



21 марта 2019 г.

<b>Сегодня в фокусе</b>	<b>Мировые рынки</b>	FOMC решил полностью «капитулировать»
	<b>Рынок ОФЗ</b>	Аукционы: «бешеные» деньги уже закончились? Сюрприз от FOMC привел к сдвигу доходностей ОФЗ вниз
	<b>Экономика</b>	Соцвыплаты поддержали потребительский спрос в феврале Заседание ЦБ: hold пишем, hike в уме «Сухие» цифры также голосуют за сохранение ставки

## Мировые рынки

### **FOMC решил полностью «капитулировать»**

Итог заседания FOMC оказался на уровне самых оптимистичных ожиданий. По мнению главы ФРС, ключевая ставка находится внутри диапазона оценок нейтрального уровня, который ни стимулирует, ни сдерживает экономический рост, что в текущих условиях (замедление глобальной экономики, текущая и ожидаемая инфляция в США ниже долгосрочной цели, появление признаков торможения американской экономики) является адекватным. Точечная диаграмма, отражающая прогноз членов FOMC по траектории ключевой ставки, была существенно пересмотрена и теперь не предполагает ее повышения в этом году (против 1-2 повышений в предыдущем прогнозе), и может быть лишь одно повышение в следующем (согласно медианному значению). Также была скорректирована политика управления балансом ФРС: с мая его сокращение будет замедлено, а с сентября - прекратится полностью.

Такая риторика отражает кардинальный разворот курса монетарной политики в сравнении с тем, что существовал до декабря 2018 г. (видимо, повышение ключевой ставки тогда считается теперь ошибкой). Однако причины этого разворота так и не были озвучены (состояние американской экономики по-прежнему оценивается как сильное, а риски замедления глобальной экономики существовали и ранее). По-видимому, обвал финансовых рынков в декабре заставил ФРС пересмотреть свои модели/мнение (которые ранее свидетельствовали о том, что сильная экономика требует повышать ставки для формирования буфера на следующий спад).

Согласно рынку UST (спред 10- и 2-летних облигаций вблизи минимума) и рынку фьючерсов (предполагающему, что ФРС придется понизить ключевую ставку до февраля следующего года с вероятностью 49,5%), большинство инвесторов считает, что на самом деле ситуация не столь благоприятна: предпринятые попытки сформировать запас прочности

(пока еще экономика позволяет) при таком большом уровне долга (прежде всего, в корпоративном секторе) в США могут быстро привести к падению экономики (в этом смысле, возможно, что ФРС «поздно нажала на тормоза» в сворачивании политики ужесточения). Кроме того, торговые переговоры между Китаем и США пока развиваются не лучшим образом, что может стать внешним шоком: уже введенные пошлины остаются «краеугольным камнем».

Основной проблемой для всей глобальной экономики является отсутствие эффективных стимулов (новые QE не дадут такого эффекта) на случай рецессии и последующего финансового кризиса. Для упрощения понимания происходящих процессов можно провести аналогию с врачом, который столкнувшись с синдромом отмены при лечении зависимости, «умывает руки». Первичная радость участников финансовых рынков на столь «голубиное» решение ФРС быстро сошла на нет, индекс S&P завершил день снижением на 0,39%, спрос на защитные активы вырос (доходность 10-летних UST опустилась на 10 б.п. до YTM 2,5%).

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

## Рынок ОФЗ

### **Аукционы: «бешеные» деньги уже закончились?**

Результат вчерашних аукционов не стал новым рекордом: Минфину удалось привлечь всего 72 млрд руб. (против >90 млрд руб. на прошлой неделе). Основной объем (61,4 млрд руб.) пришелся на 8-летние бумаги 26226, при этом удовлетворенные заявки находились в очень узком ценовом диапазоне 98,95% – 99,25% от номинала. Такой же необычный ценовой консенсус (91,01-91,2%) наблюдался и по 15-летним ОФЗ 26225 (если эти заявки на покупку были поданы от широкого круга инвесторов, то удивляет наличие среди них такого «единодушия» по цене).

Объем размещенных ОФЗ все еще огромный, но настораживает факт падения спроса – вчера он составил 91 млрд руб. (против 180 млрд руб.) и соответствует нереализованному объему спроса с предыдущего аукциона. В случае если это действительно все оставшиеся средства (у нетипичных нерезидентов), локальных участников ждет разочарование: скромные результаты последующих аукционов могут транслироваться в рост доходностей. Часть спроса нерезидентов с рынка ОФЗ, скорее всего, отвлечет готовящееся размещение суверенных евробондов РФ (предлагается новый долларовый выпуск Russia 35 и новые бумаги находящегося в обращении выпуска Russia 25 в евро) в отсутствие новостей по санкциям и на фоне падения безрисковых ставок.

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

**Сюрприз от FOMC привел к сдвигу доходностей ОФЗ вниз**

Итог заседания FOMC стал поводом для переоценки (на малых торговых оборотах) вторичного рынка: доходности сместились вниз на 10-15 б.п. вдоль всей кривой (в частности, выпуск 26225 ушел на отметку YTM 8,31%, 26226 – на YTM 8,12%), что предполагает высокую уверенность в снижении ключевой рублевой ставки до конца года, по крайней мере, на 25 б.п. Таким образом, рынок ОФЗ может ждать коррекция, если риторика ЦБ РФ не будет указывать на такой исход.

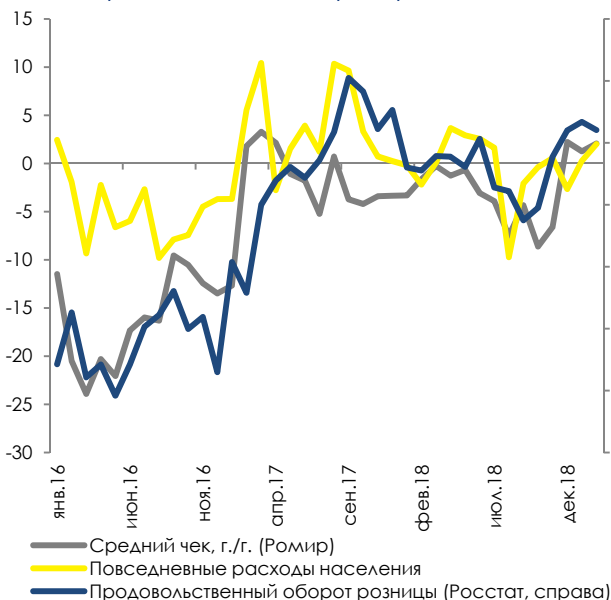
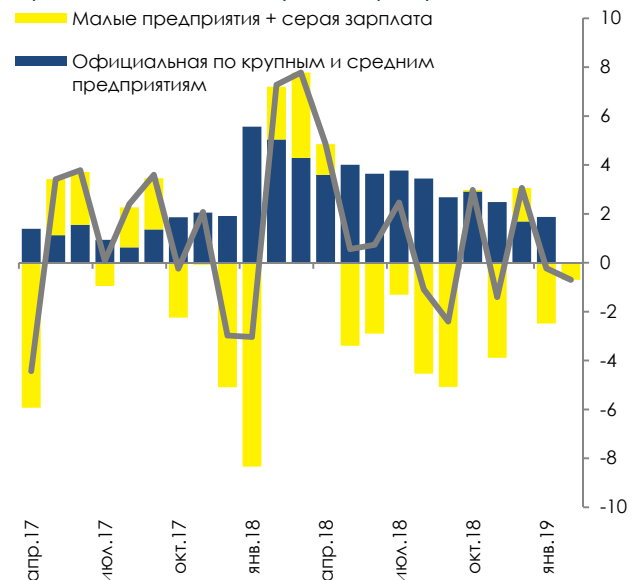
**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

**Экономика****Соцвыплаты поддержали потребительский спрос в феврале**

Результаты потребительского сектора за февраль оказались смешанными: умеренно-позитивные данные по расходам населения на оплату товаров и услуг (см. график слева) сопровождались падением темпов роста реальных зарплат до рекордно низких с конца 2016 г. значений (0,7% г./г. в феврале). Возможно, такое расхождение может быть объяснено повышением социальных выплат на 4,3% в феврале, а также отложенным эффектом индексации страховых пенсий для неработающих пенсионеров на 7,5% в январе. Это должно было бы транслироваться в ускорение роста реальных располагаемых доходов, но сейчас это может быть подтверждено лишь косвенно, т.к. Росстат с февраля прекратил публикацию этих данных, анонсировав переход на новую методологию и ежеквартальную публикацию показателя.

**Потребительский спрос растет слабо****Зарплаты показали худший результат за 3 года**

Источник: Росстат, Ромир, оценки Райффайзенбанка

Судя по комментариям Росстата, основные изменения (с 2013 г.) должны коснуться расходной стороны (=трат денежных доходов населения), тогда как объем пересмотра доходной стороны должен оказаться

небольшим (например, по новым оценкам Росстата, за 2017 г. доходы стали на 1,14% больше в номинальном выражении).

Наиболее интересно было бы увидеть, как изменится структура доходов населения, главным образом, из-за того, что в этих данных представлена информация о ФОТ по всей экономике. Напомним, что ежемесячные данные по зарплатам, публикуемые Росстатом – статистика лишь по работникам организаций, доля которых в общей численности занятых чуть более 50%. Поэтому общая структура денежных доходов позволяет оценить также и динамику «серых» зарплат (на графике выше видно, что она сильно отличается от динамики «белых» зарплат). По косвенным признакам (расхождение «белых» зарплат и расходов населения, опросы представителей малого и среднего бизнеса, отчетность по МСФО крупных публичных компаний) мы видим, что реальная ситуация с «серыми» зарплатами уже длительное время гораздо хуже, чем с «белыми»: их не только не индексируют, но могут и снижать в номинальном выражении. Такая картина должна сохраниться и после пересмотра данных, в противном случае могут возникнуть сомнения в адекватности данных.

В целом обилие существенных изменений в данных за последние годы (отмена публикации месячных данных по инвестициям, изменение методологии подсчета промпроизводства, пересмотр данных по строительству и т.п.), из-за которых динамика этих показателей, как правило, заметно улучшалась, не добавляет доверия к публикуемой статистике.

### **Заседание ЦБ: hold пишем, hike в уме**

На завтрашнем заседании ЦБ мы ожидаем сохранения ставки на неизменном уровне (7,75%). В числе ключевых аргументов: 1) крайне умеренная реакция инфляции и инфляционных ожиданий на повышение НДС в начале года, 2) смягчение риторики ФРС США. По нашим оценкам, по итогам 1 кв. совокупный эффект от повышения ставки налога составил 0,7 п.п. к итоговой цифре за год. Месячная траектория инфляции идет очень близко с нашим прогнозом, и по итогам года мы ожидаем, что цены вырастут на ~4,5% г./г.

Тем не менее, мы полагаем, что ключевым фактором риска для монетарной политики сейчас остается возможное ужесточение санкций США против РФ (в моменте это может вызвать усиление спекулятивного оттока капитала и подстегнуть ослабление рубля). Хотя инфляция может вообще проигнорировать факт введения санкций (из-за низкого эффекта переноса курса рубля, а также из-за слабого потребительского спроса), мы уже не раз видели, что ЦБ в подобные моменты, в первую очередь, пытается бороться с рисками финансовой стабильности (волатильность на финансовых рынках, отток капитала). Возможно, именно по этой причине представители ЦБ допускают сомнения о том, что прошлогодних повышений ставки может быть недостаточно в текущей ситуации. В этой связи в нашем базовом

сценарии мы ожидаем еще одно повышение ставки во 2 кв. 2019 г.

**Станислав Мурашов**

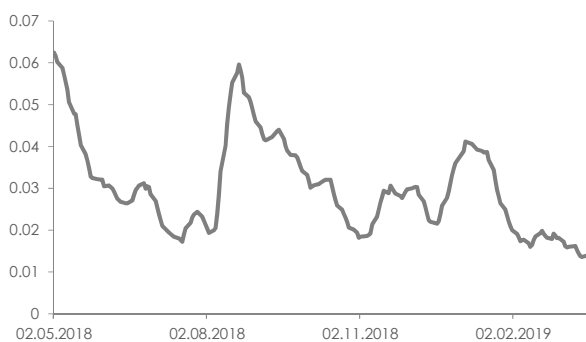
stanislav.murashov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

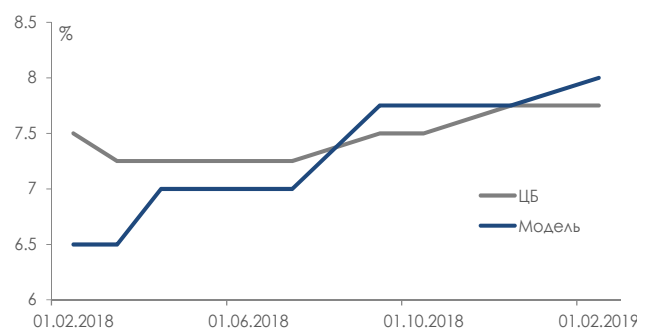
### «Сухие» цифры также голосуют за сохранение ставки

Согласно нашей количественной модели (подробное описание см. в специальном отчете от 15 января), ЦБ РФ с большой вероятностью оставит ключевую ставку без изменения. В пользу такого решения выступают оба основных фактора - скошенная волатильность курса рубля (с последнего заседания произошло укрепление рубля при умеренной волатильности) и динамика сезонно сглаженной инфляции (она снизилась). Стоит отметить, что на предыдущем заседании наша модель, напротив, предполагала повышение ключевой ставки до 8% по причине всплеска инфляции (с 4,3% в декабре до 5% в январе), в то время как волатильность курса, также как и сейчас, была умеренной. Текущий уровень ставки ниже предполагаемого нашей моделью (мы и не настраивали модель для точного предсказания каждого решения ЦБ), что можно интерпретировать как наличие заметной вероятности ужесточения политики ЦБ РФ, если что-то в будущем «пойдет не так». «Голубиный» сюрприз, преподнесенный FOMC, будет способствовать удержанию низкой волатильности (то есть ожидаемое нами во 2-3 кв. ослабление рубля будет происходить умеренно), что, исходя из нашей модели, вместе с замедлением инфляции будет являться сильным аргументом за сохранение ключевой ставки, при прочих равных. Изменить ситуацию могло бы введение санкций. Этот риск, скорее всего, не позволит ЦБ РФ отказаться от проведения консервативной монетарной политики.

Динамика волатильности курса рубля



Модельная и фактическая траектория ставки



Источник: Московская биржа, ЦБ, оценки Райффайзенбанка

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

**Константин Бальхаев**

konstantin.balkhaev@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (5021)



## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

ИПК: когда воплощение важнее идеи	27.02.2019
ВВП в январе: экономика возвращается на «старые рельсы»	22.02.2019
Макростатистика за январь: инфляция и эффект базы наносят «двойной удар»	20.02.2019
Эффект ОПЕК+ уже начал сдерживать промышленность	18.02.2019
Потребительский сектор: улучшение вряд ли возможно без бюджетных вливаний	12.02.2019
ВВП за 2018 г.: «все чудесатее и чудесатее»	05.02.2019

### Инфляция

Умеренная инфляция – серьезный повод оставить ключевую ставку неизменной	07.02.2019
Инфляционные ожидания почти не заметили повышения НДС	04.02.2019

### Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ: риторика смягчилась лишь на первый взгляд	11.02.2019
Поиск ключей к ставке ЦБ РФ: меньше слов, больше цифр	15.01.2019

### Бюджетная политика

Рынок МБК не заметил сезонного консерватизма бюджета	15.02.2019
Федеральный бюджет 2018: санации и размещения Казначейства компенсировали негатив от профицита на ликвидность	22.01.2019

### Рынок облигаций

Нерезиденты продолжают выходить из ОФЗ, а для локальных инвесторов ОФЗ уступают депозитам ЦБ РФ	24.01.2019
Отменять аукционы Минфин будет лишь в крайнем случае	03.12.2018

### Валютный рынок

Отложенные интервенции: ЦБ «ловит» краткосрочный позитив	25.01.2019
Платежный баланс: рост сальдо в 4 кв. не дает повода для оптимизма	18.01.2019
Платежный баланс: аномальный взлет сальдо на падающей нефти	12.12.2018

### Денежный рынок

Дисконт RUONIA к ключевой ставке: ЦБ устраивает не более 25 б.п.	19.02.2019
«Тонкие настройки» от ЦБ должны подтолкнуть RUONIA вверх	03.12.2018

### Банковский сектор

Экспортеры поддержали валютную ликвидность в декабре	01.02.2019
--	------------



# #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  
Газпром нефть  
Лукойл

Новатэк  
Роснефть

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА  
Евраз  
ПМХ/Кокс  
Металлоинвест  
НЛМК

Норильский Никель  
Русал  
Северсталь  
ТМК  
Polyus

### Телекоммуникации и медиа

VEON  
Мегафон

МТС  
Ростелеком

### Химическая промышленность

ЕвроХим  
СИБУР

Уралкалий  
ФосАгро

### Розничная торговля

X5  
Магнит

Лента  
О'Кей

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Транспорт

Совкомфлот  
Global Ports

### Прочие

АФК Система



# #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
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Константин Бальхаев		(+7 495) 721 9900 доб. 5021
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836

### Продажи

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Вероника Чистотинова		(+7 495) 721 9971
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

### Торговые операции

---

Карина Клевенкова		(+7 495) 721 9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9847

### 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
Артем Суняев		(+7 495) 721 9900 доб. 5435

### 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





# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк», основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются АО «Райффайзенбанк» как надежные. АО «Райффайзенбанк» не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность предоставленной информации. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Мнения, выраженные в аналитических материалах, могут отличаться или противоречить мнениям, представленным другими подразделениями АО «Райффайзенбанк», вследствие использования различных допущений и критериев. Контактные данные лиц, участвовавших в подготовке аналитических материалов, содержатся в соответствующих материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк».

Выпуск и распространение аналитических материалов в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом, и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, опубликованная в данном источнике, необходимо соблюдать соответствующие ограничения. Информация о финансовых инструментах, содержащаяся в аналитических материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк», может быть предназначена для квалифицированных инвесторов. В случае если Вы являетесь представителем, сотрудником или действуете от имени и (или) в интересах Инвестиционной фирмы (как данный термин определен в Директиве 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU)<sup>1</sup>, учрежденной на территории Европейского Союза, ознакомление с аналитическими материалами АО «Райффайзенбанк», в том числе размещенными на сайте АО «Райффайзенбанк», возможно исключительно на возмездной основе и при условии заключения с АО «Райффайзенбанк» соответствующего соглашения, за исключением случаев ознакомительного использования материалов на некоммерческой основе. Путем ознакомления с аналитическими материалами в отсутствие заключенного с АО «Райффайзенбанк» соглашения или предложения о его заключении, Вы подтверждаете неприменение требований Директивы 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU) и отсутствие статуса Инвестиционной фирмы. В дополнение к вышеизложенному, положения об ограничении ответственности, размещенные по адресу <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer;jsessionid=XgiCnWE3tsXlRvNCC6c2YWt>, в сети Интернет распространяются на аналитические материалы, в том числе опубликованные на сайте АО «Райффайзенбанк», в части, не противоречащей настоящим положениям, а также положениям применимого законодательства.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность ценных бумаг и других финансовых инструментов в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Инвестиции в различные финансовые инструменты могут быть подвержены различного рода рискам, которые описаны в соответствующих декларациях, обязательных к ознакомлению лицами, принявшими решение об инвестировании.

АО «Райффайзенбанк» может предоставлять или предоставляло инвестиционно-банковские услуги, услуги на рынках капитала, консультационные услуги, услуги управления активами и/или иные финансовые и/или банковские услуги эмитентам, финансовые инструменты которых могут упоминаться в аналитических материалах. При этом АО «Райффайзенбанк» придерживается строгих правил и политик, регулирующих недопущение конфликта интересов, во избежание причинения ущерба интересам клиентов.

Материалы и сведения, предоставленные АО «Райффайзенбанк», носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк» также не должны рассматриваться как обязательство заключить сделку, реклама, оферта, приглашение или побуждение сделать оферту, просьба купить или продать финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, если иное прямо не предусмотрено в соответствующем материале. Обращаем Ваше внимание на то, что информация, опубликованная в данном источнике, может изменяться без предварительного уведомления. АО «Райффайзенбанк» не берет на себя обязательство по обновлению соответствующей информации для поддержания её актуальности.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Райффайзенбанк». Данная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Райффайзенбанк».

<sup>1</sup> Требования Директивы 2014/65/ЕС об осуществлении платежей за получение аналитических материалов подлежат применению, начиная с 3 января 2018 г.