



18 января 2017 г.

Мировые рынки

Доллар чрезмерно крепкий?

Из произошедших вчера событий интерес представляет высказывание Д. Трампа о том, что доллар является слишком сильной валютой, которая не позволяет американским компаниям конкурировать с Китаем. Предыдущие американские президенты были не против "сильного доллара", несмотря на то, что это негативно сказывается на торговом балансе (по-видимому, основным аргументом являлся статус у доллара резервной валюты). Такой бизнес-подход к государственным финансам может спровоцировать валютные войны в гораздо большем масштабе, чем, например, наблюдалось в 2008 г., что в результате может привести не к ослаблению доллара, а к его укреплению (опять же из-за статуса резервной валюты). Кроме того, желание Д. Трампа иметь слабый доллар расходится с монетарной политикой ФРС, направленной на повышение ключевой долларовой ставки, что никак не способствует ослаблению доллара (относительно основных мировых валют).

Экономика

Дилемма Правительства: как распорядиться дополнительными доходами в 2017 г. См. стр. 3

В свете значительного роста цен на нефть с конца прошлого года стало очевидно, что бюджет сможет получить дополнительные доходы. Так, при ценах на нефть 50 долл./барр. их объем (по сравнению с планом Минфина) может составить 1,5 трлн руб. В этой связи возникает вопрос о вариантах их использования: увеличить расходы на эту величину, использовать их для снижения дефицита бюджета и промежуточный вариант (часть использовать для снижения дефицита, а часть - для увеличения расходов). Мы полагаем, что Правительство предпочтет последний вариант.

Рынок ОФЗ

План по заимствованиям не позволяет рассчитывать на более низкие доходности. См. стр. 2

В этом году Минфин планирует разместить в чистом виде 1 трлн руб., что является определенным вызовом: это почти в два раза больше расходов на обслуживание и сильно больше объема ОФЗ, который в прошлом году купили нерезиденты (именно они стали основными инвесторами в классические ОФЗ, тогда как локальные участники выступили нетто-продавцами). В этой связи объем реализации классических ОФЗ в этом году зависит главным образом от настроений нерезидентов (от внешних факторов). Масштаб коррекции классических ОФЗ в случае массовой продажи нерезидентами может быть существенным (рост доходностей на 0,5-1 п.п. в течение короткого времени). Мы считаем, что на текущих уровнях длинные классические ОФЗ (с YTM 8%) имеют большой потенциал для ценового снижения, чем для роста (спрос со стороны нерезидентов, вес которых в РФ и так уже большой, будет с лихвой удовлетворен предложением), рекомендуем занимать короткие позиции, которые дают высокий саггу над РЕПО в размере 200 б.п. По нашему мнению, ОФЗ с плавающими купонами остаются самыми привлекательными для покупки как для российских банков (текущие цены большинства выпусков транслируются в бМ RUONIA+), так и для нерезидентов. Из-за большого предложения ОФЗ-ПК мы не ждем плавающую доходность с дисконтом к бМ RUONIA.

Аукцион: Минфин решил удовлетворить спрос нерезидентов

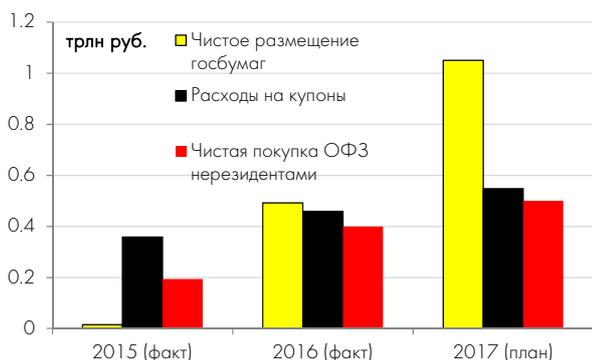
На сегодняшних аукционах Минфин решил не размещать бумаги с плавающим купоном, уступив место классическим ОФЗ, которые предлагаются в объеме 43,4 млрд руб. (теперь это стандартный объем). За неделю, прошедшую с последнего аукциона, вся кривая доходностей ОФЗ сдвинулась вниз на 10-20 б.п., при этом большее снижение доходностей продемонстрировали среднесрочные выпуски. Аналогичная динамика наблюдалась и на других GEM (ЮАР, Бразилия, Турция), что, скорее всего, стало реакцией на снижение доходностей UST, связанное с разочарованием инвесторов относительно фискальных стимулов в США (которые потребовали бы заметное увеличение предложения новых UST). Как мы уже отмечали, улучшение риторики США в отношении РФ, а также стабильные цены на нефть (=стабильный курс рубля) привели к повышению спроса нерезидентов на ОФЗ, которые выглядят все еще интересно в сравнении с локальными долгами других GEM (по макропоказателям и политическим рискам). По-видимому, видя такой аппетит со стороны нерезидентов, Минфин и принял решение реализовать фиксированную ставку, пока есть такая возможность (внешние факторы имеют свойство быстро меняться). Последние котировки 26217 и 26218 находились на уровнях YTM 8% и YTM 8,32% соответственно. Мы рекомендуем участвовать в аукционах лишь для получения премии (~5 б.п.) по доходности к рынку, которая может быть лишь в 26218, премии, скорее всего, не будет в 26217 (т.к. размещается остаток выпуска).

План по заимствованиям не позволяет рассчитывать на более низкие доходности

Объем чистых заимствований является определенным вызовом для Минфина

В этом году Минфин планирует разместить на рынке ОФЗ 1,8 трлн руб., из которых ~200 млрд руб. приходится на возможный обмен старых серий на новые, а ~600 млрд руб. на рефинансирование, то есть чистый объем привлечения составит около 1 трлн руб. Такой объем заимствований является определенным вызовом, поскольку почти в два раза превышает размер расходов на обслуживание долга (на купонные платежи), которые в прошлом году составили ~462 млрд руб. (против чистого размещения 500 млрд руб.), а во многие предыдущие годы чистые размещения всегда были ниже расходов на купонные платежи (то есть рынок госбумаг в чистом виде предоставлял рублевую ликвидность, а не забирал ее, как планируется в этом году). В этом году планируется существенно сократить траты суверенных фондов за счет увеличения заимствований: их доля в источниках покрытия бюджетного дефицита возрастет с 17% в 2016 г. до 38%. Эта доля будет еще выше (вплоть до 60%), в случае если цены на нефть URALS превысят заложенный в бюджете уровень 40 долл./барр., поскольку дополнительные нефтегазовые доходы, скорее всего, будут направлены или на увеличение расходов, или на сокращение трат суверенных фондов, но не на снижение плана по заимствованиям. Отметим, что чем большая доля дефицита покрывается за счет заимствований, тем большее давление на ставки это оказывает, поскольку часть ликвидности, приходящей в банковскую систему посредством расходов, оседает на депозитных счетах получателей, то есть не является бесплатным фондированием для банков.

Чистое размещение заметно превысит расходы на купоны



Источник: Минфин, ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

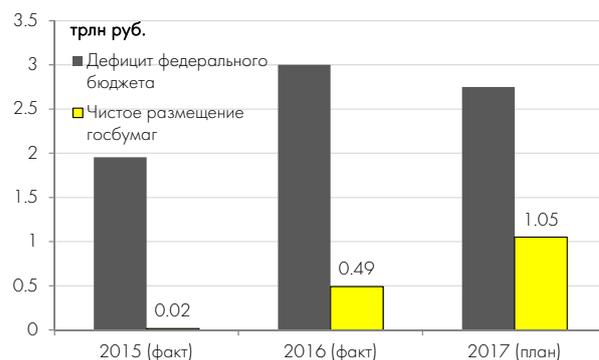
Классические ОФЗ - чисто экспортный продукт

В прошлом году на чистые покупки нерезидентами ОФЗ с фиксированным купоном (пока только в таких облигации они присутствуют) пришлось ~400 млрд руб., при этом размещено таких бумаг в чистом объеме было всего на 143 млрд руб., то есть локальные банки выступили нетто-продавцами классических ОФЗ, а доля нерезидентов в них продолжила рост (до 50%+). Это не вызывает удивления, поскольку вся кривая уже давно имеет отрицательный процентный спред над ключевой ставкой, а доходности учитывают снижение ключевой ставки по крайней мере на 1,5-2 п.п. (до 8-8,5% годовых), которого может не произойти, учитывая обеспокоенность регулятора повышением спроса резидентов на иностранные активы вместе с повышением ключевой долларовой ставки. В этой связи объем реализации классических ОФЗ в этом году зависит главным образом от настроений нерезидентов. Принимая во внимание такое большое участие нерезидентов на рынке ОФЗ, основными факторами риска являются цены на нефть (удастся ли странам-производителям соблюсти договоренности по ограничению добычи) и проявление негативного эффекта от повышения долларовых ставок или возможных протекционистских мер на глобальную экономику, и прежде всего на перегруженную долгом экономику Китая (удастся ли избежать реструктуризацию и сильное торможение).

Рекомендуем получать carry над ставкой

Масштаб коррекции классических ОФЗ в случае массовой продажи нерезидентами может быть существенным (рост доходностей на 0,5-1 п.п. в течение короткого времени). Тем менее, начало

Траты суверенных фондов заместят выпуском госбумаг



РЕПО по коротким позициям в ОФЗ

года оказалось позитивным: нерезиденты крайне оптимистично смотрят на ОФЗ в условиях стабильной нефти и уверенности в отсутствии новых санкций. Мы считаем, что на текущих уровнях длинные классические ОФЗ (с YTM 8%) имеют больший потенциал для ценового снижения, чем для роста (спрос со стороны нерезидентов, вес которых в РФ и так уже большой, будет с лихвой удовлетворен предложением), рекомендуем занимать короткие позиции, которые дают высокий carry над РЕПО в размере 200 б.п.

ОФЗ с RUONIA+ могут быть интересны не только для отечественного покупателя

В случае реализации факторов риска (ухудшения настроений нерезидентов) Минфин, скорее всего, переключится на ОФЗ с плавающим купоном (вероятны ценовые дисконты на аукционах, поскольку сейчас бумаги более-менее справедливо оценены). По нашему мнению, ОФЗ с плавающими купонами остаются самыми привлекательными для покупки как для российских банков (текущие цены большинства выпусков транслируются в 6M RUONIA+), так и для нерезидентов (в бумагах нет процентного риска, real money нерезидент получает только рублевую ставку и валютный риск, хедж-фонд покупает ОФЗ-ПК для получения высокой долларовой ставки). Из-за большого предложения ОФЗ-ПК мы не ждем плавающую доходность с дисконтом к 6M RUONIA, в этом случае локальные банки пойдут в депозитный аукцион ЦБ РФ и дождутся момента, когда Минфин предложит адекватные ценовые уровни.

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

Дилемма Правительства: как распорядиться дополнительными доходами в 2017 г.**Бюджет, скорее всего, получит дополнительные доходы...**

Трехлетний бюджет 2017-2019 гг. был подготовлен и принят в условиях достаточно низких цен на нефть, а параметры доходов и расходов были рассчитаны исходя из консервативных макроэкономических условий (низкие цены на нефть, относительно крепкий курс рубля, невысокий уровень номинального ВВП). Эти условия определили низкий прогнозируемый объем доходов Федерального бюджета (13,5 трлн руб. в 2017 г.), что явилось одним из основных аргументов для сокращения расходов. Однако в свете значительного роста цен на нефть с конца прошлого года стало очевидно, что, скорее всего, бюджет сможет получить дополнительные доходы (по сравнению с уровнем, заложенным в Законе о бюджете). В этой связи возникает вопрос о вариантах их использования. По информации, в СМИ точки зрения на этот вопрос разделились: Минфин выступает за то, чтобы сохранить существующий уровень расходов Федерального бюджета, в то время как глава Правительства высказывал идею о том, что дополнительные доходы в 2017 г. могут быть направлены на увеличение расходов. Мы решили оценить масштаб дополнительных доходов, используя два собственных сценария: при цене на нефть 40 и 50 долл./барр.

Федеральный бюджет в различных сценариях

	Закон о Бюджете	Наш прогноз при различных ценах на нефть	
Цена на нефть Urals, долл./барр.	40	40	50
USDRUB	67,5	75	63
Инфляция, %	4	6	4,5
Номинальный ВВП, трлн руб.	86,8	89	91
Доходы бюджета, трлн руб.	13,5	14,1	15
НДС	4,9	5	5,1
НДПИ + экспортная пошлина	5,1	5,5	6,3
Остальные доходы	3,5	3,6	3,6
Доп. доходы бюджета	0	0,6	1,5
Дефицит бюджета (при уровне расходов в 16,2 трлн руб., заложенном в Законе о бюджете), трлн руб.	2,8	2,1	1,2
% ВВП	3,2%	2,3%	1,4%

Источник: Минфин, оценки Райффайзенбанка

...их размер может превысить план Минфина на 1,5 трлн руб. в 2017 г.

По нашим оценкам, даже при цене на нефть в 40 долл./барр. доходы бюджета могут оказаться существеннее, чем прогнозирует Минфин. С одной стороны, нефтегазовые доходы могут быть выше (на 400 млрд руб.) за счет более высокой цены нефти в рублях (наш прогноз предполагает более слабый курс рубля, в результате чего, цена нефти составит 3000 руб./барр. против 2700 руб./барр., прогнозируемых Минфином). С другой стороны, ненефтегазовые доходы также могут оказаться выше – в основном, за счет больших поступлений от НДС (+100 млрд руб., по нашей оценке) благодаря более высоким темпам роста номинального ВВП. В итоге, даже при цене на нефть в 40 долл./барр. мы полагаем, что бюджет смог бы получить дополнительно порядка 600 млрд руб.

При ценах на нефть 50 долл./барр. ситуация с дополнительными доходами выглядит еще более оптимистично: их объем (по сравнению с планом Минфина) составил бы 1,5 трлн руб. На данный момент этот сценарий видится нам наиболее реалистичным.

Есть три ключевых варианта использования этих средств...

Мы проанализировали ключевые возможные сценарии использования этих дополнительных доходов и их эффект на экономику (опираясь на наш собственный расчет экономических параметров при цене на нефть 50 долл./барр.):

1. расходы не будут увеличены (по сравнению с планом Минфина), а дополнительные доходы будут полностью использованы для сокращения трат средств суверенных фондов.
2. расходы будут проиндексированы на уровень инфляции прошлого года, при этом часть дополнительных доходов будет направлена на сокращение трат суверенных фондов.
3. расходы будут увеличены на величину дополнительных доходов.

Варианты использования дополнительных доходов бюджета

в трлн руб. (если не указано иное)		Сценарий 1	Сценарий 2	Сценарий 3
Доходы		15	15	15
Расходы		16,2	17,3	17,7
Рост расходов*		+0	+1,0	+1,5
Дефицит		1,3	2,3	2,8
% ВВП		1,4%	2,6%	3%
Траты Резервного фонда и ФНБ		0,3	1,3	1,8
Изменение трат фондов*		-1,5	-0,5	0
Дополнительный эффект на экономику*	на инфляцию в 2018 г., п.п.	+0	+0,6	+0,9
	на реальный ВВП в 2017 г., п.п.	+0	+0,5	+0,7

* относительно сценарных условий Закона о Бюджете

Источник: Минфин, оценки Райффайзенбанка

Увеличение расходов подстегнет рост экономики, но создаст дополнительные риски

Можно отметить, что рост расходов при прочих равных будет иметь стимулирующий эффект на экономику - наши расчеты предполагают увеличение темпов роста реального ВВП в этом случае. Однако на этом позитив для экономики заканчивается: указанный рост экономики, скорее всего, будет сопровождаться ускорением инфляции в следующем году. Дополнительных улучшений для банковской ликвидности мы также не ожидаем: они могут проявиться лишь в случае увеличения трат суверенных фондов, чего не предполагается ни в одном из рассмотренных нами сценариев. В то же время по мере увеличения расходов, на наш взгляд, будут возникать дополнительные риски для экономики, т.к. во-первых, снижается устойчивость бюджета перед лицом новых негативных шоков (например, со стороны цен на нефть) и во-вторых, повышается актуальность вопроса об увеличении налоговой нагрузки в перспективе.

Наиболее реалистично частичное увеличение расходов за счет дополнительных доходов

Учитывая вышесказанное, наиболее вероятным нам представляется второй сценарий, в котором дополнительные доходы тратятся лишь частично. Несмотря на негативные последствия для экономики и риски, которые он несет, Правительство, скорее всего, остановится на нем, т.к. он позволит удовлетворить потребности в финансировании по двум ключевым направлениям госрасходов – оборона и социальная сфера (например, это позволит увеличить финансирование пенсий и зарплат) и стимулировать экономический рост (пусть даже временный).

Станислав Мурашов

stanislav.murashov@raiffeisen.ru
+7 495 221 9845

Антон Плетенев

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



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.