



12 декабря 2016 г.

## Мировые рынки

### Нефть на волне эйфории от достигнутой договоренности стран вне ОПЕК

В субботу ряд стран, не входящих в ОПЕК (РФ, Мексика, Азербайджан, Оман, Казахстан), вслед за решением ОПЕК также согласовали сокращение добычи. Рынок нефти отреагировал ралли (+4 долл. до 57 долл./барр., Brent), что подстегнуло доходности UST к дальнейшему росту (+9 б.п. до YTM 2,51% по 10-летним бондам) в связи с вероятным достижением инфляции в США базовой инфляции (2,1%) и, как следствие, целевого уровня ФРС. Кстати говоря, вероятность более чем 2-кратного повышения ключевой долларовой ставки в 2017 г. (при условии, что на этой неделе FOMC поднимет ставку на 25 б.п.) достигла 64% (против 59% на прошлой неделе). Теперь ключевым для финансовых рынков является вопрос относительно фактической реализации соглашений нефтяных стран, каждой из которых выгодно максимизировать свою экспортную выручку от продажи нефти (при этом строгий контроль, например, в виде единого наднационального органа над соблюдением квот не установлен). Возникает аналогия с классической проблемой теории игр "Дилемма заключенного", в которой рациональное поведение игроков ("предательство" остальных для максимизации собственного выигрыша) приводит к нерациональному решению (все проигрывают). Однако в случае с нефтью, даже если в итоге окажется, что не все страны соблюдают квоты (об этом станет известно не раньше февраля следующего года), от текущих высоких цен выигрывают все (есть возможность продать добываемую нефть в будущем).

## Валютный и денежный рынок

### Денежный рынок останется в напряжении до конца декабря

К концу прошлой недели банки сократили объем ликвидности на корсчетах до 1,5 трлн руб. (с 1,86 трлн руб. в среднем). С одной стороны, такая возможность появилась благодаря наличию достаточного объема накопленных корсчетов к моменту окончания периода усреднения. С другой стороны, резкое сокращение объема размещаемых Казначейством депозитов (задолженность банков сократилась с 540 млрд руб. до 290 млрд руб.) также явилось фактором снижения объемов свободной ликвидности в системе. Пока ставки МБК не реагируют на подобные изменения, оставаясь немного выше ключевой (RUONIA 10,19%), однако в перспективе ближайших дней давление на них будет усиливаться в свете ожидаемого нами роста оттока ликвидности. Так, по нашим оценкам, на предстоящей неделе произойдет увеличение наличных денег в обращении (порядка -100 млрд руб. в среднем) на фоне сохранения оттока средств из системы по бюджетному каналу (около -150/-250 млрд руб. в среднем). Во-первых, Казначейство, скорее всего, продолжит сокращать депозиты в банках (т.к. приближается время основных бюджетных расходов), а во-вторых, начинается новый налоговый период (15 декабря предстоят выплаты страховых взносов). В итоге сокращение чистого притока ликвидности должно сохраниться вплоть до начала основных бюджетных расходов, которые, по нашим оценкам, будут осуществляться в последние дни декабря. Возможное более раннее поступление расходов по госгарантиям, связанным с досрочным погашением кредитов ВПК (800 млрд руб.), скорее всего, будет иметь нейтральный эффект на рублевую ликвидность, т.к., как мы ожидаем, будет синхронизировано со схемой расчетов по приватизации Роснефти.

### Платежный баланс: признаков для снижения дефицита валютной ликвидности пока нет. См. стр. 2

Согласно опубликованной в пятницу оценке ЦБ, сальдо счета текущих операций в ноябре составило +6,2 млрд долл. (исходя из тех данных, которые были ранее опубликованы за январь-октябрь), что является нетипично высоким значением, учитывая произошедшую коррекцию средней цены на нефть. За весь период январь-ноябрь данные нашей модели и данные ЦБ РФ очень близки (22,14 млрд долл. и 22,2 млрд долл., соответственно). Возможно, ЦБ РФ пересмотрел весь ряд месячных значений платежного баланса, что и вызвало такой всплеск сальдо в ноябре. Исходя из появившихся в СМИ деталей приватизации Роснефти, позитивный эффект на финансовый счет будет незначительным, приток капитала окажется недостаточным для прохождения декабрьского пика выплат по внешнему долгу. Как следствие, дефицит валютной ликвидности продолжит нарастать (а не убывать, как мы предположили, когда появилась первая информация о сделке). Кроме повышения цен на нефть других факторов для существенного снижения дефицита валютной ликвидности на локальном рынке в следующем году нет.

## Платежный баланс: признаков для снижения дефицита валютной ликвидности пока нет

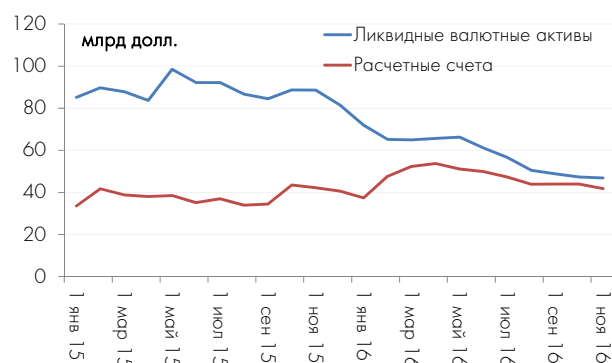
**Неожиданный всплеск сальдо обусловлен, скорее всего, пересмотром данных**

Согласно опубликованной в пятницу оценке ЦБ, сальдо счета текущих операций в ноябре составило +6,2 млрд долл. (исходя из тех данных, которые были ранее опубликованы за январь-октябрь), что является нетипично высоким значением, учитывая произошедшую коррекцию средней цены на нефть (с 51,5 долл. до 47,1 долл. за барр., Brent). Отметим, что данные за октябрь (+0,4 млрд долл.), напротив, выглядели излишне слабыми. Исходя из нашей модели платежного баланса, сальдо в октябре и ноябре должно составить +1,7 млрд долл. и +2,5 млрд долл., соответственно. При этом за весь период январь-ноябрь данные нашей модели и данные ЦБ РФ очень близки (22,14 млрд долл. и 22,2 млрд долл., соответственно). Возможно, регулятор пересмотрел весь ряд месячных значений платежного баланса, что и вызвало такой всплеск сальдо в ноябре.

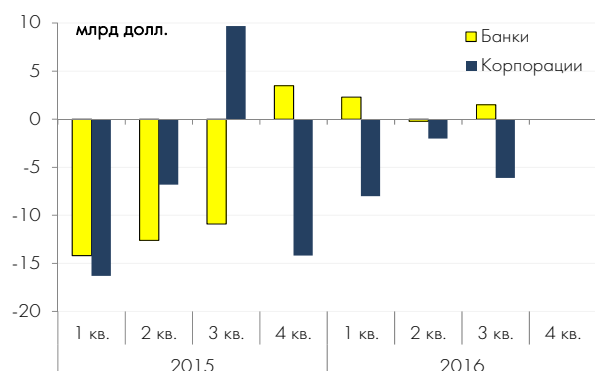
**Приватизация Роснефти не сильно поможет валютной ликвидности**

Такой же необычный всплеск наблюдался в ноябре по финансовому счету: за январь-ноябрь вывезено было 16,1 млрд долл. (то есть исходя из ранее опубликованных данных, в ноябре было вывезено 5,8 млрд долл., что выглядит высоким значением, учитывая продажу месторождений Роснефти индийским компаниям). По данным СМИ, чистый эффект (приток капитала) от продажи Роснефтегазом консорциуму Glencore и QIA 19,5% акций Роснефти может составить всего 2,8 млрд евро, в то время как остальная сумма 7,4 млрд евро привлекается посредством кредитов (в т.ч. под гарантии российских банков). В результате позитивный эффект на финансовый счет будет незначительным, приток капитала окажется недостаточным для прохождения декабрьского пика выплат по внешнему долгу (13,4 млрд долл.). Как следствие, дефицит валютной ликвидности продолжит нарастать (а не убывать, как мы предположили, когда появилась первая информация о сделке).

### Банки растратили большую часть валютного запаса Ввоз/вывоз капитала банками и корпорациями



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

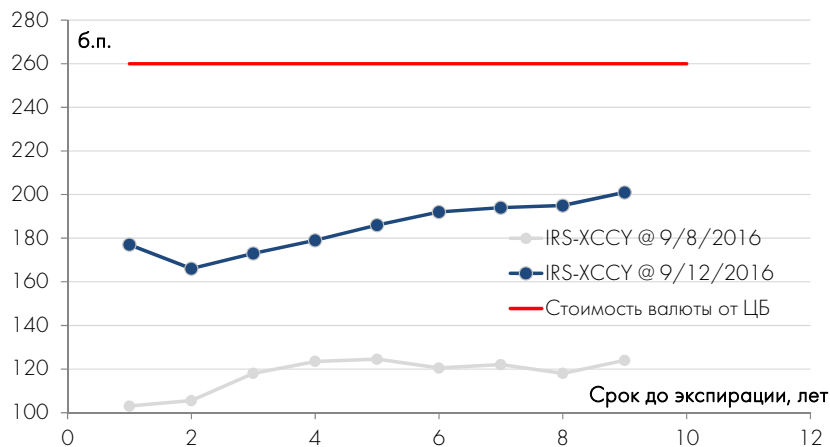


**У банков все меньше возможностей компенсировать вывоз капитала корпоративным сектором**

Напомним, что основной вывоз капитала за 9М 2016 г. обусловлен корпоративным сектором (-16,1 млрд долл.), в то время как банки напротив ввозят капитал (+3,7 млрд долл.), несмотря на то, что они погасили внешние обязательства на 19,7 млрд долл. Это привело к тому, что с начала этого года (за 10М) ликвидные активы банков (корсчета и депозиты на счетах в банках-нерезидентах) сократились почти на 25 млрд долл. до 47 млрд долл., что лишь немногим превышает остатки на расчетных и текущих счетах клиентов (42 млрд долл.), то есть возможность у банков компенсировать вывоз капитала корпоративным сектором весьма ограничена. Большой ввоз капитала обеспечил госсектор (нерезиденты купили ОФЗ на 400 млрд руб.), и чтобы это продолжилось нужны относительно высокие доходности (аргумент не в пользу снижения ключевой рублевой ставки). В следующем году Роснефть должна погасить долг в объеме 12,9 млрд долл. (скорее всего, большая часть представлена валютной задолженностью), что может сократить предложение на продажу экспортной выручки, чтобы существенно не снижать текущий уровень валютной ликвидности (16 млрд долл., по данным на 30 сентября 2016 г.), при этом для финансирования рублевых расходов может привлекаться рублевое финансирование.

Кроме того, повышение долларовых ставок увеличивает спрос резидентов на иностранные активы. Как следствие, при прочих равных долларové ставки на локальном рынке МБК будут оставаться повышенными (150-200 б.п. в терминах спредов IRS-CCS). В конце декабря мы не исключаем увеличения задолженности по валютному РЕПО с ЦБ РФ (@2,6% годовых), учитывая, что сейчас 1M MosPrime - FX swap превышает 250 б.п. Изменить ситуацию могло бы существенное увеличение счета текущих операций (если наблюдающееся в последние дни восстановление цен на нефть окажется устойчивым).

### Дефицит валютной ликвидности проявился на IRS-CCS



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Мы ожидаем лишь временное снижение рублевой цены на нефть (в случае если Роснефтегаз еще не аккумулировал достаточный объем рублевой ликвидности для предстоящих расчетов с бюджетом по продаже акций Роснефти). При этом основные факторы указывают на сохранение рублевой цены на нефть выше 3300 руб./барр. (Brent). Кстати говоря, с конца прошлой недели рубль укрепился всего на 2 руб. (до 61,4 руб./долл.), при этом нефть подорожала на 4 долл./барр. (до 57 долл./барр., Brent), в результате рублевая цена нефти Brent превысила 3500 руб.

**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 сентября: промышленность - ложка дегтя в бочке меда

ВВП за 2 кв. 2016 г.: шансы на рост внутреннего спроса сохраняются

### Рынок облигаций

Первичный рынок: эмитенты стремятся зафиксировать низкую долларовую ставку

Изменение бюджетных реалий выступает не в пользу снижения доходностей ОФЗ

### Валютный рынок

Платежный баланс: повышение цен на нефть прошло незаметно для текущего счета

Директивы предписывают получить деньги за Роснефть в этом году: негативно для рубля в среднесрочной перспективе

Покупка Essar Oil: фактор оттока валюты в начале 2017 г.

Корпорациям удастся рефинансировать большую часть долга

Рубль стал меньше реагировать на нефть: аномалия или правило?

Долгосрочное укрепление рубля ограничивается возможностью интервенций ЦБ

### Инфляция

Инфляция приближается к 6% г./г. на фоне стабильного рубля

Снижение инфляции до 4%: ЦБ рассчитывает на Минфин

### Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ: риторика осталась жесткой, а ставка – высокой

ЦБ РФ не видит значительных рисков от нефти в 25 долл./барр.

### Ликвидность

Большая особенность на денежном рынке мешает структурному профициту

"Автоприватизация" Роснефти может оставить локальный рынок без валютной ликвидности

### Бюджетная политика

Минфин "страхуется" Резервным фондом

Рост цен на нефть вряд ли поможет снизить дефицит бюджета

Бюджетная стратегия: Минфин установил высокую планку

Бюджет-2016: Минфину не удалось сохранить консерватизм

### Банковский сектор

Пересвет: еще один банк из ТОП-50 оказался неплатежеспособным

Ввоз валюты банковским сектором не уберег от дефицита

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями



# #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	Global Ports
------------	--------------

### 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
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.