

Пульс рынка

- **На рынках передышка.** Американские рынки взяли паузу после позитива, связанного с выступлением Дж. Йеллен и статистикой по Китаю. Фондовые индексы США закрылись в диапазоне от -0,2% до +0,2%, доходность 10-летних UST еще немного подросла - до 2,76%. На фоне отсутствия важных новостей из США сегодня утром азиатские площадки находятся под давлением негативной информации с рынка труда Австралии, где безработица достигла десятилетнего максимума – 6%. Сегодня будут опубликованы данные по первичным обращениям за пособиями по безработице в США (ожидается дальнейшее снижение, хотя и незначительное – прогноз 330 тыс. против 331 тыс. на прошлой неделе). Напомним, что снижение уровня безработицы ниже отметки в 6,5% является одним из обязательных условий для повышения учетной ставки США, хотя, к примеру, президент Федерального Банка Сент-Луиса Дж. Буллард призывает к переходу от метода «отметок» к качественной оценке состояния экономики при принятии решений относительно монетарной политики, что может повысить уровень неопределенности среди инвесторов.
- **ОФЗ нашли высокий спрос.** После трехнедельного перерыва в аукционах Минфина вчера участники проявили повышенный интерес к госбумагам. Спрос на длинные ОФЗ 26215 более чем в 2 раза превысил предложение, в результате был размещен весь заявленный объем (10 млрд руб.), доходность по цене отсечения составила 8,06%, с незначительной премией к рынку. 5,5-летние ОФЗ 26216 также нашли значительный спрос (15,5 млрд руб. при предложении 10 млрд руб.), что позволило ведомству реализовать весь объем (доходность по цене отсечения - 7,71%, что также предполагало небольшую премию к рынку - 2-3 б.п.). После аукциона цена ОФЗ 26215 несколько подросла, однако сегодня утром вернулась обратно. Котировки ОФЗ 26216 на вторичном рынке практически не изменились.
- **Заседание ЦБ по ставкам завтра: без перемен.** Учитывая нестабильную ситуацию на валютном рынке, ранее казавшееся целесообразным снижение ключевой ставки теперь видится нам маловероятным. Недавнее резкое ослабление рубля породило дискуссию о том, что российский ЦБ, как и регуляторы в ряде других развивающихся стран, может повысить ставки. Так, после повышения ключевых ставок центробанками Турции и ЮАР эффективные ставки в этих странах возросли на 300 б.п. и 50 б.п., соответственно. Тем не менее, в целом пример этих стран показывает, что такая мера не позволяет оперативно справиться с валютным шоком и не устраняет проблемы, связанные с формированием инфляционных ожиданий. Неудачный российский опыт 2009 г., на наш взгляд, делает крайне маловероятным использование данной меры сейчас. В целом повышение ставок трудно назвать оперативным инструментом в борьбе с валютными шоками. Это достаточно негибкий и практически необратимый инструмент (на среднесрочном горизонте). Причем удорожание рефинансирования за счет повышения ключевой ставки создало бы риски для денежного рынка, где сейчас наблюдается структурный дефицит ликвидности. Мы склоняемся к тому, что ЦБ, скорее, будет соблюдать баланс за счет выборочного регулирования лимитов по своим операциям, что позволит избежать ситуации создания дополнительной ликвидности, которая может быть использован для валютных спекуляций. Точечное ограничение лимитов, которое в случае необходимости может быть применено достаточно быстро, видится нам более реалистичным сценарием, чем повышение ставок по какому-либо из текущих инструментов (включая ставки по валютным свопам).

Темы выпуска

- **Инфляция: так ли страшен валютный шок?**
-

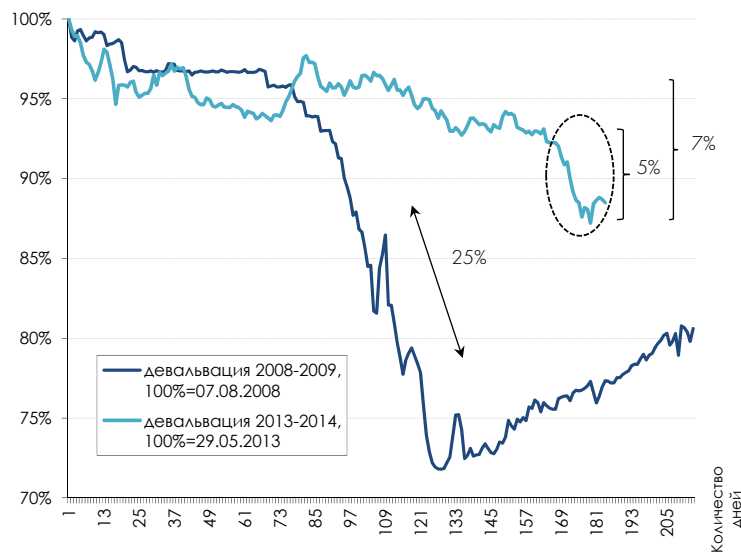
Инфляция: так ли страшен валютный шок?

Многие опасаются значительного влияния январской девальвации на инфляцию

Резкое падение рубля в январе стало поводом для обсуждения того, насколько такая девальвация может транслироваться в дополнительный рост цен, и какие риски она создает для текущего прогноза по инфляции. Опасения сводятся к тому, что из-за январского ослабления рубля инфляция к концу этого года может превысить целевой ориентир ЦБ (5%).

Отметим, что последний раз падение рубля в таких серьезных масштабах, чтобы оно существенно повлияло на инфляцию, наблюдалось в конце 2008 г. - начале 2009 г. Тогда за 3 месяца курс в общей сложности упал более чем на 25%. Январское падение 2014 г. составило около 5%, а с учетом ноября-декабря 2013 г. - 7%. Хотя текущее ослабление, очевидно, намного меньше, чем в 2009 г., участники рынка опасаются, что оно разгонит инфляцию. Поэтому в нашем обзоре мы решили подробно остановиться на возможных инфляционных последствиях произошедшего ослабления рубля.

Сопоставление девальвации 2008-2009 гг. и 2013-2014 гг.



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Эконометрическая оценка эффекта переноса для России крайне затруднительна

В целом хотелось бы подчеркнуть, что любые оценки эффекта переноса валютного шока на инфляцию, основанные на эконометрическом анализе длительных временных отрезков осложнены в связи с наличием очень небольшого количества подобных шоков, а также ввиду того, что политика ЦБ в отношении валютного курса с 1997 г. претерпела ряд кардинальных изменений. Нужно также учитывать и то, что в разные моменты экономических циклов девальвация сказывается на ценах по-разному. Кроме того, степень эффекта переноса сильно варьируется в зависимости от интенсивности и продолжительности падения рубля. Так, подробный эмпирический анализ зависимости инфляции от динамики валютного курса показал, что наблюдавшиеся с февраля 2009 г. разовые падения рубля менее 5% незначительно сказывались на инфляции.

Сравнение с валютным кризисом 2009 г. наиболее показательное

В связи с этим, по нашим оценкам, традиционный подход к оценке эффекта переноса, который был применен для ряда развитых стран на длинных периодах времени (Великобритания, Норвегия и т.д.) в отношении к России становится несостоятельным. В условиях недостатка статистики, наиболее показательным методом оценки нам видится сравнение с валютным кризисом 2009 г. Хотя брать за основу ту девальвацию не совсем обоснованно, так как она проходила в совершенно иных условиях (глубокий экономический кризис) и при другом валютном режиме (на стыке перехода от фиксированного к плавающему курсу). Безусловно, учитывая эти особенности, мы скорректировали нашу оценку на вышеперечисленные различия.

В 2009 г. ослабление рубля на 25% добавило 1,8 п.п. к инфляции

Ситуация 2009 г. показала, что вообще эффект валютного переноса в России по сравнению с 1998 г. стал гораздо более умеренным. По нашим оценкам, за 2009 г. общий эффект от 25%-го ослабления рубля на инфляцию составил всего 1,8 п.п.

Оценка эффекта переноса на различные компоненты инфляции в 2009 г.

	Дополнительный прирост цен в результате валютного шока	Итоговая "прибавка" к годовой инфляции
Продовольствие		0.65%
Мясопродукты	3%	0.29%
Рыбопродукты	10%	0.19%
Кондитерские изделия	3%	0.07%
Чай, кофе	10%	0.10%
Непродовольственные товары		1.1%
Легковые автомобили	5%	0.37%
Медицинские товары	20%	0.36%
Одежда и белье	3%	0.16%
Обувь кожаная, текстильная и комбинированная	3%	0.07%
Табачные изделия	7%	0.06%
Парфюмерно-косметические товары	2%	0.03%
Телерадиотовары	4%	0.03%
Персональные компьютеры	4%	0.03%
Моющие и чистящие средства	2%	0.02%
Средства связи	4%	0.02%
Услуги		0%
ИТОГО		1.8%

Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Наибольший эффект наблюдался в непродовольственных товарах

Результаты говорят о том, что падение курса тогда оказало наибольшее воздействие на удорожание непродовольственных товаров (1,1 п.п. из общего эффекта). В числе наиболее подверженных влиянию изменения курса оказались цены на легковые автомобили, медикаменты, одежду и обувь, табачные изделия и др. (см. таблицу). Следующим по силе стал эффект на стоимость продовольствия - около +0,65 п.п. Причем ослабление рубля, как показало наше исследование, затрагивает цены очень узкой группы продуктов (мясные и рыбные изделия, кондитерская продукция, чай и кофе). Стоит отметить, что эффект от падения курса на цены услуг, по нашим оценкам, в 2009 г. получился нулевым.

Максимальный эффект переноса в 2014 г. оценивается нами в 0,7 п.п. инфляции

Переноса данные результаты в реалии настоящего времени, помимо указанных фундаментальных различий, мы также учли, что ослабление рубля в ноябре 2013 г. - январе 2014 г. было гораздо менее выраженным, чем во время кризиса 2009 г. Как следствие, максимально возможный эффект того, сколько могло добавить падение рубля 2013-2014 гг. к годовому показателю инфляции в 2014 г., оценивается нами в 0,7 п.п. Безусловно, следует понимать, что степень конечного эффекта переноса на инфляцию во многом будет зависеть от того, как изменится курс до конца года (мы считаем ослабление наиболее вероятным), и какие действия в таком случае может предпринять ЦБ.

Даже в таком случае инфляции должна быть ниже, чем в 2013 г.

Таким образом, полученные результаты позволяют сделать вывод о том, что официальные оценки эффекта переноса Минэкономразвития, которые сводятся к 0,4-0,5 дополнительных процентных пункта к годовой инфляции 2014 г., вполне реалистичны. Наши расчеты демонстрируют, что несмотря на важность эффекта переноса для инфляции, его все же не стоит преувеличивать. Так, если прибавить указанный выше максимальный эффект переноса к нашей прежней оценке инфляции на этот год (5,2% + 0,7 п.п. = 5,9%), получается, что даже с учетом валютного шока инфляция в этом году не должна превысить 6%. Во-первых, такой уровень меньше показателя 2013 г. (6,5%), что говорит о том, что тенденция к снижению инфляции должна сохраниться. Во-вторых, 6% - это по-прежнему исторически минимальный уровень инфляции для российской экономики.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика октября: тлеющий рост

Промышленность: осенняя депрессия

ВВП ростом не вышел

Инфляция

Скачок цен не оставляет надежд на снижение ставок ЦБ

Валютный рынок

Валютные новшества регуляторов пока нейтральны для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Перспективы рынка ОФЗ с нулевым налогом

Платежный баланс

Стагнация внешней торговли продолжается

Ликвидность

Ликвидность: выйдут ли ставки за рубеж?

Повышение коэффициента усреднения до 0,7 с 0,6 позитивно для ликвидности

Аукцион ЦБ: долгожданное лекарство, но не панацея

Бюджет

Инвестирование ФНБ: на кону 2,8 трлн руб.?

Трансферт в Резервный фонд: быть или не быть?

Казна прирастает доходами

Долговая политика

Минфин планирует ряд мер для повышения ликвидности рынка ОФЗ

Банковский сектор

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

Ограничение потребительских ставок с первого раза не прошло

Новые уточнения к Положению №395-П

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
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

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Антон Кенякин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

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
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
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 банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту 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.