



Cbonds: Проголосуйте за нас здесь

20 октября 2015 г.

Мировые рынки

Найденный консенсус способствует спаду волатильности

После того, как вчера рынки отыграли слабые данные по промышленному производству Китая (+5,7% г./г. против ожидавшихся +6% г./г.), в результате чего нефть Brent ушла ниже 49 долл./барр., идей для новых движений не нашлось. Американские и европейские индексы акций продемонстрировали незначительные изменения. Неплохие данные по рынку жилой недвижимости в США (значение индекса превысило ожидания благодаря сильным продажам) оказались недостаточными для изменения найденного консенсуса участников рынка, который состоит в том, что повышения ключевой долларовой ставки до марта 2016 г. не будет. Однако, несмотря на это, участники рынка не решаются ставить на дальнейший рост рискованных активов, поскольку это может заставить ФРС все-таки поднять ставку. В сегменте суверенных бондов РФ, несмотря на коррекцию нефти, наблюдался ценовой рост (длинные выпуски Russia 42, 43 прибавили 1 п.п.).

Валютный и денежный рынок

Несмотря на то, что налоговые выплаты еще только впереди, о/п МБК будут оставаться повышенными

Сейчас ставка о/п в среднем держится на уровне 11,6%. Во-первых, давление сохраняется со стороны спроса на основной инструмент рублевого рефинансирования - РЕПО, аукционные ставки по которому традиционно на 50-60 б.п. выше ключевой (сейчас 11%). Время от времени можно наблюдать всплеск фиксированного РЕПО, что, очевидно, связано с постепенным сокращением ЦБ лимитов недельного РЕПО (в рамках изъятия излишков, поступающих из бюджета), тогда как не все банки успевают адаптироваться к новым лимитам. Но если ставки РЕПО остаются повышенными на протяжении всего года, то гораздо более важное значение для уровня итоговой рыночной ставки имеет межбанковский сегмент. В последние дни короткие рублевые ставки по свопам колеблются около 11%, без значительного отрицательного спреда к RUONIA. При этом нельзя сказать, что ситуация с рублевой ликвидностью с точки зрения фундаментальных источников ликвидности как-то ухудшилась, хотя существенная часть всего бюджетного притока, составляющего чуть более 400 млрд руб. с начала месяца (наша оценка), была абсорбирована ЦБ через сокращение лимитов по РЕПО (-113 млрд руб.) и за счет оттока с приростом наличности в обращении (-170 млрд руб.). В то же время, Казначейство продолжает наполнять систему ликвидностью не только через расходы бюджета, но и посредством депозитных аукционов. С начала октября банки нарастили эту задолженность примерно на 100 млрд руб., и ведомство продолжает предоставлять средства в объемах, достаточных для покрытия крупных погашений - на этой неделе Казначейство предлагает 600 млрд руб., то есть ровно под погашение. ЦБ, в свою очередь, в ответ на рост ставок и в подготовке к предстоящим налогам поднял лимиты недельного РЕПО с 1,03 до 1,16 трлн руб. (20-27 октября), прогнозируя отток средств на казначейские счета за этот период почти в 300 млрд руб. На наш взгляд, ЦБ предоставляет лимит с запасом, рассчитывая на формирование у банков буфера средств к 26-28 октября, на которые приходится уплата НДС, НДСПИ, акцизов и налога на прибыль. Более существенного временного повышения ставок, соответственно, стоит ожидать в начале следующей недели.

Банковская система

Теневой приток капитала создал запас валютной ликвидности. См. стр. 2

Рынок корпоративных облигаций

ВТБ направит избыток капитала и ликвидности на выкуп бондов

Решение ВТБ о выкупе евробондов на сумму 750 млн долл. (в частности, старшие выпуски VTB 17 (@6%), VTB 18 (@6,315%, @ 6,875%), VTB 20 (@6,551%) и суборд старого образца VTB 22 (@6,95%)) вызвало ценовой рост бумаг в пределах 0,5-2 п.п. (цена выкупа будет установлена в ходе аукциона). Отметим, что ВТБ недавно получил вливание в капитал 1-го уровня от АСВ (привилегированные акции) в размере 307,4 млрд руб. (~4,9 млрд долл. по текущему курсу), которое в условиях нулевой прибыльности эффективно направить на выкуп VTB 22 с УТМ 8,05% (=двухзначная рублевая доходность). Кстати говоря, в нашем комментарии от 19 августа мы рекомендовали покупать выпуск VTB 22, который тогда торговался с УТМ 9,2%. Решение о выкупе старших бондов, скорее всего, обусловлено поступлением ликвидности на счета клиентов в рамках возвращения ее из иностранной юрисдикции (подробнее см. стр. 2).

Теневой приток капитала создал запас валютной ликвидности

Снижение отчислений в резервы увеличило прибыль

На прошлой неделе ЦБ опубликовал обзор банковского сектора за сентябрь, который для большинства банков, также как и месяцем ранее, оказался прибыльным (+52,4 млрд руб. против +41,9 млрд руб.), что, скорее всего, является следствием снижения отчислений в резервы (со 185 млрд руб. до 22,6 млрд руб.) в условиях нулевого роста просроченной задолженности. Мы не исключаем, что такая динамика свидетельствует о появлении первых признаков стабилизации качества кредитов, однако, по нашему мнению, основной причиной является укрепление рубля, которое позволило распустить/снизить резервы по валютным кредитам.

На расчетные счета пришел большой объем валюты...

В результате кредитно-депозитных операций произошел большой приток валютной ликвидности в размере 10,8 млрд долл., в основном благодаря поступлению 9 млрд долл. на расчетные счета корпоративных клиентов. Отметим, что, по данным платежного баланса, в 3 кв. произошел теневой приток капитала (судя по статье "чистые ошибки и пропуски") в объеме 7 млрд долл., который, скорее всего, объясняет происхождение этих средств в банковской системе. По нашему мнению, геополитическая обстановка повысила риски сохранности частного капитала российского происхождения в иностранной юрисдикции (теперь для некоторых лиц безопаснее хранить валюту в локальных банках). Поступившая валюта была размещена на МБК в иностранных банках (+4 млрд долл.), а также евробондах (+1,3 млрд долл.). Кроме того, банки погасили валютную задолженность перед ЦБ (на 4,7 млрд долл.), которая в конце сентября составила 31,5 млрд долл. Кстати говоря, в банковской статистике сентябрьский пик погашения внешнего долга (16 млрд долл., по оценке ЦБ) никак не проявился. По нашим оценкам, валютные обязательства выросли больше, чем валютные активы, то есть открытая валютная позиция на балансе, скорее всего, сократилась. Таким образом, в сентябре банки выступили продавцами валюты (около 2-3 млрд долл., по нашим оценкам). В этой связи важно отметить, что в сентябре ЦБ РФ продолжил урезать лимиты по операциям 7-дневного рублевого РЕПО (в среднем с 1 082,5 млрд руб. в августе до 976,7 млрд руб.). Из этого следует, что действия ЦБ РФ способствуют сокращению банками позиции в валютных активах, и это оказывает заметную косвенную поддержку валютному курсу (рублевая цена барр. Brent опустилась с 3400 руб. до 3130 руб.).

... часть которой банки продали для погашения рублевой задолженности перед ЦБ

Несмотря на поступление в систему такого большого объема валютной ликвидности (мы оцениваем избыточный объем на уровне 4,9 млрд долл.), ее стоимость на локальном междилерском рынке заметно возросла до своих нормальных значений (100-180 б.п. по спредам IRS - ХССУ в зависимости от срока экспирации свопов), поскольку ушел эффект от сильного обесценения рубля в августе, и ставки по валютным свопам продемонстрировали заметный отскок (от максимумов). Сравнивая IRS - ХССУ с доходностью краткосрочных евробондов РФ, мы считаем, что потенциал для расширения базиса все еще сохраняется. Вероятно, этот потенциал реализуется ближе к концу года, когда банки начнут гасить дешевое годовое валютное РЕПО перед ЦБ (до конца года предстоит вернуть 4,96 млрд долл.). Кроме того, банкам и компаниям предстоит пройти в декабре очередной пик выплат по внешнему долгу (20,8 млрд долл., согласно данным ЦБ). Мы рекомендуем продавать ХССУ и покупать IRS.

Ожидаем удорожание валютной ликвидности на локальном рынке ближе к концу года

Темпы рублевого кредитования остаются низкими

В рублевой части баланса сохранилась умеренная кредитная активность (по-видимому, в ответ на снижение ключевой ставки ЦБ): объем корпоративных кредитов вырос на 161 млрд руб. (+0,8% м./м.). На 99 млрд руб. увеличился портфель рублевых долговых ценных бумаг. В розничном сегменте активность близка к нулю (-1 млрд руб.), вероятно, эффект от государственного субсидирования процентной ставки по ипотеке постепенно затухает в условиях общего экономического спада (население не готово брать кредиты из-за опасений относительно своего дохода). Потребительское кредитование остается под давлением низкого качества заемщиков, а также дефицита капитала у банков для выдачи кредитов под высокую процентную ставку. Приток рублевых средств на счета как юрлиц, так и физлиц составил всего 104 млрд руб., не покрыв полностью инвестиции в кредитование. Также объем депозитов, привлеченных банками у Казначейства РФ, оказался на 57 млрд руб. меньше погашения задолженности перед ЦБ. Как мы писали выше, разница была покрыта за счет продажи валюты.

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 за август: признаков фундаментального улучшения не прослеживается

Реального восстановления в промышленности пока не произошло

Падение ВВП во 2 кв. ускорилось до -4,6% г./г. В 3 кв. ситуация несильно улучшится

Монетарная политика ЦБ

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

Падение цены на нефть может «заморозить» планы по снижению ключевой ставки до 2016 г.

Валютный рынок

Замедление падения импорта пока не привело к негативному эффекту на рубль

ЦБ не ждет избыточного спроса на валюту во 2П 2015 г.

Компании по-прежнему рефинансируют существенную часть внешнего долга, но риски для рубля сохраняются

Рынок облигаций

Отметка YTM 11,5% взята: происходит переоценка ожиданий по ключевой ставке

ОФЗ с оптимизмом восприняли решение ЦБ

Инфляция

Недельная инфляция ускоряется, не оставляя поводов для снижения ключевой ставки

Ускорение инфляции в августе: виной слабый рубль

Ликвидность

Ставки денежного рынка остаются повышенными ввиду роста рублевых ставок по свопам

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

Бюджет и долговая политика

Минфин рассматривает возможность пополнения Резервного фонда при нефти выше 50-60 долл./барр.

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

Расходование средств федерального бюджета идет строго по расписанию

Банковский сектор

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается

Юрица дополнили банковскую систему валютой



#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 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674

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.