



19 сентября 2016 г.

## Экономика

### Банк России снизил ключевую ставку до уровня в 10,0%, но ужесточил риторику

Решение в первую очередь мотивировано снижением инфляции и инфляционных ожиданий населения, в то время как экономическая активность остается слабой. Вместе с тем, для того, чтобы сохранить достигнутые успехи в борьбе с инфляцией, а также немного охладить настроения участников долгового рынка, регулятор дал четкий сигнал, что не будет снижать ключевую ставку до конца года. Хотя для ужесточения риторики регулятора, на наш взгляд, не было явных причин, ЦБ, вероятно, обеспокоен ситуацией с неопределенностью бюджетной стратегии (индексация пенсий и зарплат), а также инерционностью инфляционных ожиданий населения. Кроме того, несмотря на заверения регулятора о способности абсорбировать избыточную ликвидность (с помощью депозитных аукционов и ОБР) без негативных последствий для ставок МБК, мы полагаем, что рост структурного профицита ликвидности в банковской системе является дополнительным риском (в случае активизации кредитования). После сентябрьского заседания интрига по поводу ключевой ставки до конца года исчезла. Мы ожидаем, что снижение возобновится в следующем году, т.к. дезинфляция продолжится в отсутствие внешних и внутренних шоков. При этом скорость смягчения политики, на наш взгляд, будет зависеть от характера бюджетных решений на этот (предложения по пересмотру бюджета планируются в октябре) и на следующий год.

## Рынок ОФЗ

### "Ястребиный" тон ЦБ был негативно воспринят рынком госбумаг

Несмотря на то, что итог заседания совпал с ожиданиями, участники рынка негативно отреагировали на высказывания регулятора относительно будущей динамики ставки, которая, по его мнению, расходится с тем, что сейчас предполагает рынок. Так, в пресс-релизе указано "... участники рынка прогнозируют более быстрое снижение процентных ставок, чем Банк России. При этом их прогнозы по инфляции на конец 2017 г. превышают целевой показатель Банка России в 4%". Отметим, что исходя из спреда ОФЗ 26215 - 52001 (=556 б.п.), рынок предполагает заметно более высокую инфляцию в среднесрочной перспективе (т.е. ЦБ не удастся стабилизировать инфляцию на целевом уровне).

Такие высказывания привели к сдвигу ожидаемой траектории снижения ключевой ставки на более поздний срок. В результате доходности среднесрочных и длинных ОФЗ скорректировались вверх на 10 б.п. (длинные 26207 ушли к УТМ 8,22%), аналогичная коррекция произошла вдоль всей кривой IRS (+10-15 б.п.). Естественно лучше рынка выглядели выпуски 29011, 29006 с плавающей ставкой купона (мы сохраняем рекомендацию на покупку этих бумаг). Мы считаем привлекательными для покупки среднесрочные выпуски (26210, 26216, 26214 с УТМ 8,5-8,6%): их спред к ожидаемой рынком инфляции превышает 310 б.п. Кроме того, исходя из предполагаемой нами траектории, средняя ставка RUONIA в следующие 5 лет составит 7-7,5% (т.е. инвестирование в ОФЗ принесет больший доход, чем в о/п ставки). Риском для длинных ОФЗ является увеличение заимствований Минфина в 4 кв. 2016 г. или в 2017 г., учитывая потенциальное истощение Резервного фонда уже в этом году из-за существенного превышения дефицитом федерального бюджета планового уровня. По нашему мнению, сохранение более жесткой монетарной политики, чем предполагал рынок, является позитивным для локальных банков, особенно для тех из них, кто ближе других находится к бюджетному каналу (ключевая ставка в текущих бюджетных условиях определяет уже не стоимость фондирования, а доходность активов (ОФЗ и депозиты ЦБ)).

## Валютный и денежный рынок

### Впервые за долгое время банковская система испытывает дефицит краткосрочной ликвидности

На прошлой неделе краткосрочные ставки показали неожиданный рост, RUONIA в пятницу впервые с июня превысила ключевую ставку. Объем фиксированного РЕПО (косвенный индикатор дефицита ликвидности) также увеличился со 100 до 200 млрд руб. Основная причина подобной динамики – отсутствие ожидаемого притока средств по бюджетному каналу (-10 млрд руб. за прошлую неделю). Кроме того, в связи с повышением нормы обязательного резервирования из банковской системы ушло 65 млрд руб. (нормы повышены с 1 августа, но с точки зрения ликвидности отчисления увеличились только в середине сентября), а сезонный рост наличности в обращении привел к изъятию еще 60 млрд руб. В результате, вместо ожидаемого Банком России притока ликвидности произошел отток на 130 млрд руб. На текущей неделе в связи с уплатой НДС и началом выплаты НДС и экспортных пошлин бюджет продолжит изымать ликвидность из системы (по нашим оценкам, 50-100 млрд руб.). Поэтому стоит ожидать снижения лимита на завтрашнем депозитном аукционе ЦБ с 400 до 200-300 млрд руб. На этом фоне должно произойти определенное улучшение на денежном рынке, краткосрочные ставки вернуться к уровню ключевой (10,0%).



## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Розничные продажи в мае - потребители продолжают экономить

Восстановление промышленности застопорилось

После хорошего первого квартала экономика сбавила обороты

### Рынок облигаций

ЦБ РФ ожидает дальнейшее снижение доходностей (= большой избыток ликвидности)

Размещение евробондов РФ затянулось на день

Замещение евробондов ОФЗ почти не отразится на ставках

Продажа ОФЗ из портфеля ЦБ РФ: попытка сдержать давление бюджета на ставки

### Банковский сектор

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями

Погашение валютного долга банков перед ЦБ не сопровождается снижением валютных активов

В отличие от валютной, рублевая ликвидность не полностью абсорбируется

### Инфляция

В начале июня инфляция снизилась до 0%

В мае инфляция м./м. с исключением сезонности достигла локального минимума

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ возобновил цикл снижения ставок, однако спешить он не будет

### Ликвидность

Вливания из бюджета в конце марта пока не попали на денежный рынок

Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности

### Валютный рынок

В банковской системе возник избыток ликвидности, несмотря на налоги

В 1 кв. корпоративному сектору удалось полностью рефинансировать свой долг

Платежный баланс за 1 кв. предполагает более слабый рубль

Роснефть поддержала курс рубля своей экспортной выручкой

### Бюджетная политика

Увеличение предложения ОФЗ - почти неизбежно, но не в этом году



# #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	Тинькофф 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
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупаева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

### 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
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
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.