



29 сентября 2016 г.

## Мировые рынки

### Итог неформальных переговоров ОПЕК вызвал волну оптимизма

Вчера страны-члены ОПЕК на переговорах в Алжире пришли к предварительному соглашению об ограничении уровня добычи картеля на уровне 32,5-33 млн барр./сутки, что на 240-740 тыс. барр. ниже текущего уровня в 33,24 млн барр./сутки. По оценкам экспертов, лишь сокращение добычи на 0,7-1 млн барр. может иметь значительный эффект на предложение и средние цены. Окончательно решение должно быть принято на официальной встрече ОПЕК 30 ноября в Вене. Если картель пойдет на снижение добычи, то, вероятно, это будет сделано за счет мощностей Саудовской Аравии. Мы полагаем, что к заявлениям ОПЕК об ограничении добычи может присоединиться и Россия (согласно предварительным данным Минэнерго, в сентябре экспорт нефти составил рекордные 11,1 млн барр./сутки), возможно, после официального решения картеля. По нашему мнению, такие ограничения приведут к росту цен на нефть Brent выше 50 долл./барр., но конечный результат будет во многом зависеть от практической реализации мер. Ранее соглашения о заморозке добычи ОПЕК зачастую не соблюдались на практике всеми членами картеля и носили рекомендательный характер. Вчера котировки в моменте прибавили 6%, превысив 49 долл./барр., сегодня произошел их откат до 48,4 долл./барр. Дополнительную поддержку нефти оказывает продолжающееся сокращение запасов сырой нефти в США (уже 4-ю неделю подряд), на прошлой неделе, по данным EIA, они уменьшились на 1,9 млн барр.

Нефть послужила катализатором общего повышения аппетита к риску (американские и европейские индексы акций прибавили 0,5-1%). Выступление на комитете по финансовым услугам Палаты представителей Дж. Йеллен не содержало "ястребиных" сигналов: повышение ставки до конца года возможно, однако в сложившихся условиях "вероятно, потребуется вывод не столь большого" объема стимулирующих мер, как предполагалось ранее.

## Экономика

### Инфляция взяла паузу на отметке в 6,5% г./г.

По оценке Росстата, недельная оценка ИПЦ за неделю с 20 по 26 сентября осталась на уровне 0,1% н./н., накопленная с начала года инфляция составила 4,1%, годовая оценка практически не изменилась (6,5% г./г.). Ключевым фактором перехода инфляции к положительным темпам н./н. является окончание сезонного цикла снижения цен на фрукты и овощи (в октябре мы ожидаем возобновления роста цен на плодовоовощную продукцию). При этом, инфляция в остальных сегментах не изменилась, поэтому при сохранении текущих тенденций в динамике компонент инфляция к концу сентября останется вблизи текущих уровней (6,5% г./г.).

### Снижение инфляции до 4%: ЦБ рассчитывает на Минфин

Вчера ЦБ представил проект Основных направлений ДКП на 2017-2019 гг. Несмотря на довольно консервативные предпосылки по нефти в базовом сценарии (40 долл./барр. в 2017-19 гг.), на наш взгляд, ЦБ довольно оптимистично оценивает возможности Минфина по бюджетной консолидации. В частности, регулятор отмечает, что для достижения целевого уровня по инфляции в 4% в 2017 г. необходимо не только поддержание жесткой монетарной политики, но и умеренные темпы индексации тарифов (4,5-4,9% в 2017 г.) наряду с оптимизацией бюджетных расходов. Мы полагаем, что вряд ли удастся обойтись без индексации социальных расходов, на данный момент планы Минфина косвенно это предполагают (фиксация расходов на уровне 15,8 трлн руб. при сокращении несоциальных статей на 6% означает рост социальных расходов). Таким образом, риски для инфляции со стороны роста бюджетных расходов кажутся нам более существенными, и устойчивое сохранение инфляции на уровне 4% пока представляется маловероятным (мы ожидаем инфляцию около 5,5% в 2017 г.). В целом, регулятор сам отмечает, что влияние немонетарных факторов на инфляцию (курс рубля, расходы бюджета, налоговая политика) велико, и в негативном сценарии воздействие ЦБ на фактор спроса не сможет компенсировать эффект от предполагаемого ослабления рубля на инфляцию (что косвенно свидетельствует об ограниченной эффективности монетарной политики в текущих бюджетных условиях).

## Валютный и денежный рынок

ЦБ РФ не видит значительных рисков от нефти в 25 долл./барр. См. стр. 2

Долгосрочное укрепление рубля ограничивается возможностью интервенций ЦБ. См. стр. 2

## ЦБ РФ не видит значительных рисков от нефти в 25 долл./барр.

В опубликованном вчера проекте отчета ЦБ РФ об основных направлениях ДКП на 2017-2019 гг. была дана оценка стрессового сценария, при котором средняя цена нефти в указанный период составляет 25 долл./барр., в то время как в базовом сценарии она предполагается на уровне 40 долл./барр.

Согласно представленной оценке, годовое сальдо счета текущих операций в стрессовом сценарии составит 20 млрд долл. в 2017-2018 гг. и 18 млрд долл. в 2019 г. (против 25-27 млрд долл. в базовом сценарии). Отметим, что за 8М 2016 г. оно составило всего 14,8 млрд долл. против 50,2 млрд долл. за аналогичный период прошлого года, при этом нефть подешевела всего на 27% г./г. (с 57,6 долл. до 42,2 долл./барр., Brent, средняя за период).

Такое стабильное сальдо счета текущих операций в стрессовом сценарии возможно лишь в случае существенного падения импорта товаров, по оценкам ЦБ РФ, на 30% г./г. (до 130-137 млрд долл. в год), однако это не представляется достижимым без девальвации рубля (так, при ослаблении среднего курса рубля на 17% г./г. импорт товаров за 8М снизился всего на 8,2%, а в августе, по предварительным данным, уже наблюдался рост на 16% г./г.).

Стоит отметить, что в сценарных оценках регулятора не указывается предполагаемый курс рубля, однако, исходя из приведенных данных по изменению номинального и реального импорта, ЦБ не ожидает какого-либо существенного ослабления рубля (>25%) при падении нефти до 25 долл./барр. (а в таком случае импорт не может сократиться столь значительно, как предполагает этот сценарий, см. выше).

Таким образом, получается, что стрессовый сценарий ЦБ РФ построен исходя из маловероятного, на наш взгляд, сочетания стрессовых факторов. По нашим оценкам, при средней цене на нефть на уровне 25 долл./барр. произойдет падение сальдо счета текущих операций до 7-10 млрд долл., при этом курс рубля превысит 95 руб./долл. В этом случае инфляция ускорится как минимум до 10%. При этом, поскольку возможности по рефинансированию внешнего долга ухудшатся, и возобновится спрос на иностранные активы со стороны резидентов, спрос на валютное РЕПО ЦБ составит 45-55 млрд долл. (ЦБ РФ ожидает 7-12 млрд долл.). В то же время мы считаем, что стрессовый сценарий ЦБ, когда нефть остается на уровне 25 долл./барр. в течение длительного времени, может реализоваться с крайне низкой вероятностью.

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

## Долгосрочное укрепление рубля ограничивается возможностью интервенций ЦБ

Учитывая позитивную динамику нефти (попытки с середины июля пробить уровень поддержки 150 МА оказались безуспешными), большой интерес в проекте отчета ЦБ представляет возможное возобновление (пусть даже и в отдаленной перспективе) покупок валюты на локальном рынке для пополнения международных резервов на 100 млрд долл. с текущих ~400 млрд долл. (без указания когда и в каких объемах).

По нашему мнению, ЦБ РФ мог бы начать покупки (50-80 млн долл. в день), если среднегодовая цена нефти поднимется выше 55 долл./барр. (такой уровень называл Д. Тулин в комментариях в СМИ), а импорт останется на текущем уровне, поскольку в этом случае, по нашим оценкам, объем годового сальдо текущих операций вырастет с текущих 20-25 млрд долл. до 55-65 млрд долл. То есть для получения такого роста сальдо достаточно, чтобы курс рубля к доллару не изменился при растущей нефти, что должно произойти автоматически при запуске валютных интервенций со стороны регулятора.

В то же время, если появится даже небольшой спрос на валюту со стороны ЦБ при более

29 сентября 2016 г.

низких ценах на нефть (40-45 долл./барр.), это приведет к заметному ослаблению рубля (как это было в прошлом году), что транслируется в нежелательный рост инфляции.

Мы считаем, что регулятор будет очень осторожно относиться к выбору момента запуска интервенций, пока не удостоверится, что высокие цены на нефть являются устойчивыми. Таким образом, само достижение 55 долл./барр., конечно, не является сигналом для интервенций (они могут начаться лишь, если средние цены за длительное время, например, 3-6 мес. превысят этот уровень). Однако ожидания начала интервенций будет сдерживать укрепление рубля при росте цен на нефть (верно и обратное, рубль будет слабо реагировать на коррекцию нефти). Предполагая покупки валюты со стороны ЦБ, а также некоторое восстановление спроса на иностранные активы со стороны резидентов, мы не ожидаем рубль дороже 59 руб./долл., даже если нефть превысит 60 долл./барр.

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика августа: неустойчивые признаки оживления спроса

Рост промышленности оживился в августе, но до +1% к концу года не дотягивает

Падение ВВП в июле не показало признаков ускорения

### Рынок облигаций

"Ястребиный" тон ЦБ был негативно воспринят рынком госбумаг

ВТБ придумал экзотический способ для привлечения коротких рублей

Инверсия кривой вновь возросла

### Банковский сектор

Высокая рублевая ставка пока позволяет удерживать низкий спрос на иностранные активы

Из-за скорого исчерпания Резервного фонда Минфин смотрит на ФНБ

Нулевое сальдо текущего счета компенсируется за счет валютных активов банков

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями

### Инфляция

Инфляция на нуле, в тренде на снижение к 6%+ до конца года

Инфляция в августе "нырнула" ниже 7%

### Монетарная политика ЦБ

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

### Ликвидность

Рост профицита ликвидности беспокоит ЦБ

После депозитного аукциона ЦБ в системе осталась избыточная ликвидность

### Валютный рынок

Повышение ФОР по валюте начинает сказываться на рынке

Платежный баланс: ввоз капитала компенсирует отрицательное сальдо счета текущих операций

Рубль слабо реагирует на восстановление нефти. Оправдано повышение рублевой цены на нефть

### Бюджетная политика

Дефицит бюджета практически перестал расти, но это временное явление



# #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.