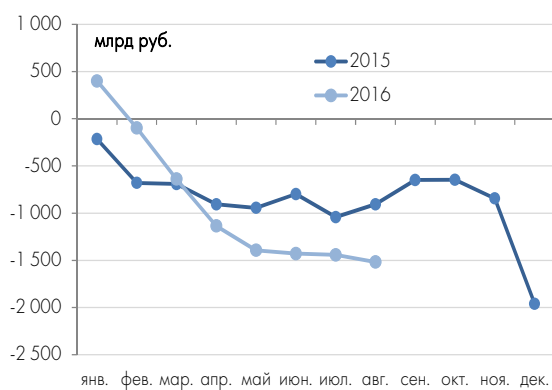
Большая особенность на денежном рынке мешает структурному профициту. См. стр. 2

Большая особенность на денежном рынке мешает структурному профициту

Устойчивый бюджетный дефицит меняет состояние денежного рынка...

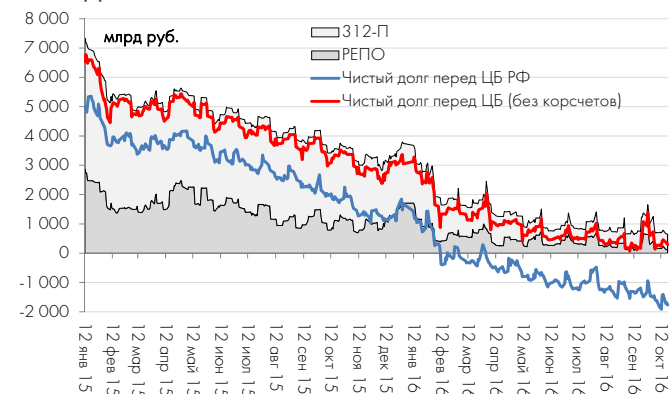
Существенное падение цен на нефть (со 100 долл. в 1П 2014 г. в район 50 долл. за барр., Brent) кардинально изменило бюджетную реальность - бюджет перешел в состояние устойчивого дефицита и оказался не таким гибким как платежный баланс. Бюджетный дефицит транслировался в приток рублевой ликвидности в банковскую систему (превышение расходов бюджета над доходами увеличивает объем дешевых остатков на счетах банков), следствием которого стало снижение структурного дефицита банковской системы (задолженность перед ЦБ РФ сократилась с >7 трлн руб. в начале 2015 г. до 637 млрд руб.). По состоянию на 1 октября 2016 г. объем размещения банков на депозите ЦБ РФ составил 344 млрд руб., то есть чистый долг перед ЦБ остается все еще положительным, однако если бы не повышение отчислений ФОР, банковская система уже к началу лета перешла бы в состояние структурного профицита (то есть депозиты в ЦБ были бы выше долга перед ЦБ).

Дефицит федерального бюджета



Источник: Минфин, ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

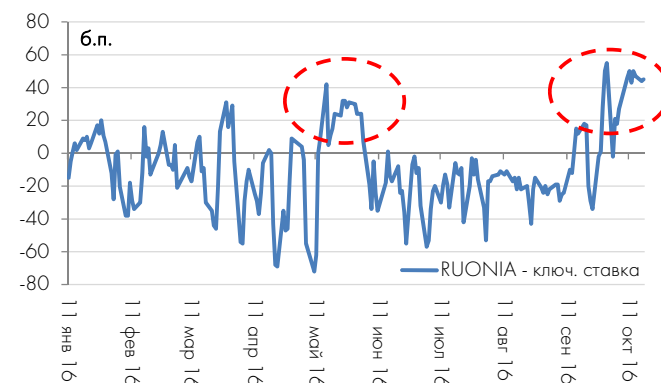
Система уходит из структурного дефицита ликвидности



... однако заметного улучшения ситуации на денежном рынке не происходит

Тем не менее, несмотря на такую в целом позитивную макрокартину, на денежном рынке часто возникает дефицит ликвидности, о чем свидетельствует спред RUONIA над ключевой ставкой (>20 б.п. в среднем с середины сентября). Хотя в состоянии, близком к структурному профициту, RUONIA должна бы находиться ниже ключевой ставки почти всегда. Помимо разовых событий (например, недавнее перечисление средств в бюджет за Башнефть) и неравномерного распределения бюджетных расходов по банковской системе необычное состояние денежного рынка, как показывает наш анализ отчетностей РСБУ, приведенный ниже, связано со специфичной ситуацией, сложившейся в некоторых крупных банках.

Дефицит ликвидности, несмотря на приближение структурного профицита

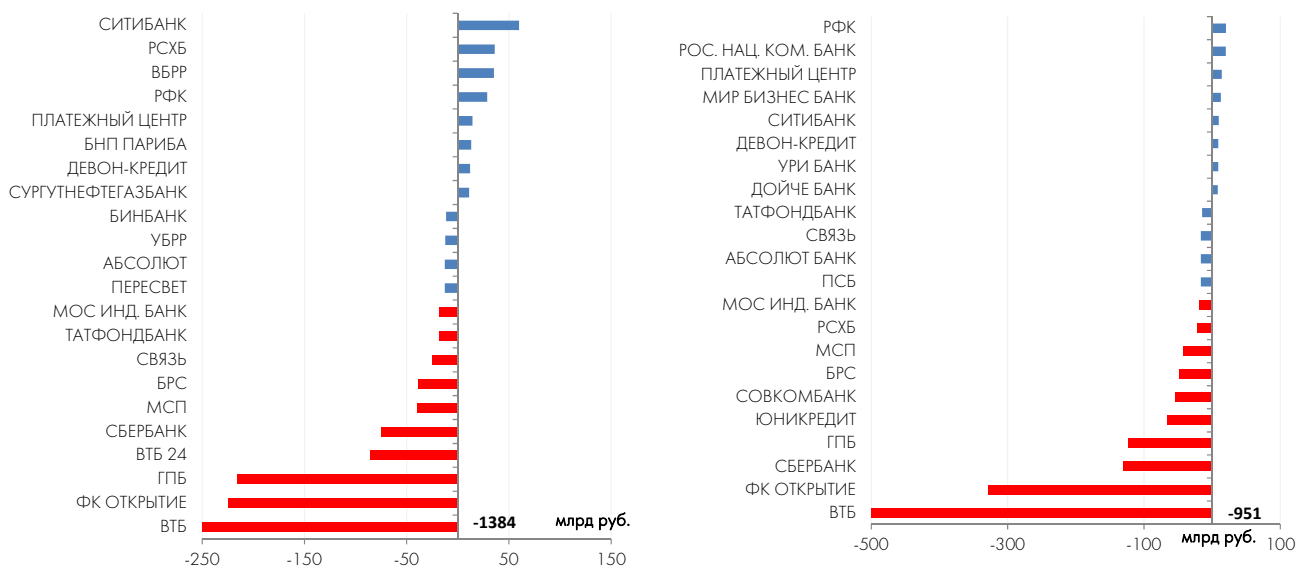


Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

**Индикатор
ликвидности,
рассчитанный по
каждому банку...**

Для того, чтобы оценить, насколько фрагментирован денежный рынок (насколько неоднородно рублевая ликвидность распределена по банковской системе), для каждого банка на основе РСБУ мы рассчитали значение индикатора ликвидности как разницу между средствами, размещенными на депозите в ЦБ и привлеченными у ЦБ РФ (без учета суборда Сбербанка) и Минфина. В сумме по всем банкам этот показатель составил 1,87 трлн руб. на 1 октября 2016 г., почти не изменившись в сравнении с 1 июня 2016 г. (1,81 трлн руб.), что не выглядит странным, учитывая, прежде всего, произошедшее повышение отчислений в ФОР, а также весьма скромный дефицит бюджета за указанный период. На диаграммах ниже представлены банки, имеющие самые высокие и самые низкие значения этого показателя (для наглядности показаны 14 и 8 банков, соответственно).

**Чистый объем средств, размещенных банками в ЦБ/Минфине (размещение минус привлечение)
На 1 октября 2016 г. На 1 июня 2016 г.**

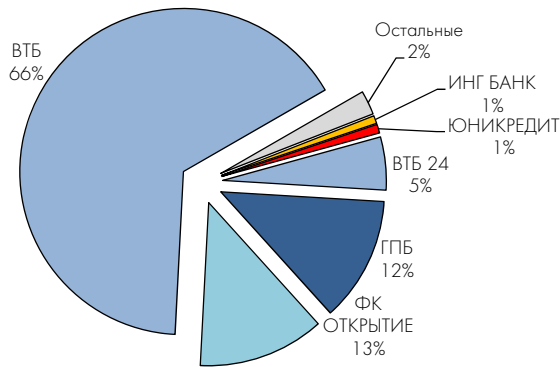


Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

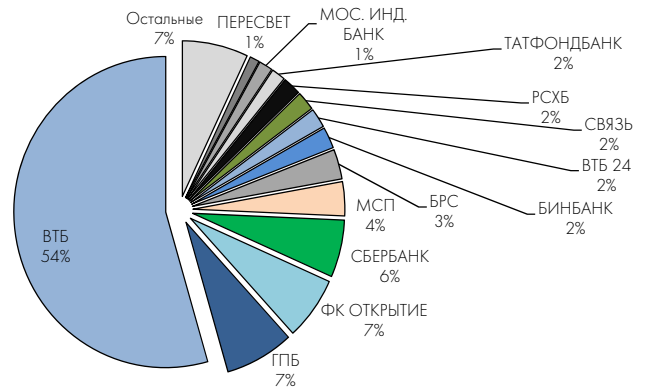
**... позволяет выявить
неоднородность,
нивелирующую
позитивный эффект
приближения
структурного
профицита**

Как видно, основной долг перед государством в лице Минфина и ЦБ РФ формируется Группой ВТБ: на 1 октября 2016 г. значение индикатора ликвидности по ней составило -1,47 трлн руб. против -951 млрд руб. на 1 июня 2016 г., то есть для ВТБ ситуация с ликвидностью за указанный период даже ухудшилась, в то время как подавляющее число остальных банков, напротив, ощутили приток рублевой ликвидности. Также об общем улучшении ситуации с ликвидностью свидетельствует 1) снижение числа банков, имеющих отрицательное значение индикатора с 93 до 72; 2) увеличение числа банков, имеющих положительное значение индикатора (то есть по факту уже находящихся в состоянии структурного профицита) со 178 до 232. Таким образом, основной причиной повышенных ставок на денежном рынке, скорее всего, является специфичная ситуация, сложившаяся в Группе ВТБ (таким образом могут фондироваться как валютные кредиты, "wrong way", так и проблемные кредиты), которая формирует основную задолженность банковского сектора перед ЦБ (704 млрд руб. из 1,25 трлн руб.) и Минфином (753 млрд руб. из 1,14 трлн руб.). Столь существенный дефицит рублевой ликвидности у одного крупного банка не позволяет ставкам денежного рынка опуститься ниже ключевой и, по-видимому, потребует длительное время прежде, чем ситуация нормализуется.

Структура депозитов от Минфина



Структура руб. 312-П и РЕПО с ЦБ

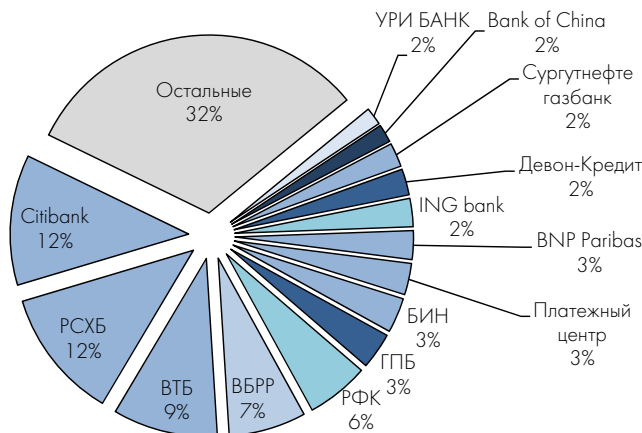


Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка, на 1 окт. 2016 г.

Спрос на депозиты ЦБ формируют в основном региональные банки и дочки иностранных банков

Принимая во внимание тот факт, что у некоторых даже крупных госбанков присутствует дефицит рублевой ликвидности, возникает вопрос - кто же те банки, которые формируют основной спрос на депозиты ЦБ РФ? Исходя из данных РСБУ, из общего объема средств (506 млрд руб.), размещенных на депозите в ЦБ РФ, 150 млрд руб. приходится на малые и средние банки (в основном региональные), которые размещают до 4 млрд руб. Остальную часть образуют иностранные банки (Citibank, ING Bank, BNP Paribas, Bank of China), которые размещают рубли, привлеченные дешево по валютному сполу (следствие размещения долларовой ликвидности на локальном рынке), а также локальные ВБРР (на 84,7% принадлежит Роснефти), Сургутнефтегазбанк (на 97,8% принадлежит Сургутнефтегазу), которые, видимо, располагают дешевыми пассивами от своих акционеров. Интересно отметить, что есть банки (к их числу относятся ВТБ, ГПБ), которые одновременно и привлекают краткосрочные средства у ЦБ/Минфина и размещают на краткосрочные депозиты в ЦБ, что может быть связано как с выполнением нормативов ликвидности, так и с зеркальным размещением некоторых специальных/VIP депозитов.

Структура депозитов, размещаемых в ЦБ РФ



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка, на 1 окт. 2016 г.

БО ВТБ могут решить проблему лимитов

Таким образом, в системе присутствует очень много небольших банков со структурным профицитом ликвидности (эта ликвидность, скорее всего, приходит из региональных бюджетов), которая по каким-то причинам не размещается в ВТБ, испытывающего высокую потребность в ликвидности. Возможно, эти банки уже полностью заполнили свой лимит на ВТБ. В этой связи выглядит логичным намерение ВТБ запустить программу 1-дневных БО (по 25-100 млрд руб. в день, из программы 5 трлн руб.), которая за счет лимита на покупку ценных бумаг позволит ВТБ больше средств привлекать у малых и средних региональных банков.

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 августа: неустойчивые признаки оживления спроса

Рост промышленности оживился в августе, но до +1% к концу года не дотягивает

Падение ВВП в июле не показало признаков ускорения

Рынок облигаций

"Ястребиный" тон ЦБ был негативно воспринят рынком госбумаг

ВТБ придумал экзотический способ для привлечения коротких рублей

Инверсия кривой вновь возросла

Банковский сектор

Высокая рублевая ставка пока позволяет удерживать низкий спрос на иностранные активы

Из-за скорого исчерпания Резервного фонда Минфин смотрит на ФНБ

Нулевое сальдо текущего счета компенсируется за счет валютных активов банков

BAII-IN: золотая середина между двумя крайностями

Инфляция

Инфляция на нуле, в тренде на снижение к 6%+ до конца года

Инфляция в августе "нырнула" ниже 7%

Монетарная политика ЦБ

Банк России снизил ключевую ставку до уровня в 10,0%, но ужесточил риторику

Ликвидность

Рост профицита ликвидности беспокоит ЦБ

После депозитного аукциона ЦБ в системе осталась избыточная ликвидность

Валютный рынок

Повышение ФОР по валюте начинает сказываться на рынке

Платежный баланс: ввоз капитала компенсирует отрицательное сальдо счета текущих операций

Рубль слабо реагирует на восстановление нефти. Оправдано повышение рублевой цены на нефть

Бюджетная политика

Дефицит бюджета практически перестал расти, но это временное явление



#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	Тинькофф 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
Станислав Мурашов		(+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.