



29 января 2015 г.

Мировые рынки

FOMC сохраняет терпение

По итогам 2-дневного заседания FOMC была сохранена ключевая фраза с предыдущего заседания о проявлении терпения до начала нормализации монетарной политики (=повышения ключевой ставки). При этом была заметно улучшена оценка текущего состояния экономики: рост ВВП был охарактеризован как устойчивый, в отличие от предыдущей формулировки "умеренный", что стало следствием позитивного влияния падения цен на нефть на покупательскую способность домохозяйств. Состоянию рынка труда также была дана позитивная оценка (низкий уровень безработицы и сильный прирост рабочей силы). FOMC считает, что дешевая нефть окажет лишь временный эффект на инфляцию (в декабре из-за него она составила +0,7% г./г. против +1,3% г./г.), которая неизбежно начнет расти вслед за ВВП в условиях сохранения низкой безработицы. Таким образом, FOMC, скорее всего, приступит к повышению ключевой ставки уже в этом году, но не столь агрессивно (первое повышение будет не ранее марта, а сам цикл повышения будет больше растянут во времени), как это могло быть в случае сохранения высоких цен на нефть.

Финансовые рынки отреагировали снижением ставок: 2-летние фьючерсы на ключевую ставку предполагают ее рост до 1,14%, а не до 1,2%, как было до заседания, доходности 10-летних UST снизились на 9 б.п. до YTM 1,72%. Несмотря на довольно позитивный тон пресс-релиза FOMC, американский рынок акций ушел в минус (потеряв еще 1,1%). Российский рынок евробондов в минусе (бонды Russia 42 подешевели на 1,3 п.п.) в ожидании негативных новостей с сегодняшней встречи МИД ЕС, на которой будут обсуждаться новые антироссийские санкции.

Валютный и денежный рынок

Заседание ЦБ 30 января: не ждем изменения ключевой ставки. Инфляция с 20-26 января замедлилась до 0,6%. Такая динамика соответствует нашим ожиданиям по выходу инфляции за весь январь на уровень около 2,5% и ее ускорение до 13,5% г./г. по итогам месяца. Мы отмечаем сохранение прежних инфляционных рисков, в связи с чем видим маловероятным изменение ключевой ставки (сейчас 17%) на завтрашнем заседании. Исходя из ожидаемой нами инфляционной динамики (превышение 16% в ИП 2014 г. и замедление до 13% к концу 2015 г.) мы считаем оправданным с точки зрения инфляционных рисков снижение ставки не раньше сентября.

Рынок ОФЗ

Размещение плавающих ОФЗ: или солидная премия, или ожидания по агрессивному снижению ставок. Рекомендация: покупать ОФЗ 24018 (получать плавающую ставку) и продавать 3-летний IRS/XCCY (получать фиксированную ставку). См. стр. 2

Экономика

Макростатистика декабря: страхи раскрутили потребление. См. стр. 3
Антикризисный план: компромиссное решение. См. стр. 4

Размещение плавающих ОФЗ: или солидная премия, или ожидания по агрессивному снижению ставок

Нашелся интерес к плавающей ставке...	В ходе вчерашнего аукциона по размещению 3-летнего выпуска ОФЗ 24018 из предложенных 5 млрд руб. было реализовано 2,4 млрд руб., при этом спрос составил 4,7 млрд руб., что свидетельствует о наличии интереса к относительно новому для рынка госбумаг инструменту (последнее размещение выпуска с плавающей ставкой состоялось в 2004 г.).
... однако разброс цен оказался широким, и появилась диспропорция с IRS/ХССУ	Разброс цен даже удовлетворенных заявок был очень широк (от 92,2% до 97,9%). Это обусловлено отсутствием длинных OIS (со сроком > 1 года) на рублевые ставки, которые позволили бы хотя бы в первом приближении сделать своп ОФЗ 24018 в фиксированную доходность. Средневзвешенная цена сложилась на уровне 95,6% от номинала, которая предполагает что в 2015-2018 гг. среднее значение ставки RUONIA составит 12,8% годовых, в то время как 3-летние IRS сейчас и 3-летние ХССУ находятся на уровне 16,5% годовых и 13,5% соответственно. Таким образом, или была предложена солидная премия к рынку, или участники рынка ОФЗ, в отличие от рынка свопов, действительно с оптимизмом смотрят на ключевую ставку. Мы считаем, что эта диспропорция должна исчезнуть и рекомендуем покупать ОФЗ 24018 (получать плавающую ставку) и продавать 3-летний IRS/ХССУ (получать фиксированную ставку).
Инвесторы оценивают ОФЗ на уровне 107 б.п. + RUONIA	Переходя в масштаб плавающих ставок (корректируя первый купон до рыночного уровня и учитывая дисконт к номиналу), новые ОФЗ 24018 эквивалентны выпуску, который имеет все плавающие купоны равными 6-месячному среднему RUONIA + 107 б.п., или 3м ROISfix + 50-60 б.п. (с учетом среднего спреда ROISfix - RUONIA в отсутствие рыночных шоков). Таким образом, размещение показывает, что инвесторы готовы покупать ОФЗ с процентной маржой над стоимостью своего фондирования не ниже 100 б.п. Как следствие, держатели краткосрочных ОФЗ с УТМ 15%, закладывают в цены среднее значение ставки РЕПО ЦБ по итогам 2015 г. на уровне не выше 14% годовых, что предполагает, по нашему мнению, слишком агрессивное снижение ключевой ставки (в нашем базовом сценарии она составит 15,9% в среднем по году). Поскольку краткосрочные выпуски имеют низкую ликвидность, эту диспропорцию лучше реализовать короткими позициям в длинных ОФЗ 26207 (мы не предполагаем увеличения инверсии кривой).

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

Макростатистика декабря: страхи раскрутили потребление

Визуально хорошие результаты декабря не говорят о качественном улучшении экономической ситуации

Мы отмечаем чрезмерный скачок потребления непродовольственных товаров...

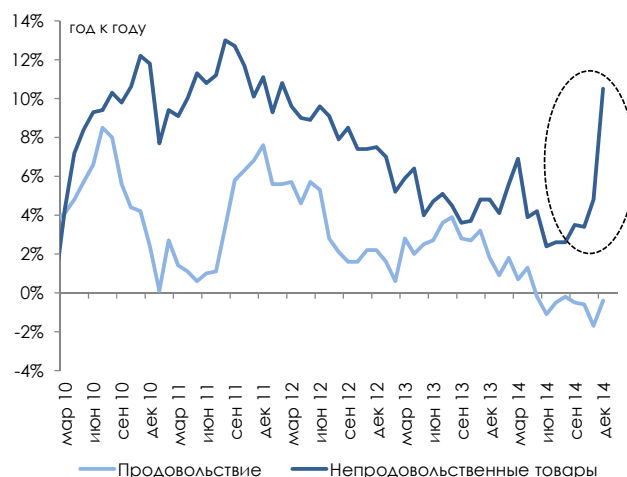
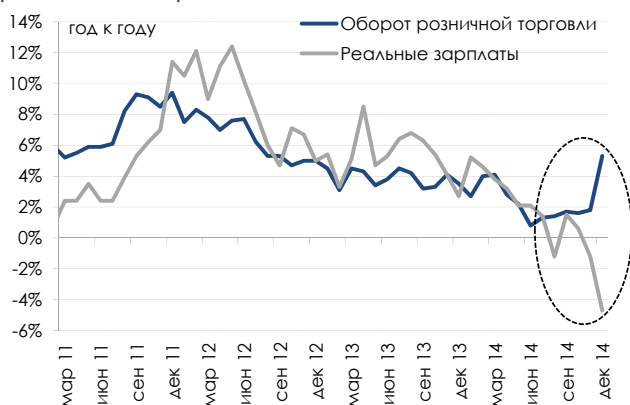
...из-за нарастающих опасений населения относительно обесценения сбережений

Декабрьская макростатистика, несмотря на визуально хорошие результаты, в целом оказалась не лучше наших ожиданий. Динамика инвестиций изменилась несильно: падение инвестиций в основной капитал хотя и замедлилось в декабре, в целом за 2014 г. составило 2,5%, что соответствует нашим прогнозам. Продолжает наблюдаться довольно прочная связь со снижением строительной активности.

В то же время основной интерес в декабрьской статистике представляют данные по доходам населения и потреблению. Расхождение динамики этих двух показателей в декабре ожидаемо усилилось, но степень ажиотажного спроса населения превзошла ожидания. Так, в декабре был зафиксирован рекордный для 2014 г. скачок общего потребления - на 5,3% г./г. против в среднем <1,5% в предшествующие месяцы 2П 2015 г. То, что главной причиной этого стал потребительский бум в сегменте непродовольственных товаров, учитывая возобновившуюся в ноябре-декабре 2014 г. девальвацию и продолжающееся ускорение инфляции (до 11,4% по итогам года), не стало сюрпризом.

Однако всплеск на 10,5% г./г. после ~3% во 2П 2014 г. можно считать чрезмерным, учитывая параллельно устойчивую тенденцию к падению реальных доходов. Очевидно, что помимо характерного для декабря сезонного предпраздничного спроса, под гнетом дешевого рубля люди совершали покупки, которые не собирались делать или планировали их на более отдаленную перспективу, но были вынуждены покупать сейчас, чтобы избежать обесценения своих сбережений. Наши предположения подтверждаются статистикой: по предварительным данным, наибольший рост продаж наблюдался в сегменте бытовой техники и электроники. Так, практически в 1,5 раза в декабре ускорились годовые темпы роста продаж телевизоров, стиральных машин, аудио и видеотехники, строительных материалов и мебели. Сильный эффект дал и всплеск спроса на автомобили. Хотя общие продажи автомобилей продолжают находиться в негативной зоне, в декабре было зафиксировано замедление их падения практически до нуля, тогда как в предыдущие месяцы оно могло достигать более 20%. Также мы отмечаем, что в декабре по сравнению с ноябрем, наблюдалось резкое сокращение запасов этих товаров. Одновременно более слабая динамика импорта этих товаров может говорить о том, что в условиях неопределенности ритейлеры распродают запасы и не спешат пополнять их по новой цене.

Динамика реальных зарплат и оборота розничной торговли Динамика компонент потребления населения



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

...который не сможет поддерживаться в будущем из-за ожидаемого усиления падения реальных зарплат

В то же время данные о реальных доходах подтверждают наши опасения и говорят о том, что возможностей для поддержания такой потребительской активности в ближайшее время будет все меньше. Так, падение реальных зарплат в декабре ускорилось до -4,7% с -1,2% г./г. в ноябре (в основном из-за роста инфляции), и эта тенденция, по нашим оценкам, в ближайшей перспективе продолжится. Кроме того, если население реализовывало вдвойне свой спрос на

товары длительного пользования во 2П 2014 г., то в 2015 г. ни возможности, ни потребности в таких покупках уже не будет. Поэтому результатом станет сильное падение продаж непродовольственных товаров в 2015 г., и продолжение их сокращения в продовольственном сегменте (на фоне падения экономики).

Мария Помельникова

maria.pomelnikova@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

Антикризисный план: компромиссное решение

Вчера были опубликованы детали антикризисного плана, активно обсуждавшего в Правительстве в течение января. Наиболее крупные статьи этого плана уже были ранее озвучены в СМИ:

- 1 трлн руб. в форме ОФЗ на докапитализацию банков через АСВ (расходы уже учтены в бюджете 2014 г.);
- 550 млрд руб. из ФНБ на докапитализацию банков (250 млрд руб.) и кредитование реального сектора через ВЭБ (300 млрд руб.);
- бюджетные кредиты регионам (160 млрд руб.);
- госгарантии на инвестпроекты (200 млрд руб.);
- индексация страховых пенсий (190 млрд руб.).

Также озвучены очевидно затратные инициативы, объемы финансирования которых еще не определены: банк плохих долгов, субсидирование кредитования строительства жилья эконом-класса, социальных ипотечных кредитов. В 2015 г. предусмотрены единовременные выплаты по 20 тыс руб. из материнского капитала. Если говорить о структурных реформах, то в плане упоминается о ряде мер поддержки малого и среднего бизнеса, несырьевого экспорта и импортозамещения.

В то же время антикризисным планом предусмотрено снижение большинства статей бюджета (исключая социальные, поддержку с/х и ВПК) 2015 г. на 10%, а также уменьшение общих расходов бюджета на 5% в реальном выражении в последующие 3 года. Ничего не упоминается в плане и об индексации зарплат бюджетников (врачей, учителей, военных, полицейских). В то же время, уже анонсировалось, что 500 млрд руб. из Резервного фонда будут конвертированы в рубли, в т.ч. и на дополнительную индексацию пенсий и довольствий. Мы отмечаем, что даже индексация пенсионерам на базе инфляции 2014 г. (11,4%) приведет к падению пенсий в реальном выражении, так как инфляция в 2015 г. будет существенно выше. В плане также упоминается о свертывании финансирования бюджетом новых инвестиционных проектов.

Однако это не означает, что Правительство отказывается от ранее одобренных и обсуждаемых инвестиционных инициатив, просто их финансирование теперь будет осуществляться не напрямую (как предлагалось прежде, по аналогии с 2008-2009 гг.), а через банки. В частности, предполагается, что при докапитализации банков (предварительно 27 банков на 830 млрд руб. из общих 1 трлн руб. в форме ОФЗ), на них, как одно из условий докапитализации, будет возложено обязательство по поддержанию роста кредитного портфеля на 12% в год в течение 3 лет.

В целом, антикризисный план предполагает значительное снижение расходов бюджета 2015 г. в реальном выражении, причем, скорее всего, постепенно и в социальной сфере: его целью является не столько стимулирование, а стабилизация экономики и финансовой системы. Такие инициативы Правительства неудивительны, учитывая, что нефтегазовые и ненефтегазовые доходы в реальном выражении в 2015 г. также значительно снизятся и удержать дефицит бюджета в приемлемых рамках в текущих условиях будет сложно.

Мария Помельникова

maria.pomelnikova@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

Антон Плетенев

anton.pletenev@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Слабая макростатистика ноября: риски более серьезного падения ВВП в 2015 г.

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Рубль «пришел в чувства»

Валютного коридора больше нет

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Рынок облигаций

Кривая ОФЗ уплощается ниже ставок РЕПО

Не пора ли покупать ОФЗ?

В Ломбардный список могут попасть бумаги даже без рейтинга

Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

Инфляция

Инфляция: все выше и выше

Ликвидность

Ставки МБК: в шатком равновесии

Взлет ставок денежного рынка: кризис доверия и дефицит рублевой ликвидности

Монетарная политика ЦБ

ЦБ экстренно повысил ключевую ставку до 17%

Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

Банковский сектор

Новые послабления для поддержки банков «на плаву»

ЦБ включает антикризисные механизмы

Экстренное удорожание фондирования от ЦБ не должно сильно сказаться на марже банков

Валютное РЕПО с ЦБ с рублевым залогом $\neq$ рублевое РЕПО + FX SWAP

Лишь треть проданной ЦБ валюты осела в банках РФ.



#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
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
ММК	Nordgold
Мечел	Polyus Gold
НЛМК	Uranium One
Норильский Никель	
Распадская	

Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

Х5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско- Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

ЗАО «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
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

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
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «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. 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](#).