



18 января 2018 г.

## Мировые рынки

### Американский рынок: любая просадка используется как повод для наращивания позиции

После небольшой технической коррекции накануне, вызванной опасениями приостановки работы американского правительства, вчера американские рынки акций вновь возобновили движение в рамках "бычьего" тренда (+0,94% по индексу S&P), хотя опасения не исчезли. Поддержку американским акциям оказали сильные данные по промышленному производству за декабрь (+0,9% м./м. против ожидавшихся +0,4% м./м. и спада в предшествующий месяц) благодаря добывающему сегменту и производству электроэнергии (аномальные погодные условия), которые компенсировали замедление роста в обрабатывающих отраслях. В Бежевой книге (один из основных отчетов, принимаемых во внимание FOMC) за декабрь не отмечается каких-либо улучшений состояния экономики (упоминается замедление роста числа занятых, слабые продажи а/м, а также снижение продаж жилой недвижимости). Инвесторы не верят в появление в среднесрочной перспективе каких-либо значимых шоков, способных сломать текущий многолетний тренд вверх. Продолжившийся рост доходностей UST (+4 б.п. до YTM 2,59% по 10-летним UST), скорее всего, связан с перетоком инвесторов в акции, а не с изменением ожиданий повышения долларовой ставки (консенсус предполагает лишь 2 повышения в этом году).

## Валютный и денежный рынок

Платежный баланс: нефть позволила сгладить декабрьский дефицит ликвидности. См. стр. 2

## Экономика

### Станет ли низкая инфляция поводом для снижения ставки в феврале?

Исходя из недельных оценок Росстата (0,1% н./н.), годовая инфляция к 15 января осталась на уровне 2,4% г./г. (2,5% г./г. по итогам 2017 г.). Впрочем, пока ей помогают небазовые компоненты (меньшая по сравнению с прошлым годом индексация тарифов на транспорт и ЖКХ, а также умеренная плодоовощная инфляция). Продолжение дезинфляции с начала года в целом открывает возможность для снижения ключевой ставки уже на предстоящем заседании (9 февраля), однако риторика регулятора остается достаточно неопределенной. Так, высказывания главы ЦБ выглядят осторожно (как и текст пресс-релиза по итогам декабрьского заседания). «Банк России допускает возможность некоторого снижения ключевой ставки в 1П 2018 г.» на фоне сохраняющихся проинфляционных рисков в экономике и незаякоренности инфляционных ожиданий, а сами снижения будут чередоваться с паузами. Кроме того, ранее Э. Набиуллина отмечала, что ключевая ставка ЦБ составит около 6,5% к 2020 г. (при стабилизации инфляции вблизи 4%). Впрочем, вскоре после заседания директор департамента исследований и прогнозирования ЦБ А. Морозов заявил, что выход на этот уровень (6,5%) может произойти уже в 2018 г. Не добавляет ясности и недавнее высказывание К. Юдаевой, заявившей о том, что ЦБ будет снижать ставку плавно, но каждый раз будет оценивать макроэкономические условия и выбирать шаг в зависимости от ситуации. Учитывая зависимость решений ЦБ от оперативных экономических данных, пока рано делать однозначные выводы относительно результатов заседания 9 февраля (в частности, еще не опубликован отчет об инфляционных ожиданиях за январь).

## Рынок ОФЗ

### Аукционы ОФЗ: небольшой премии оказалось достаточно для размещения

Спрос на вчерашних аукционах, как и во второй половине декабря, был высоким (составив 98 млрд руб. на предложенные 40 млрд руб.) в том числе и на длинные бумаги 26221. В результате премия по доходности, предоставленная в размере 2 б.п. по 15-летним 26221 (с отсечкой YTM 7,73%) и 4 б.п. по 7-летним 26222 (с отсечкой YTM 7,22%), оказалась достаточной для реализации всего объема предложения. Сегодня на вторичном рынке доходности выпусков ушли вниз до YTM 7,70% и YTM 7,19%, соответственно. Как мы уже отмечали, спрос, скорее всего, обусловлен низкими ставками по валютным свопам и локальными НПФ.

## Платежный баланс: нефть позволила сгладить декабрьский дефицит ЛИКВИДНОСТИ

**Товарный экспорт вырос сильнее цен на нефть и обогнал импорт**

Согласно опубликованной вчера оценке ЦБ РФ, сальдо счета текущих операций в 4 кв. составило +17,8 млрд долл. (эта оценка совпала с прогнозом нашей модели платежного баланса, см. наш комментарий от 12 декабря). Значительное увеличение сальдо (для сравнения, в 3 кв. оно было отрицательным -2,5 млрд долл.) стало следствием ралли на рынке нефти (+12% кв./кв. по средним за квартал ценам Brent), сезонного увеличения в декабре объемов экспорта углеводородов, а также сохранения высоких цен реализации на экспорт продукции металлургического сектора (в частности, +20% кв./кв. по горячекатаному прокату). Как следствие, товарный экспорт в денежном выражении вырос на 22,3% кв./кв. до 103,1 млрд долл. Динамика импорта кв./кв. составила +6% и мало изменилась в сравнении с предшествующими кварталами (в основном она обусловлена укреплением рубля).

Такое увеличение сальдо в 4 кв. позволило пройти декабрьский пик выплат по внешнему долгу с меньшим стрессом, чем это было в 4 кв. 2016 г. В этом году мы не предполагаем заметного снижения доли нефтегазового сегмента в экспорте, которая в прошлом году составила 45%, (это позитивный фактор для рубля) за счет того, что ожидаемый нами рост цен на продукцию цветной металлургии компенсирует снижение цен на черную. В то же время восстановление потребления вместе с сохраняющейся умеренной инвестиционной активностью (вызванной, в том числе, расходами в связи с износом старого оборудования), как мы ожидаем, будут поддерживать импорт в этом году на уровне 14,8-15% ВВП в рублевом выражении, что транслируется в прирост импорта в размере 10-15% г./г. в долларовом выражении в случае сохранения текущих цен на нефть и увеличения расходов бюджета. В итоге сальдо счета текущих операций в таких условиях в 2018 г. может даже превысить 100 млрд долл. (из которых 20 млрд долл. придется на январь), при этом 60 млрд долл. уйдет с интервенциями Минфина в суверенный фонд, а остальное - в отток капитала (в том числе связанный с внешним долгом).

**Банки и сворачивание операций ЦБ обусловили дефицит валютной ликвидности**

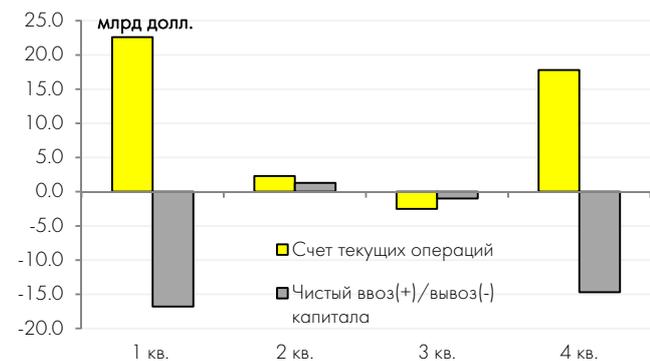
По финансовому счету мы обратили внимание на следующие моменты:

- 1) Произошло частичное сворачивание ЦБ РФ нетипичных операций: в 4 кв. ЦБ РФ сократил задолженность перед нерезидентами на 6,7 млрд долл. (учитывается как вывоз капитала). Напомним, что за 9М 2017 г. ЦБ привлек средства у нерезидентов в размере 8,9 млрд долл., возможно, под залог UST или по валютному свопу (см. подробнее наш комментарий от 11 октября 2017 г.). По данным регулятора на 1.12.2017 г., его чистый долг по кредитам и займам нерезидентов составил 10,35 млрд долл. (в долларовом эквиваленте), мало изменившись м./м. Таким образом, по-видимому, в декабре ЦБ РФ привлек ранее размещенную валюту на локальном рынке для погашения своей задолженности перед нерезидентами, что стало, помимо выплат по внешнему долгу, одним из факторов, вызвавших отток валютной ликвидности.
- 2) Нерезиденты существенно сократили покупки ОФЗ: в 4 кв. бумаги на вторичном рынке были куплены в размере 1,2 млрд долл., или 70 млрд руб. (против 7,3 млрд долл. в 3 кв.), что едва покрывает выплаченные нерезидентам купонные доходы 0,9 млрд долл. Для сравнения - чистый объем размещений ОФЗ в 4 кв. составил 176 млрд руб. Таким образом, тема возможного введения санкций на госдолг РФ все же охладила интерес нерезидентов к локальному долгу, а большой спрос на ОФЗ в конце года, как мы и предполагали, скорее всего, был сформирован НПФ, получившими средства с банковских депозитов и в ходе санаций.
- 3) Российскими банками было вывезено 10,4 млрд долл. в 4 кв. из общего вывоза капитала частным сектором (14,7 млрд долл.) в основном для погашения их внешнего долга (на 8,1 млрд долл.). Вывоз капитала корпоративным сектором (6,2 млрд долл.) пошел на увеличение иностранных активов (систематический вывод средств, не связанный с погашением внешнего долга). Стоит отметить, что в сравнении с сальдо счета текущих операций вывоз капитала остается высоким (по итогам года из 40,4 млрд долл. вывезено было 31,3 млрд долл.).

**Начало года не способствует ослаблению рубля**

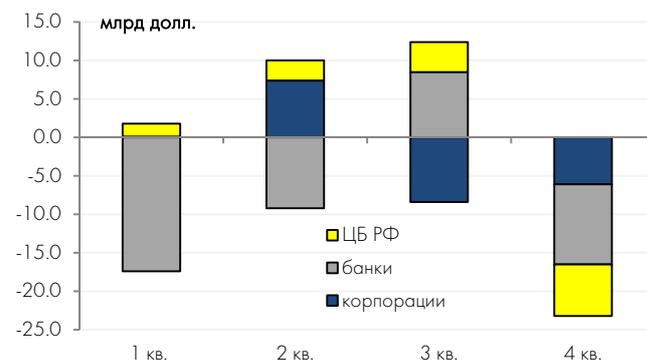
В 1 кв. мы ожидаем некоторое восстановление запаса валютной ликвидности у банков (если не произойдет сделка на 5,5 млрд долл. по кредитованию CEFC под залог акций Роснефти) и, как следствие, сужение базисных спредов OIS - FX swap (остающихся все еще расширенными > 70 б.п.). Курс рубля выглядит справедливо оцененным в сравнении с ценой нефти (69 долл./барр., Brent, мы не ждем дальнейшего роста котировок), хотя в первые месяцы года возможно его некоторое укрепление по причине низкого импорта (в предположении отсутствия санкций на ОФЗ). Из-за произошедшего заметного падения рублевых ставок (прежде всего, по валютным свопам до 6%+ годовых) carry-trade как фактор поддержки рубля стал незначительным.

**Вывоз капитала остается высоким...**



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

**... из-за погашения долга банков и увеличения активов корпораций**



**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

Расходам потребителей не хватает факторов для роста

Рост промышленности забуксовал

Рост экономики в 3 кв. 2017 г. разошелся с оценками МЭР

Продовольственный сегмент вытягивает потребление

### Рынок облигаций

Новое бюджетное правило позволило бы обойтись без заимствований ОФЗ

КОБРы не нашли спрос

Аукцион по КОБР: для локальных банков лучше депозит

### Валютный рынок

Платежный баланс: сальдо текущего счета не достаточно для покрытия оттоков капитала в 4 кв.

Новое бюджетное правило: эффект на рубль

Минфин может резко увеличить интервенции в начале 2018 г.

Новое бюджетное правило - более слабый рубль?

### Инфляция

Снижение базовой инфляции может прекратиться в ближайшие месяцы

Низкая инфляция воспринимается ЦБ без эйфории

### Монетарная политика ЦБ

Завышенные инфляционные ожидания – повод для осторожности ЦБ

ЦБ готовится к нейтральной политике

Решение по ставке: ЦБ, скорее всего, воздержится от "большого шага"

### Денежный рынок

В отличие от рубля, нефть ставит рекорды

Профицит ликвидности расширится из-за проблемных банков

Ключевая ставка: аномалия МБК искажает оценку ожиданий

### Банковский сектор

Особенности, занижающие ставку RUONIA

Опубликованы отчетности: госбанки пошли в Минфин за рублями и испытали отток валюты



# #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

Газпром	Новатэк
Газпром нефть	Роснефть
Лукойл	Транснефть

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Норильский Никель
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus

### Телекоммуникации и медиа

VEON	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Химическая промышленность

ЕвроХим	Уралкалий
СИБУР	ФосАгро

### Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

### Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

### Транспорт

Совкомфлот	Global Ports
------------	--------------

### Прочие

АФК Система
-------------

### Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк
Банк Санкт-Петербург	МКБ

ФК Открытие	Тинькофф Банк
Промсвязьбанк	ХКФ Банк
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) 721 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 9852
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836

### Продажи

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857
Алина Жиленко		(+7 495) 721 99 71

### Торговые операции

---

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721 9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

### Рынки долгового капитала

---

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857

### Рынки акционерного капитала

---

Артем Клецкин		(+7 495) 721 9900 доб. 5786
Сергей Фомичев		(+7 495) 721 9900 доб. 5705
Кирилл Чудновец		(+7 495) 721 9900 доб. 5716



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк», основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются АО «Райффайзенбанк» как надежные. АО «Райффайзенбанк» не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность предоставленной информации. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Мнения, выраженные в аналитических материалах, могут отличаться или противоречить мнениям, представленным другими подразделениями АО «Райффайзенбанк», вследствие использования различных допущений и критериев. Контактные данные лиц, участвовавших в подготовке аналитических материалов, содержатся в соответствующих материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк».

Выпуск и распространение аналитических материалов в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом, и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, опубликованная в данном источнике, необходимо соблюдать соответствующие ограничения. Информация о финансовых инструментах, содержащаяся в аналитических материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк», может быть предназначена для квалифицированных инвесторов. В случае если Вы являетесь представителем, сотрудником или действуете от имени и (или) в интересах Инвестиционной фирмы (как данный термин определен в Директиве 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU)<sup>1</sup>, учрежденной на территории Европейского Союза, ознакомление с аналитическими материалами АО «Райффайзенбанк», в том числе размещенными на сайте АО «Райффайзенбанк», возможно исключительно на возмездной основе и при условии заключения с АО «Райффайзенбанк» соответствующего соглашения, за исключением случаев ознакомительного использования материалов на некоммерческой основе. Путем ознакомления с аналитическими материалами в отсутствие заключенного с АО «Райффайзенбанк» соглашения или предложения о его заключении, Вы подтверждаете неприменение требований Директивы 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU) и отсутствие статуса Инвестиционной фирмы. В дополнение к вышеизложенному, положения об ограничении ответственности, размещенные по адресу в сети Интернет <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer;jsessionid=XgiCnWE3tsXlrVnCC6c2YWt>, распространяются на аналитические материалы, в том числе опубликованные на сайте АО «Райффайзенбанк», в части, не противоречащей настоящим положениям, а также положениям применимого законодательства.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность ценных бумаг и других финансовых инструментов в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Инвестиции в различные финансовые инструменты могут быть подвержены различного рода рискам, которые описаны в соответствующих декларациях, обязательных к ознакомлению лицами, принявшими решение об инвестировании.

АО «Райффайзенбанк» может предоставлять или предоставляло инвестиционно-банковские услуги, услуги на рынках капитала, консультационные услуги, услуги управления активами и/или иные финансовые и/или банковские услуги эмитентам, финансовые инструменты которых могут упоминаться в аналитических материалах. При этом АО «Райффайзенбанк» придерживается строгих правил и политик, регулирующих недопущение конфликта интересов, во избежание причинения ущерба интересам клиентов.

Материалы и сведения, предоставленные АО «Райффайзенбанк», носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк» также не должны рассматриваться как обязательство заключить сделку, реклама, оферта, приглашение или побуждение сделать оферту, просьба купить или продать финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, если иное прямо не предусмотрено в соответствующем материале. Обращаем Ваше внимание на то, что информация, опубликованная в данном источнике, может изменяться без предварительного уведомления. АО «Райффайзенбанк» не берет на себя обязательство по обновлению соответствующей информации для поддержания её актуальности.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Райффайзенбанк». Данная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Райффайзенбанк».

<sup>1</sup> Требования Директивы 2014/65/ЕС об осуществлении платежей за получение аналитических материалов подлежат применению, начиная с 3 января 2018 г.