



20 сентября 2016 г.

## Мировые рынки

### Удивит ли FOMC?

Сегодня начинается 2-дневное заседание FOMC, от которого большинство участников не ждет повышения ставки (с вероятностью 80%). Не все 23 первичных дилеров ФРС согласны с консенсусом: Barclays и BNP Paribas не исключают, что ставка все-таки будет повышена (очень редко бывает, когда за столь короткий срок до заседания есть расхождение мнений среди первичных дилеров). В случае если это произойдет, доллар, скорее всего, заметно укрепится, а развивающиеся рынки испытают отток капитала. Нефть дешевеет (до 45,7 долл./барр., Brent) под давлением роста предложения из Нигерии (прекратились атаки со стороны повстанцев), а также на ожиданиях увеличения коммерческих запасов нефти в США.

## Валютный и денежный рынок

### ЦБ снова перешел от депозитных аукционов к аукционам РЕПО

Из-за ухудшения ситуации с рублевой ликвидностью, о которой мы писали вчера, ЦБ РФ решил отменить депозитный аукцион, вместо которого будет проведен аукцион РЕПО с довольно высоким предельным лимитом – 620 млрд руб., максимальным с конца марта. Учитывая, что на прошлой неделе на депозитном аукционе из системы было изъято 400 млрд руб., то ЦБ планирует в среду (день возврата средств с депозита) влить в систему около 1 трлн руб. Подобный масштабный шаг ЦБ нельзя объяснить только уплатой основных налогов месяца – сам регулятор прогнозирует, что чистый отток в бюджет составит только 171 млрд руб. На наш взгляд, ЦБ реагирует на текущую ситуацию на денежном рынке. Так, в понедельник произошел резкий рост спроса банков на ликвидность, им пришлось использовать относительно дорогие (по 11%) инструменты постоянного действия ЦБ: объем фиксированного РЕПО увеличился на 160 млрд руб., а кредитов 312-П - на 330 млрд руб. На этом фоне ставка RUONIA оказалась на уровне 10,6%, на 10 б.п. выше ключевой. Вероятно, что причиной высокого спроса банков была необходимость пополнения корсчетов, которые в последние дни находились на достаточно низком уровне. В понедельник уровень корсчетов вырос с 1,35 до 2 трлн руб. (максимальный уровень с начала апреля). Напомним, что в результате повышения нормы обязательного резервирования (с 1 августа на 75 б.п. по рублевым и валютным обязательствам, но влияние на реальные денежные потоки в середине сентября), банкам, использующим механизм усреднения, необходимо теперь поддерживать более высокий среднемесячный уровень корсчетов. На наш взгляд, выставляя столь высокий лимит по РЕПО на сегодняшнем аукционе – ЦБ перестраховывается, так как банки все-таки не нуждаются в столь большом объеме ликвидности. Поэтому мы не ждем ажиотажного спроса на аукционе, и вполне возможно, что банки не возьмут всего объема. По нашему мнению, в результате действий ЦБ ситуация на денежном рынке успокоится, краткосрочные ставки уже в ближайшие дни могут опуститься ниже ключевой (10%).

## Экономика

### Макростатистика августа: неустойчивые признаки оживления спроса

Макроэкономические данные за август не смогли удивить нас ощутимыми позитивными сдвигами. Динамика потребительского спроса осталась отрицательной в годовом выражении (оборот розничной торговли упал на 5,1% г./г. в августе), в то время как рост реальных зарплат не смог перейти в положительную зону ни в этом (-1% г./г. в августе), ни в прошлом месяце (значение пересмотрено с +0,6% г./г. до -1,3% г./г. в июле). Вместе с тем, в текущих условиях мы и не ожидали заметного и быстрого улучшения динамики макроэкономических индикаторов, наблюдая лишь некоторые неустойчивые признаки оживления экономической активности. Так, месячная динамика оборота розничной торговли в этом месяце смогла выбраться из отрицательной зоны. Устойчивость этой динамики подтверждается средним значением м./м. за последние 3 мес., которое впервые с конца 2014 года оказалось положительным. Главным образом, это происходит за счет роста продаж непродовольственных товаров (+0,5% м./м. с учетом сезонности за последние 3 мес.). Мы полагаем, что такие улучшения обусловлены несколькими факторами. Во-первых, сыграло роль снижение инфляции на непродовольственные товары – с 0,6-0,8% м./м. с учетом сезонности в 1 кв. 2016 г. до 0,4% м./м. с учетом сезонности в июле-августе. Во-вторых, рост потребительской уверенности с начала года не мог не отразиться на потребительских расходах. Вместе с тем, потенциал восстановления спроса остается ограниченным главным образом из-за слабых перспектив роста доходов (динамика номинальных зарплат м./м. с учетом сезонности практически достигла минимальных значений в этом году и продолжает падать – с 0,8% м./м. в начале года до 0,3% в августе). Кроме того, рост депозитов населения продолжается (1-1,15% м./м.), в то время как увеличение задолженности по кредитам происходит медленными темпами (+0,4-0,8% м./м.). В этой связи мы ожидаем, что хотя динамика потребительских расходов в этом году заметно улучшится, они останутся в отрицательной зоне (-2,3% г./г.).

## Банковская система

Высокая рублевая ставка пока позволяет удерживать низкий спрос на иностранные активы. См. стр. 2

## Высокая рублевая ставка пока позволяет удерживать низкий спрос на иностранные активы

**Снижение стоимости риска не транслировалось в прибыль**

Согласно опубликованному обзору банковского сектора, в августе была получена прибыль в размере 73,7 млрд руб. (против 98,8 млрд руб. в июле), при этом с начала года было заработано 532,3 млрд руб., из которых 60% приходится на Сбербанк, тогда как банки Группы ВТБ (ВТБ, ВТБ 24, БМ-Банк) заработали всего 16 млрд руб., ГПБ - 25,4 млрд руб., РСХБ - 4,2 млрд руб. По-видимому, у некоторых банков сокращается процентная маржа, поскольку прибыль по системе снизилась, несмотря на сокращение отчислений в резервы со 106 млрд руб. в июле до 54 млрд руб.

**Отток валюты по кредитно-депозитным операциям**

В валютной части баланса существенного изменения остатков на счетах юрлиц и физлиц не произошло: приток составил 0,8 млрд долл. после существенного оттока, наблюдавшегося в июле (в период уплаты корпорациями дивидендов). При этом в валютное кредитование ушло порядка 1,9 млрд долл., то есть по кредитно-депозитным операциям отток составил 1,1 млрд долл. Несмотря на этот отток, банки продолжили гасить задолженность по валютному РЕПО перед регулятором (на 1,3 млрд долл. до 11,1 млрд долл.) и перед банками-нерезидентами (на 0,5 млрд долл. до 19,7 млрд долл.) за счет своего запаса высоколиквидных активов (остатки на корсчетах и депозитах в банках-нерезидентах), который сократился на 1,7 млрд долл. Кроме того, банки продали валютные ценные бумаги из портфеля на сумму 0,9 млрд долл. (видимо, та часть бумаг, доходности которых ушли ниже 2,5% годовых, ставки валютного РЕПО ЦБ).

**Ввоз капитала за счет сокращения высоколиквидных активов у банков**

Отметим, что наблюдающееся сокращение банками своих высоколиквидных активов (их размер опустился до 48,9 млрд долл. против задолженности перед нерезидентами по МБК - 19,7 млрд долл.) в июле-августе сопровождалось ввозом капитала со стороны частного сектора (исходя из предварительных оценок ЦБ РФ по платежному балансу). Этот ввоз капитала, который обусловлен, в том числе, близкими к нулю ставками у нерезидентов, позволяет компенсировать отток валюты, связанный с погашением внешнего долга и уплатой процентов/дивидендов. Однако, если запас высоколиквидных активов у банков будет снижаться текущими темпами, то уже в середине 2017 г. приток ликвидности по этому каналу прекратится, повысив спрос на валюту на локальном рынке (при прочих равных). В настоящий момент сохранение относительно высокой ключевой рублевой ставки поддерживает низкий спрос на иностранные активы у резидентов и способствует интересу нерезидентов к рублевым активам (прежде всего, ОФЗ), что оказывает поддержку курсу рубля в условиях низкого сальдо счета текущих операций. Кстати говоря, этот фактор указывается в Докладе о денежно-кредитной политике ЦБ РФ в качестве одного из основных (вместе с невысоким ростом экономики = с низким ростом импорта), обеспечивающих относительно небольшой отток капитала по финансовому счету, который, по оценкам ЦБ РФ, не превысит 11 млрд долл. в 2016 г. (за 6 мес. он составил всего 6 млрд долл.) и 18 млрд долл. в 2017 г. То есть ЦБ РФ ожидает, что нефинансовым организациям удастся рефинансировать большую часть внешнего долга 27 млрд долл. в 4 кв. 2016 г. и 70 млрд долл. в 2017 г. (это во многом зависит от цен на нефть и монетарной политики ФРС).

**Повышение ФОР потребовало увеличения рублевого долга перед ЦБ**

В рублевой части баланса на счета клиентов приток средств составил всего 128 млрд руб., что обусловлено временным сокращением бюджетного дефицита (после всплеска расходов в весенние месяцы). Инвестиции в кредитование также оказались почти нулевыми (+20 млрд руб.). Несмотря на то, что в результате кредитно-депозитных операций сформировался избыток средств в размере 108 млрд руб., банкам потребовалось увеличить рублевую задолженность перед ЦБ РФ и Минфином на 493 млрд руб., что, скорее всего, связано с эффектом повышения ФОР (вступившего в силу с 1 августа), о чем косвенно свидетельствует рост остатков на корсчетах в ЦБ РФ на 388 млрд руб. Мы ожидаем сезонную интенсификацию бюджетных расходов в 4 кв., что будет способствовать притоку рублевой ликвидности и дальнейшему снижению стоимости рублевого фондирования у банков.

Денис Порывай  
denis.poryvay@raiffeisen.ru  
+7 495 221 9843



## 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.