

## Пульс рынка

- ▶ **Санкции США не заставили себя долго ждать.** В пятницу вечером были опубликованы новые ограничительные меры США. В целом, как и ожидалось, они не сильно отличаются от санкций ЕС против РФ. Основной их целью продолжает быть российский нефтегазовый сектор. В список компаний, которым ограничен доступ к американскому финансированию (свыше 90 дней), были добавлены Газпром нефть и Транснефть. Кроме того, США запретили экспорт в РФ оборудования, технологий и нефтесервисных услуг для проектов по разведке и добыче нефти в Арктике, глубоководному бурению, добыче сланцевой нефти. Эти ограничения были введены для проектов Газпрома, Газпром нефти, Роснефти, но также, в отличие от аналогичных мер ЕС, затронули и частные компании: ЛУКОЙЛ и Сургутнефтегаз. Мы по-прежнему считаем, что компаниям грозят долгосрочные риски в случае, если санкции продлятся более года. Наиболее уязвимы, по нашему мнению, проекты Роснефти и Газпром нефти (в частности, находящиеся на стадии ранней добычи Сахалин-1 (проект Роснефти с ExxonMobil) и Приразломное (Газпром нефть). Также, по аналогии с санкциями ЕС, была сокращена максимальная срочность финансирования, предоставляемого российским госбанкам (с 90 до 30 дней), в этот список был добавлен и Сбербанк (по данным СМИ, банк рассматривает различные возможности привлечения валютного фондирования от ЦБ, пока, однако, регулятор не видит необходимости в предоставлении валютных кредитов банковской системе). Между тем, МЭР уже заявил, что при необходимости компаниям, попавшим под санкции, будет оказана господдержка. Ожидаемо рубль начал неделю снижением (на 30 копеек к бивалютной корзине до 43,1 руб.). В настоящее время рынки ждут, как на новые санкции ответит Россия. В пятницу В. Путин заявил, что ответные шаги могут последовать, а могут и нет, и что он ждет предложений Правительства. Из международных новостей текущей недели стоит отметить предстоящее заседание FOMC, которое закончится в эту среду. По его итогам рынки ожидают ужесточения риторики ФРС в пользу более скорого повышения ставок.
- ▶ **ЦБ сделал паузу.** По итогам заседания в пятницу ЦБ оставил ключевую ставку неизменной (8%), тогда как многие участники рынка ожидали ее повышения. Мы склонялись к реализации такого сценария, учитывая неопределенность, связанную с масштабом/продолжительностью инфляционного эффекта от запрета на импорт, а также то, что введение сейчас монетарных мер для подавления шока предложения имело бы весьма ограниченный эффект. Наиболее важной информацией из пресс-релиза ЦБ, на наш взгляд, является повышение прогноза по инфляции: с учетом новых рисков (среди которых и запрет на импорт) регулятор теперь признает, что инфляция с высокой вероятностью превысит 7% по итогам 2014 г., тогда как ранее его ожидания были более оптимистичны (6%). Причем Банк России ясно дает понять, что в случае если непредвиденные инфляционные факторы (например, связанные с внешнеторговыми ограничениями) приводят лишь к временному всплеску цен, немонетарны по природе, будут иметь непродолжительный характер и не мешают возвращению инфляции с течением времени на среднесрочную траекторию (4% с 2016 г.), то регулятор на такие изменения не реагирует. В то же время, для ЦБ будет играть решающее значение продолжительность воздействия таких факторов, их влияние на инфляционные ожидания, а также риски распространения инфляционной волны на более широкий круг товаров - в таком случае, ЦБ может и поменять политику. Не стоит забывать и про то, что значительную роль в решении по ставкам в ближайшее время будут играть геополитические риски. Между тем, на текущий момент создается впечатление, что в отсутствие каких-либо шоков (прежде всего, связанных с обострением ситуации на Украине), ЦБ пока не видит серьезных причин для дальнейшего ужесточения политики, считая, что предыдущие меры еще не полностью отразились на инфляции.

## Темы выпуска

- ▶ Новые оттенки денежно-кредитной политики ЦБ РФ

## Новые оттенки денежно-кредитной политики ЦБ РФ

В пятницу ЦБ опубликовал проект Основных направлений денежно-кредитной политики на 2015 г. и период 2016-2017 гг.". Документ примечателен наличием множества важных деталей и разъяснений относительно дальнейших перспектив перехода к таргетированию инфляции и особенностей текущей монетарной политики. К числу важных моментов мы относим:

### Монетарная политика

- ЦБ подчеркивает, что при принятии решения по ставкам не будет реагировать на временные немонетарные факторы;
- ЦБ вводит долгосрочный ориентир по инфляции: 4% с 2016 г.;
- ЦБ разъяснил причины отклонений инфляции от цели, ожидается продолжение подобной практики;
- Индикатором риска для ЦБ является длительность и устойчивость инфляционных факторов, их влияние на инфляционные ожидания, риски распространения на цены широкого круга товаров;
- Процентная политика ЦБ взвешена, не допустит чрезмерного охлаждения экономики;
- ЦБ планомерно повышает прозрачность, обещает более полное раскрытие информации, диалог с бизнесом и экспертным сообществом.

### Валютный курс

- С 2015 г. ЦБ отказывается от контроля над курсом, коридор, скорее всего, будет отменен, останутся экстренные разовые/нерегулярные интервенции и операции для Минфина.

### Процентная ставка/Ликвидность

- Основной ориентир - ключевая ставка, политика лимитов ЦБ не влияет на смягчение/ужесточение, необходима лишь для оперативного управления ликвидностью;
- ЦБ признает структурный дефицит ликвидности, который сохранится в ближайшие годы.

**Монетарная политика.** Принципиально новой информацией нам видится то, что ЦБ в явном виде сообщает, что не планирует реагировать на инфляционные факторы, которые носят временный и немонетарный характер. Ранее столь четкие пояснения с точки зрения отношения ЦБ к немонетарным причинам инфляции в документе не присутствовали. Появление данных примечаний оставляет надежду на то, что действия регулятора в отношении ставок будут опираться лишь на предотвращение устойчивых и долгосрочных инфляционных факторов, а реакции на непредвиденные краткосрочные всплески цен не будет. Таким образом, есть надежда на то, что ужесточение монетарной политики нельзя будет назвать чрезмерным. Более того, в документе ЦБ заверяет, что текущая направленность денежно-кредитной политики такова, что не должна приводить к сильному охлаждению экономики.

Еще один важный момент в новом документе заключается в том, что, как и анонсировалось, ЦБ вводит долгосрочный ориентир по инфляции в 4%. Банк России планирует достигнуть этого уровня с 2016 г. и поддерживать его впоследствии. Напомним, что в последнее время регулятор многократно говорил о том, что ключевыми ориентирами для него являются не текущие уровни инфляции (которые могут быть подвержены влиянию разовых факторов, как это происходит сейчас), а среднесрочные ориентиры. В качестве основных таргетов сейчас ЦБ называет уровни 2015-2016 гг. (4,5%, и 4%, соответственно), а теперь еще и долгосрочный ориентир. В частности, исходя из этого, у нас складывается впечатление, что определяющими для принятия решения по ставкам Центробанком являются инфляционные риски, реализующиеся на горизонте 1-1,5 лет.

В свою очередь, ЦБ поясняет, что если какие-либо временные факторы привели к росту инфляции, но имеют кратковременный характер и не препятствуют, по его оценкам, возвращению показателя инфляции к таргетируемому значению в обозначенный период, то на такие факторы он реагировать не будет. Причем регулятор дает понять, что сейчас к таким

факторам можно отнести внешнеторговые ограничения, так как пока эти риски в его глазах не будут носить длительный характер.

Одновременно ЦБ дает четкое определение параметрам, которые могут послужить причиной внезапного изменения монетарной политики: устойчивость и продолжительность инфляционных рисков, их воздействие на инфляционные ожидания, а также степень распространения инфляционного давления на широкий круг товаров. Таким образом, если временный инфляционный фактор на практике оказался более продолжительным, или его воздействие привело к "перекидыванию" инфляционных рисков на другие категории товаров, то мнение ЦБ относительно него может измениться и привести к действию по ставкам.

Именно по причине того, что временные факторы не должны приводить к нарушению долгосрочной цели по инфляции, ЦБ заявляет о том, что не планирует менять целевые параметры инфляции по мере появления тех или иных рисков. Прозрачность и фиксированность инфляционных ориентиров направлена на повышение доверия к действиям ЦБ и на подавление необоснованных инфляционных ожиданий. Предполагается, что изменениям будет подвергаться только прогноз по инфляции, и если он превышает обозначенный ориентир (как сейчас), ЦБ будет приводить разъяснения отклонения фактической инфляции от цели, и делать это, как складывается впечатление, регулярно. Причем ЦБ впервые приводит перечень возможных причин несоблюдения цели по инфляции. В текущих условиях к ним относятся ухудшение геополитической ситуации и связанное с ним ослабление рубля, введение внешнеторговых ограничений (запрет на импорт), неблагоприятная конъюнктура на рынках отдельных продовольственных товаров.

**Валютный курс.** Риторика нового документа лишь закрепляет ранее обозначенные шаги. ЦБ напоминает, что решение по переходу на плавающий курс является неотъемлемой частью на пути к таргетированию инфляции, которое осуществляется последние годы. ЦБ заверяет, что завершит переход к режиму плавающего валютного курса к концу 2014 г. Причем, если ранее подробности нового курсового механизма были неясны, что давало пространство для различных версий, то теперь ЦБ говорит, что "прекратит использование интервала допустимых значений рублевой стоимости бивалютной корзины (операционного интервала) и откажется от проведения регулярных валютных интервенций, направленных на сглаживание колебаний курса". Другими словами, это означает, что регулятор полностью откажется от целевого валютного коридора, в рамках которого он ранее сдерживал курс, равно как и от регулярных интервенций. То есть не будет ни границ коридора, ни интервенций, которые приводят к его сдвигу. Для сравнения, на текущий момент интервенции внутри коридора уже равны нулю, на границе не ограничены и приводят к сдвигу коридора каждые 350 млн долл. интервенций.

Между тем, регулятор оставляет за собой право в случае необходимости, если создается угроза финансовой стабильности (как это было в марте) выйти на валютный рынок. Мы отмечаем, что такие интервенции, очевидно, будут носить непредсказуемый и нерегулярный характер. У нас складывается впечатление, что ЦБ не будет прописывать критерии, которые могут повлиять на решение о введении подобных экстренных интервенций, что логично, поскольку они труднопрогнозируемы и не поддаются однозначной классификации. Нет информации и о том, сколько могут составлять такие интервенции: вполне вероятно, решение об их объемах также будет приниматься по ситуации в зависимости от силы желаемого эффекта. Мы полагаем, что такой механизм с элементом неопределенности для участников рынка может оказаться действенным, поскольку ограничивает возможности для "просчитывания" шагов ЦБ со стороны спекулянтов. При этом экстренные интервенции могут происходить в разных ситуациях, не только в негативных условиях, но и в случае сильного притока капитала в страну и чрезмерного укрепления валюты.

Кроме того ЦБ "сохранит возможность проведения интервенций, связанных с пополнением или расходованием Минфином средств суверенных фондов". Планируется, что "равномерное распределение объемов позволит ограничить влияние указанных операций на динамику курса рубля."

**Процентная ставка/Ликвидность.** ЦБ подчеркивает, что монетарная политика осуществляется лишь за счет управления ключевой ставкой и посредством ее влияния на стоимость коротких средств на межбанковском рынке. ЦБ таргетирует только короткие ставки, не вмешиваясь в рыночные механизмы, предполагая, что короткие ставки передадут импульс стоимости других инструментов в банковском секторе. При этом Банк России отмечает, что управление объемами/лимитами рефинансирования не влияет на смягчение/ужесточение политики, а направлено лишь на оперативную коррекцию уровня ликвидности в системе. Мы понимаем это так, что краткосрочное чрезмерное увеличение/сужение лимитов продиктовано ликвидацией дисбалансов ликвидности в системе, должно носить лишь разовый характер и не создавать однонаправленного влияния на ставки.

Наиболее неожиданным моментом мы считаем то, что ЦБ в явном виде не просто признает наличие структурного дефицита ликвидности, но и прогнозирует его сохранение в более отдаленной перспективе. Помимо этого, ЦБ дает оценки своим опасениям: в 2015-2017 г. рост дефицита ликвидности может составить 0,3-0,8 трлн руб. ежегодно, что кажется нам более чем реалистичным. При этом регулятор отмечает, что "с высокой вероятностью потребность в рефинансировании банков будет расти быстрее, чем объем ценных бумаг в их портфелях". А это при прочих равных условиях означает, что давление в сторону роста краткосрочных ставок сохранится в ближайшие годы.

Важным решением служит взаимодействие с Минфином по вопросам управления бюджетными остатками. Предполагается, что лимит по неиспользуемым остаткам на счетах Казначейства будет более жестким, что приведет к более активному размещению ведомством средств на депозитах банков, и, соответственно, более комфортному состоянию ликвидности. Кроме того, продолжается работа по повышению равномерности распределения бюджетных расходов в течение года, что повысило бы приток бюджетных средств в систему в начале года.

Банк России подтверждает готовность предоставления рынку необходимых объемов ликвидности, но в то же время тональность документа по этому поводу не слишком оптимистична. Если посмотреть на перечисленные ЦБ меры по расширению ликвидности, то создается впечатление, что ЦБ задействует все возможные очевидные решения, даже если их потенциал не столь велик. Теперь регулятор не исключает возможности предоставления беззалогового финансирования в случае исчерпания залоговых инструментов.

Среди наиболее значимых мер мы отмечаем среднесрочную задачу по увеличению потенциала РЕПО. Однако в документе говорится лишь о том, что планируется увеличить емкость рынка за счет новых размещений, что при текущей конъюнктуре затруднительно. В то же время нет информации о возможном смягчении требований к бумагам из Ломбардного списка, что традиционно рассматривается как одна из опций в более жестких сценариях.

Кроме того, как и прежде, ЦБ будет делать акцент на аукционы 312-П, гарантируя их регулярное проведение и совершенствуя механизм данного инструмента. Напомним, что это пока единственный долгосрочный инструмент, и ЦБ сохранит годовые аукционы, которые могут проводиться не только в заявленные даты, а также сроком до 549 дней (по фиксированным операциям). Более длинное фондирование призвано помочь избежать давления дефицита ликвидности на балансы банков.

Еще одной важной мерой является запуск наряду с действующими операциями РЕПО аукционов валютного свопа на 1-7 дней, что, по нашему мнению, могло бы удешевить данный инструмент, а также повысить его срочность.

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика июня: у населения «пропал аппетит»

Промышленность в июне: «маски» сняты

Новый официальный макропрогноз: рост «вопреки»

### Валютный рынок

ЦБ продолжает повышать гибкость курса

### Монетарная политика ЦБ

Решение по ставкам ЦБ: эффект внезапности

### Долговая политика

Минфин в два раза урезал план по заимствованиям на внутреннем рынке

### Рынок облигаций

ОФЗ дороги даже при инфляции 6% за 2014 г.

Облигации регионов: доходная возможность или новые риски?

### Платежный баланс

Торговый баланс: импортная поддержка

Отток капитала — худшее позади

### Инфляция

Снижение инфляции не оправдывает ожиданий

Инфляция «болеет» вместе со свиньями

### Ликвидность

Годовой аукцион 312-П принесет в банковскую систему 200 млрд руб.; позитивно для ставок

ЦБ увеличивает потенциал кредитов по 312-П

ЦБ снижает дисконты по залогам

Новая схема фондирования от ЦБ РФ: адресное решение проблем с ликвидностью

### Бюджет

Слабый рубль и высокая цена на нефть принесут бюджету незапланированные 760 млрд руб. в 2014 г.

Минфин ограничивает "аппетиты" МЭР

### Банковский сектор

Валюта и рубли уходят со счетов корпоративных клиентов

Чистый спрос населения на валюту в мае вновь усилился

Запас капитала банков РФ позволяет абсорбировать возможный убыток по украинским активам

## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

### Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Машиностроение

Гидромашсервис

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк

## 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
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
Карина Клебенкова		(+7 495) 721-9983

---

### 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 Шопедько		(+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.