



Cbonds: Проголосуйте за нас здесь

7 октября 2016 г.

Мировые рынки

Нефть остается в рамках восходящего тренда

Котировки нефти продолжили движение вверх, прибавив 1 долл. до 52,8 долл./барр. (Brent) и обновив очередной локальный максимум. С технической точки зрения нефть остается в рамках сильного восходящего тренда (150МА > 200 МА). Основным фундаментальным фактором роста является ожидание приближения баланса между спросом и предложением, на что явно указывает динамика коммерческих запасов нефти в США (они падают уже пятую неделю подряд, в частности, на прошлой неделе сокращение составило 3 млн барр.). Поддержку спросу оказывают неплохие макроданные по США (заметный рост промышленных заказов), а также по Германии (в августе промпроизводство выросло на 2,5% м./м.). Кроме того, участники рынка всерьез воспринимают возможность достижения формальной договоренности между странами-производителями нефти по фиксации добычи на более низком уровне от текущей фактической добычи. Стоит отметить, что удорожанию нефти не препятствует даже укрепление доллара относительно основных мировых валют (индекс DXY приближается к своему локальному максимуму), обусловленное возросшими ожиданиями повышения долларовой ставки в конце этого года (доходности 10-летних бондов UST прибавили еще 2 б.п. до YTM 1,75%). Кстати говоря, золото, наиболее чувствительно реагирующее на изменения ожиданий по монетарной политике ФРС, с конца сентября обесценилось на 6% (до 1254 долл./унция). Сегодня интерес представляет публикация отчета по рынку труда США (payrolls). Суверенные бонды РФ продолжили коррекцию вслед за базовыми активами: выпуски Russia 42, 43 потеряли 0,5-1 п.п. Недавно размещенные бонды EUCHEM 20 котируются на 10 б.п. ниже номинала (YTM 3,87%).

Экономика

Бюджетная стратегия: Минфин установил высокую планку. См. стр. 2

Рынок корпоративных облигаций

Polys: все свободные денежные средства – акционеру

ПАО "Полус" опубликовал обновленную дивидендную политику. Теперь начиная со 2П 2016 г. предусматривается выплата полугодовых дивидендов в размере 30% от EBITDA (при Чистый долг/EBITDA < 2,5х, а при превышении этого порога – по усмотрению Совета директоров компании), что, по нашим оценкам, соответствует размеру свободного денежного потока, генерируемого компанией (с учетом роста капложений до 600-650 млн долл. на 2016-2017 гг. ежегодно). Таким образом, акционер будет изымать все оставшиеся свободные денежные средства, соответственно, это не приведет к изменению долговой нагрузки. Однако в обновленной дивидендной политике предусмотрена возможность выплаты специальных дивидендов, что, на наш взгляд, несет в себе основные риски повышения долговой нагрузки. Новость об увеличении дивидендов для нас была ожидаемой: относительно высокий долг на уровне бенефициара, который возник в результате выкупа с рынка акций (корпоративное событие произошло еще в 2015 г.) за счет долгового финансирования (был привлечен кредит в размере 5,5 млрд долл.), создает потребность для вывода свободных денежных средств из компании на уровень акционера. В этой связи возможность для снижения долговой нагрузки ПАО Полус ограничена, что, в свою очередь, ограничивает потенциал для дальнейшего сужения спреда PGILLN 20 - MOBTEL 20 (~50 б.п.). Лучшей альтернативой мы считаем ALRSRU 20 с YTM 4%. Также нам нравится VIP 20 (@6,25%) с YTM 4,65%.

Бюджетная стратегия: Минфин установил высокую планку

Минфин сохраняет планы по бюджетной консолидации...

СМИ стали известны подробности бюджетной стратегии на 2017-2019 гг. В целом она остается прежней: сокращение расходов без ощутимой мобилизации доходов и увеличения налоговой нагрузки на экономику. Минфин не отказывается от фиксации расходов бюджета на уровне 15,8 трлн руб., правда, их фактический объем окажется больше (на 360 млрд руб. в 2017 г., постепенно снижаясь до 175 млрд руб. в 2019 г.), но только в привязке к перераспределению 1 п.п. налога на прибыль в пользу "бедных" регионов.

... несмотря на рост социальных расходов

Как и ожидалось, трехлетний бюджет будет "социальным" (предполагается рост этих расходов на 10% за три года, до 5 трлн руб.). Соответственно, компенсировать это планируется за счет сокращения остальных статей бюджета (в т. ч. и оборонных расходов) – в среднем на 6-11% в 2017-2019 гг.

Возможности по мобилизации доходов ограничены

При этом ситуация с доходами остается непростой: в 2017 г. рост доходов окажется символическим, а в 2018-2019 гг. заложен рост на 3,5 и 4% в год, соответственно. Общий объем дополнительных доходов составит 3,1 трлн руб. за три года - в основном благодаря нефтегазовой отрасли (1,5 трлн руб. – за счет налогового маневра и повышения акцизов на нефтепродукты), а также за счет увеличения дивидендов с госкомпаний до 50% от чистой прибыли по МСФО (0,9 трлн руб.).

Резервный фонд закончится уже в следующем году, существенных доходов от приватизации не ожидается

План по снижению дефицита остается прежним – на 1 п.п. ВВП в год. При этом, судя по опубликованным в Ведомостях цифрам, его финансирование окажется более непростой задачей, чем предполагалось ранее. Во-первых, средства Резервного фонда все-таки закончатся в следующем году (будет потрачено 2,1 трлн руб. в 2016 г. и 1,1 трлн руб. в 2017 г., ранее предполагалось, что на 2018 г. останется около 400 млн руб.), и каким-то образом придется привлечь 0,7 трлн руб. из ФНБ (1,1 и 0,1 трлн руб. в 2018 и 2019 гг., соответственно). Траектория госзаимствований при этом сохраняется на уровне, близком к озвученному ранее Минфином – 1,4 трлн руб. в 2017 г., а в 2018-2019 гг. – 1,2 и 1,4 трлн руб., соответственно. Как и ранее, основные доходы от приватизации предусмотрены в этом году, в то время как в 2017-2019 гг. от продажи госсобственности будет получено в сумме всего 150 млрд руб.

Сокращение оборонных расходов маловероятно

Планы Минфина, на наш взгляд, остаются довольно оптимистичными – как в части сценарных условий, в которых предполагает действовать ведомство, так и в части возможностей по бюджетной консолидации. Во-первых, обозначенные в проекте Основных направлений бюджетной политики планы по сокращению расходов пока отражают лишь намерения Минфина и в реальности могут оказаться менее масштабными. Так, нам кажется маловероятной перспектива ежегодного сокращения оборонных расходов на 6% (с 3,9 трлн руб. в 2016 г. до 2,8 трлн руб. в 2019 г.). Кроме того, неизвестно, учитывает ли оно увеличение фонда зарплаты военным, без чего, по нашему мнению, не обойтись.

Рост социальных расходов, скорее всего, будет больше

Во-вторых, открытым остается вопрос о том, является ли уровень индексации соцрасходов окончательным (10% за три года до 5 трлн руб., или на 3,2% (на 500 млрд руб.) в год). Подобный уровень кажется нам довольно консервативным – в частности, В. Путин уже одобрил индексацию пенсий в следующем году на уровень фактической инфляции по итогам 2016 г. (т.е. минимум на 5,8%).

В целом новый трехлетний план свидетельствует о том, что ведомство осознает необходимость бюджетной консолидации, но, наш взгляд, представленный проект – это наиболее оптимистичный сценарий, и итоговая версия бюджета, скорее всего, окажется гораздо менее консервативной.

Станислав Мурашов

stanislav.murashov@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

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.