



Cbonds: Проголосуйте за нас здесь

12 октября 2015 г.

Мировые рынки

Неопределенность давит на рынки

Сильный рост финансовых рынков в конце прошлой недели сошел на нет (американские и европейские рынки продемонстрировали разнонаправленную динамику), несмотря на то, что китайский рынок продолжил рост (+3,3% SHCOMP). Основное беспокойство вызывает намерение ФРС повысить ставку в конце этого года, подтверждением чему является заявление вице-президента ФРС С. Фишера (голосующего члена FOMC): "в настоящее время мы не ожидаем, что последствия событий за рубежом на экономику США окажутся достаточно сильными, чтобы повлиять на направление политики ФРС". При этом С. Фишер отметил, что повышение ключевой ставки приведет к укреплению доллара США и спровоцирует дальнейший отток средств с EM и усиление инфляции в этих странах. По-видимому, ФРС мало беспокоят негативные последствия от повышения ключевой ставки на EM. Между тем, макростатистика по США по-прежнему не дает явных оснований для ужесточения монетарной политики: индексы цен на импортные и экспортные товары в сентябре снизились на 0,1% и 0,7% м./м., при этом в годовом выражении спад составил 10,7% и 7,4%. Дефляция цен на импортные и экспортные товары не позволяет рассчитывать на скорое восстановление инфляции потребительских цен (+0,2%) до долгосрочной цели ФРС (2%). В евробондах РФ продолжилось ралли (выпуски Russia 42, 43 подорожали еще на 1,4 п.п.) в условиях роста цен на нефть. Сегодня активность на рынках будет невысокой, поскольку американские банки будут закрыты на празднование Дня Колумба. Интерес может представлять выступление еще одного голосующего члена FOMC Д. Локхарта.

Валютный и денежный рынок

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов? Подробнее см. стр. 2

Сегодня в комментариях Интерфаксу Э. Набиуллина заявила о том, что структурный дефицит ликвидности может сохраниться до 2018 г. По расчетам ЦБ, с начала этого года структурный дефицит ликвидности снизился с 7 до 4 трлн руб. Как мы уже неоднократно упоминали, основной причиной такого существенного сокращения дефицита рублевой ликвидности стало изменение состояния бюджета. Значительный рост бюджетного дефицита на фоне ускорения госрасходов привел к масштабному притоку средств в банковский сектор с самого начала 2015 г. Из комментариев Банка России следует, что регулятор ожидает сокращения структурного дефицита ликвидности и в дальнейшем. Мы отмечаем, что происходит это будет в основном за счет расходования Резервного фонда на финансирование бюджетного дефицита, что на первом этапе означает чистое поступление рублевых средств в банковский сектор. В этом году в общей сложности из Резервного фонда может быть потрачено около 2,6 трлн руб. В следующем году выделяется чуть свыше 2 трлн руб. На данный момент ЦБ абсорбирует эмитируемые за счет расходования Резервного фонда излишки ликвидности путем сокращения лимитов по своим рублевым операциям. Сопоставляя объемы потенциальных бюджетных поступлений с текущим объемом задолженности банков перед ЦБ и Минфином в 4,3 трлн руб. по инструментам рефинансирования, очевидно, что переход к профициту ликвидности по мере сокращения этой задолженности может занять не меньше полутора лет. Поэтому выглядят обоснованными высказывания ЦБ о том, что если Минфин не отклонится от своих ориентиров по фискальной политике, то банковская система еще будет оставаться в ситуации структурного дефицита рублевой ликвидности до конца трехлетки (до конца 2018 г.). Однако, на наш взгляд, есть серьезные риски того, что дефицит бюджета может существенно превысить плановые уровни в ближайшие годы. Если расходование средств из Резервного фонда будет происходить слишком быстро, как признает ЦБ, могут понадобиться иные инструменты изъятия излишних бюджетных поступлений в систему, включая продажи валюты из международных резервов. Между тем, очевидно, что эта мера будет временной и не основной. "Мы говорили, что может так случиться (продажи валюты из резервов - наше прим.). Но мы не собираемся тратить золотовалютные резервы, чтобы изымать рубли, если мы перейдем от ситуации со структурным дефицитом к профициту ликвидности. Есть и другие инструменты для того, чтобы изымать излишнюю ликвидность. Необязательно через продажу ЗВР" - комментирует Э. Набиуллина.

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Сегодня в комментариях Интерфаксу Э. Набиуллина заявила о том, что структурный дефицит ликвидности может сохраниться до 2018 г. Под дефицитом рублевой ликвидности в упрощенном определении стоит понимать разницу между ликвидными активами банковской системы (средства на корсчетах и депозитах в ЦБ) и обязательствами банковского сектора (операции рефинансирования, в основном, РЕПО и кредиты под нерыночные активы в ЦБ).

По расчетам ЦБ, с начала этого года структурный дефицит ликвидности снизился с 7 до 4 трлн руб. Как мы уже неоднократно упоминали, основной причиной такого существенного сокращения дефицита рублевой ликвидности стало изменение состояния бюджета. Значительный рост бюджетного дефицита на фоне ускорения госрасходов привел к масштабному притоку средств в банковский сектор с самого начала 2015 г. По нашим оценкам, около 3 трлн руб. сокращения задолженности банков по рефинансированию ЦБ объясняются следующими источниками: около 1,3 трлн руб. - поступление средств от расходов консолидированного бюджета, еще порядка 1,1 трлн руб. составляет приток от возвращения рублевой наличности в систему и около 365 млрд руб. - от интервенций ЦБ.

Из комментариев Банка России следует, что регулятор ожидает сокращения структурного дефицита ликвидности и в дальнейшем. Мы отмечаем, что происходить это будет в основном за счет расходования Резервного фонда на финансирование бюджетного дефицита, что на первом этапе означает чистое поступление рублевых средств в банковский сектор. В этом году в общей сложности из Резервного фонда может быть потрачено около 2,6 трлн руб. В следующем году выделяется чуть свыше 2 трлн руб.

На данный момент ЦБ абсорбирует эмитируемые за счет расходования Резервного фонда излишки ликвидности путем сокращения лимитов по своим рублевым операциям. Сопоставляя объемы потенциальных бюджетных поступлений с текущим объемом задолженности банков перед ЦБ и Минфином в 4,3 трлн руб. по инструментам рефинансирования, очевидно, что переход к профициту ликвидности по мере сокращения этой задолженности может занять не меньше полутора лет. Поэтому выглядят обоснованными высказывания ЦБ о том, что если Минфин не отклонится от своих ориентиров по фискальной политике, то банковская система еще будет оставаться в ситуации структурного дефицита рублевой ликвидности до конца трехлетки (до конца 2018 г.). Однако, на наш взгляд, есть серьезные риски того, что дефицит бюджета может существенно превысить плановые уровни в ближайшие годы. И сейчас эти риски в большей степени связаны с внешними, нежели внутренними причинами (например, проблема финансирования пенсионной системы, меры анти-кризисной поддержки).

Если это произойдет, и расходование средств из Резервного фонда будет происходить слишком быстро, как признает ЦБ, могут понадобиться иные инструменты изъятия излишних бюджетных поступлений в систему. Одна из таких альтернативных мер - продажи валюты из международных резервов уже называлась недавно К. Юдаевой и сегодня была вновь озвучена Э. Набиуллиной. Однако расходование валютных резервов в текущих условиях нежелательно, и, неудивительно, что ЦБ рассматривает ее как временную меру.

Вероятно, в числе других инструментов абсорбирования ликвидности в будущем речь пойдет, в первую очередь, о депозитных аукционах ЦБ, с помощью которых регулятор может достаточно оперативно изымать ликвидность. Однако нужно понимать, что в этом случае есть риск, что эффект на рублевую ликвидность будет устраняться не полностью. Средства, поступающие с расходами бюджета, по сути, являются притоком практически по нулевой ставке, в то время как если они будут размещены на депозиты в ЦБ, то впоследствии обеспечат приток в виде уплаченных процентов.

С учетом вышеперечисленных факторов было бы логично продолжение заявленного механизма, когда при значительном расходе суверенных фондов со временем должны происходить конвертации валюты и на открытом рынке, что обеспечило бы более эффективное изъятие рублей и было бы фундаментально обосновано. Но в условиях ограниченных международных резервов продажи валюты не могут быть основным инструментом абсорбирования ликвидности в течение длительного времени.

"Мы говорили, что может так случиться (продажи валюты из резервов - наше прим.). Но мы не собираемся тратить золотовалютные резервы, чтобы изымать рубли, если мы перейдем от ситуации со структурным дефицитом к профициту ликвидности. Есть и другие инструменты для того, чтобы изымать излишнюю ликвидность. Необязательно через продажу ЗВР" - комментирует Э. Набиуллина.

Таким образом, во-первых, если по каким-то причинам расходование суверенных фондов ускорится относительно изначального бюджетного плана, в краткосрочной перспективе есть риски перехода к продажам валюты из международных резервов, однако эти продажи не могут быть слишком большими и длительными. Во-вторых, когда переход к профициту рублевой ликвидности во многом зависит от бюджетной политики, альтернативные инструменты изъятия излишних бюджетных поступлений могут понадобиться раньше заявленных сроков (2018 г.), что сопряжено с существенными рисками для инфляции.

Мария Помельникова

maria.pomelnikova@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 за август: признаков фундаментального улучшения не прослеживается

Реального восстановления в промышленности пока не произошло

Падение ВВП во 2 кв. ускорилось до -4,6% г./г. В 3 кв. ситуация несильно улучшится

Монетарная политика ЦБ

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

Падение цены на нефть может «заморозить» планы по снижению ключевой ставки до 2016 г.

Валютный рынок

Замедление падения импорта пока не привело к негативному эффекту на рубль

ЦБ не ждет избыточного спроса на валюту во 2П 2015 г.

Компании по-прежнему рефинансируют существенную часть внешнего долга, но риски для рубля сохраняются

Рынок облигаций

Отметка YTM 11,5% взята: происходит переоценка ожиданий по ключевой ставке

ОФЗ с оптимизмом восприняли решение ЦБ

Инфляция

Недельная инфляция ускоряется, не оставляя поводов для снижения ключевой ставки

Ускорение инфляции в августе: виной слабый рубль

Ликвидность

Ставки денежного рынка остаются повышенными ввиду роста рублевых ставок по свопам

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

Бюджет и долговая политика

Минфин рассматривает возможность пополнения Резервного фонда при нефти выше 50-60 долл./барр.

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

Расходование средств федерального бюджета идет строго по расписанию

Банковский сектор

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается

Юрица дополнили банковскую систему валютой



#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
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674

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
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.