



27 января 2015 г.

## Мировые рынки

### **Россия, по мнению S&P, не заслуживает инвестиционной категории**

В качестве обоснования снижения рейтинга до BB+ приводятся более ограниченная гибкость монетарной политики, а также ухудшение перспектив экономического роста. Также отмечается возрастающий риск того, что внешние и бюджетные резервы будут сокращаться вследствие ухудшающейся внешней конъюнктуры и растущей государственной поддержки экономики. Прогноз остается негативным.

### **Первая реакция российских активов достаточно сдержанная**

Бонды Russia 42 подешевели всего на 1,3 п.п., размер премии к другим бондам GEM (в частности, Турции) уже предполагает неинвестиционный рейтинг. Рубль потерял к доллару 2,4 руб. (до 68,1 руб.), доходности длинных ОФЗ 26207 поднялись на 0,6 п.п. до YTM 14,1%, короткие бумаги остались на ранее достигнутых уровнях.

### **Под угрозой новых санкций**

ЕС 29 января планирует обсудить вопрос введения новых антироссийских санкций: по данным СМИ, не исключены как радикальные меры (отключение от SWIFT), так и "нейтральные" (расширение списка банков, которым запрещено привлекать финансирование в ЕС, которое де-факто и так недоступно почти всем российским банкам и компаниям). Для новых санкций необходимо одобрение всеми 28 странами, что может быть достаточно затруднительно.

## Рынок ОФЗ

**Ограниченная реакция на решение S&P. Наша рекомендация реализовалась: произошло небольшое уплощение кривой ОФЗ.**

По-видимому, те инвесторы, для которых критична категория "BBB" по активам, уже покинули российский рынок. Наша рекомендация от 22 января 2015 г. (сохранять короткие позиции в длинных ОФЗ (26207) и длинные позиции в краткосрочных (25080) с нейтральным или умеренно положительным DV01) частично реализовалась: спред 26207-25080 сузился на 30 б.п. до 145 б.п., главным образом, за счет роста доходностей длинных бумаг. Мы по-прежнему считаем ОФЗ дорогими и рекомендуем сохранять в целом короткие позиции, ставя на снижение инверсии вдоль кривой.

## Валютный и денежный рынок

### **Банки сокращают избыток валютной задолженности перед государством**

На первых валютных кредитных аукционах (аналог рублевого 312-П) из предложенных 2 млрд долл. было привлечено 1,5 млрд долл., при этом участие приняло 2 банка, что свидетельствует о невысоком спросе, поскольку в декабре банки привлекли на валютном РЕПО больше ликвидности, чем оказалось им нужно. На этом указывает погашение задолженности перед Минфином. На валютном РЕПО было привлечено 6,18 млрд долл. (в основном на 28 дней), что является лишь частичной пролонгацией погашаемой задолженности по РЕПО перед ЦБ сегодня (9,3 млрд долл.). Возможно, разница будет покрыта за счет сегодняшнего аукциона по РЕПО на 7 дней (с лимитом 2 млрд долл.). В ближайшее время спрос на валюту, скорее всего, будет оставаться невысоким и как следствие расширение базиса (IRS - ХССУ) мы не ждем.

### **Облигации Роснефти: нейтрально для рублевой ликвидности, умеренно позитивно для базиса и рубля.**

Роснефть привлекла 400 млрд руб., разместив БО со ставкой купона 11,9% год. Мы считаем, что этот выпуск будет иметь негативную процентную маржу над ставкой РЕПО ЦБ, по крайней мере, до оферты (через год). В связи с этим наиболее вероятно, что размещение является частью структурированной сделки, аналогичной декабрьскому размещению (БО на 625 млрд руб.). Напомним, что тогда эти бумаги частично были использованы в валютном РЕПО ЦБ. В случае, если конечной целью сделки является получение валюты (но не через покупку на открытом рынке во избежание давления на курс), мы не ждем негативного влияния на уровень рублевой ликвидности в системе, при этом поступление валюты (по РЕПО от ЦБ) ограничит расширение базиса. Приток валюты в этом случае (в форме заемных средств) должен быть компенсирован продажами экспортной выручки (Роснефть в списке тех компаний, которым предписано сократить чистый объем валютных активов), что позитивно для курса рубля.

## Экономика

Импортозамещение становится более отчетливым. Это поддержат промышленные показатели, но недостаточно, чтобы оказать какой-либо значительный эффект на курс рубля.

## Россия, по мнению S&P, не заслуживает инвестиционной категории

**Ограниченная гибкость монетарной политики и ухудшение перспектив роста - ключевые факторы снижения рейтинга**

Основным событием вчерашнего дня стало решение агентства S&P о снижении рейтинга России на одну ступень до "BB+", с сохранением негативного прогноза. В качестве обоснования приводятся более ограниченная гибкость монетарной политики, а также ухудшение перспектив экономического роста. Также отмечается возрастающий риск того, что внешние и бюджетные резервы будут сокращаться вследствие ухудшающейся внешней конъюнктуры и растущей государственной поддержки экономики. ЦБ РФ приходится принимать все более сложные решения в отношении монетарной политики, балансируя между повышенными инфляционными рисками (вызванными эффектом переноса девальвации) и поддержанием роста экономики.

**Негативный прогноз сохраняется**

Негативный прогноз отражает ожидание агентства по снижению "покрытия резервами платежей по счету текущих операций" (видимо, имеется в виду все-таки импорт, т.к. само агентство ожидает сохранения профицита текущего счета в 2015-2018 гг.) с текущих 7 до 3 месяцев к 2017 г. Отметим, что резервы корректируются на инвестиции ЦБ РФ в целях размещения средств Правительства (даже если не было продажи валюты на открытом рынке), валютные свопы, РЕПО и корсчета банков-резидентов.

По нашему мнению, указанные S&P риски действительно присутствуют, однако их влияние на вероятность дефолта РФ по своим обязательствам ограничено, прежде всего, из-за низкого объема госдолга.

Также определенной критике была подвергнута критике эффективность политики ЦБ: в частности, повышение ключевой ставки, по мнению агентства, не сработало (так как курс рубля после небольшого укрепления продолжил ослабление). Мы отмечаем, что резкое повышение ключевой ставки и ряда других мер Правительства (в т.ч. введение ограничений на размер валютных активов для некоторых госкомпаний) кардинально изменили ситуацию на валютном рынке (удалось сбить спекулятивное давление на рубль и существенно понизить волатильность). А ослабление рубля, которое произошло впоследствии (с начала этого года) отражает исключительно обесценение нефти, при этом по динамике обесценения рубль (к доллару) отстает от нефти (-11,7% против -16,1%, соответственно). Таким образом, политику ЦБ и Правительства по стабилизации валютного курса нельзя назвать неэффективной.

## Импортозамещение становится более отчетливым

**Всплеск производства в декабре во многом технический...**

По данным Росстата, промышленность за 2014 г. выросла на 1,7% г./г., что совпало с нашим прогнозом. В частности, в декабре наблюдался резкий всплеск промышленного выпуска: 3,9% г./г. после падения на 0,4% г./г. в ноябре. Такое визуальное улучшение мы объясняем исключительно резким ускорением роста выпуска в обрабатывающем секторе (до 4,1% г./г. против -3% г./г. в ноябре 2014 г.), тогда как производство и распределение электроэнергии, газа и воды замедлилось вдвое (до 3,4% г./г. против 7% г./г. месяцем ранее), а показатели добычи, хотя и улучшились, но не столь значительно (3% г./г. против 2,5% г./г.).

**...б обусловлен разовым отражением производства газовых турбин**

Детальный анализ обрабатывающих подотраслей не позволяет быть слишком оптимистичными. Мы отмечаем, что декабрьские сильные показатели практически полностью обусловлены высокими темпами роста выпуска отдельных категорий машин и оборудования, периодическое отражение которых в статистике в течение года (из-за длительного цикла производства) весьма существенно влияет на общий показатель. К примеру, производство газовых турбин в декабре 2014 г. выросло в 3 раза г./г., выпуск с/х тракторов почти на 45% г./г., тепловозов магистральных - на 83% г./г. Немалый вклад в улучшение в сравнении с ноябрем привнесло значительное замедление падения/ускорение роста в выпуске легковых и грузовых автомобилей, автобусов (см. график). Нельзя не отметить скачок в производстве стальных труб (до 38,8% г./г. после 24,6% г./г. в ноябре), который обусловлен в основном реализацией проекта Сила Сибири. Но в целом, за редким исключением, показатели металлургии, нефтепереработки и химии в декабре ухудшились.

**Импортозамещение все более выражено в пищевой отрасли, текстильной промышленности и производстве обуви**

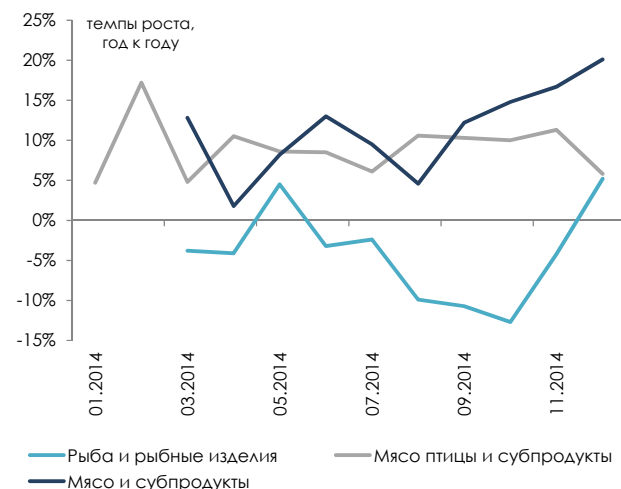
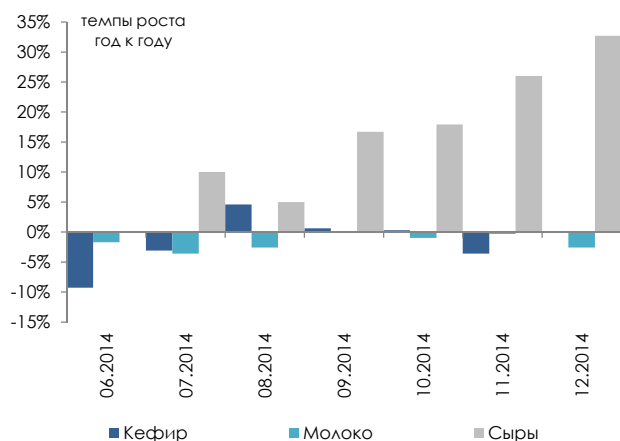
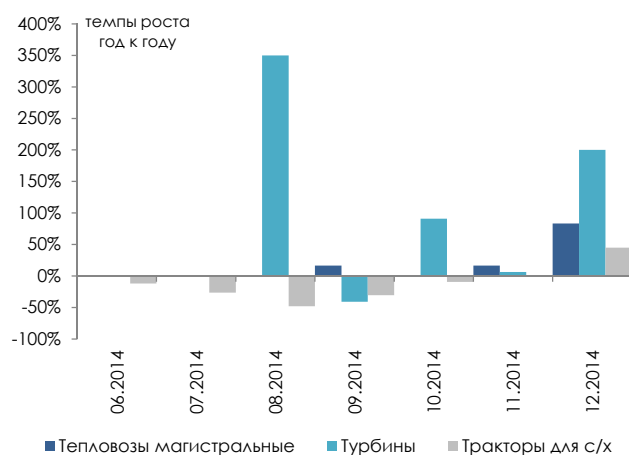
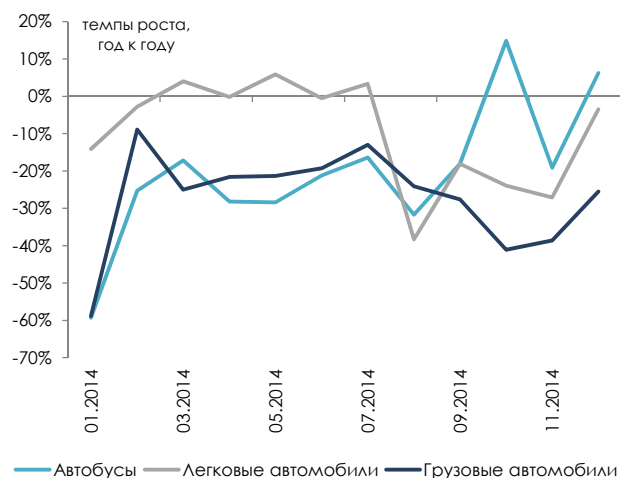
**Эффект от девальвации рубля отмечен в улучшении показателей производства целлюлозы и пластмасс**

**Текущей степени импортозамещения недостаточно, чтобы оказать какое-либо значительное влияние на курс рубля**

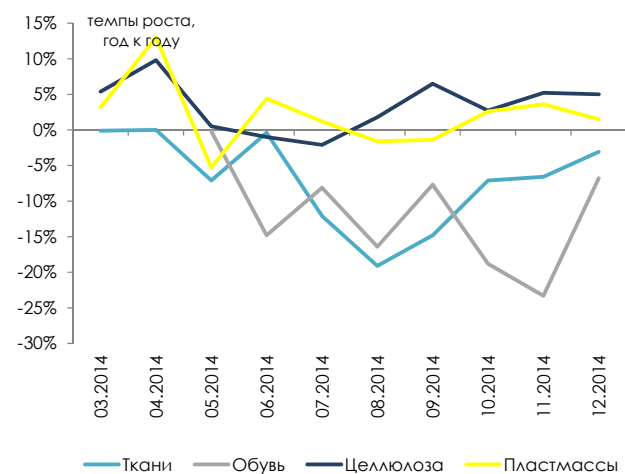
Новые данные позволяют отметить первые тенденции в импортозамещении. Так, с введением запрета на импорт продовольствия, а также в связи с ослаблением курса, мы уже не первый месяц отмечаем оживление в производстве мяса, мяса птицы, рыбы и соответствующих продуктов, молока и молочной продукции (см. график). Особенно выраженную активность можно наблюдать в производстве сыра, темпы роста которого г./г. к декабрю утроились, составляя сейчас около 33% г./г. Эффект замещения в продуктовом сегменте можно считать еще более выраженным, если учесть, что одновременно наблюдается падение продаж продовольствия. С точки зрения конкурирующих с импортом отраслей, рост отечественного выпуска в которых мог бы быть простимулирован исключительно эффектом девальвации, мы выделяем производство текстиля и обуви, падение которого в последние месяцы резко замедлилось (см. график), и это при том, что тенденция к общему сужению потребительского спроса продолжится. Из экспортных отраслей, продукция которых из-за падения курса рубля стала более конкурентоспособной, мы отмечаем значительное улучшение показателей производства целлюлозы и пластмасс.

Несмотря на то, что список отраслей, которые продемонстрировали улучшение своих показателей ввиду ослабления курса рубля невелик, последние данные важны тем, что позволяют говорить о начале импортозамещения. Учитывая сильную степень девальвации (такого падения курса, как в 2014 г., не было в 2008-2009 гг.) и растянутость во времени его влияния на промышленную активность, мы ожидаем, что более выраженный позитивный эффект на промышленность от этого фактора мы еще увидим в ближайшее время. Это может несколько ослабить ожидаемое нами в 2015 г. падение промпроизводства на 2%. Но на текущем этапе степени импортозамещения и наращивания производства нефтегазовых экспортных отраслей недостаточно, чтобы вызвать какой-либо поворот в динамике курса рубля.

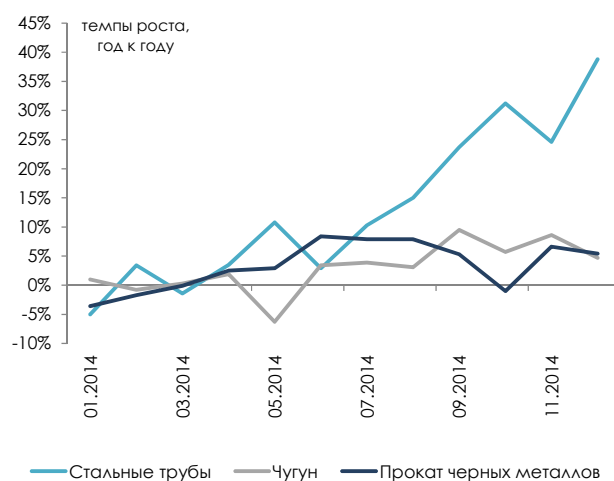
### Динамика производства отдельных секторов, темпы роста % год к году



27 января 2015 г.



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка





## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Слабая макростатистика ноября: риски более серьезного падения ВВП в 2015 г.

### Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Рубль «пришел в чувства»

Валютного коридора больше нет

### Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

### Рынок облигаций

Кривая ОФЗ уплощается ниже ставок РЕПО

Не пора ли покупать ОФЗ?

В Ломбардный список могут попасть бумаги даже без рейтинга

### Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

### Инфляция

Инфляция: все выше и выше

### Ликвидность

Ставки МБК: в шатком равновесии

Взлет ставок денежного рынка: кризис доверия и дефицит рублевой ликвидности

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ экстренно повысил ключевую ставку до 17%

### Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

### Банковский сектор

Новые послабления для поддержки банков «на плаву»

ЦБ включает антикризисные механизмы

Экстренное удорожание фондирования от ЦБ не должно сильно сказаться на марже банков

Валютное РЕПО с ЦБ с рублевым залогом  $\neq$  рублевое РЕПО + FX SWAP

Лишь треть проданной ЦБ валюты осела в банках РФ.



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

### Транспорт

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

### Телекоммуникации и медиа

|           |            |
|-----------|------------|
| ВымпелКом | МТС        |
| Мегафон   | Ростелеком |

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

|        |       |
|--------|-------|
| Х5     | 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<br>Капитал | Промсвязьбанк |
| Альфа-Банк                      | ВТБ                   | ЛОКО-Банк               | РСХБ          |
| Азиатско-<br>Тихоокеанский Банк | ЕАБР                  | МКБ                     | Сбербанк      |
| Банк Русский Стандарт           | Газпромбанк           | НОМОС Банк              | ТКС Банк      |
| Банк Санкт-Петербург            | КБ Восточный Экспресс | ОТП Банк                | ХКФ Банк      |



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## ЗАО «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. 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 |
| 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](#).