



16 апреля 2015 г.

## Мировые рынки

### Подъем цен на нефть поддержал интерес к бондам РФ

Промпроизводство в США в марте упало на 0,6% м./м., что оказалось заметно хуже консенсус-прогноза (предполагавшего снижение всего на 0,3%). Это является весомым аргументом в пользу того, чтобы не повышать ключевую ставку в июне. Опубликованные данные Бежевой книги не свидетельствуют об устойчивом росте экономики США. Американские индексы отреагировали ростом (+0,5%), доходности 10-летних UST снизились до YTM 1,89%. Итог заседания ЕЦБ не принес новой информации: программа выкупа активов будет продолжаться до тех пор, пока не наметится повышение инфляции. Наиболее заметное движение вчера произошло на рынке нефти (котировки Brent прибавили 3 долл. до 62,5-63 долл./барр.), что стало следствием неожиданно низкого недельного прироста запасов нефти в США (по данным EIA, всего на 1,3 млн барр. против 10,9 млн барр. неделей ранее). Это смогло остановить наметившуюся коррекцию в суверенных и корпоративных бондах РФ. Лучше рынка выглядели рекомендуемые нами к покупке выпуски TMENRU 18, 20.

## Экономика

### Промпроизводство в марте: реальный сектор не замечает кризиса. См. стр. 2

#### Инфляция г./г. начала снижаться

Данные Росстата указывают на продолжение снижения недельных темпов инфляции. С 7 по 13 апреля они составили 0,1%, что уже сопоставимо с показателями в «спокойные» годы. Исходя из недельных данных, инфляция г./г. снизилась с 16,9 до 16,8% г./г. Однако так как в недельном индексе инфляции нет непродовольственных товаров, то с полной уверенностью говорить об этом пока нельзя. В то же время недавнее укрепление рубля более чем на 20%, в первую очередь, благотворно влияет именно на цены непродовольственных товаров, поэтому никаких негативных сюрпризов с их стороны мы не ждем. В дальнейшем, скорее всего, тенденция к снижению инфляции г./г. продолжится, что частично будет связано с эффектом высокой базы прошлого года (в связи со взрывным ростом цен на мясо). В подобных условиях ничто не мешает ЦБ продолжить цикл снижения ставок (вероятно, даже более существенно, чем в предыдущие месяцы).

## Рынок ОФЗ

### Ажиотажный спрос на ОФЗ: игра на снижение ставок продолжается

Вчерашние аукционы Минфина прошли с высоким спросом как на классические ОФЗ 26215 (46,2 млрд руб. на предложенные 15 млрд руб.), так и на плавающие ОФЗ 29011 (30,3 млрд руб. на 15 млрд руб.). При этом в обоих случаях заметной премии (к доходностям, сложившимся на вторичном рынке за день до аукциона) предложено не было. Реализован был весь предложенный объем (30 млрд руб.). Высокий спрос на классические ОФЗ стал катализатором еще одного смещения вниз (на 30 б.п.) доходностей вдоль суверенной кривой: так, доходности ОФЗ 26207, 26215 ушли в район YTM 10,5%, при этом инверсия уменьшилась (спред ОФЗ 25081-26207 сузился с 50 до 30 б.п.). Мы сохраняем рекомендацию покупать короткие и продавать длинные ОФЗ до достижения отрицательного спреда между ними (нормализации кривой). Учитывая продолжающееся укрепление рубля (повышение ставок по валютному рефинансированию не смогло сломить сформировавшийся тренд на валютном рынке, сегодня доллар торгуется ниже 50 руб., благодаря всплеску цен на нефть), мы считаем, что ОФЗ сохраняют спекулятивный потенциал для снижения доходностей до YTM 10%. Интерес к плавающим ОФЗ, скорее всего, обусловлен желанием банков зафиксировать все еще высокую премию ~200 б.п. с RUONIA (по классическим ОФЗ эта премия является отрицательной).

## Банковская система

### Кредитование на паузе. Валюта ушла с погашением долга. См. стр. 2

Обзор ЦБ по банковской системе за март свидетельствует о сохраняющемся низком спросе на рублевые кредиты (объем кредитования снизился на 171 млрд руб. м./м., против -338 млрд руб. в феврале), а также о сокращении избытка валютной ликвидности (по нашим оценкам, на 8 млрд долл.), который образовался с момента запуска валютного рефинансирования до начала марта. Позитивным моментом является получение чистой прибыли (42 млрд руб.), которая позволила покрыть убыток первых двух месяцев, что, скорее всего, является следствием высвобождения резервов по валютным кредитам (в связи с укреплением рубля), а также дохода, полученного по портфелю ценных бумаг (в марте наблюдался сильный ценовой рост как на локальном, так и в внешнем рынках долговых ценных бумаг).

## Промпроизводство в марте: реальный сектор не замечает кризиса

Свежие данные по промпроизводству (за март) оказались неожиданно позитивными. Объем выпуска упал всего на 0,6% г./г. (обрабатывающее производство - на 1,9% г./г.), что в условиях падения инвестиций и розничных продаж на 6%-8% г./г. (последние данные за февраль) выглядит удивительно. Таким образом, после некоторого ухудшения, производство начало восстанавливаться вразрез с динамикой других экономических показателей. Вместе с тем, теоретически причина для таких хороших данных есть – это девальвация, которая повысила конкурентоспособность российской промышленности. Может сложиться впечатление, что снижение розничных продаж и инвестиций происходит исключительно за счет импортных товаров, которые вдобавок частично замещаются отечественными аналогами.

Если развитие ситуации пойдет по такому сценарию, то падение реального сектора будет весьма умеренным и в скором времени сменится ростом, всплеска безработицы не произойдет, а рецессия будет мягкой. Однако рассматривать возможность такого позитивного сценария надо осторожно: необходимо иметь в виду, что ни в 1998 г., ни в 2008/2009 гг. избежать резкого падения промышленности не удалось. Кроме того, падение цен на нефть, всплеск инфляции и санкции создали проблемы для российской экономики, которые будут актуальными еще очень длительное время и будут выражаться в жесткой бюджетной политике и относительно высоких процентных ставках.

В связи с этим, мы считаем, что риски дальнейшего падения промышленности в 2015 г. по-прежнему высоки. Но даже если они не реализуются, ожидать промышленного бума, который быстро вытянет экономику из кризиса вряд ли стоит.

**Антон Плетенев**

anton.pletenev@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900

## Кредитование на паузе. Валюта ушла с погашением долга

**В марте банки получили прибыль, компенсировав убытки января и февраля**

Опубликованный обзор ЦБ по банковской системе за март свидетельствует о сохраняющемся низком спросе на рублевые кредиты (объем кредитования снизился на 171 млрд руб. против - 338 млрд руб. в феврале), а также о сокращении избытка валютной ликвидности (по нашим оценкам, на 8 млрд долл.), который образовался с момента запуска валютного рефинансирования до начала марта. Позитивным моментом является получение чистой прибыли в размере 42 млрд руб., которая позволила покрыть убыток первых двух месяцев, что, скорее всего, является следствием высвобождения резервов по валютным кредитам (в связи с укреплением рубля), а также дохода, полученного по портфелю ценных бумаг (в марте наблюдался сильный ценовой рост как на локальном, так и внешнем рынках долговых ценных бумаг).

**Рублевое кредитование сдерживается высокими ставками и уровнем "плохих" потребительских кредитов**

В рублевом кредитовании в марте сохранилась отрицательная динамика как в корпоративном (что связано со все еще высокими процентными ставками, заемщики предпочитают дожидаться более низких уровней во 2П 2015 г.), так и в розничном сегментах (большим уровнем проблемных кредитов в потребительском кредитовании). Существенный объем рублевой ликвидности (340 млрд руб.) высвободился из портфеля рублевых ценных бумаг, что обусловлено, главным образом, погашениями ОФЗ/ГСО (в объеме 176 млрд руб. в марте). В результате приток ликвидности из портфеля ценных бумаг и кредитного портфеля составил 511 млрд руб., он позволил покрыть отток средств со счетов юрлиц (436 млрд руб.). При этом банки сократили рублевую задолженность перед ЦБ/Минфином, по нашим оценкам, на 324 млрд руб. (за счет кассы и продолжающегося притока вкладов) до 6,06 трлн руб. Такая ситуация в кредитовании является еще одним аргументом в пользу существенного снижения ключевой ставки ЦБ на заседании 30 апреля.

**Избыток валютной ликвидности ушел на погашение внешнего долга в марте**

В валютной части баланса произошел значительный отток средств: корпоративные клиенты забрали 6 млрд долл., банки-нерезиденты вывели порядка 3,3 млрд долл., что связано с приходом на март пиком выплат по внешнему долгу. Несколько компенсировать отток позволило снижение на 1 млрд долл. объема кредитов в валюте. Таким образом, большая часть накопленного избытка валюты (10,5 млрд долл. на начало марта, по нашим оценкам) была израсходована в марте (остаток составил 2,5 млрд долл.).

Портфель ценных бумаг в валюте не увеличился (оставшись на уровне 50 млрд долл.), несмотря на то, что, по нашим наблюдениям, именно локальные банки в марте выступали основными покупателями российских евробондов. По-видимому, это связано с большим объемом погашений (на 6,5 млрд долл.), приходившимся на март. После того, как ЦБ повысил стоимость валютного рефинансирования (мы ожидаем дальнейшего роста ставок и/или урезания лимитов), ралли в евробондах РФ, которые выглядят дорого в сравнении с GEM (особенно учитывая отсутствие у них рейтингов инвестиционной категории), сошло на нет.

**Большинству компаний для погашения внешнего долга не требуются кредиты локальных банков**

Отметим, что с начала года, несмотря на большой объем погашений внешнего корпоративного долга (25,7 млрд долл., по данным ЦБ), валютный кредитный портфель банков почти не увеличился. Это говорит о том, что большинству компаний удается рефинансировать часть долга (по нашим оценкам, около половины долга) на внешнем рынке, а остаток выплачивать из операционного денежного потока и собственных накоплений (за счет урезания инвестиционных программ). В результате валютное рефинансирование от ЦБ по сути используется банками для 1) покрытия оттока средств клиентов и погашений собственного внешнего долга; 2) операций carry-trade в евробондах.

**Есть риск возникновения дефицита валюты, если ЦБ не увеличит лимиты по рефинансированию**

Учитывая, что с декабря 2014 г. по март 2015 г. объем погашений внешнего долга составил 67 млрд долл. (по данным ЦБ), при этом валютный долг банков перед государством вырос на 32 млрд долл., можно предположить, что погашение внешнего долга с апреля до декабря 2015 г. (74 млрд долл.) может потребовать дополнительно 35 млрд долл., что превышает лимит ЦБ, установленный по своим операциям валютного рефинансирования. Как следствие, возникает риск появления дефицита валютной ликвидности и/или коррекции евробондов (продажа бумаг для пополнения валютной ликвидности), если ЦБ не увеличит лимиты.

**Денис Порывай**  
denis.poryvay@raiffeisen.ru  
+7 495 221 9843



## 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

Резкое падение импорта поддержит рубль

### Инфляция

Инфляция в феврале: коктейль из снижения спроса и регулирования цен

### Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

### Ликвидность

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

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ взял курс на снижение ставки?

### Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

### Бюджет

Дефицит бюджета в январе повышает вероятность более интенсивных поступлений госсредств в систему в ближайшие месяцы

### Рынок облигаций

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

### Банковский сектор

Приток ликвидности от клиентов вслед за стабилизацией валютного рынка

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	НОМОС Банк	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.