

23 октября 2014 г.

## Пульс рынка

- ▶ **Выстрелы в здании парламента Канады испугали рынки.** События в Канаде испортили настроения инвесторов (американские и европейские индексы просели на 0,7-0,9%). Данные по инфляции в США за сентябрь оказались нейтральными (+1,7% г./г., за месяц цены выросли всего на 0,1%, в рамках консенсус-прогноза), свидетельствуя об отсутствии инфляционных рисков (существенного превышения целевого уровня ФРС), что связано, главным образом, со снижением цен на топливо (оно подешевело на 1% м./м. против падения на 4,1% в августе). Таким образом, у FOMC становится меньше аргументов в пользу более раннего повышения ключевой ставки. Доходность 10-летних UST практически не изменилась (YTM 2,23%). Негативная динамика цен на нефть (котировки Brent опустились до 84 долл./барр.) сегодня не будет способствовать спросу на рублевые активы (рубль продолжил обесцениваться, доходности ОФЗ устремились к локальным максимумам).
- ▶ **Готов ли рубль к свободному плаванию?** До конца этого года ЦБ должен перейти на плавающий режим курса, что предполагает полное упразднение операционного коридора бивалютной корзины. О том, что в оставшиеся месяцы коридор должен быть "демонтирован", вчера напомнил С. Швецов. Сделать это придется в непростых условиях. Цены на нефть, после недолгого перерыва, возобновили падение, санкции продолжают действовать, геополитическая напряженность сохраняется. В такой ситуации ЦБ, на наш взгляд, может воспользоваться любым "окном" (временным прекращением падения курса) для того, чтобы объявить об отказе от регулярных интервенций и отмене коридора. Это может стать неожиданностью для валютного рынка: хотя планы перехода к плавающему курсу в целом известны, складывается впечатление, что не все участники верят в быструю отмену коридора, а произойти это может совсем скоро. При этом, несмотря на то, что регулятор при этом не уйдет с валютного рынка полностью, данные трансформации несут вполне осязаемые риски для курса. В "идеальном мире" переход на плавающий режим подразумевает отмену регулярных интервенций и вмешательство ЦБ в ход торгов только в крайнем случае, когда это угрожает финансовой стабильности (еще останется опция валютных операций для Минфина, но решение по ним не сильно зависит от рыночной ситуации, а от бюджета). Учитывая, что сейчас угроза финстабильности в случае отказа от коридора вполне явная, мы полагаем, что ЦБ, скорее всего, останется на валютном рынке. Но при этом механизм присутствия теперь не будет виден рынку, хотя и будет формализован. В итоге ЦБ, скорее всего, будет продавать валюту реже, и не столь масштабно, как раньше, реагируя только на жесткие изменения курса. При текущих ожиданиях рынком дальнейшего ослабления курса это может усилить падение рубля. Недавно запущенные обратные валютные свопы и планируемое валютное РЕПО (со следующей недели), хотя и необходимая альтернатива интервенциям при переходе на плавающий курс, полностью не отменяют рисков для рубля. Так, расширение валютного рефинансирования решает вопрос ликвидации дефицита валютной ликвидности для банков, но не спекулятивного спроса на валюту (эта проблема будет решаться нерегулярными операциями ЦБ).
- ▶ **Спред к ОФЗ > 200 б.п.: новая реальность или временная диспропорция?** Последние размещения заемщиков премиум-класса (Транснефть и Газпром, который теперь, кстати, имеет рейтинг от Moody's выше суверенного) свидетельствуют о том, что спрос на их даже краткосрочные облигации (с офертой < 1,5 лет) присутствует лишь с доходностью выше 11%, что соответствует премии к ОФЗ >200 б.п. Возникает вопрос в обоснованности столь щедрой премии (в нормальных рыночных условиях она составляла бы 50-100 б.п.). Помимо вопроса ликвидности, ценообразование облигаций с точки зрения банков, являющихся сейчас одними из основных инвесторов на локальном рынке, определяется следующими ключевыми факторами: 1) коэффициентами риска (для годовых бумаг 1-го эшелона - 28,125%, для ОФЗ - 15,625%); 2) дисконтами по операциям РЕПО (5% для Газпрома и Транснефти, 0% для ОФЗ); 3) налогом на прибыль по купонному доходу (20% - по корпоративным облигациям, 15% - по ОФЗ). По нашим оценкам, показатель RoRWA по годовым облигациям Газпрома с доходностью 11% годовых составляет 1150 б.п. против 360 б.п. по ОФЗ. Одинаковое значение RoRWA достигается при спреде доходностей 50 б.п. (который компенсирует и отличие в налогообложении). Премия за ликвидность (особенно для недавно разместившихся выпусков) не должна превышать 100 б.п. (судя по разнице в ценах на покупку и продажу). Таким образом, мы считаем, что справедливый спред корпоративных выпусков 1-го эшелона к ОФЗ не может быть >150 б.п. По-видимому, в настоящий момент сегменты ОФЗ и корпоративных облигаций по-разному отражают ожидания участников относительно повышения ключевой ставки ЦБ: в ценах госбумаг оно не учтено (возможно, крупные держатели стараются минимизировать отрицательную переоценку), а в свежих корпоративных облигациях предполагается их повышение минимум на 50 б.п. Мы рекомендуем занимать короткие позиции в ОФЗ и длинные в новых бумагах Транснефти и Газпрома.

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Промышленное производство в августе на нуле

Данные по ВВП маскируют снижение экономической активности

МЭР обновляет прогнозы

### Валютный рынок

Рубль учится "плавать"

### Монетарная политика ЦБ

Новые оттенки денежно-кредитной политики ЦБ РФ

ЦБ сделал паузу

### Долговая политика

Минфин не теряет оптимизма в отношении рынка ОФЗ

### Рынок облигаций

Сценарий введения запрета на покупку западными инвесторами госбумаг РФ

Без пенсионных накоплений: нейтрально для ОФЗ, негативно для остальных

Облигации регионов: доходная возможность или новые риски?

### Платежный баланс

Импорт падает не только из-за ответных санкций РФ

### Инфляция

Запрет на импорт: роста цен не избежать

Инфляция еще не сильно почувствовала запрет на продовольственный импорт

### Ликвидность

Рост RUONIA сдерживается повышенным спросом на валютную ликвидность

Новые причуды денежного рынка

### Бюджет

Бюджет 2014: трудности впереди

### Банковский сектор

Отток валютной ликвидности снизил рублевые ставки

Запас капитала банков РФ позволяет абсорбировать возможный убыток по украинским активам

## 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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

### 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	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк

## 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

---

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
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 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](#).