



22 января 2015 г.

События на мировых рынках

QE в размере 50 млрд евро/мес. от ЕЦБ

По информации западных СМИ, по итогам сегодняшнего заседания ЕЦБ будет объявлено о запуске программы QE с 1 марта до конца 2016 г., которая заключается в приобретении гособлигаций стран еврозоны с рейтингом не ниже инвестиционного уровня на 50 млрд евро в месяц. Страны с более низким рейтингом тоже могут попасть в программу, но для этого им придется осуществлять реформу по согласованному с ЕЦБ плану (по-видимому, реализовывать меры бюджетной экономии). Таким образом, ЕЦБ планирует влить в финансовую систему ~1,1 трлн евро. в условиях, когда данные за декабрь свидетельствуют о снижении потребительских цен в еврозоне на 0,2% г./г. Противники идеи считают запуск QE неэффективной мерой для борьбы с дефляционными рисками, приводя в пример США и Японию, где увеличение денежной базы за счет QE не транслировалось в пропорциональное повышение денежной массы. Тем не менее, удалось поддержать экономический рост. Ключевым вопросом остается перераспределение рисков по финансовой системе от программы QE: Германия настаивает на разделении ответственности за QE с национальными ЦБ. Отметим, что данная новость была ожидаемой валютным рынком: с начала года евро обесценился с 1,21 долл. до 1,158 долл. Европейские индексы акций продолжили рост, прибавив 0,8-1,7%, при этом BUNDS остались почти без изменений (10-летние - на уровне YTM 0,54%). Суверенные бонды РФ выглядели хуже рынка (длинный выпуск Russia 42 подешевел на 1,2 п.п.), что, возможно, обусловлено ожиданиями понижения рейтинга от S&P (пересмотр завершится в конце месяца) и негативным новостным фоном по Украине.

Денежный рынок

Казначейство РФ запустило РЕПО с ОФЗ в тестовом режиме. Нейтрально для ставок

Экономика

Инфляция бьет новые рекорды. Не ждем изменения ключевой ставки ЦБ 30 января

Рынок ОФЗ

Аукцион ОФЗ: без премии участники не готовы покупать даже краткосрочные госбумаги

На первом в этом году аукционе Минфину удалось разместить краткосрочные ОФЗ 25082 лишь в объеме 1 млрд руб. из предложенных 5 млрд руб., без премии к рынку: доходность по цене отсечения составила YTM 15,32%, при этом котировки накануне находились в пределах YTM 14,7-15,5%. Результат аукциона свидетельствует о том, что инвесторы не предполагают дальнейшего снижения доходностей, по крайней мере, краткосрочных ОФЗ. Общий объем спроса 8,2 млрд руб. отражает наличие интереса, но на более высоких уровнях, чем те, на которых готов продавать госбумаги Минфин. Тот факт, что ведомство вышло именно с краткосрочным выпуском, свидетельствует о его ожиданиях более низких ставок в среднесрочной перспективе (=более низких доходностей по длинным выпускам). Отметим, что котировки ОФЗ 25082 соответствуют отрицательному спреду к ключевой ставке. Это отражает, по-видимому, ожидания участников рынка по существенному снижению ставки в этом году. Для того, чтобы покупка ОФЗ 25082 с удержанием до погашения не оказалась убыточной (по, крайней мере, для банков) средняя ставка РЕПО по итогам года не должна превысить 15% годовых. С учетом повышенных инфляционных рисков (которые обусловлены эффектом переноса девальвации) мы считаем, что такое возможно лишь в случае, если ЦБ изменит приоритеты своей монетарной политики в пользу стимулирования экономической активности. О наличии таких ожиданий свидетельствует снижение ставок вдоль кривой IRS, которое с начала недели составило 1,1 п.п. по годовым ставкам и 70 б.п. до 2-летним. По нашему мнению, после недавнего восстановления цен ОФЗ сейчас вновь выглядят дорого. Мы ожидаем уплощения кривых ОФЗ и IRS и рекомендуем короткие позиции в длинных ОФЗ (26207) и длинные позиции в краткосрочных (25080) с нейтральным или умеренно положительным DV01.

Казначейство РФ запустило РЕПО с ОФЗ в тестовом режиме

На дебютном аукционе РЕПО с ОФЗ Казначейства 3 банка взяли 10,75 из 20 млрд руб.

Вчера в тестовом режиме Казначейство РФ провело дебютный аукцион о/п РЕПО с ОФЗ лимитом 20 млрд руб. по мин. ставке 17% (= ключевой ставке ЦБ/стоимости недельного РЕПО с ЦБ). Еще 2 таких же аукциона планируется провести сегодня и завтра (22, 23 января). Агентом на аукционах выступает ЦБ и технически новый инструмент очень похож на внебиржевое РЕПО с Банком России. Отличие в том, что Казначейство в качестве залога принимает только ОФЗ. Средства на первом аукционе оказались востребованы: из предложенных 20 млрд руб. 3 банка взяли 10,75 млрд руб. по средневзвешенной ставке 17%.

Новый инструмент не должен приводить к увеличению совокупного объема госрефинансирования

По нашим оценкам, после отработки тестовых аукционов у Казначейства имеются все возможности для значительного увеличения лимитов по новому инструменту. Расширится и доступ участников: предположительно до ~300 банков против ~30 банков, которые по состоянию на конец 2014 г. допущены к депозитным аукционам. Но следует понимать, что поскольку залог по РЕПО в целом по системе ограничен (в частности, ОФЗ), в отличие от беззалоговых депозитных аукционов Казначейства, новый инструмент РЕПО не должен приводить к увеличению совокупного объема госрефинансирования, а лишь перераспределяет источники его получения, а значит нейтрален для ставок.

Мы ожидаем, что запуск нового инструмента может не повлиять на интенсивность размещения средств на депозитных аукционах

Негативный эффект могло бы оказать только одновременное значительное сокращение лимитов предоставляемых средств через беззалоговые депозитные аукционы (сейчас задолженность банков по ним > 400 млрд руб.). В будущем, очевидно, целью Казначейства является переключить банки на РЕПО, которое предпочтительно в силу минимизации рисков: "когда мы делаем РЕПО под ОФЗ, рисков для нас ноль", - комментирует А. Моисеев. Но принимая во внимание непростую ситуацию на финансовых рынках сейчас, мы склоняемся к сценарию, при котором в ближайшей перспективе Казначейство может использовать для РЕПО дополнительные (ранее не задействованные) ресурсы, не сильно влияя на объемы депозитных аукционов. Напомним, что изначально для РЕПО с ОФЗ Казначейство планировало использовать средства, высвобождаемые от меры по сокращению планки минимального нормативного остатка средств на бюджетном счете. Если ранее Казначейство было обязано поддерживать минимальный остаток на казначейском счете в 600 млрд руб., то право снизить этот норматив до 200 млрд руб. технически позволяет получить около 400 млрд руб. новых средств, которые могут уйти в РЕПО, тогда как объемы депозитных аукционов будут по-прежнему определяться потоками временно свободных средств ведомства от налогов.

В ближайшее время эффект от РЕПО Казначейства на RUONIA будет нейтральным

Если наши предположения верны, то в ближайшие месяцы эффект от нового инструмента Казначейства на RUONIA в целом будет нейтрален. Однако визуально в краткосрочном периоде новый инструмент может несколько сгладить повышательное давление на RUONIA, поскольку у банков появится возможность добирать недостающие на аукционах РЕПО с ЦБ средства за счет альтернативного инструмента не так дорого, как РЕПО по фиксированной ставке и прямые валютные свопы (18%), которыми они пользуются в таких случаях сейчас (при условии, что у Казначейства будут короткие операции о/п и 7 дней, совпадающие по срокам с аукционами ЦБ).

Инфляция бьет новые рекорды

Инфляция на 2-й неделе января составила 0,7%, или 12,5% г./г.

По данным Росстата, инфляция с 13 по 19 января составила 0,7%, что сопоставимо с высокими показателями последних 2-х недель 2014 г. В годовом выражении она ускорилась до ~12,5%. Если темпы роста цен останутся на столь высоких значениях в течение всего месяца, инфляция в январе 2015 г. может оказаться и выше уровня декабря 2014 г. (2,6% г./г.). В таком случае годовой показатель уже в январе может приблизиться к 14%, а в феврале рискует преодолеть рубеж 15% г./г. Мы полагаем, что в первые месяцы этого года инфляция будет достигать своих пиковых значений и останется на повышенных уровнях ~15% в течение всего 1П 2015 г., ее замедление может начаться не раньше 2П 2015 г.

Из новых рисков для цен - чрезмерное удорожание зерна, сахара, туристических услуг

Главный негативный вклад в инфляцию продолжит оказывать продовольственный сегмент. Помимо ускоренного удорожания плодоовощной продукции, значительный риск теперь представляет резкое ускорение роста цен на зерно, а с ним - на крупы, муку, хлебобулочные изделия и макаронную продукцию. Похожая ситуация со всплеском цен на сахар, которые помимо повышенного спроса на товар на локальном рынке находятся под давлением мировых цен и ослабления курса. К тому же, эффект девальвации становится более выраженным в непродовольственном сегменте (бытовые товары, электроника и техника). В сегменте услуг, значительный негативный эффект помимо удорожания жилищных услуг мы ожидаем от роста стоимости зарубежного туризма и страхования. Реализация этих рисков может привести к еще более высокому, чем мы прогнозируем сейчас, уровню цен в 1П 2015 г.

Ожидаемое нами ускорение инфляции >15% г./г. в ближайшие месяцы не создает возможности для снижения ставки ЦБ

Формально текущая динамика инфляции даже создает риски дополнительного повышения ключевой ставки ЦБ, однако, мы придерживаемся мнения, что в текущих условиях ухудшения состояния экономики компромиссным решением, скорее, станет сохранение ключевой ставки неизменной на предстоящем 30 января заседании ЦБ. В то же время, в силу передачи полномочий по ДКП от К. Юдаевой новому первому зампреду ЦБ Д. Тулину, а также активно обсуждаемой в бизнес-сообществе возможности снижения ставки для поддержания экономики, риски неожиданного снижения ставки регулятором усиливаются. На наш взгляд, такое развитие событий было бы неоправданно, учитывая, что может привести к разбалансировке валютного рынка, что создаст дополнительные риски для инфляции (и для ставок денежного рынка).



#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](#).