



20 апреля 2015 г.

## Мировые рынки

### Без негативных действий со стороны рейтинговых агентств

В результате планового пересмотра агентство S&P решило оставить суверенный рейтинг РФ без изменений (BBB-/BB+ с негативным прогнозом в национальной/иностранной валюте). В базовом сценарии агентства экономические санкции останутся в силе в обозримом будущем в условиях продолжающегося конфликта на Украине. S&P прогнозирует дальнейшее ухудшение качества активов в банковской системе, которое, тем не менее, может проявиться не сразу ввиду ряда экстренных мер российского ЦБ. По словам А. Силуанова, агентство Fitch перенесло рассмотрение на комитете ситуации по России (конкретный срок не уточняется).

### ЦБ Китая смягчает регулирование для поддержки экономики

Вышедшая в конце прошлой недели макростатистика по США не преподнесла сюрпризов: в марте инфляция г./г. оказалась нулевой (против -0,1% в предшествующем месяце). Это вновь свидетельствует о том, что необходимости у ФРС в скором повышении ключевой ставки нет. Сегодня основным событием для финансовых рынков является снижение ЦБ Китая нормы обязательного резервирования на 1 п.п., что окажет некоторую поддержку долгам GEM, на которых на прошлой неделе наблюдалась коррекция. Несмотря на рост цен на нефть (сегодня котировки Brent ушли выше 63 долл./барр.), российский сегмент выглядит хуже рынка (продажи в нефтегазовых выпусках), что обусловлено, на наш взгляд, продолжающейся фиксацией прибыли в ответ на недавнее повышение ставки валютного рефинансирования ЦБ.

## Валютный и денежный рынок

### Денежный рынок: временный дисбаланс. Подробнее см. стр. 2

Ставки денежного рынка останутся повышенными на этой неделе. Спрос сместился в сторону короткого госрефинансирования в ожидании снижения ключевой ставки ЦБ.

## Рынок ОФЗ

### ЦБ планирует в этом году сократить свою долю на рынке ОФЗ

По словам представителя Минфина К. Вышковского, в этом году планируется начать обмен неликвидных ОФЗ на стандартные выпуски. Ранее объем этой программы озвучивался на уровне 200 млрд руб. По данным СМИ, основным держателем неликвидных выпусков является ЦБ (по данным ЦБ, на его балансе на 1 марта 2015 г. находилось 392 млрд руб. долговых обязательств Правительства). Как следствие, он будет являться и основным участником этого обмена, который в этом случае, с точки зрения инвесторов, превращается в дополнительное предложение новых бумаг (раньше этого объема не было на рынке). Принимая во внимание результаты уже состоявшихся аукционов, мы считаем, что Минфин в этом году сможет разместить ОФЗ в объеме не более 600 млрд руб. При этом с учетом программы обмена Минфин сможет привлечь не более 400 млрд руб., чего недостаточно для покрытия погашений (которые, по нашим оценкам, составят 537 млрд руб.). Таким образом, придется или увеличить использование объема Резервного фонда (давление на который, по оценкам А. Силуанова, уже и так оказывает сильный рубль), или часть заимствований осуществить за счет нерыночных долговых ценных бумаг (например, ГСО) или евробондов (пока не предусмотрено в бюджете). Еще одной возможностью (по нашему мнению, менее вероятной) является изменение тактики заимствований и предоставление больших премий (прежде всего, по классическим бумагам). В конце прошлой недели ослабление рубля (почти на 2 руб. к доллару) вызвало и коррекцию ОФЗ: доходности выросли на 25 -30 б.п.

## Рынок облигаций

### О'Кей (Fitch: B+): предложение с щедрой премией за умеренный кредитный риск

Компания О'Кей планирует завтра открыть книгу заявок по годовым БО-5 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром по ставке полугодовых купонов 15,5-16% год., что соответствует YTP 16,1-16,64% и предполагает щедрую премию как к кривой ОФЗ (560-614 б.п.), так и к ключевой ставке (210-264 б.п.). Отметим, что за последний месяц на рублевом рынке корпоративных бумаг произошло существенное снижение доходностей (вслед за ралли в ОФЗ, связанным, прежде всего, с укреплением рубля, а также ожиданиями дальнейшего смягчения монетарной политики ЦБ). В частности, выпуски X5 (BB-/B2/BB) по доходности снизились на 200-300 б.п. до YTW 14-14,8% к погашению через 1-1,5 года (находящиеся в обращении бумаги О'Кей еще менее ликвидны). Таким образом, объявленный ориентир по новому выпуску несет заметную премию к выпускам X5, в то время как, исходя из разницы в кредитном качестве, спред между выпусками эмитентов должен быть ~100 б.п. Кроме того, покупка бумаг О'Кей еще до заседания ЦБ (на котором ставка будет с большой вероятностью снижена на >100 б.п.) позволяет зафиксировать "старые" уровни доходностей (после заседания ЦБ на рынке уже, скорее всего, не будет предложений от нефинансовых эмитентов категории B+/BB с такими высокими доходностями).

## Денежный рынок: временный дисбаланс

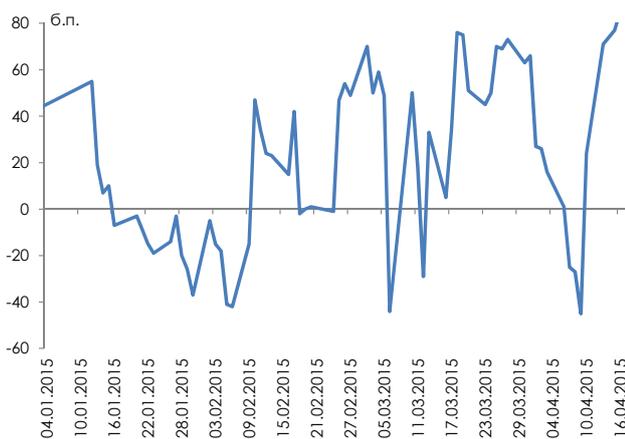
За последнюю неделю ситуация на денежном рынке несколько обострилась. Средние ставки о/п возросли с 14,2% до 14,85%. Апрель характеризуется сильным оттоком рублевых средств во время налогового периода (с 15 апреля). Тем не менее, едва ли налоговые платежи можно назвать основной причиной такого ухудшения, поскольку к середине месяца банки накопили довольно высокий уровень остатков на корсчетах в ЦБ (~1,1 трлн руб.).

Одновременно мы обратили внимание, что последнее время банки довольно неактивно пользовались привлечением рублевых средств от Казначейства на депозиты (ставка 14,1-14,4%), тогда как ведомство предоставляло крупные лимиты по рыночной ставке, а круг этих банков традиционно узок. Между тем, спрос на другие инструменты госрефинансирования усиливался. Банки вернулись к привлечению более дорогих рублевых средств через валютные свопы с ЦБ, наращивали дорогостоящее фиксированное РЕПО (15%) до тех пор, пока ЦБ не расширил лимиты по более дешевому недельному аукционному РЕПО (мин. 14%). При этом, в целом по системе, несмотря на налоги, остатки на корсчетах в ЦБ к сегодняшнему дню смогли возрасти на >200 млрд руб.

Мы полагаем, что текущая напряженность может быть связана с неравномерностью циркуляции рублевых средств по системе и исчерпанием залога у отдельных ее участников. Однако основной дисбаланс, на наш взгляд, сейчас вносит ожидание рынком значительного снижения ключевой ставки ЦБ в ближайшее время. Вполне возможно, что многие банки не готовы брать ликвидность на срок более 2-х недель по текущим ставкам, предпочитая короткие инструменты. На этом фоне кривая денежного рынка стала инвертированной, спред 1-6М ставок к о/п ушел в отрицательную зону. Некоторый вклад внес тот факт, что ЦБ повысил ставки по инструментам валютного рефинансирования (и такая тенденция может продолжиться).

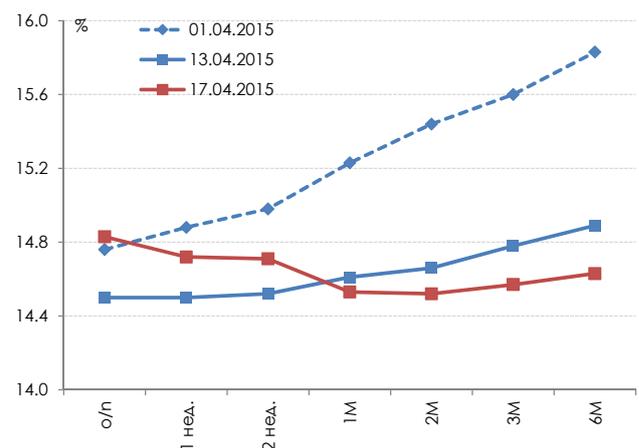
На этой неделе мы ожидаем сохранения повышенных ставок о/п, несмотря на инструменты "тонкой настройки" ЦБ и широкие лимиты по депозитам Казначейства. Пик налоговых платежей и роста о/п ставок придется на конец этой - начало следующей недели на фоне прогнозируемого нами увеличения спроса на госрефинансирование в объеме не менее 500 млрд руб. (исходя из объема уплаты НДС, НДСПИ, налога на прибыль с учетом встречных поступлений из бюджета). Мы ожидаем нормализации формы кривой ставок денежного рынка после окончания налогового периода и заседания ЦБ (30 апреля).

### Спред RUONIA к ключевой ставке ЦБ



Источник: ЦБ, МОЕХ, оценки Райффайзенбанка

### Изменение наклона кривой Mosprime



Мария Помельникова  
 maria.pomelnikova@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

Население включило режим экономии

### Платежный баланс

Платежный баланс: какие сюрпризы ждать от рубля?

### Инфляция

Инфляция: пик пройден?

### Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

### Ликвидность

Минфину и ЦБ поручено разработать механизм рефинансирования банков под залог кредитов регионам

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ взял курс на снижение ставки?

### Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

### Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

### Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

### Банковский сектор

Кредитование на паузе. Валюта ушла с погашением долга

Размещение плавающих ОФЗ: или солидная премия, или ожидания по агрессивному снижению ставок

ЦБ включает антикризисные механизмы



# #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
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Машиностроение

Гидромашсервис

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

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



# #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
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674
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 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.