



30 ноября 2015 г.

Мировые рынки

"Черная пятница" оказалась спокойной для финансовых рынков

Активность на финансовых рынках оказалась низкой (американские и европейские индексы завершили день разнонаправленно) из-за отсутствия значимых событий. Основным событием на этой неделе станет заседание ЕЦБ по ключевой ставке, от которого ожидается расширение стимулирующих мер, что может способствовать дальнейшему ослаблению евро. С большой вероятностью ФРС, напротив, ужесточит денежно-кредитную политику уже на своем декабрьском заседании (в этой связи интересен публикуемый в пятницу отчет по рынку труда). В российском сегменте наблюдалась умеренная ценовая коррекция (бонды Russia 42,43 потеряли 0,5-0,6 п.п.), что обусловлено относительно низкими котировками нефти (Brent ниже 45 долл./барр.).

Валютный и денежный рынок

ЦБ возобновляет годовое РЕПО: к концу года валютная ликвидность станет дороже. См. стр. 2

В конце прошлой недели ЦБ объявил о возобновлении с 14 декабря проведения операций валютного РЕПО, установив минимальные ставки на аукционах равными LIBOR + 300 б.п. (~4% годовых). Даже если весь объем годового РЕПО будет рефинансирован более короткими инструментами, произойдет удорожание фондирования для некоторых банков, которое может транслироваться в расширение спреда IRS-XCCY. Локальным банкам придется сократить часть позиции в еврообондах РФ, что нормализует их ценообразование. В результате погашения внешнего корпоративного долга и рефинансирования долга банков перед ЦБ мы предполагаем дальнейшее расширение спреда IRS-XCCY (в декабре 2015 г. - феврале 2016 г.). Мы ожидаем коррекцию суверенных и квазисуверенных бондов РФ вследствие сворачивания саггу-trade локальными банками, что будет усиливаться и внешним фоном (вероятным повышением ключевой долларовой ставки в декабре).

Рынок корпоративных облигаций

Банк Санкт-Петербург: реализация кредитного риска не помешала росту прибыли

Результаты Банка Санкт-Петербург (-/B1/BB-) по МСФО за 3 кв. 2015 г. оказались во многом на уровне 2 кв. Чистая процентная маржа кв./кв. сократилась на 10 б.п. до 3,36%. Динамику маржи хуже рынка (например, у Сбербанка в 3 кв. произошло заметное восстановление) менеджмент объясняет особенностью учета дохода от торговых операций (с валютой и производными инструментами): большая часть из полученных в 3 кв. 2 млрд руб. по сути является процентным доходом. Этот учет планируется пересмотреть, что, по оценкам менеджмента, увеличит процентную маржу на 120 б.п. (до 4,6%). Негативным моментом стал продолжившийся рост стоимости риска (на 17 б.п. до 3,8%). В следующем году менеджмент ожидает снижения показателя до 2,5-3%. Тем не менее, банку удалось получить относительно высокую чистую прибыль (1,12 млрд руб. против 1 млрд руб. во 2 кв.). Благодаря позитивной динамике долговых рынков переоценка инвестиционных ценных бумаг позволила получить совокупную прибыль (то, что непосредственно влияет на капитал) в размере 1,3 млрд руб. Достаточность капитала 1-го уровня по МСФО из-за переоценки валютных кредитов снизилась на 20 б.п. до 10,28%, что соответствует комфортному уровню loss absorption в сравнении с другими крупными универсальными банками. Кроме того, в октябре был получен субординированный кредит от АСВ (в капитал 2-го уровня) в размере 14,6 млрд руб., что подняло достаточность общего капитала на 2,6 п.п. до 16,3% по МСФО (до 14,7% по РСБУ). Как мы и ожидали, кредитный риск продолжил реализовываться: показатель NPL 90+ вырос на 38,2% до 14,6 млрд руб. (~4,1% портфеля) главным образом за счет корпоративного сегмента. В то же время появились признаки, свидетельствующие о стабилизации кредитного риска: объем кредитов на ранней стадии просрочки NPL 1-90 дней снизился на 47% до 2,5 млрд руб. Прирост кредитования в 3 кв. оказался почти нулевым. Менеджмент прогнозирует рост кредитного портфеля на 10-15% в 2016 г. Учитывая получение относительно дешевого капитала от АСВ, мы не исключаем, что банк может произвести выкуп "субордов" старого образца. Мы рекомендуем покупать "старые" "суборды" STPETE 17, 18, которые имеют доходность > 10% (что заметно выше рублевого возврата на капитал 8%).

ЦБ возобновляет годовое РЕПО: к концу года валютная ликвидность станет дороже

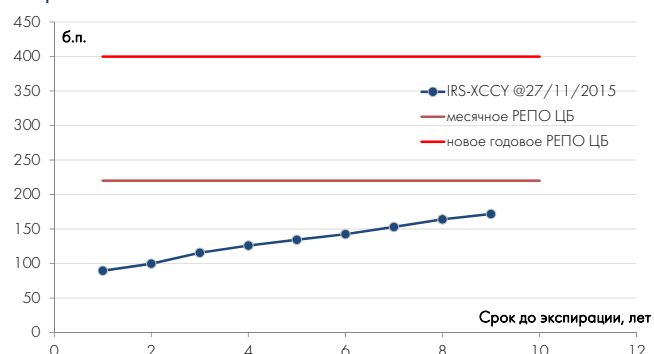
Новое годовое РЕПО заметно дороже старого

В конце прошлой недели ЦБ объявил о возобновлении с 14 декабря проведения операций валютного РЕПО, установив минимальные ставки на аукционах равными LIBOR + 300 б.п. (~4% годовых). Напомним, что 16 декабря банкам требуется погасить РЕПО, привлеченное год назад, в размере 4,8 млрд долл. При этом регулятор "допускает возможность перераспределения общей задолженности по сделкам РЕПО в инвалюте между данными операциями на срок 1 неделя, 28 дней и 12 месяцев". В настоящий момент стоимость недельного и месячного РЕПО в ЦБ составляет 2,2-2,3% годовых, что более чем на 100 б.п. превосходит стоимость валютной ликвидности, привлеченной в ЦБ год назад (1,11% годовых). То есть даже если весь объем годового РЕПО будет рефинансирован более короткими инструментами, произойдет удорожание фондирования для некоторых банков, которое может транслироваться в расширение спреда IRS-ХССУ (если эти банки выйдут на рынок свопов за более дешевой, чем у ЦБ валютой).

Локальным банкам придется сократить часть позиции в евробондах РФ...

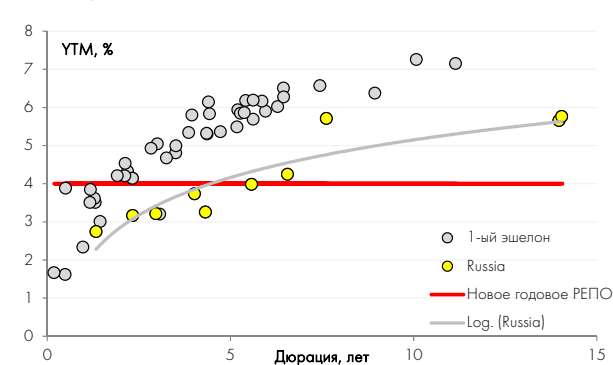
Однако стоит отметить, что весь объем годового РЕПО банки не смогут пролонгировать за счет коротких инструментов из-за норматива текущей ликвидности, например, у Банка ФК Открытие (по данным МСФО, один из основных получателей валюты от ЦБ) он находился на уровне 64,15% на 1 октября 2015 г. (при минимуме 50%). Как следствие, банкам или придется взять дорогое годовое РЕПО ЦБ под 4% годовых, или сократить избыточную позицию в евробондах (та часть, которая была куплена за счет средств годового РЕПО). По нашим оценкам, объем этой избыточной позиции в евробондах составляет 8-10 млрд долл., это вся задолженность по годовому РЕПО за вычетом той части, которая была привлечена под залог рублевых облигаций Роснефти. Также примерно на эту величину вырос портфель евробондов на балансе банков с начала этого года (мы не ожидаем, что к продаже будет предложен весь этот объем). В пользу последнего варианта (продажи бондов) свидетельствует тот факт, что сейчас вся суверенная кривая выпусков РФ с погашением до 2022 г. лежит ниже 4% (также не выше этой отметки находятся доходности бумаг 1-го эшелона с погашением до 2017 г.), в то время как в момент запуска валютного РЕПО маржа carry-trade превышала 300 б.п. даже по коротким суверенным бумагам (так, в феврале 2015 г. выпуск Russia 17 находился выше YTM 5,8%, а годовое РЕПО ЦБ стоило 1,2% годовых). Кроме того, с 1 января 2016 г. повышается коэффициент риска по требованиям с РФ в инвалюте до 100%. Эти действия ЦБ являются хорошим поводом для фиксации прибыли в российских евробондах, которые с начала года продемонстрировали опережающую рынок GEM динамику.

Ставка валютного РЕПО ЦБ в сравнении с... ...кривой IRS-ХССУ



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

...с евробондами РФ 1-го эшелона



... что нормализует их ценообразование

Мы считаем, что продажа евробондов приведет лишь к нормализации ценообразования рынка РФ, который выглядит сейчас перекупленным (5-летние CDS с учетом котировок нефти находятся на минимуме, см. подробнее комментарий от 23 ноября).

В результате погашения внешнего корпоративного долга и рефинансирования долга банков перед ЦБ мы предполагаем дальнейшее расширение спреда IRS-ХССУ (в декабре 2015 г. -

30 ноября 2015 г.

феврале 2016 г.). Мы ожидаем коррекцию суверенных и квазисуверенных бондов РФ вследствие сворачивания carry-trade локальными банками, что будет усиливаться и внешним фоном (вероятным повышением ключевой долларовой ставки в декабре).

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

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.

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 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.