



12 апреля 2016 г.

Мировые рынки

Нефть на новом локальном максимуме

В отсутствие макроданных на финансовых рынках вчера наблюдалась слабая негативная динамика (американские, европейские и китайские индексы акций просели на 0,3%). Из общего фона выделилась нефть, которая подорожала еще на 2 долл. до 43,4 долл./барр. (Brent), при этом возникла бэквордация (цена длинных фьючерсов оказалась ниже коротких), что, скорее всего, указывает на некоторую перекупленность нефти. По нашему мнению, участники переоценивают значимость предстоящих переговоров в Дохе по добыче нефти, а также закладывают в цены слишком сильное сокращение добычи нефти в США (при таких высоких спот-ценах это может не произойти). Суверенные бонды РФ вслед за нефтью также обновили локальные ценовые максимумы: Russia 42, 43 прибавили 1-1,5 п.п. Также спросом пользовался рекомендуемый нами к покупке "суборд" SBERRU 23.

Валютный и денежный рынок

Платежный баланс за 1 кв. предполагает более слабый рубль. См. стр. 2

Вчера была опубликована оценка платежного баланса за 1 кв., которая оказалась хуже наших ожиданий в отношении торгового баланса. Размер торгового сальдо, по предварительным оценкам ЦБ, составил 21,6 млрд долл., это минимальный уровень для первого квартала с 2009 г. Сальдо текущего счета упало на 61% (до 11,7 млрд долл.), в то время как нефть подешевела г./г. не так сильно (на 36,5%), это свидетельствует о том, что обесценение рубля было недостаточным для более сильного сокращения долларového импорта. Учитывая, что сальдо финансового счета составило всего 7,5 млрд долл., можно предположить, что либо уровень рефинансирования внешнего долга оказался более высоким, либо произошел приток недолгового капитала (частный сектор, прежде всего банки, продолжил сокращать свои валютные активы). Поскольку мы не ждем сильного роста цен на нефть, по крайней мере, во 2 кв., достаточного для компенсации сезонного сокращения сальдо счета текущих операций, наш прогноз предполагает ослабление рубля (> 70 руб./долл. ближе к концу 1П).

Рынок ОФЗ

Минфин меняет приоритеты под давлением нефти

Министр финансов А. Силуанов в ходе Биржевого форума заявил, что "в ближайшее время придется увеличивать объем заимствований". Отметим, что согласно плану, который предполагает среднюю цену на нефть на уровне 50 долл./барр., дефицит федерального бюджета составляет 2,4 трлн руб. По оценкам МЭР, при снижении нефти до 40 долл./барр. выпадающие доходы бюджета составят 1,2-1,3 трлн руб., что потребует или дополнительные траты из Резервного фонда (=еще больший избыток ликвидности в системе), или пересмотр программы заимствований. Мы уже обращали внимание на комментарии ЦБ о том, что бюджетная политика представляет риск для монетарной: финансирование дефицита за счет Резервного фонда без продажи валюты на открытом рынке ведет к большой эмиссии денег, которая снижает трансмиссию ключевой ставки ЦБ в реальный сектор экономики. По-видимому, Минфин, наконец, решился вернуться к неинфляционным источникам финансирования бюджетного дефицита, понимая, что есть риск сохранения низких цен на нефть в течение более длительного времени, чем планировалось ранее. Однако, судя по последним высказываниям представителей Правительства РФ в СМИ, наращивание заимствований может случиться не раньше осени. Как следствие, во 2 и 3 кв. локальный рынок продолжит существовать в условиях нарастающего избытка рублевой ликвидности при низком предложении новых ОФЗ. Это будет удерживать доходности длинных госбумаг на текущих отрицательных спредах к RUONIA. Основным ориентиром для ОФЗ в последнее время являются остальные ЕМ, в частности, ЮАР с близкими абсолютными доходностями локальных госбумаг. По нашим оценкам, увеличение предложения госбумаг на 1 трлн руб. привело бы к росту доходностей длинных ОФЗ на 100 б.п. и сокращению инверсии вдоль кривой.

Платежный баланс за 1 кв. предполагает более слабый рубль

Торговое сальдо в 1 кв. 2016 г. оказалось минимальным с 2009 г. как под воздействием более сильного снижения экспорта...

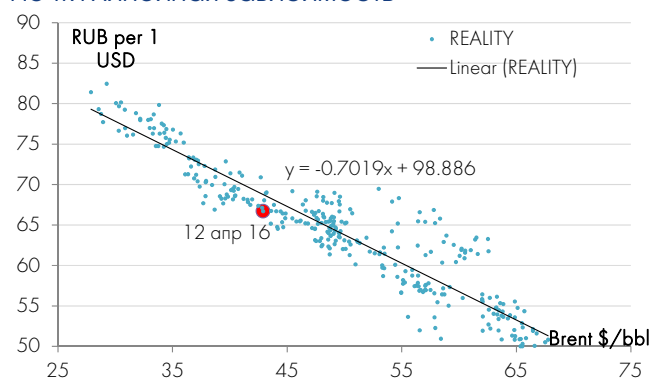
Вчера была опубликована оценка платежного баланса за 1 кв., которая оказалась хуже наших ожиданий в отношении торгового баланса. Размер торгового сальдо, по предварительным оценкам ЦБ, составил 21,6 млрд долл., это минимальный уровень для первого квартала с 2009 г., в то время как мы ожидали, что при сложившейся средней цене (35,1 долл./барр., Brent) будет получено 29 млрд долл. В 1 кв. 2016 г. произошло резкое ускорение падения сальдо торгового баланса как в терминах г./г. (-58% г./г. против -28% г./г. в 4 кв. 2015 г.), так и кв./кв. с исключением сезонности (-20% против 0%). Такой негативный результат был достигнут за счет сочетания двух факторов. С одной стороны, в связи с падением цен на нефть (среднеквартальная Urals снизилась с 41 долл./барр. в 4 кв. 2015 г. до 32 долл./барр. в 1 кв. 2016 г.) экспорт продолжил снижаться теми же темпами, что и в 2015 г. (-34% г./г. по сравнению с -31% г./г.), несмотря на эффект низкой базы. Мы предполагали большую выручку от продажи сырой нефти и нефтепродуктов: по нашим оценкам, в 1 кв. произошло увеличение кв./кв. 1) доли мазута в экспорте, являющегося дешевым нефтепродуктом (ценовой дисконт мазута к нефти, по-видимому, стал больше); 2) дисконта цены URALS к Brent с 2,47 долл. до 3,01 долл. за барр.

... так и значительного замедления падения импорта

С другой стороны, произошло более значительное замедление темпов падения импорта (-15% г./г. против -32% г./г. в 4 кв. 2015 г.). Как мы уже писали, связано это, во-первых с достаточно сдержанной реакцией курса рубля на падение цен на нефть в начале этого года. Кроме того, после резкого сокращения импорта в 2015 г. российским потребителям и производителям все сложнее сокращать спрос на товары иностранного производства на фоне отсутствия приемлемых отечественных альтернатив. Отметим, что объем импорта в рублевом выражении с учетом сезонности изменился лишь незначительно: в отношении к ВВП импорт в рублевом выражении составил 15,1% против 15,6% в 1 кв. 2015 г. и 15,7% в 4 кв. 2015 г.

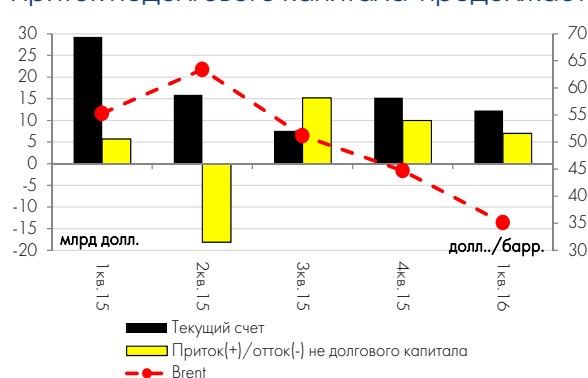
В сравнении с 1 кв. 2015 г. сальдо текущего счета упало на 61% (до 11,7 млрд долл.), в то время как нефть подешевела г./г. не так сильно (на 36,5%), это свидетельствует о том, что обесценение рубля было недостаточным для более сильного сокращения долларového импорта. Мы прогнозируем, что в 2016 г. замедление падения импорта продолжится, при этом достаточно высокий текущий уровень курса рубля может привести даже к началу роста импорта. Поэтому, несмотря на недавнее восстановление цен на нефть, торговое сальдо, на наш взгляд, продолжит находиться на достигнутом в 1 кв. 2016 г. низком уровне (с исключением сезонности) до конца года.

Почти линейная зависимость



Источник: Bloomberg, ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Приток недолгового капитала продолжается



Сальдо финансового счета говорит либо о высоком уровне рефинансирования внешнего долга, либо о притоке недолгового капитала

Такого скромного сальдо текущего счета оказалось недостаточно для выплат по внешнему долгу: согласно оценке ЦБ графика погашений, в 1 кв. компании и банки должны были выплатить 21,2 млрд долл. Исходя из фактического изменения внешнего долга в 2015 г., банки выплачивают по внешнему долгу даже больше, чем предполагается графиком (39,1 млрд долл. против 30,1 млрд долл.), компании сократили долг лишь на 61% от графика (34,75 млрд долл. против 56,8 млрд долл.), т.е. ~40% корпорациям удастся рефинансировать на внешних рынках. Если предположить сохранение такого же уровня рефинансирования на этот год, то в

1 кв. на чистое погашение внешнего долга ушло бы 14,2 млрд долл., однако сальдо финансового счета составило всего 7,5 млрд долл., т.е. или уровень рефинансирования оказался более высоким, или произошел приток недолгового капитала (частный сектор, прежде всего банки, продолжил сокращать свои валютные активы). В этой связи стоит отметить, что в январе-феврале валютные активы (депозиты и корсчета в банках-нерезидентах) сократились на 7 млрд долл. до 65 млрд долл. (запас ликвидных валютных активов сохраняется), при этом задолженность по валютному РЕПО с ЦБ снизилась на 6,2 млрд долл.

**Исходя из ожиданий
сезонного сокращения
сальдо текущего счета,
мы ждем ослабления
рубля во 2 кв. 2016 г.**

Исходя из опубликованных данных, мы ожидаем баланс счета текущих операций в размере всего 6,8 млрд долл. во 2-4 кв. 2016 г. в предположении цены на нефть и курса рубля на уровне 1 кв., что окажется недостаточно для погашения внешнего долга. Если нефть Brent останется на текущих 42 долл./барр., то, по нашим оценкам, баланс счета текущих операций вырастет до 25,2 млрд долл., что уже выглядит комфортно в сравнении с предстоящим погашением внешнего долга (41 млрд долл.) с учетом возможности рефинансирования и располагаемых ликвидных активов. Поскольку мы не ждем сильного роста цен на нефть, по крайней мере, во 2 кв., достаточного для компенсации сезонного сокращения сальдо счета текущих операций, наш прогноз предполагает ослабление рубля (>70 руб./долл. ближе к концу 1П).

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

Экономическая статистика февраля: рост зарплат ускорился, но реакции потребителей пока нет

Високосный день привел к росту промпроизводства в феврале

При текущем курсе рубля падение импорта м./м. может скоро прекратиться

Рынок облигаций

Минфин по-прежнему делает ставку на Резервный фонд

Минфин ожидает профицит ликвидности с середины года, но увеличить предложение ОФЗ пока не готов

В НПФ будет перечислено 259 млрд руб.: фактор сужения кредитных спредов

Валютный рынок

Роснефть поддержала курс рубля своей экспортной выручкой

Инфляция

Инфляция г./г. достигла локального минимума

Монетарная политика ЦБ

ЦБ дал понять, что в апреле снижать ставку не планирует

В центре внимания ЦБ — завышенные инфляционные ожидания

Ликвидность

Вливания из бюджета в конце марта пока не попали на денежный рынок

Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности

Банковский сектор

Избыточная рублевая ликвидность начала уходить в валюту

Повышение отчислений в ФОР по валютным депозитам: нейтральный эффект



#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
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализоровская		(+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 Клебенкова		(+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.