Raiffeisen RESEARCH

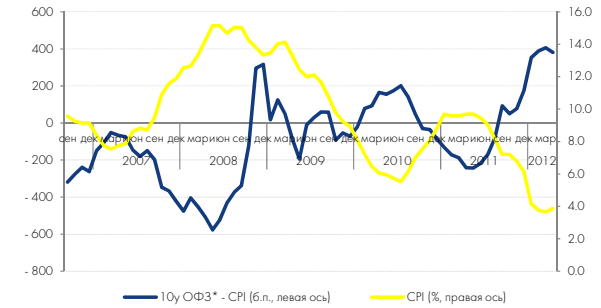
Fixed Income Daily

16 апреля 2012 г.

## Пульс рынка

- **Доходности бондов Испании и Италии достигли критически высокого уровня.** Прошлая неделя завершилась падением индексов акций на 1,5-2,0%, доходности 10-летних UST продолжили снижаться (до YTM 1,98%), свидетельствуя о низком аппетите к риску. Катализатором распродажи стал продолжившийся рост доходностей суверенных бондов Италии (на 20 б.п.) и Испании (на 25 б.п.), что приблизило стоимость заимствований для Испании до YTM 6,0%, при котором Греция, Ирландия и Португалия были вынуждены обратиться за помощью. Завтра и в четверг запланированы аукционы по размещению бумаг Испании. Успокоить рынки могли бы масштабные интервенции ЕЦБ. Макростатистика по США оказалась в целом нейтральной: индекс потребительской инфляции за март вырос в рамках ожиданий (+0,3%), индекс уверенности потребителей оказался немного ниже консенсус-прогноза.
- **Российский рынок демонстрирует устойчивость к внешнему негативу.** Нефть Brent удерживается выше отметки 120 долл./барр., позволяя долговым бумагам сохранять устойчивость к внешнему негативному фону. Индикативный выпуск Russia 30 завершил неделю на уровне 119,5% от номинала, Russia 42 котировался выше 101%. Сегодня валютные торги открылись ростом стоимости корзины на 13 копеек (до 33,82 руб.), однако поддержку рублю будет оказывать начавшийся налоговый период.
- **Сохраняется спрос на качественные бумаги второго эшелона.** Ставка купона по новому 3-летнему выпуску Теле2 (СПбТел-7) была установлена на уровне 9,1% годовых (YTP 9,31%), что ниже первоначального ориентира 9,25-9,50% годовых. Премия к близким по дюрации бумагам ВымпелКом-6,7 (YTM 8,9% @ октябрь 2015 г.) составила 30-40 б.п.
- **Насколько оправдана премия к инфляции?** Сегодня закрывается книга заявок на покупку двух 7-летних выпусков РОСНАНО (S&P: BB+/стабильный) общим номиналом 20 млрд руб. (по нему предусмотрена госгарантия) со ставкой купона, равной годовому темпу роста индекса потребительских цен (ИПЦ) плюс некоторая премия (200-300 б.п., согласно ориентиру). Привлекательность инвестирования в бумаги с купоном, привязанным к инфляции, в сравнении с фиксированным обусловлена, главным образом, уровнем реальных процентных ставок. Как свидетельствуют исторические данные, если реальные ставки сохраняются преимущественно в области положительных значений, как в большинстве развитых стран (прежде всего, в США), то стратегия buy & hold принесет больший доход при инвестировании в фиксированную ставку. Сейчас рынок РФ имеет положительные реальные ставки (~200-300 б.п.), что является нетипичной ситуацией в сравнении с исторической динамикой. С фундаментальной точки зрения, мы не исключаем, что реальные ставки в РФ могут находиться в положительной области, однако не ожидаем превышения уровня 200 б.п. в течение продолжительного времени. В связи с этим мы считаем купон со спредом к ИПЦ в размере 200-300 б.п. адекватной компенсацией за риск реальных процентных ставок при инвестировании buy & hold.

### Динамика CPI и реальных процентных ставок в России




Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

## Темы выпуска

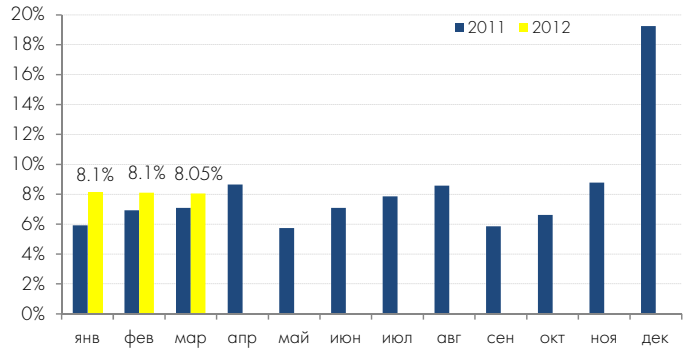
- Бюджет РФ: щедрость на расходы останется позади?

# Бюджет РФ: щедрость на расходы останется позади?

**В марте дефицит бюджета сменился профицитом**

Главной особенностью опубликованных в пятницу предварительных оценок Минфина, стало то, что федеральный бюджет в марте был исполнен с меньшим профицитом (78,4 млрд руб.), чем можно было предполагать исходя из недавно озвученных министром финансов А. Силуановым оценок (125 млрд руб.). Учитывая сильную динамику доходов (рост до 1 097 млрд руб.) за счет высоких цен на нефть исполнение бюджета с профицитом в марте практически ни у кого не вызывало сомнений. Кроме этого, на профицит указывала и опережающая динамика расходов предвыборных января-февраля 2012 г., после чего, предположительно, должно было последовать сокращение расходов. Однако в действительности расходы марта почти ничем не уступали цифрам февраля - 1 019 млрд руб., или 8,05% бюджетного плана, что нетипично много для начала года, когда обычно расходы сильно запаздывают. Это послужило главной причиной более низкого, чем ожидалось, профицита бюджета в феврале.

## Динамика расходов федерального бюджета, % от годового плана




Источник: Минфин, оценки Райффайзенбанка

**Расходы марта оказались выше ожиданий**

Если всплеск доходов бюджета в марте был предсказуем (+36% к февралю) за счет роста НДПИ и экспортной пошлины вслед за повышением цен на нефть и высоких поступлений от налога на прибыль, то тенденция сохранения рекордно высоких для начала года расходов может стать поводом для удивления. Сезонность расходов в 1 кв. 2012 г. разительно отличается от предыдущих лет появлением 2 нетипичных особенностей:

1. однородность расходов: в январе, феврале, марте было потрачено по 8,1/8,1/8,05% годового плана, соответственно,
2. равномерность по году: суммарно в 1 кв. израсходовано 24,25%, т.е. как раз около четверти годового плана против обычных 15-20%.

Логично предположить, что исчезновение синдрома недоисполнения бюджетного плана по расходам в 1 кв. 2012 г. объясняется не только реализацией предвыборных обещаний, но и переходом на новую систему квартального субсидирования бюджетных учреждений, однако, даже с учетом этого фактора расходы марта выглядят необычно высокими. Очевидно, что сезонность расходования бюджетных средств поменялась, причем ее изменение, возможно, выйдет за пределы предвыборного периода.

**В апреле приток госсредств слабее, чем можно было ожидать**

Согласно нашим наблюдениям, интенсивность притока госрасходов в апреле гораздо ниже, чем можно было ожидать при переходе на новый режим субсидирования, когда наибольший приток поступлений из бюджета должен приходиться на первую половину квартала. Так, более медленное освоение бюджетных средств в апреле может, на наш взгляд, быть проявлением двух возможных сценариев:

1. роспись бюджетных расходов на апрель велика, но в реальности средства поступят в банковскую систему только в мае, тогда приток расходов станет более выраженным;
2. либеральная политика властей в отношении расходов осталась в 1 кв., и во 2 кв. таких крупных госрасходов уже не будет.

Каким бы ни был сценарий относительно росписи бюджетных ассигнований, эмпирические данные говорят о том, что сейчас фактический приток средств в банковский сектор от госрасходов слабее, чем ожидалось, и, возможно, ниже, чем в марте. Между тем приходящиеся на апрель основные налоговые выплаты (~620 млрд руб., НДС, НДПИ, акцизы,

налог на прибыль) лишь немногим уступают цифрам марта.

Сочетание этих факторов, а также приходящиеся на апрель размещения госбумаг (126 млрд руб.) свидетельствуют о том, что в апреле консолидированный бюджет, скорее всего, останется профицитным, а значит, будет основным источником изъятия ликвидности. Привести к оттоку средств из банковского сектора может и активизация роста наличности в обращении в преддверии майских праздников. Если этот отток и будет компенсирован интервенциями ЦБ (около 150 млрд руб.), чистый эффект на ликвидность в апреле, скорее всего, останется негативным (по нашим оценкам, на уровне 100 млрд руб.).

**Бюджет останется основным источником ухудшения ситуации с ликвидностью к концу апреля**

Накопленного в первой половине месяца притока средств из бюджета и от интервенций (суммарно около 210 млрд руб.), по нашим оценкам, недостаточно, чтобы покрыть чистое изъятие ликвидности во время налогового периода и от прироста наличности (суммарно около 300-400 млрд руб.). Ситуация осложняется и тем, что параллельно с уплатой НДС, на эту неделю приходится погашение 3-мес. РЕПО с ЦБ на 125 млрд руб. Мы ожидаем, что на этом фоне РЕПО с ЦБ вскоре снова станет актуальным, особенно в период уплаты налогов, и будет главной причиной сохранения визуально комфортного уровня остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ (выше 700 млрд руб.), при том что чистая ликвидная позиция по итогам месяца, скорее всего, останется в минусе.

**Актуальность РЕПО с ЦБ нарастает по мере уплаты налогов**

Ставки o/n могут подрасти с текущих 5,4% до 6%. Необходимо отметить, что Банк России демонстрирует готовность в отношении предоставления больших лимитов на имеющиеся в его арсенале операции, постепенно расширяет перечень своих инструментов (скоро могут быть возобновлены операции РЕПО под залог акций) и удлиняет их сроки, что ограничивает потенциал роста ставок.

# Список покрываемых эмитентов

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

## Нефтегазовая отрасль

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

## Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

## Транспорт

Аэрофлот
НМТП
Совкомфлот
Трансаэро
Трансконтейнер
ЮТэйр
Globaltrans (НПК)

## Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом
МТС
Ростелеком
Теле2

## Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5
Магнит
Синергия
Черкизово

## Химическая промышленность

Акрон
ЕвроХим
Нижнекамскнефтехим

## Машиностроение

Гидромашсервис
КАМАЗ
Соллерс

## Электроэнергетика

Ленэнерго
Мосэнерго
РусГидро
ФСК

## Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ
ЛСР

## Прочие

АФК Система

## Финансовые институты

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

# Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

## Экономические индикаторы

Макростатистика: оптимизм по инерции

## Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

## Инфляция

Инфляция: на низком старте

## Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

## Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

## Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

## Промышленность

Промышленная оттепель

## Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

## Ликвидность

Ликвидность из бюджета

## Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

## Бюджет

Бюджетный фальстарт

## Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

# ЗАО «Райффайзенбанк»


| | |
|---|---|
| Адрес | 119071, Ленинский пр-т, д. 15А |
| Телефон | (+7 495) 721 9900 |
| Факс | (+7 495) 721 9901 |

## Аналитика

| | | |
|---|---|---|
| Анастасия Байкова | abaikova@raiffeisen.ru | (+7 495) 225 9114 |
| Денис Порывай | denis.poryvay@raiffeisen.ru | (+7 495) 221 9843 |
| Мария Помельникова | maria.pomelnikova@raiffeisen.ru | (+7 495) 221 9845 |
| Антон Плетенев | anton.pletenev@raiffeisen.ru | (+7 495) 221 9801 |
| Павел Папин | pavel.papin@raiffeisen.ru | (+7 495) 225 9184 |
| Ирина Ализаровская | irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 99 00 доб. 1706 |

## Продажи

| | | |
|---|---|---|
| Наталья Пекшева | sales@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 3609 |
| Анастасия Евстигнеева | | (+7 495) 721 9971 |
| Антон Кеняйкин | | (+7 495) 721 9978 |
| Александр Христофоров | | (+7 495) 775 5231 |
| Алексей Баранов | | (+7 495) 981 2857 |

## Торговые операции

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

## Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

| | | |
|---|---|---|
| Никита Патрахин | | (+7 495) 721 2846 |

## Выпуск облигаций

| | | |
|---|---|---|
| Олег Гордиенко | bonds@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 2845 |
| Олег Корнилов | | (+7 495) 721 2835 |
| Денис Леонов | | (+7 495) 721 9937 |
| Александр Булгаков | | (+7 495) 221 9848 |
| Мария Мурдяева | | (+7 495) 221 9807 |
| Надежда Зотова | | (+7 495) 221 9801 |



**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.