



4 октября 2016 г.

Мировые рынки

Жесткий Brexit оказывает умеренное давление на рынки

На опасениях, что Brexit будет жестким (Т. Мэй заявила о намерении до марта 2017 г. применить ст. 50 Лиссабонского договора, регулиующую право страны на выход из ЕС), фунт ослаб до 1,2757 долл. (-0,7%), 31-летнего минимума. Инвесторы опасаются утраты страной полного доступа к рынку ЕС из-за ужесточения контроля над миграцией. Не исключено последующее ослабление фунта по мере появления новой информации о деталях Brexit, что может способствовать появлению инфляционных рисков (Британия зависит от импорта) и воспрепятствовать мягкой политике регулятора. Финансовые рынки продемонстрировали смешанную динамику. На этой неделе основной интерес представляет публикация payrolls по США, стабильные данные (+170 тыс.) на фоне подорожавшей нефти (=инфляционные риски) увеличат вероятность повышения ставки в декабре.

Валютный и денежный рынок

Дефицит валютной ликвидности сошел на нет без поддержки ЦБ

Как мы и предполагали, вчера участники предъявили большой спрос на аукционе валютного РЕПО, который на 900 млн долл. превысил предложение (4,2 млрд долл.), при этом средства поступят только завтра. По-видимому, этот избыточный спрос и представляет тот дефицит, который присутствовал на локальном рынке: вчера рублевая ставка о/п свопа руб./долл. находилась на уровне 6,3% год. Но сегодня с утра рублевая ставка свопа поднялась до 9% год, что соответствует уже нормальному значению базиса 100-120 б.п. По-видимому, нерезиденты вернули часть выведенной в конце прошлой недели валюты.

ЦБ изымает лишь необходимый минимум рублевой ликвидности

Сегодня ЦБ решил провести операции "тонкой настройки" сроком на 1 день, что совпадает с окончанием периода усреднения (5 октября). Мы полагаем, что причиной послужило намерение ЦБ дать возможность банкам сократить уровень корсчетов с текущего (1,9 трлн руб.), который, возможно, кажется регулятору высоким, и он предлагает банкам разместить 380 млрд руб. Часть из них будет абсорбирована на недельном депозитном аукционе (лимит 620 млрд руб.). Потребность в абсорбировании вполне объяснима притоком средств из бюджета, который ожидает ЦБ (233 млрд руб.), а также необходимостью изъять ликвидность, высвобождаемую по операциям ЦБ (354 млрд руб.). При этом, как и раньше, регулятор абсорбирует лишь тот объем ликвидности, который складывается из притока из бюджета и депозитов, который необходимо продлить (400 млрд руб.), при этом, как мы понимаем, задолженность по инструментам с фиксированной ставкой (РЕПО – 190 млрд руб., кредиты 312-П – 212 млрд руб.) остается "за скобками". В результате повышательное давление на ставки сохраняется, Mosprime (10,21%) и RUONIA (10,55%) держатся стабильно выше ключевой ставки.

Приватизация Роснефти сокращает бюджетный дефицит, но приближает структурный профицит ликвидности. См. стр. 2

Экономика

Бюджет-2016: Минфину не удалось сохранить консерватизм

Детали проекта бюджета 2016 г. оказались менее консервативными, чем мы ожидали, исходя из официальных заявлений. План по расходам составил 16,4 трлн руб., выше уровней, которые озвучивались недавно (15,8 трлн руб.), и предполагал текущий закон о бюджете (16,1 трлн руб.). А новый план по доходам (13,4 трлн руб.) даже меньше заложенного в действующей версии (13,7 трлн руб.) и лишь немного превышает сентябрьскую оценку Минфина (13,3 трлн руб.). Таким образом, дефицит федерального бюджета в этом году ожидается на уровне 3,0 трлн руб. (3,7% от ВВП). Источниками его финансирования останутся средства Резервного фонда (2,1 трлн руб.) и внутренние заимствования (500 млрд руб.). Оставшиеся 400 млрд руб. Минфин предполагает профинансировать в основном за счет приватизации Башнефти (приватизация Роснефти будет учтена как доходы бюджета), а также за счет средств Резервного фонда, конвертированных в 2015 г. (207 млрд руб.).

В итоге добиться бюджетной консолидации не удалось. Доходы от приватизации Роснефти не помогут уменьшить траты Резервного фонда, как это можно было предположить, а станут источником для дополнительного увеличения расходов. Правда, за счет поступлений от приватизации увеличены не денежные траты, а госгарантии ВПК (на 0,9 трлн руб.), без их учета расходы составят 15,5 трлн руб. (даже немного ниже ориентира в 15,8 трлн руб.). Однако с ростом госгарантий увеличиваются средне- и долгосрочные риски бюджета, а значит - потенциально и расходы в будущем. Новый план в целом оставляет вопрос, сможет ли Минфин сократить и удержать объем расходов на уровне в 15,8 трлн руб. в 2017-2019 гг. При этом даже если это удастся, Резервный фонд закончится в 2018 г. Однако, если бюджетная консолидация потерпит неудачу, и расходы сохранятся на уровне 2016 г. (16,4 трлн руб.), то средства Резервного фонда могут быть исчерпаны уже в следующем году (в 2017 г. будет израсходовано 2 трлн руб., наша оценка), и необходимо будет каким-то образом использовать средства ФНБ (на 1 сентября неиспользованные средства составили 3,1 трлн руб.).

Приватизация Роснефти сокращает бюджетный дефицит, но приближает структурный профицит ликвидности

**Приватизация
Роснефти включена в
бюджет этого года**

В опубликованном вчера проекте федерального бюджета на 2016 г. в планируемые доходы включена приватизация Роснефти до конца этого года, несмотря на то, что, исходя из комментариев официальных лиц, до этого еще требуется провести продажу Башнефти, и согласовать все условия с потенциальными инвесторами. Вероятно, было принято политическое решение о том, что сделка должна быть закрыта в этом году. В связи с этим возникают вопросы о ее влиянии на локальный валютный и денежный рынок. Так как, скорее всего, продажа 19,5% акций Роснефти будет осуществлена преимущественно среди иностранных инвесторов, то продающий этот пакет Роснефтегаз получит от этого размещения иностранную валюту – ~11 млрд долл. (ранее озвученная оценка главы Роснефти). Теоретически, Роснефтегаз может продать эти доллары на рынке и перечислить дивиденды в бюджет уже в рублях. Однако такой большой объем валюты просто обрушит рынок и приведет к сильному укреплению рубля. Очевидно, что такое развитие событий не устраивает ни Правительство, ни ЦБ. В этой связи мы видим две реалистичные схемы уплаты дивидендов Роснефтегазом.

**Каким образом
валютные средства
поступят в бюджет: ...**

**...конвертация в рубли
на открытом рынке с
участием ЦБ, ...**

Во-первых, ЦБ для стабилизации валютного рынка может выйти со встречной покупкой валюты и купить доллары Роснефтегаза. В этом случае ЦБ посредством валютного рынка вольет в систему ~700 млрд руб., которые останутся на счетах Роснефтегаза, по крайней мере, в течение нескольких дней, пока он не выполнит все формальности и не перечислит дивиденды в бюджет. Насколько сильно эти средства повлияют на денежный рынок, зависит от тактических решений Роснефтегаза. Если он будет хранить их в одном банке (на наш взгляд, более вероятный сценарий), то этому банку вряд ли удастся разместить столь большой объем на МБК, и более вероятно, что он положит их на депозиты в ЦБ или погасит задолженность перед ЦБ. В целом это должно оказать нейтральное влияние на денежный рынок, однако, если деньги поступят в какой-либо крупный банк, который сейчас испытывает дефицит рублевой ликвидности, то может произойти, по крайней мере, временное заметное снижение ставок МБК (RUONIA). Также понижательное давление на ставки денежного рынка будет временно (до момента уплаты дивидендов) оказано в случае распределения средств Роснефтегаза от приватизации в нескольких банках.

**... прямое
перечисление
дивидендов в валюту**

Во-вторых, Роснефтегаз может перечислить в бюджет не рубли, а валюту, а уже Минфин с помощью внутренней проводки конвертирует их в ЦБ. Это позволит избежать масштабных колебаний банковской ликвидности, в этой связи этот вариант более вероятен. В любом случае и в первом, и во втором сценарии поступления от приватизации Роснефти окажут нейтральное влияние на валютный рынок и могут оказать длительное влияние на денежный рынок только после того, как они пройдут через бюджет (расходы).

**Приватизация пойдет
на финансирование
госгарантий**

По замыслу Минфина, средства от приватизации Роснефти финансируют не денежные расходы, а госгарантии. Поэтому они не будут потрачены в ближайшем будущем. Однако, чтобы эти средства приносили доход, Минфин, скорее всего, разместит их на депозитах коммерческих банков (таким образом, эта ликвидность, в отличие от денежных расходов, не является бесплатной, а значит существенного смягчения денежно-кредитных условий от ее вливания не произойдет, однако это снизит спрос на фиксированные инструменты рефинансирования ЦБ РФ, что удешевит стоимость фондирования). К концу года бюджет может влить в банковскую систему 2,8 трлн руб. (2,1 трлн руб. Резервного фонда в качестве расходов бюджета и 0,7 трлн руб. через депозитные аукционы), что в целом соответствует нашим прежним прогнозам. Тем не менее, при получении этих дополнительных доходов есть соблазн еще больше нарастить расходы если не в этом, то в следующем году (в результате дефицит бюджета может быть выше плана, что означает больший приток ликвидности в систему). Вследствие этих вливаний в банковской системе возникнет устойчивый избыток ликвидности (уже в конце этого года), и ЦБ придется его стерилизовать как с помощью депозитных аукционов, так и продажи ОБР.

**Продажа Башнефти
может оказать или**

Также обсуждается продажа Башнефти в пользу Роснефти, что позволит повысить цену последующей приватизации последней (синергетический эффект). По нашим оценкам, на

уже оказывает
поддержку курсу
рубля

счетах Роснефти на конец 1П 2016 г. не было рублевых средств, достаточных для покупки Башнефти (предварительная оценка пакета 297-315 млрд руб.), и ~2,5-3 млрд долл. нужно сконвертировать с валютных счетов в рубли. Такая конвертация (даже если она будет осуществляться в течение нескольких недель) может стать дополнительным фактором для укрепления рубля. Не исключено, что сейчас это уже происходит, сегодня курс 62,3 руб./долл. находится на годовом минимуме, несмотря на то, что цены на нефть не являются максимальными. Кроме того, это может поддержать уровень валютной ликвидности на локальном рынке, если деньги будут переводиться из иностранного банка (однако из-за выплаты большого объема внешнего долга частным сектором в декабре, это не позволит избежать расширенного базиса в конце года при прочих равных условиях). Сочетание избытка ликвидности и стабильного курса рубля делает привлекательным покупку ОФЗ (мы рекомендуем среднесрочные бумаги), первичное предложение которых до середины ноября будет очень низким.

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

Антон Плетенев

anton.pletenev@raiffeisen.ru
+7 495 721 9900



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

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

BAIL-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.