



24 февраля 2015 г.

Мировые рынки

В попытке предотвратить GREXIT

Одной из основных неопределенностей на глобальных рынках по-прежнему остается греческий вопрос. На прошлой неделе официальный представитель Минфина Германии заявил, что его ведомство выступает за отклонение заявки Греции о продлении действующей программы финансовой помощи стране, т.к. она "не представила содержательного решения". Отметим, что новое правительство Греции намерено списать значительную часть долгов граждан и компаний, оказавшихся в сложном финансовом положении. В то же время Германия не готова к какому-либо списанию греческого долга и не исключает выход Греции из валютного блока в случае, если соглашение по греческому долгу и продлению программы финансовой помощи стране не будет достигнуто. Сегодня Еврогруппа обсудит предложенный Афинами план реформ (который, по мнению Греции, в конечном итоге позволит отказаться от мер бюджетной экономии и повысить социальные расходы), после чего примет решение о продлении кредитной линии еще на 4 месяца. Пока финансовые рынки не верят в GREXIT.

Решение Moody's вывело РФ из инвестиционной категории. См. стр. 2

В пятницу агентство Moody's понизило суверенный рейтинг РФ на 1 ступень до Ba1, сохранив негативный прогноз. Российский рынок евробондов отреагировал умеренным снижением цен: выпуск Russia 42 (YTM 6,9%) подешевел на 2,5 п.п., при этом премия к бразильским госбумагам увеличилась на 30 б.п. до 130 б.п., что, скорее всего, обусловлено в большей степени негативной динамикой цен на нефть (котировки Brent ушли ниже 60 долл./барр.). Отметим, что бонды РФ и так торгуются на уровне облигаций Египта (B-/Caa1/B), т.е. премия за санкции сильно перевешивает разницу в рейтингах.

Валютный и денежный рынок

Банки нарастили валютную задолженность перед ЦБ. По-прежнему ожидаем умеренное сужение базиса (на сроках >1 года) до уровня стоимости валюты по инструментам ЦБ (LIBOR +50 б.п. = 117 б.п.).

На аукционах ЦБ по размещению валютной ликвидности в конце прошлой недели банки привлекли ~10,9 млрд долл., при этом 5,5 млрд долл. пришлось на годовое РЕПО, 2 млрд долл. - на 1М РЕПО и 3,4 млрд долл. - на валютное "312-П" (ранее задолженность по этому инструменту составляла всего 1,5 млрд долл.). Отметим, что эти средства поступят в банки только завтра, когда им нужно погасить ~8,3 млрд долл. (по РЕПО и 312-П со сроком до 28 дней). Таким образом, большая часть ликвидности была привлечена для рефинансирования существующей задолженности перед ЦБ. Интерес представляют два факта: 1) общая задолженность перед государством увеличилась на 2,7 млрд долл. (до 30,4 млрд долл.), в то время как дефицита ликвидности в системе нет - напротив, сохраняется некоторый избыток; 2) банки отдали предпочтение годовому инструменту (который имеет высокий риск срабатывания margin-calls в случае, если в качестве залога используются рублевые облигации). Возможно, что через банки средства в конечном итоге поступают крупным экспортерам (на финансирование инвестиционных проектов и/или аккумулируются для предстоящего погашения внешнего долга), что позволяет им в большем объеме конвертировать валютную выручку; это оказывает поддержку рублю и способствует сужению базиса на длинных сроках. Кстати говоря, весьма умеренная реакция рубля на снижение суверенного рейтинга, возможно, обусловлена как раз этим фактором. Отметим, что с начала февраля базис (=IRS - XCCY) сузился на 30-50 б.п. до 182 б.п. и до 255 б.п., соответственно, по 1- и 3-летним свопам.

Денежный рынок остается в равновесии. См. стр. 2

Рынок ОФЗ

Решение Moody's не является формальной причиной для распродажи

По информации из пресс-релиза Минфина, "для участников внутреннего долгового рынка, который рассматривается нами на текущем этапе как единственный источник заемных ресурсов, уровень рейтинга эмитента в иностранной валюте имеет меньшее значение. Рейтинги от двух других рейтинговых агентств (S&P и Fitch) по обязательствам Российской Федерации в национальной валюте по-прежнему находятся на инвестиционном уровне «BBB-». Поэтому существенного снижения доли нерезидентов в структуре держателей ОФЗ, равно как и изменения стоимости суверенных заимствований на локальном рынке мы не ожидаем." Если так, то формального повода для массового выхода нерезидентов из госбумаг по-прежнему нет. На небольших оборотах сегодня цены ОФЗ заметно просели: длинные ОФЗ 26207 потеряли 3 п.п., доходность выросла на 60 б.п. до YTM 12,5%. Мы по-прежнему считаем, что ОФЗ с фиксированной ставкой выглядят дорого (в сравнении с инфляционными рисками и ключевой ставкой) и рекомендуем занимать короткие позиции в длинных выпусках и длинные в коротких (с DV01 > 0).

Решение Moody's вывело РФ из инвестиционной категории

В пятницу агентство Moody's понизило суверенный рейтинг РФ на 1 ступень до Ba1, сохранив негативный прогноз. В пресс-релизе были приведены следующие аргументы: 1) продолжающийся кризис на Украине, недавнее снижение цен на нефть и шоки на валютном рынке продолжают оказывать негативное влияние на экономику РФ (ВВП снизится на 8,5% за 2 года, а инфляция превысит 22% в текущем году); 2) состояние государственных финансов ухудшится значительно в результате сокращения ЗВР (по оценкам агентства, еще на 50% по сравнению с 388 млрд долл. на конец 2014 г.) из-за сохраняющегося оттока капитала (агентство прогнозирует 272 млрд долл. против 151 млрд долл. в 2014 г.) и закрытых для российских заемщиков международных рынков; 3) присутствует риск, хотя и очень низкий, того, что международный ответ на конфликт на Украине (возможно, имеется в виду участие международной коалиционной силы) станет основанием для Правительства РФ для невыплат по своему внешнему долгу. Дальнейшее снижение рейтинга может произойти в случае ухудшения экономической и политической ситуации в связи с развитием конфликта на Украине и возобновлением снижения цен на нефть.

Минфин РФ опубликовал официальный пресс-релиз со своими комментариями к рейтинговому действию: "Принятое решение не учитывает целый ряд объективных показателей, характеризующих сильные стороны российской экономики и ее финансовой системы... Не обоснованным представляется вывод Агентства об одновременном существенном снижении объема суверенных фондов и росте уровня государственного долга до 20% ВВП." Также не учитываются низкий объем госдолга в сравнении с ЗВР и профицит счета текущих операций.

Таким образом, по мнению S&P (первым снизило рейтинг РФ ниже инвестиционной категории) и Moody's, по вероятности дефолта по своему внешнему долгу РФ находится на одном уровне с такими странами как Венгрия, Португалия, Коста-Рика и Хорватия. Российский рынок евробондов отреагировал умеренным снижением цен: выпуск Russia 42 (YTM 6,9%) подешевел на 2,5 п.п., при этом премия к бразильским госбумагам увеличилась на 30 б.п. до 130 б.п., что, скорее всего, обусловлено в большей степени негативной динамикой цен на нефть (котировки Brent ушли ниже 60 долл./барр.). Отметим, что бонды РФ и так торгуются на уровне облигаций Египта (B-/Caa1/B), то есть премия за санкции сильно перевешивает разницу в рейтингах (большая часть инвесторов, ориентирующихся на рейтинг, уже вышла из РФ). Как следствие, негативная реакция бондов российских эмитентов на действие Moody's будет сдержанной. Более важно развитие ситуации на Украине (сегодня состоится встреча глав МИД "нормандской четверки" для обсуждения соблюдения минских договоренностей).

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Денежный рынок остается в равновесии

Короткие ставки МБК остаются ~15%...

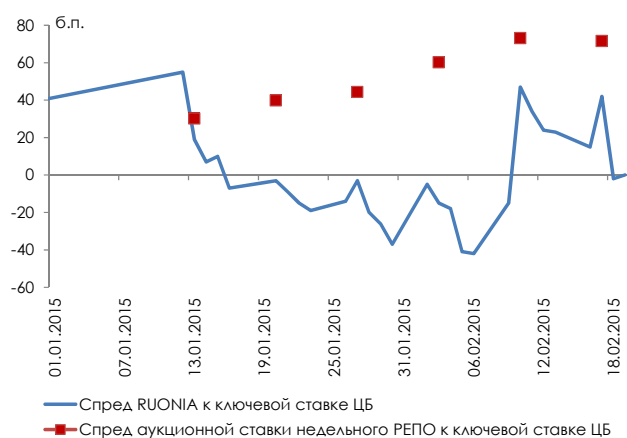
Короткие ставки МБК на прошлой неделе стабилизировались и сейчас остаются на уровне чуть выше 15% (=ключевой ставки ЦБ), что полностью совпадает с нашими ожиданиями. Причина такого относительного спокойствия в сбалансированности исходящих и входящих потоков: крупные погашения банков перед госсектором компенсируются ответным достаточным предложением рублевой ликвидности со стороны ЦБ и Минфина. О том, что ситуация на денежном рынке в целом нормализовалась, свидетельствует, в частности, приостановка привлечения банками рублевых средств через прямые валютные свопы с ЦБ, а также не востребоважность депозитного аукциона Казначейства: 20 февраля банки смогли погасить 180 млрд руб. задолженности, сократив остатки на к/с в ЦБ и не прибегая к новому привлечению средств у ведомства.

...благодаря притоку средств из бюджета и достаточному предоставлению ликвидности от ЦБ и Казначейства РФ

Основной причиной визуального благополучия на денежном рынке является сохранение тенденции к притоку средств в систему с бюджетными расходами (которая, впрочем, уже не показывает опережающую динамику), а также своевременное расширение ЦБ лимитов недельного РЕПО на 250 млрд руб. (до 1,45 трлн руб.). Отметим, что до этого ЦБ планомерно сокращал эти лимиты, что поддерживало спред недельной аукционной ставки РЕПО к ключевой ставке ЦБ на уровне 30-70 б.п. Однако такое сужение лимитов если и влияло на короткие ставки МБК, то лишь временно, потому что в целом не изменяло баланса рублевой

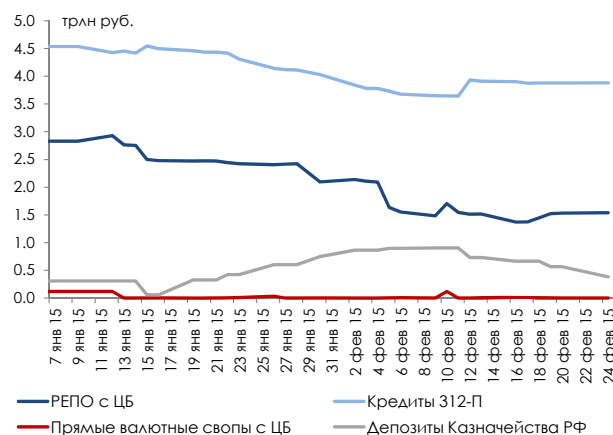
ликвидности по системе - лимиты РЕПО сокращались на объем предоставления новых средств через аукционы 312-П, депозитные аукционы Казначейства и ПФР, равно как и на величину бюджетных вливаний.

Динамика спреда о/п ставок к ставке ЦБ



Источник: ЦБ, Казначейство РФ, МОЕХ, оценки Райффайзенбанка

Динамика задолженности банков по инструментам госрефинансирования



Главный риск для ставок на этой неделе - налоги

На эту неделю приходятся основные налоговые платежи этого месяца (НДС, НДСПИ, акцизы, налог на прибыль), которые, по нашим оценкам, могут создать дополнительный чистый спрос на ликвидность в размере около 200-300 млрд руб. То, что на этом фоне ЦБ повторно не увеличил лимит недельного РЕПО (остается на уровне 1,43 трлн руб.) объясняется, скорее всего, ожиданием предоставления завтра со стороны ВЭБа 125 млрд руб. на депозиты банков. Не прогнозируется оттока средств и в связи с возвратом депозитов Казначейству: под погашение 200 млрд руб. ведомство предлагает сегодня 250 млрд руб.

Но роста о/п ставок возможно избежать, если Казначейство или ЦБ нарастят предложение средств

Таким образом, главным источником оттока средств из системы будут налоги. Но, вполне вероятно, что выраженного роста ставок на этой неделе, тем не менее, не произойдет. Этот сценарий реализуется, если ЦБ проведет "тонкую настройку", а также если Казначейство увеличит предложение рублевых средств на своих аукционах сверх погашений. Такая возможность у Казначейства существует в связи с продолжающейся внутренней конвертацией средств Резервного фонда в Банке России: поступающие в ходе этого 500 млрд руб. на казначейские счета в ближайшее время должны быть размещены на депозитах банков.

Мария Помельникова
 maria.pomelnikova@raiffeisen.ru
 +7 495 221 9845



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Слабая макростатистика ноября: риски более серьезного падения ВВП в 2015 г.

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Рубль «пришел в чувства»

Валютного коридора больше нет

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Рынок облигаций

Кривая ОФЗ уплощается ниже ставок РЕПО

Не пора ли покупать ОФЗ?

В Ломбардный список могут попасть бумаги даже без рейтинга

Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

Инфляция

Инфляция: все выше и выше

Ликвидность

Ставки МБК: в шатком равновесии

Взлет ставок денежного рынка: кризис доверия и дефицит рублевой ликвидности

Монетарная политика ЦБ

ЦБ экстренно повысил ключевую ставку до 17%

Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

Банковский сектор

Новые послабления для поддержки банков «на плаву»

ЦБ включает антикризисные механизмы

Экстренное удорожание фондирования от ЦБ не должно сильно сказаться на марже банков

Валютное РЕПО с ЦБ с рублевым залогом $\neq$ рублевое РЕПО + FX SWAP

Лишь треть проданной ЦБ валюты осела в банках РФ.



#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	
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
ММК	Nordgold
Мечел	Polyus Gold
НЛМК	Uranium One
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	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

ЗАО «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 ЗАО «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. 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.