



8 ноября 2017 г.

Мировые рынки

Заминка с налоговой реформой сдерживает рост акций

Американский рынок акций вчера продемонстрировал повышенную волатильность (0,5% внутри дня), завершив сессию небольшим снижением (-0,02% по индексу S&P), что стало реакцией на недовольство лобби, представляющих интересы транснациональных компаний в Конгрессе, относительно проекта налоговой реформы. Резкой критике подверглось предложение о налогообложении внутригрупповых, но трансграничных платежей в размере 20% (акциз). Эта мера направлена на ограничение вывода прибыли американскими компаниями за пределы США, но из-за нее могут пострадать и компании, глубоко интегрированные в глобальные производственные цепочки (прежде всего, автопроизводители). Не в пользу игры на повышение выступила и макростатистика по США: за последние 4 недели рост продаж розничных сетей замедлился на 1 п.п. до 2,6% г./г. Сегодня интерес представляют данные EIA: сокращение коммерческих запасов нефти в США более умеренными темпами может усилить откат цен на нефть от локальных максимумов.

Экономика

Снижение базовой инфляции может прекратиться в ближайшие месяцы. См. стр. 2

Рынок ОФЗ

Аукционы: с верой в высокие цены на нефть

Сегодня Минфин предлагает 2 выпуска с фиксированной ставкой купона - 15-летние ОФЗ 26221 (YTM 7,82%) и 7-летние ОФЗ 26222 (YTM 7,55%) на 10 млрд руб. и 15 млрд руб., соответственно. За неделю, прошедшую с предыдущего аукциона, кривая ОФЗ сдвинулась вверх по доходности всего на 3-5 б.п., при этом доходности локальных долгов других GEM прибавили 10 б.п. (за исключением Мексики, облигации которой подорожали вслед за восстановлением котировок UST). Основным фактором, поддерживающим конъюнктуру на рынке ОФЗ (и всех рублевых активов), стало ралли на рынке нефти (+7% за неделю), которое обеспечило стабильность номинального курса рубля (валюта других развивающихся стран демонстрируют ослабление к доллару). Тем не менее, если произойдет коррекция нефти, то мы увидим заметное ослабление рубля (оно перевесит рублевую доходность), что представляет собой риск для иностранных инвесторов в ОФЗ. Кроме того, есть риск введения нового бюджетного правила (см. наш комментарий от 31 октября). Вопрос о наложении санкций на госдолг РФ также "висит в воздухе". Мы полагаем, что в случае распродажи нерезидентами ОФЗ "экстренным" покупателем может стать ЦБ (как это было в 2007-2008 гг.), который сейчас минимизировал свои вложения в ОФЗ. Это должно сдержать взлет доходностей (ЦБ РФ считает, что сдвиг доходностей вверх более чем на 4 п.п. является маловероятным из-за спроса со стороны резидентов). Мы считаем, что покупка ОФЗ на аукционах может представлять интерес лишь для получения премии ко вторичному рынку (5-10 б.п.). В настоящий момент мы отдаем предпочтение долларovým активам. Стоит отметить возросшую чувствительность рубля к просадкам котировок нефти: так, сегодня рубль потерял более 70 копеек, в то время как нефть Brent снизилась на 1 долл./барр., стандартная чувствительность рубля при такой высокой нефти составляет 0,4x (это свидетельствует о наличии потенциала для ослабления рубля).

Рынок корпоративных облигаций

Nordgold: Taramo ухудшило результаты

Nordgold (-/Ba2/BB-) опубликовал слабые финансовые результаты за 3 кв. 2017 г. по МСФО. Выручка снизилась на 5% кв./кв. на фоне сокращения производства на 7% кв./кв. (в основном на фоне падения объемов на Taramo - на 45% кв./кв. из-за отработки руды с низким содержанием золота с новых карьеров и склада) при росте средней цены на 2% кв./кв. EBITDA упала значительно сильнее - на 17% кв./кв. за счет роста расходов (ТСС, общие денежные расходы, выросли на 10% кв./кв.) в результате снижения содержания золота в руде на Taramo (денежные затраты на месторождении выросли на 91% кв./кв.), рентабельность по EBITDA сократилась на >5 п.п. до 38,3%. Но долговая нагрузка остается на низком уровне - Чистый долг/LTM EBITDA - 1,33x (1,25x во 2 кв.). Компания подтвердила прогнозы по производству в 2017 г. на уровне 900-950 тыс. унций (результаты за 9М говорят о возможности превышения верхней границы диапазона), а также по срокам ввода основного текущего проекта - рудника Гросс в Якутии (1П 2018 г.). Лучшей альтернативой NORDII 18 (YTM 2,63%), наш взгляд, является VIP-GTN 20 (YTM 3,67%).

Отметим, что вчера были размещены классические 5-летние бонды Petropavlovsk (S&P: B-) на 500 млн долл. с YTM 8,29% (одна из самых высоких среди российских эмитентов) для рефинансирования банковских кредитов. Этот выпуск мы считаем высокорисковым ввиду наличия риска реструктуризации из-за повышенной долговой нагрузки: при Чистом долге в размере 570 млн долл., чистый операционный денежный поток за последние 12М составил всего 82 млн долл. в год (из них в 1П 2017 было получено 75 млн долл.). Напомним, в 2015 г. компания реструктурировала выпуск бондов на 310,5 млн долл. и заморозила капитальное строительство, которое сейчас вновь возобновляется (планируется направить около 100 млн долл. в этом году).

Снижение базовой инфляции может прекратиться в ближайшие месяцы

Инфляция в октябре продолжила снижение

По данным Росстата, инфляция в октябре продолжила снижение - до 2,7% г./г. (3% г./г. в сентябре), что соответствует оценкам, полученным по недельным данным. Основные позитивные изменения по-прежнему происходят в продовольственном сегменте (1,6% г./г. против 2% г./г. в сентябре). При этом менее заметно замедляется инфляция в непродовольственном сегменте (2,8% г./г. против 3,1% г./г. в сентябре). Интересно отметить, что в сегменте услуг вообще не происходит улучшений: цены продолжили расти с темпом 4,2% г./г. Таким образом, снижение базовой инфляции, по нашим расчетам, несколько замедлилось (3,4% г./г. против 3,5% г./г. в сентябре). Впрочем, так или иначе, улучшения происходят во всех (включая базовые) компонентах.

Слабые доходы сдерживают непродовольственную инфляцию...

Как и в прошлые месяцы, мы полагаем, что основным фактором замедления инфляции является слабость потребительского спроса, продиктованная крайне неуверенной динамикой реальных располагаемых доходов. В частности, если рассмотреть динамику зарплат всех категорий населения (а не только работников организаций), то можно увидеть, что она пока так и не смогла перейти к уверенному росту. Ключевой причиной является сокращение "серых" доходов, пик которого, по нашим расчетам, пришелся на 2016-2017 гг. Отметим, что эта категория, на наш взгляд, является важным фактором доходов населения, т.к. ее доля в общем объеме зарплат, по нашим расчетам, достигает 30-40%. В итоге, мы полагаем, что темпов роста конечного потребления домашних хозяйств, наблюдаемых в настоящее время, пока не достаточно для того, чтобы оказать проинфляционное давление, с учетом продолжения снижения зарплатных доходов.

Впрочем, в перспективе зарплаты перейдут к росту в реальном выражении. Во-первых, снижение "серых" зарплат к настоящему моменту практически прекратилось, и, скорее всего, вскоре они начнут расти. Во-вторых, мы ожидаем, что в ближайшие месяцы будет происходить постепенный рост зарплат в госсекторе: их доля в общем объеме всех зарплат составляет 30%, а их рост в номинальном выражении сейчас близок к нулю. С учетом того, что инфляция реагирует на изменения в спросе и доходах населения с заметным лагом (3-6 месяцев), ускорение инфляции спроса будет заметно ближе ко 2 кв. 2018 г.

Доходы работников пока не смогли восстановиться в реальном выражении из-за сокращения "серых" зарплат



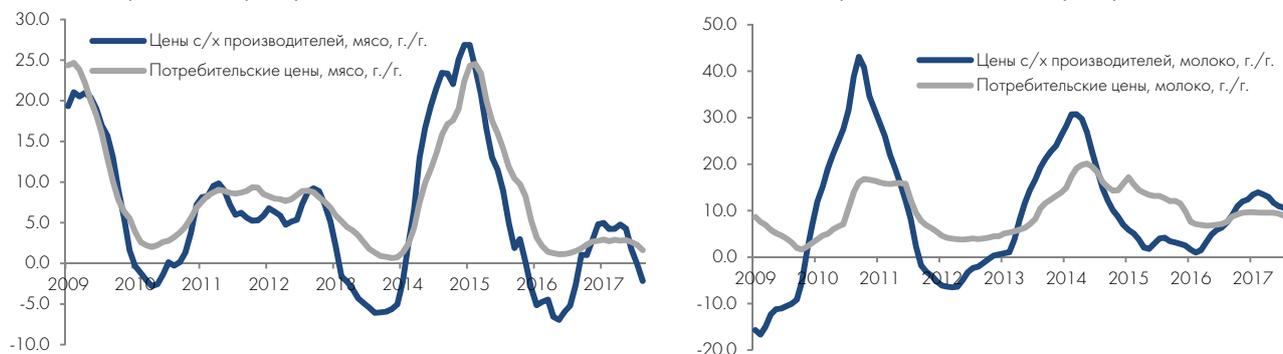
Источник: Росстат, расчеты Райффайзенбанка

...а низкие цены на продукцию с/х - продовольственную инфляцию

Другим важным фактором для инфляции является замедление роста цен в продовольственном сегменте (без учета цен на плодоовощную продукцию). Речь идет об основных продуктах питания - мясных и молочных продуктах, которые занимают в инфляции порядка 15%. Сейчас эта группа вносит дезинфляционный вклад, и как мы полагаем, важным фактором этого является снижение цен на соответствующую сельскохозяйственную продукцию. Как можно

увидеть на графиках ниже, цены на мясо от сельхозпроизводителей снижаются, а закупочные цены на молоко замедляют рост. В итоге это транслируется в снижение цен на соответствующие товары для конечного потребителя. Мы полагаем, что снижение цен на мясо может быть связано как с ростом отечественного производства (причем преимущественно более дешевых видов мяса - свинины и птицы, а также с удешевлением зерна (в свете хорошего урожая последних лет).

Низкая инфляция в продуктовом сегменте обеспечена замедлением роста цен на с/х продукцию



Источник: Росстат, расчеты Райффайзенбанка

Однако риски по-прежнему сохраняются

При этом следует учитывать циклический характер цен сельскохозяйственной продукции, соответственно, в перспективе может существовать риск смены влияния этого фактора с "минуса" на "плюс". Об этом, в частности, говорил ЦБ, перечисляя возможные риски, связанные с повышением инфляции в будущем.

В итоге, хотя сейчас в динамике базовой инфляции и присутствуют признаки улучшения (в свете ограниченного роста доходов населения и благоприятной конъюнктуры на внутреннем с/х рынке), есть потенциал для ее увеличения в ближайшие несколько месяцев. Этот факт наряду с волатильными и незаякоренными инфляционными ожиданиями, на наш взгляд, будет сдерживать темпы смягчения денежно-кредитной политики в перспективе.

Станислав Мурашов
stanislav.murashov@raiffeisen.ru
+7 495 221 9845



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Продовольственный сегмент вытягивает потребление

Добыча перестает поддерживать рост промышленности

Импорт замедляется на фоне снижения инвестиций из бюджета

Экономика запаслась ростом

Аномальный рост ВВП во 2 кв. 2017 г. — результат временных факторов

Рынок облигаций

ЦБ РФ решил "связать" ликвидность КОБРами

Иностранный спрос давит на кривую ОФЗ

Сильное замедление инфляции вызвало ралли в ОФЗ

Валютный рынок

Кредит ВТБ на покупку Роснефти может оказать негативное влияние на валютную ликвидность

Платежный баланс за 3 кв. 2017 г.: всплеск теневого вывоза капитала и нетипичные операции ЦБ

Минфин увеличит покупки валюты в октябре

Неожиданное снижение стоимости валютной ликвидности

Инфляция

Низкая инфляция воспринимается ЦБ без эйфории

ЦБ призывает Правительство в союзники в борьбе с инфляцией

Инфляционные ожидания пока не устойчивы к шокам

Монетарная политика ЦБ

Рекордно низкая инфляция — не повод для агрессивного снижения ставки

Денежный рынок

Профицит ликвидности расширится из-за проблемных банков

Бюджетная политика

Бюджетные расходы подскочат на 400 млрд руб. в 2017 г.

Бюджет 2018-2020 гг.: ОФЗ выходят на первый план

Банковский сектор

Для пополнения ликвидности приходится продавать евробонды

ЦБ РФ оставляет судьбу старых субордов на усмотрение суда?

Оценки ЦБ РФ не внушают оптимизм держателям субордов Банка ФК Открытие, но держатели старых субордов имеют шанс на bail-out



#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 00

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

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.