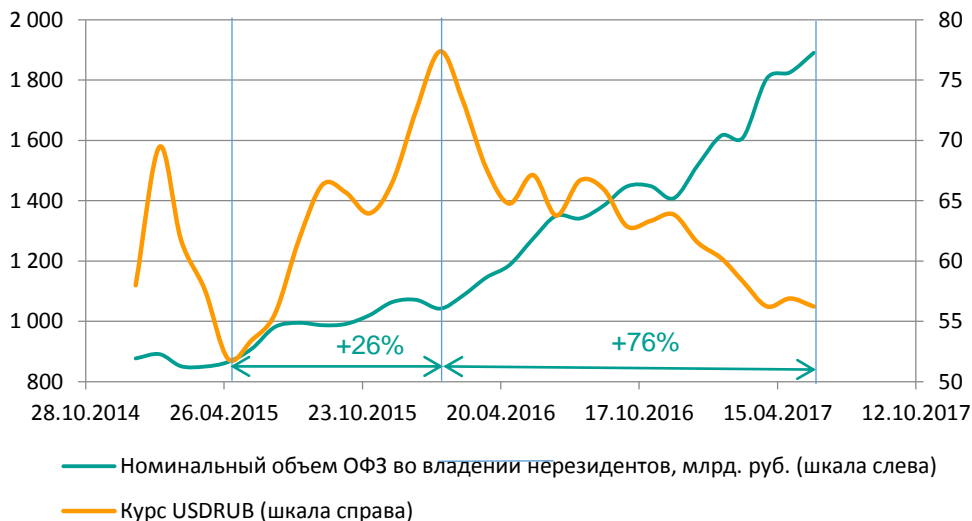




1. Спрос на российские ОФЗ во многом обеспечен нерезидентами

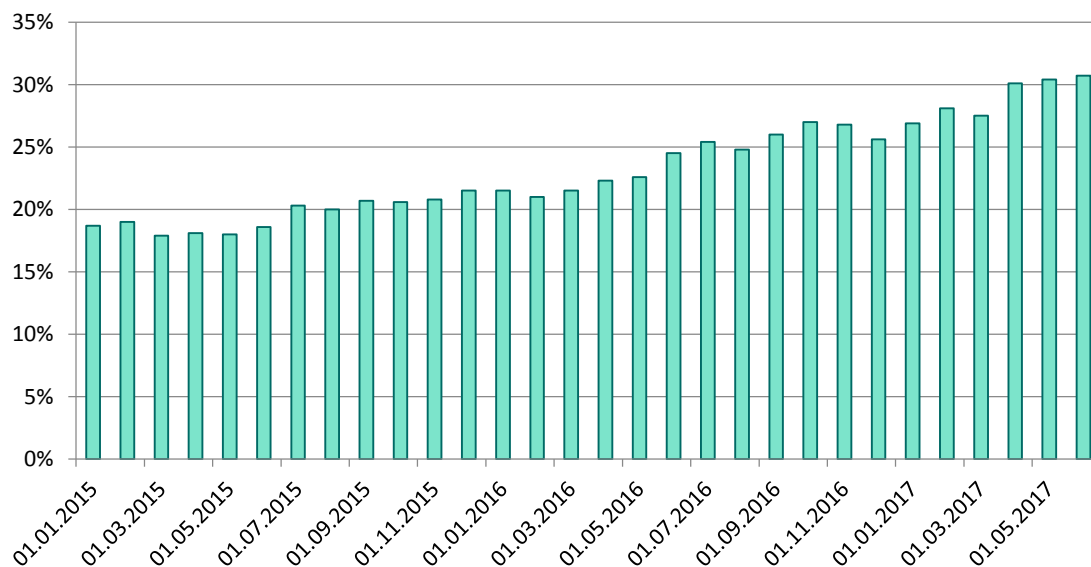
Вложения нерезидентов в ОФЗ и курс рубля к доллару США



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, оценки ИФ «ОЛМА»

С первого квартала 2015 года стабильно увеличивалась доля ОФЗ, находящихся во владении нерезидентов (по данным на второй квартал текущего года эта доля составляет более 30%). На графике выше показано, что рост номинального объема ОФЗ, принадлежащего нерезидентам, ускорился вместе с разворотом вниз по паре доллар-рубль (за период с апреля 2015 по январь 2016 года, когда наблюдалось ослабление рубля, объем ОФЗ у нерезидентов вырос на 26%, за последовавший затем период укрепления рубля – на 76%). Конечно, разумней предположить, что спрос нерезидентов на ОФЗ был фактором укрепления рубля, а не наоборот, однако мы полагаем, что благоприятная для инвесторов в рублевые активы динамика курса рубля является важным фактором привлекательности так называемых «операций carry trade» (покупки рублевых инструментов с фиксированной доходностью на заемные средства в долларах в целях получения разницы в процентных ставках).

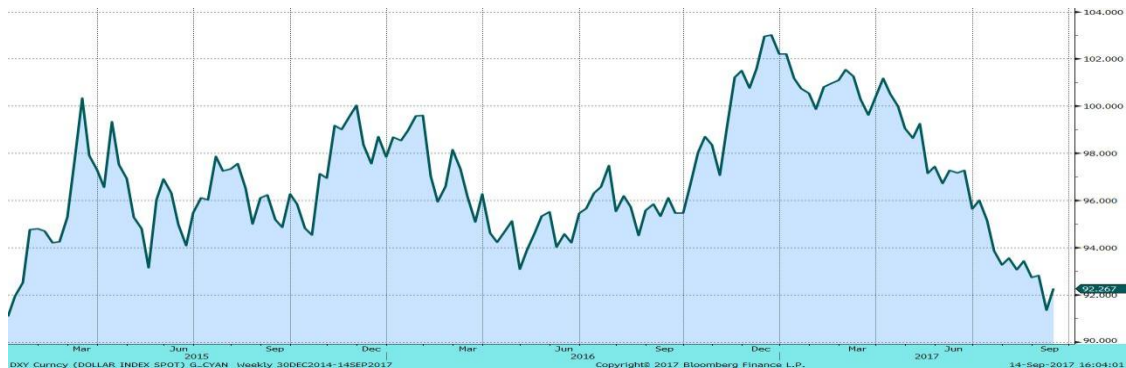
Доля ОФЗ, принадлежащая нерезидентам:



Источник: ЦБ РФ



2. Индекс доллара США (DXY) понизился на 10% с начала года



Источник: Bloomberg

Индекс доллара (DXY), отражающий динамику курса доллара США к корзине валют, с начала года понизился примерно на 10%, курс доллара к рублю за тот же период понизился на 6.6% - укрепление рубля выглядит менее масштабным, чем можно было бы предполагать, исходя только из обстановки на мировом валютном рынке. Позволяет ли это наблюдение назвать **ослабление доллара США** (на мировом валютном рынке) **главным фактором спроса на российские активы** за период с начала текущего года? На наш взгляд, такой вывод имеет право на жизнь, хотя и выглядит сильным упрощением общей картины.

3. Денежная политика пока мало влияет на carry trade

	Янв. 2017	Март 2017	Июнь 2017	Сен. 2017	Дек. 2017 (прогноз)	Март 2018 (прогноз)
Ключевая ставка ЦБ РФ	10.0%	9.75%	9.0%	8.5%	-	-
Ставка ЦБ минус инфляция	5.0%	5.4%	4.6%	-	-	-
Базовая ставка ФРС США	0.66%	0.91%	1.16%	1.16%	1.16%	1.37%
Ставка ФРС минус инфляция	-1.7%	-1.6%	-0.4%	-	-	-
Курс USDRUB	60.1	56.1	58.9	57.5	-	-

Источник: Bloomberg, оценки ИФ «ОЛМА»

ФРС США в течение текущего года дважды повышала базовую процентную ставку, в то время как денежная политика ЦБ РФ, напротив, ориентирована на смягчение (тенденции сохраняются и при переходе к реальным процентным ставкам, рассчитанным с поправкой на инфляцию). При прочих равных, соотношение денежных политик США и РФ было бы фактором укрепления доллара по отношению к рублю, однако, очевидно, на курс доллара на мировом валютном рынке влияли другие факторы (например, экономическая неопределенность, связанная с президентом Д. Трампом).

4. Развернется ли курс доллара в ближайшей перспективе?

Потенциально факторами разворота вверх по паре доллар-рубли и начала сворачивания carry trade могли бы стать (1) более агрессивное, чем ожидается, ужесточение денежной политики ФРС, (2) трансляция смягчения денежной политики ЦБ РФ в рост инфляционного давления, (3) внешние шоки в виде падения цен на сырье. Последний из трех факторов является наименее прогнозируемым, и мы его здесь не рассматриваем. Могут ли оставшиеся из двух факторов повлиять на carry trade уже в текущем году? Однозначного ответа нет, но следует учитывать следующее:

- в текущем году запланировано еще три заседания ФРС США, итоги которых будут объявлены 20.09, 01.11 и 13.12 (по котировкам срочных контрактов вероятность повышения ставки в декабре оценивается в 47%, экономисты, опрошенные Bloomberg, считают подъем ставки в декабре наиболее вероятным сценарием);

- ФРС может уже по итогам сентябрьского заседания объявить о скором начале сокращения собственного баланса, что можно отнести (при прочих равных) к факторам укрепления доллара;

- на декабрь часто приходится увеличение расходов как домохозяйств (перед праздниками), так и бюджетных организаций (последний месяц для освоения годового бюджета), что создает предпосылки для роста инфляции в РФ (однако эффект может быть отложенным).



ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФИРМА «ОЛМА»

Малый Каретный переулок, 7/1
Москва, Россия, 127051
+7-495-960-3129
www.olma.ru

Управление торговых операций

Николай Григорьев
Тел: 7 (495) 960-3129, доб. 1618
E-mail: nng@olma.ru

Роман Рассадин
Тел: +7 (495) 960-3129, доб. 1606
E-mail: rar@olma.ru

Антон Манаев
Тел: +7 (495) 960-3129, доб. 1194
E-mail: manaev@olma.ru

Управление брокерского обслуживания

Владимир Владимиров
Тел: +7 (495) 960-3122, доб. 1264
E-mail: vladimirov@olma.ru

Аналитическое управление

Антон Старцев
Тел: +7 (495) 960-3129, доб. 1226
E-mail: sav@olma.ru

Управление инвестиционного консультирования

Андрей Карпов
Тел: +7 (495) 960-3129, доб. 1608
E-mail: akarpov@olma.ru

Евгений Раков
Тел: +7 (495) 960-3129, доб. 1240
E-mail: e.rakov@olma.ru

© 2017 Инвестиционная фирма «ОЛМА»

Настоящая информация предназначена исключительно для сведения клиентов ИФ «ОЛМА». Настоящая информация не может восприниматься как предложение или рекомендация относительно покупки или продажи ценных бумаг. Настоящая информация составлена на основе публичных источников, которые признаны надежными, и за достоверность и/или полноту предоставленной информации ИФ «ОЛМА» ответственности не несет. Все суждения, выраженные в настоящем материале, актуальны на дату его выпуска, указанную в материале. ИФ «ОЛМА» не берет на себя обязательств по регулярному обновлению материала или исправлению выявленных ошибок. ИФ «ОЛМА», ее партнеры или ее сотрудники могут владеть объектами инвестиций, упомянутыми в настоящем материале, и могут время от времени приобретать или избавляться от них. Ни ИФ «ОЛМА», ни кто-либо из ее представителей или сотрудников не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении убытков и ущерба любого рода, полученных на основании использования настоящей информации.

Любое копирование или воспроизведение информации, содержащейся в настоящем материале, полностью или частично, возможно только с разрешения ИФ «ОЛМА».