



## Мировые рынки

### Дж. Йеллен не испугала финансовые рынки

В ходе выступления перед Конгрессом глава ФРС заявила о необходимости ужесточения монетарной политики даже в отсутствие решения администрации Д. Трампа относительно бюджетных стимулов (это привело к росту доходности 10-летних UST на 5 б.п. до YTM 2,47%). Но намеков о повышении ключевой ставки в самое ближайшее время не содержалось (сейчас вероятность повышения ставки в марте составляет всего 34%), что вместе с позитивной оценкой состояния экономики США способствовало продолжению Трамп-ралли (индексы акций прибавили еще 0,5%, обновив максимумы). Лидерами роста остаются американские банки: они выигрывают как от смягчения регулирования, так и повышения ставок (доходности активов) при сохранении избытка долларовой ликвидности (=бюджетные стимулы).

## Рынок ОФЗ

### Крепкий рубль не способствует спросу на классические ОФЗ

Сегодня Минфин предлагает 10-летние ОФЗ 26219 с фиксированной ставкой купона и 6-летние ОФЗ 29012 с плавающей ставкой купона (6M RUONIA + 40 б.п.) в объеме 25 млрд руб. и 15 млрд руб., соответственно. Напомним, что на аукционах на прошлой неделе, когда были предложены лишь классические бумаги, Минфину пришлось предоставить ценовой дисконт 0,3-0,4 п.п. ко вторичному рынку для размещения 15-летних бумаг 26218 в полном объеме (15 млрд руб.), а среднесрочные 26220 не удалось реализовать в полном объеме (15 млрд руб. из 25 млрд руб.). Таким образом, недоразмещенный объем (остаток) с прошлых аукционов составляет 10 млрд руб. (аргумент в пользу предоставления ценовых дисконтов на текущих аукционах). За неделю произошло небольшое повышение кривой доходностей ОФЗ на 0-3 б.п. (выпуск 26219 остался на уровне YTM 8,21%). Продолжающееся с начала года укрепление рубля (уже почти на 7%) не сопровождается повышением спроса на ОФЗ (по данным ЦБ, приток средств иностранных инвесторов на рынок ОФЗ в конце января почти полностью прекратился), что, по нашему мнению, обусловлено ожиданиями у участников рынка ослабления рубля, которые мы разделяем (см. наш комментарий от 13 февраля). В этой связи участие в размещении 26219 представляет интерес лишь для получения премии по доходности 5 б.п. с последующей ее реализацией на вторичном рынке (ожидаем отсечку в диапазоне YTM 8,26%, рекомендуем выставлять заявки по цене не выше 97,75% от номинала).

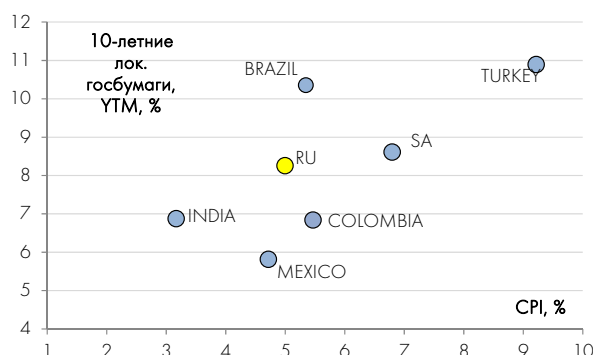
Отсутствие первичного предложения плавающих бумаг в последние две недели и нарастающий избыток рублевой ликвидности (так, в январе федеральный бюджет был исполнен с дефицитом, что не является типичным для начала года), скорее всего, обусловят высокий интерес к ОФЗ 29012 (по цене 102,15% от номинала, что на 10-15 б.п. ниже котировок вторичного рынка). Однако, по нашему мнению, в сравнении с более длинным выпуском ОФЗ 29006 предлагаемые бумаги выглядят менее привлекательно: при цене 107,1% от номинала премия 29006 над ставкой 6M RUONIA составляет 35 б.п., у 29012 эта премия отсутствует. Отметим, что интерес к плавающим выпускам обусловлен сохранением жесткой монетарной политикой ЦБ, которая не учтена в длинных IRS, что и приводит к столь низким синтетическим фиксированным доходностям ОФЗ с плавающей ставкой купона.

### Фиксированные доходности плавающих ОФЗ



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

### ОФЗ уже столь привлекательны среди GEM



## Экономика

Бюджет 2017: удастся ли сэкономить при высоких ценах на нефть?

## Бюджет 2017: удастся ли сэкономить при высоких ценах на нефть?

**Расходы опередили доходы в январе из-за пенсий**

Минфин опубликовал оперативные данные по исполнению федерального бюджета за январь. Интересным моментом является нетипично высокий для начала года уровень бюджетных расходов (1,28 трлн руб.). Из-за этого бюджет был исполнен с дефицитом (23 млрд руб.), даже несмотря на относительно высокий объем доходов (1,26 трлн руб.). Впрочем, подобная динамика вполне объяснима ускоренным темпом выполнения плана социальных расходов: их исполнение в январе составило 16,2% от годового плана, в то время как его средний уровень по остальным расходам был около 4%. Рост социальных расходов объясняется плановой единовременной выплатой пенсионерам (по 5 тыс. руб., совокупно 221,7 млрд руб.). Мы ожидаем сохранения повышенных темпов роста социальных расходов и в феврале – на этот месяц запланирована индексация пенсий и ряда социальных выплат на 5,4%.

**Сильная нефть и слабый рубль помогут сократить бюджетному дефициту**

В целом за счет макроэкономических условий (цены на нефть, курс рубля, экономический рост) бюджетные перспективы на этот год значительно улучшились. Дополнительную поддержку окажет соблюдение переходного варианта бюджетного правила. По оценкам Минфина, опубликованным недавно в СМИ, в условиях более высоких цен на нефть (55 долл./барр. URALS) и относительно слабого (за счет интервенций Минфина) курса рубля (64,9 руб./долл.) дефицит федерального бюджета окажется существенно ниже (0,7% ВВП), чем уровень, заложенный в законе о бюджете (3,2% ВВП).

**Объем нефтегазовых доходов составит 2 трлн руб.**

По нашим оценкам, при сходных предпосылках по цене нефти и курсу рубля объем нефтегазовых доходов в 2017 г. составит 7 трлн руб. (против текущего бюджетного плана в 5 трлн руб., а дополнительные ненефтегазовые доходы превысят 540 млрд руб. (за счет более быстрых темпов роста номинального ВВП – на 9,9% против оценок в законе о бюджете в 4,8%).

трлн руб. (если не указано иное)	Закон о бюджете	Текущие оценки Минфина*	Наш расчет
Urals, долл./барр.	40,0	55,0	55,0
Курс рубля	67,5	64,9	63,3
<b>Доходы Федерального бюджета</b>	<b>13,5</b>	<b>-</b>	<b>16,0</b>
Нефтегазовые	5,0	-	7,0
Ненефтегазовые	8,4	-	9,0
<b>Расходы</b>	<b>16,2</b>	<b>-</b>	<b>16,8</b>
<b>Дефицит</b>	<b>2,8</b>	<b>-</b>	<b>0,8</b>
Дефицит, % ВВП	3,2%	0,7%	0,9%

\*По информации в СМИ

Источник: Минфин, оценки Райффайзенбанка

**В результате дефицит бюджета сократится до 0,9-1,5% ВВП**

Наш расчет предполагает, что Минфин не будет тратить лишь дополнительные нефтегазовые доходы (2 трлн руб., по нашим оценкам), которые пойдут на снижение дефицита бюджета. В то же время, мы полагаем, что расходы могут возрасти на величину дополнительных ненефтегазовых доходов. В итоге, по нашим оценкам, в таких предпосылках дефицит бюджета может снизиться до 0,8 трлн руб. (0,9% ВВП) против заложенных в законе о бюджете 2,75 трлн руб. (3,2% ВВП).

В то же время, на наш взгляд, есть достаточно высокие риски увеличения бюджетного дефицита относительно этих расчетов, прежде всего, при снижении цены на нефть и более сильном курсе рубля. В частности, за январь рублевая цена нефти составила 3 183 руб./барр. (при долларовой цене Urals в 53,16 долл./барр.), в то время как наш прогноз предполагает ее среднегодовой уровень в 3 479 руб./барр. При сохранении текущего уровня рублевой цены на нефть нефтегазовые доходы, по нашим оценкам, "потеряют" 500 млрд руб. (по сравнению с нашим базовым сценарием), т.е. при прочих равных дефицит увеличится до 1,3 трлн руб. (1,5% ВВП). Дополнительным фактором риска может стать решение увеличить бюджетные расходы сверх величины дополнительных ненефтегазовых доходов.

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

Макростатистика сентября: промышленность - ложка дегтя в бочке меда

ВВП за 2 кв. 2016 г.: шансы на рост внутреннего спроса сохраняются

### Рынок облигаций

Первичный рынок: эмитенты стремятся зафиксировать низкую долларовую ставку

Изменение бюджетных реалий выступает не в пользу снижения доходностей ОФЗ

### Валютный рынок

Платежный баланс: повышение цен на нефть прошло незаметно для текущего счета

Директивы предписывают получить деньги за Роснефть в этом году: негативно для рубля в среднесрочной перспективе

Покупка Essar Oil: фактор оттока валюты в начале 2017 г.

Корпорациям удастся рефинансировать большую часть долга

Рубль стал меньше реагировать на нефть: аномалия или правило?

Долгосрочное укрепление рубля ограничивается возможностью интервенций ЦБ

### Инфляция

Инфляция приближается к 6% г./г. на фоне стабильного рубля

Снижение инфляции до 4%: ЦБ рассчитывает на Минфин

### Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ: риторика осталась жесткой, а ставка – высокой

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

### Ликвидность

Большая особенность на денежном рынке мешает структурному профициту

"Автоприватизация" Роснефти может оставить локальный рынок без валютной ликвидности

### Бюджетная политика

Минфин "страхуется" Резервным фондом

Рост цен на нефть вряд ли поможет снизить дефицит бюджета

Бюджетная стратегия: Минфин установил высокую планку

Бюджет-2016: Минфину не удалось сохранить консерватизм

### Банковский сектор

Пересвет: еще один банк из ТОП-50 оказался неплатежеспособным

Ввоз валюты банковским сектором не уберег от дефицита

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями



# #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	Global Ports
------------	--------------

### 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
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.