

14 октября 2014 г.

## Пульс рынка

- **Коррекция трансформируется в тренд?** Выходной день в США по случаю празднования Дня Колумба не помешал фьючерсам на американские индексы акций упасть на 1,65% без явных поводов для коррекции (в последнее время на американских рынках такое часто происходит). Давление оказывает риск заметного спада европейской и замедления китайской экономик на фоне роста политической неопределенности (события на Украине, Ближнем Востоке, в Гонконге). У инвесторов есть слабая надежда на то, что такие внешние условия заставят ФРС отказаться от повышения ставок в начале 2015 г. Доходности 10-летних UST просели на 2 б.п. до УТМ 2,26%), что пока позволяет российским суверенным бондам игнорировать падение цен на нефть. Кстати говоря, в СМИ появилась новая версия этой тенденции: за счет демпинга (когда цена на нефть удерживается около 80 долл./барр. 1-2 года) Саудовская Аравия хочет отвоевать большую долю рынка, вытеснив производителей с высокой себестоимостью. Это выглядит странно, учитывая, что ОПЕК как раз и создавалась для стабилизации цен на нефть, при этом, если Саудовская Аравия рассчитывает на рост цен после окончания демпингового периода, то стоит ожидать, что замороженные проекты с высокой себестоимостью добычи будут возобновлены. Напомним, что при средней цене на нефть ниже 98 долл./барр. в 2015 г. бюджет Саудовской Аравии станет дефицитным. Сегодня интерес представляет публикация макростатистики по ЕС (промпроизводство в августе и обзор ZEW по деловой активности), которая может усилить "медвежий" настроения.
- **Для погашения 100 млрд долл. в 2015 г. потребуются вмешательство ЦБ.** По оценке регулятора, в 2015 г. российским компаниям и банкам предстоит выплатить ~100 млрд долл. по внешнему долгу. Отметим, что с августа (после введения секторальных санкций, запрещающих резидентам США/ЕС предоставлять долгосрочное финансирование ряду российских компаний и банков) погашение внешнего долга посредством конвертации рублевых кредитов, привлеченных в локальных банках (под рефинансирование от ЦБ/Минфина), стало одним из основных факторов дополнительного спроса на валюту и привело к заметному обесценению рубля к корзине (с 37,5 руб. до 45,33 руб.). Поскольку рынок валютных свопов сузился, а валютные пассивы банков РФ сократились (в июле-августе отток валютных средств со счетов клиентов превысил 10 млрд долл.), компании не могли получить от российских банков валютные кредиты (их прирост оказался нулевым), и погашение внешнего долга происходило за счет рублевых кредитов (их объем вырос на 325 млрд руб. в июле-августе). По данным ЦБ, в июле-сентябре объем погашений составил 36,8 млрд долл., а задолженность банков перед государством выросла на 560 млрд руб. (~14 млрд долл.). Таким образом, за счет рублевых средств было погашено лишь ~25-30% внешнего долга, остальное могло быть осуществлено за счет накопленной валютной ликвидности и/или собственного операционного валютного потока компаний. Тем не менее, даже этого объема хватило, чтобы оказать существенное давление на рубль. В условиях стабильного ослабления рубля появляется и спекулятивный фактор, когда экспортеры могут придерживать валюту в ожидании дальнейшего падения курса рубля (этому способствует и обесценение нефти). По этой причине долг в 100 млрд долл., погашаемый в следующем году, может оказать сильное давление на курс рубля и может потребоваться мин. 30 млрд долл., что эквивалентно росту корзины более чем на 3-4 руб. при текущем режиме интервенций (но стоит отметить, что, по заявлениям ЦБ, в 2015 г. действующий механизм будет упразднен, и формально будет введен режим свободного плавления с правом регулятора вмешиваться в экстренных случаях). Этого удастся избежать, если ЦБ увеличит объем валютной ликвидности в системе через интервенции (увеличение предложения валюты на верхней границе коридора) и/или валютное РЕПО (последняя опция с точки зрения ЗВР и текущей монетарной политики была бы более предпочтительной).

## Темы выпуска

- Минфин закладывает траты из Резервного фонда

## Минфин закладывает траты из Резервного фонда

Согласно заявлениям представителей Минфина, ведомство планирует заложить в бюджеты 2015-2017 гг. возможность расходования 1,5 трлн руб. из Резервного фонда (сейчас его объем составляет 3,5 трлн руб.). Это связано с недавним падением цен на нефть: стоимость барреля марки URALS сейчас находится около 87 долл./барр. при заложенных в бюджете 100 долл./барр.

Произошедшее ослабление рубля пока не полностью компенсирует с точки зрения бюджетов 2015-2017 гг. более низкую цену на нефть. Так, курс доллара сейчас находится на уровне 40,6 руб. при заложенном в бюджете на 2015 г. 37,7 руб. По оценкам Минфина, если ситуация с ценой на нефть и курсом рубля не изменится, то бюджет в 2015 г. недополучит 500 млрд руб., и, соответственно, эти средства придется брать из Резервного фонда.

Вместе с тем, необходимо отметить, что курс рубля сейчас далек от равновесия и его ослабление сдерживается интервенциями ЦБ. То есть при прочих равных в среднесрочной перспективе цене на нефть 87 долл./барр. (в среднем за год) соответствует более слабый рубль, и потери бюджета от падения нефти должны быть ниже. То, что ситуация с нефтегазовыми доходами может быть лучше, чем опасается Минфин, хорошо иллюстрирует этот год. Произошедшее ослабление рубля до последнего времени полностью компенсировало для бюджета падение цен на нефть. Поэтому наши опасения, что при ее снижении до 90 долл./барр. бюджет начнет испытывать проблемы уже в 2014 г., не оправдались. За январь-сентябрь 2014 г. профицит федерального бюджета составил 1,1 трлн руб. по сравнению с 590 млрд руб. за аналогичный период прошлого года. Если заложить в дальнейшем умеренное ослабление рубля к доллару (41,5 руб. к концу 2014 г.) и цены на нефть не сильно ниже 90 долл./барр., то, по нашим оценкам, профицит федерального бюджета за 2014 г. может составить 500-600 млрд руб. (прогноз Минфина - 200 млрд руб.).

В то же время, даже если в рублевом выражении нефтегазовые доходы в 2015-2017 гг. снизятся не так сильно, как опасается Минфин, значительные траты средств Резервного фонда в этот период вполне вероятны. Однако связано это будет со стагнацией нефтегазовых доходов в условиях слабого экономического роста и с наращиванием расходов сверх плана в связи с необходимостью компенсировать более высокую инфляцию (индексация зарплат и других выплат), а также направлять дополнительные средства на поддержку экономики и пострадавших от санкций компаний. При этом вряд ли возможен рост нефтегазовых доходов (и, соответственно, отсутствие трат из Резервного фонда) за счет более сильного ослабления рубля (чем снижение цен на нефть), т.к. ЦБ, скорее всего, будет сдерживать чрезмерное падение курса из опасений раскрутки инфляции и угрозы финансовой стабильности.

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Промышленное производство в августе на нуле

Данные по ВВП маскируют снижение экономической активности

МЭР обновляет прогнозы

### Валютный рынок

Рубль учится "плавать"

### Монетарная политика ЦБ

Новые оттенки денежно-кредитной политики ЦБ РФ

ЦБ сделал паузу

### Долговая политика

Минфин не теряет оптимизма в отношении рынка ОФЗ

### Рынок облигаций

Сценарий введения запрета на покупку западными инвесторами госбумаг РФ

Без пенсионных накоплений: нейтрально для ОФЗ, негативно для остальных

Облигации регионов: доходная возможность или новые риски?

### Платежный баланс

Импорт падает не только из-за ответных санкций РФ

### Инфляция

Запрет на импорт: роста цен не избежать

Инфляция еще не сильно почувствовала запрет на продовольственный импорт

### Ликвидность

Рост RUONIA сдерживается повышенным спросом на валютную ликвидность

Новые причуды денежного рынка

### Бюджет

Бюджет 2014: трудности впереди

### Банковский сектор

Отток валютной ликвидности снизил рублевые ставки

Запас капитала банков РФ позволяет абсорбировать возможный убыток по украинским активам

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
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. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

### 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
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
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «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. 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.