

## Пульс рынка

- ▶ **Л. Саммерс не будет следующим главой ФРС.** Основным событием в пятницу стал самоотвод Л. Саммерса в качестве кандидата на пост главы ФРС. Напомним, что его кандидатура являлась наиболее вероятной (при поддержке Б. Обамы) после окончания срока полномочий действующего главы Б. Бернанке. Самоотвод Л. Саммерса, не являющегося сторонником монетарных стимулов, отражает возникшие разногласия среди демократов по поводу дальнейшего курса денежно-кредитной политики ФРС, при этом, судя по всему, президент не может рассчитывать на поддержку и среди республиканцев. В этой связи решение вопроса по госдолгу США (в октябре-ноябре) может встретить значительные трудности, переключив рыночные настроения в состояние "risk-off". Реакцией рынка UST стало снижение доходностей (10-летние бумаги опустились ниже YTM 2,9%), что позволило суверенным бондам РФ продемонстрировать ценовой рост (при этом премия недавно размещенных бондов уже практически исчезла). Соглашения, достигнутые в Женеве, по дипломатическому решению проблемы вокруг Сирии (посредством передачи располагаемого страной химоружия под контроль международных наблюдателей) поддержали аппетит к риску (американские индексы акций подросли на 0,3%) и оказали негативное влияние на сырьевые рынки (нефть Brent подешевела на 0,8-0,9% до 111 долл./барр.).
- ▶ **Ждем роста напряженности на денежном рынке.** На прошлой неделе ситуация на денежном рынке была в рамках наших ожиданий: ставка RUONIA колебалась у 6,1% по сравнению с 5,9% неделей ранее. Так как никаких значимых налоговых платежей за это время не происходило, бюджет продолжал быть источником ликвидности для банков. Однако в связи с началом нового периода усреднения произошел рост корсчетов с 600 до 830 млрд руб., что и обусловило умеренный рост дефицита ликвидности. Задолженность по РЕПО с ЦБ за неделю повысилась с 2,1 до 2,2 трлн руб. На этой неделе будет уплачиваться основная часть страховых взносов (16 сентября), а также НДС (20 сентября). По нашим оценкам, чистые изъятия ликвидности бюджетом за неделю составят около 150 млрд руб. Поэтому мы ждем умеренного роста дефицита ликвидности: задолженность по РЕПО с ЦБ должна превысить 2,3 трлн руб. Мы обращаем внимание, что 20 августа, после уплаты НДС, задолженность по РЕПО с ЦБ была ниже 2,0 трлн руб., а уровня 2,3 трлн руб. она достигла только в конце месяца. Таким образом, как мы и ожидали, ситуация на денежном рынке в сентябре должна быть значительно напряженнее, чем месяцем ранее, уже на следующей неделе краткосрочные ставки могут повыситься до 6,3%-6,4% (по сравнению с 6,0% в аналогичный период в августе).
- ▶ **Укрепление рубля поспособствовало спросу на ОФЗ.** Прошлая неделя завершилась ценовым ростом госбумаг (так, длинные облигации 26207 снизились в доходности с YTM 7,88% до YTM 7,55%), что, по нашему мнению, было вызвано, главным образом, заметным укреплением рубля (бивалютная корзина потеряла почти 3%), при этом решение ЦБ РФ оставить без изменения ставку РЕПО было воспринято нейтрально (поскольку было ожидаемым). Кстати говоря, такая динамика валютного рынка полностью согласуется с нашими ожиданиями: с момента комментария 29 августа "Рубль и валюты других стран GEM: есть разница", в котором мы отмечали перепроданность рубля, бивалютная корзина подешевела более чем на 1 руб. до 37,12 руб. В настоящий момент рубль уже не выглядит сильно перепроданным, что ограничит дальнейший ценовой рост ОФЗ.
- ▶ **X5 Retail Group (B+/B2/-) выходит на "первичку" с премией к рынку.** В маркетинг вышел X5 с 3-летними БО-2 номиналом 5 млрд руб., озвучив ориентир в диапазоне YTM 9,41-9,73%, который предполагает премию как к обращающимся бумагам эмитента (порядка 20-50 б.п.), так и к выпускам других розничных сетей категории "B": Лента-3 (YTP 9%@ март 2016 г.), О'Кей-2 (YTP 9% @ декабрь 2015 г.).

## Темы выпуска

- ▶ Тихая революция монетарной политики?

## Тихая революция монетарной политики?

ЦБ не снизил ставки, но интригой стало совсем не это...

В пятницу, как мы и ожидали, Банк России не снизил ключевые ставки. Но интригой прошедшего заседания стало отнюдь не решение по ставкам, а последовавшие за стандартным пресс-релизом сообщения.

...а объявление долгожданного нового аукциона по кредитам под нерыночные активы, но лишь на 3 мес. (против 1 года ранее)...

Первым из них оказалась новость о проведении нового аукциона по кредитам под нерыночные активы: его параметры, за исключением срока (всего на 3 месяца против 1 года ранее) и временного запрета на использование поручительств как залога, остались прежними: до 500 млрд руб. под мин. 5,75%. Учитывая, что мы и так прогнозировали скорое объявление нового аукциона, сюрпризом, пожалуй, стала лишь его дата - 14 октября, что видится нам достаточно поздним исходя из прогнозируемого нами обострения ситуации с ликвидностью в ближайшие месяцы. Скорее всего, ЦБ видит потребность в более частом проведении аукционов, чем и обусловлен их перевод на ежеквартальную основу.

... и публикация среднесрочной стратегии о реформе всей системы процентных ставок

То, что действительно оказалось новым, так это неожиданно появившийся пресс-релиз, посвященный реформе всей системы процентных ставок в монетарной политике. По сути, несмотря на то, что ЦБ на протяжении более года постепенно озвучивал свои новые задачи, данный пресс-релиз стал первым, и, судя по всему, основным документом, четко обозначающим среднесрочные цели новой политики Банка России, и, что самое важное, закрепляющим их формально. Некоторые меры по оптимизации механизма управления процентными ставками (сужение границ, упорядочивание ставок на верхней и нижней границе) ЦБ начал осуществлять заблаговременно, но новый пресс-релиз крайне важен, поскольку приводит все рассматриваемые и обсуждаемые ранее инициативы к единой стратегии, которая будет задавать тон всей политике ЦБ на ближайшие годы, и как мы считаем, едва ли в дальнейшем претерпит сколь-нибудь существенные изменения. Особенно важно, что тактика ЦБ становится все более схожей с политикой ключевых стран, давно перешедших на режим инфляционного таргетирования (там центробанки для повышения прозрачности принимаемых ими решений публикуют подобные стратегии на регулярной основе).

В числе озвученных инициатив новой монетарной политики, а также конкретных мер на пути к их достижению мы выделяем следующие:

- **Введение (единой) ключевой ставки ЦБ по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности на аукционной основе на срок 1 неделя**
  - с 13 сентября повышение ставки по депозитам на аукционной основе на срок 1 неделя с 5% до уровня ключевой, т.е. 5,5%.
- **Закрепление параметров и ширины коридора процентных ставок:**
  - ЦБ определяет ширину коридора в 2 п.п.
  - ставки по операциям абсорбирования и предоставления ликвидности на 1 день постоянного действия образуют нижнюю (4,5%) и верхнюю (6,5%) границы коридора, симметричные относительно ключевой ставки (5,5%).
  - снижение ставок по кредитам "овернайт" и кредитам под нерыночные активы и поручительства на 1 день до уровня верхней границы коридора, т.е. 6,5%.
- **Система автоматической настройки (регулирования) ставок:**
  - при принятии ЦБ решения об изменении ключевой ставки границы коридора будут автоматически сдвигаться на величину ее изменения.
- **Меры, для уменьшения числа инструментов ЦБ и устранения их дублирования с 1 февраля 2014 г.:**
  - продолжение предоставления средств на фиксированной основе под разные виды обеспечения (ценные бумаги, права требования, векселя, поручительства, золото, иностранную валюту) по единой ставке, образующей верхнюю границу целевого процентного коридора.
  - отмена о/п РЕПО - вместо этого аукционы РЕПО на 1-6 дней.
  - приостановка проведения всех операций постоянного действия на сроки > 1 дня.
  - приостановка регулярных операций на аукционной основе (ломбардных аукционов на все сроки, аукционов РЕПО на 3 и 12 мес.).

**Выбор ставки по аукционным операциям ЦБ на 1 неделю в качестве ключевой закономерен, т.к. именно они наиболее популярны среди банков**

Прежде всего, отметим, что выбор в качестве нового ключевого ориентира ставки по 1-недельным операциям (5,5%) закономерен, поскольку ставка рефинансирования (8,25%) давно выполняет лишь индикативную роль, а реальная стоимость средств от ЦБ определяется именно ставкой по недельному РЕПО (5,5%, доля в общей задолженности ЦБ - в среднем 60-70%, или 1,96 трлн руб. сейчас). Неожиданным может показаться намеченное Банком России впоследствии (к 1 января 2016 г.) снижение ставки рефинансирования (сейчас 8,25%) до уровня ключевой ставки, но оно логично в свете общей задачи оптимизации всех ставок по инструментам ЦБ в едином гораздо более узком, чем ранее, коридоре (4,5-6,5%).

Лейтмотивом стратегии стала цель по упорядочиванию ставок и ликвидации неэффективных инструментов, а также закрепление основных принципов коридорного механизма управления ставками. Мы и ранее предполагали, что постепенно ЦБ перейдет к управлению единой ставкой, через снижение/увеличение которой будет по цепочке происходить изменение остальных параметров инструментов ЦБ, предполагая в качестве такого ориентира именно стоимость недельного РЕПО (5,5%). Однако то были лишь догадки, а нынешний документ полностью проливает свет на детали нового механизма.

**Теперь для того чтобы на X п.п. сдвинуть параметры всех инструментов ЦБ, регулятору достаточно изменить лишь единую ключевую ставку на те же X п.п. (центральная ставка коридора 4,5-6,5%)**

Принципиальным отличием является то, что ранее Банк России мог изменять лишь отдельные ставки, причем эти изменения зачастую проходили непропорционально (на этапе сужения коридора процентных ставок). Теперь, когда ЦБ окончательно задал границы целевого коридора и определил единую центральную ставку, то вскоре ему достаточно будет изменять только ее, а параметры всех остальных инструментов ЦБ будут "перенастраиваться" автоматически, причем на ту же самую величину. Это, на наш взгляд, сильно повысит действенность монетарной политики и позволит более эффективно удерживать короткие рыночные ставки на уровне центральной/ключевой ставки коридора (сейчас 5,5%), а также будет способствовать удешевлению альтернативных источников рефинансирования от ЦБ, ставка по которым ранее считалась банками "запретительно" высокой. Заметно повлиять такие изменения могут, прежде всего, на ставки по валютным свопам, снижать которые ранее ЦБ не стремился, считая этот инструмент рискованным, а в будущем их сокращения нельзя будет избежать в случае решения о снижении ключевой ставки.

**Ожидаем спроса на новом аукционе...**

Что касается анонсирования нового аукциона по кредитам под нерыночные активы, то его скорое проведение нам виделось необходимым во избежание дальнейшего роста рыночных ставок, поскольку в ближайшие месяцы мы прогнозировали продолжающийся нетто-отток средств из банковского сектора в бюджет. Исходя из оцениваемых нами растущих потребностей банков в рублевой ликвидности, предварительно, мы ожидаем довольно сильного спроса на аукционе. Мы убеждены, что он поможет частично решить проблему исчерпания обеспечения по залоговым инструментам ЦБ - РЕПО (уровень задолженности по которому уже достиг "порогового" значения в 2,2 трлн руб.), но лишь временно и покрыть прирост дефицита ликвидности, ожидаемый в ближайшем будущем.

**...он временно поможет высвободить залог по РЕПО и покрыть прирост дефицита в ближайшие месяцы**

**Среднесрочные планы по отмене о/п РЕПО вызывают опасения**

Среди других изменений настораживают среднесрочные планы по отмене о/п РЕПО (с 1 февраля замена на нерегулярные аукционы 1-6 дней). Практика показала, что банки испытывают трудности с прогнозированием краткосрочной потребности в рефинансировании ЦБ, и удлинение сроков по основному инструменту может ограничить их возможности оперативной компенсации дефицита средств по приемлемой ставке.

**Снижение ставок на следующем заседании считаем крайне маловероятным**

После таких масштабных изменений какие-либо решительные действия по ставкам на следующем заседании едва ли возможны. Э. Набиуллина в пятницу заявила, что "вероятность сохранения ставок на следующем совете ЦБ РФ высокая".

## 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	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система
-------------

### Финансовые институты

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

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Экономика подает сигнал "SOS"

«Мантры» стимулирования экономики

Экономика: стагнация "притворяется" ростом?  
Промышленность «обнулила счет»

### Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

### Валютный рынок

Рубль обновил минимум

### Монетарная политика ЦБ

Какое лекарство «пропишет» экономике ЦБ?

### Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

### Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Отток капитала: предпосылок для позитивной коррекции рубля пока нет

### Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

### Бюджет

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

### Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

### Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

## 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

---

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Антон Кенякин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

### Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

### 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 банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту 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.