



2 ноября 2015 г.

## Мировые рынки

### Происходит переоценка ожиданий повышения ключевой долларовой ставки

Опубликованная в конце прошлой недели макростатистика по США вновь оказалась нейтральной: базовый индекс PCE (аналог CPI, является альтернативной мерой изменения потребительских цен) в сентябре вырос всего на 0,1% м./м., а годовой рост остался на уровне 1,3%. Американские рынки не нашли повода для продолжения роста, что, скорее всего, стало следствием переоценки ожиданий относительно повышения ключевой долларовой ставки в декабре: вероятность этого события, предполагаемая фьючерсами, поднялась до 50% (против 33% до последнего заседания FOMC). По-видимому, исключение фразы относительно внешних рынков было воспринято участниками как сигнал к повышению ставки в случае, если в американской экономике в ноябре-декабре не произойдет что-то неординарное. В то же время, экономические данные по Китаю, из-за которых ФРС воздержался от повышения ставки в сентябре, вновь указывают на спад перерабатывающей промышленности (индекс менеджеров по закупкам PMI в октябре составил 48,3 против 47,2 в сентябре). Китайские индексы акций демонстрируют снижение (-1,7%). Несмотря на слабую макростатистику по Китаю и увеличение вероятности повышения ставки в декабре, нефти удалось подорожать до 49,6 долл./барр., что позволило суверенным бондам РФ продолжить ценовой рост (1-1,5 п.п.). Лучшие рынки выглядели бонды RUSB 15, 16 (более чем на 4 п.п. до 84-90% от номинала), которые с момента открытия нашей рекомендации на покупку (см. комментарий от 10 сентября 2015 г.) выросли в цене на 30-40 п.п. Катализатором, скорее всего, стало сообщение о поступлении в капитал 1-го уровня средств (29 млрд руб.), полученных от списания субордов RUSB20, 24. Мы считаем, что потенциал для роста еще не исчерпан.

## Валютный и денежный рынок

### Заседание по ставке: ЦБ проявил стойкость. См. стр. 2

Для нас сохранение ставки неизменной (11%) в минувшую пятницу не стало сюрпризом, потому что в отличие от участников рынка, закладывавших 50 б.п. ее снижения, мы не видели для этого фундаментальных оснований. Как мы и ожидали, ЦБ мотивирует свое решение наличием повышенного уровня инфляционных ожиданий. Наиболее важной информацией мы видим появление в пресс-релизе фразы о том, что "по мере замедления инфляции в соответствии с прогнозом ЦБ возобновит снижение ключевой ставки на одном из ближайших заседаний". Это не исключает, что ЦБ может снизить ставку уже в декабре 2015 г. (безусловно, в отсутствие внешних шоков). Но вероятность этого сценария снижается ввиду роста инфляционных ожиданий и рисков для рубля в декабре (из-за погашения внешнего долга). В связи с этим мы сохраняем наш базовый прогноз - возобновление снижения ставки в 1 кв. 2016 г. (по 50 б.п. в январе и марте).

Вопреки ожиданиям, рубль не отреагировал на неснижение ставки ослаблением, так как распродаж на долговом рынке так и не произошло. Но если ожидания рынка не реализуются на горизонте нескольких месяцев, в начале следующего года можно ожидать дополнительный негативный эффект на рубль.

По нашим оценкам, даже если инфляция будет оставаться несколько выше ориентиров ЦБ, то под воздействием низкой экономической и кредитной активности, а также падения реальных доходов населения ее тренд останется нисходящим, так что в базовом сценарии снижение ставки - вопрос ближайших заседаний.

## Рынок ОФЗ

### Участники вяло отреагировали на неожиданное ими решение по ключевой ставке

Несмотря на то, что решение ЦБ РФ оставить ключевую ставку без изменений ожидало лишь 23% трейдеров, согласно опросу Tradition, распродажи не последовало (длинные 26207 временно ушли на отметку YTM 10,1% а ближе к вечеру вернулись на уровень YTM 10,05%, также заметных движений не произошло и в среднесрочных выпусках). По-видимому, локальные участники теперь верят в то, что ЦБ снизит ставку на следующем заседании (11 декабря). Нерезиденты главным образом ориентируются на курс, и пока он стабилен (в конце недели произошло укрепление до 63,85 руб./долл.), в том числе, благодаря нефти Brent, которая превысила отметку 49 долл./барр. По нашим оценкам, перенос цикла снижения ключевой ставки еще минимум на 1,5 месяца транслируется в повышение средней ставки РЕПО в предстоящие 12 месяцев на 50 б.п. до 9,86%, которая предполагает весьма низкую маржу ОФЗ, что, скорее всего, сделает рынок классических госбумаг более чувствительным к курсу рубля. Мы считаем классические ОФЗ неинтересными для покупки. Лучшей им альтернативой являются плавающие выпуски 6M RUONIA+.

## Заседание по ставке: ЦБ проявил стойкость

В пятницу ЦБ оставил ключевую ставку без изменений на уровне 11%. Для нас такое решение Банка России не стало сюрпризом, потому что в отличие от участников рынка, закладывавших 50 б.п. ее снижения, мы не видели для этого фундаментальных оснований.

Указанные в пресс-релизе аргументы лишь подтвердили наши предположения о том, что основной мотивацией для такого решения стали инфляционные риски. Главной причиной Банк России называет сохранение инфляционных ожиданий на повышенном уровне. Напомним, что по данным опроса инфОМ по заказу регулятора инфляционные ожидания росли и в августе, и в сентябре. Кроме того, инфляция в октябре ускорилась как месяц к месяцу (до 0,7% с начала октября, согласно недельным данным Росстата), так и году к году (вернувшись на уровень 15,6%). В то же время падение экономики не только не ускорилось, но и замедлилось. На основании этих и других дополнительных индикаторов ЦБ делает вывод о том, что баланс инфляционных и экономических рисков существенно не изменился по сравнению с предыдущим заседанием, что видится нам абсолютно оправданным.

Наиболее важной информацией из пресс-релиза мы считаем появление фразы о том, что "по мере замедления инфляции в соответствии с прогнозом ЦБ возобновит снижение ключевой ставки на одном из ближайших заседаний". На наш взгляд, это не исключает, что Банк России может снизить ставку уже в декабре 2015 г., если не будет внешних шоков, и сокращение инфляции будет проходить в рамках планируемой ЦБ траектории: 12-13% к концу 2015 г., менее 8% в 1 кв. 2016 г. и менее 7% в октябре 2016 г. Возможно ли снижение ставки в декабре, а не в январе, будет во многом зависеть от уровня инфляционных ожиданий, которые остаются высокими. Помимо этого, не в пользу снижения ставки в декабре - возможное ослабление рубля под воздействием крупных погашений внешнего долга (21,2 млрд долл.: 16,4 млрд долл. - компании, 4,8 млрд долл. - банки). Поэтому в базовом сценарии мы по-прежнему основываемся на предположении возобновления цикла снижения ставок в 1 кв. 2016 г. (по 50 б.п. в январе и марте). В целом, препятствием для снижения ставки с точки зрения ЦБ кроме инфляционных ожиданий может быть ухудшение внешней конъюнктуры, пересмотр регулируемых тарифов на 2016-2017 гг. и смягчение бюджетной политики.

Мы обращаем внимание, что ЦБ больше не упоминает эффект переноса ослабления рубля на инфляцию. Хотя данный эффект является разовым фактором и в отсутствие дальнейшего ослабления рубля уже практически не будет влиять на среднесрочный уровень инфляции, на данный момент он продолжает негативно сказываться на инфляционных ожиданиях. Кроме того, исходя из ускорения инфляции в октябре складывается впечатление, что эффект девальвации продолжит оказывать давление на цены более продолжительное время, чем заложено в прогнозах ЦБ.

В сценарии неизменной ставки мы ожидали, что рубль может отреагировать существенным ослаблением, поскольку ожидания большинства участников рынка о снижении ставки на 50 б.п. не реализовались. Однако рубль, на удивление, практически не отреагировал на неснижение ставки и к концу пятницы продемонстрировал даже небольшое укрепление (с 64,48 до 63,88 руб. против доллара). Мы склонны связывать это с тем, что вопреки общим опасениям распродаж на долговом рынке не произошло, поскольку рынок продолжает верить в снижение ставки если ни на этом, то на следующем заседании. Однако, если ожидания рынка не реализуются на горизонте нескольких месяцев, негативной коррекции рынка и связанного с этим давления в сторону ослабления рубля в начале следующего года не избежать.

По нашим оценкам, даже если инфляция будет оставаться несколько выше ориентиров ЦБ (менее 8% в 1 кв. 2016 г. и около 7% в апреле-октябре 2016 г.), то под воздействием низкой экономической и кредитной активности, а также падения реальных доходов населения ее тренд в среднесрочной перспективе останется нисходящим, так что в базовом сценарии снижение ставки - вопрос ближайших заседаний.

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.