

Скоро

Несмотря на снижение инфляции, ожидаем сохранения на уровне 7,5% ключевой ставки ЦБ по итогам заседания 28 октября.

Последние комментарии и решения руководства ЦБ, как и июльское повышение Банком России нормативов обязательных резервов свидетельствуют, как представляется, о том, что обозначенный ЦБ в июле целевой диапазон ключевой ставки на 2022 года на уровне 7,4% - 8%, возможно, не будет вновь снижен. В частности, по итогам сентябрьского заседания председатель Банка России Эльвира Набиуллина отметила, что пространство для смягчения кредитных условий сузилось, и следующим шагом ЦБ в области кредитной политики может быть и снижение, и повышение ставки.

ЦБ РФ опубликовал на прошлой неделе результаты макроэкономического опроса за октябрь. Согласно консенсус-прогнозу, инфляция по итогам 2022 г. составит 12,5% г/г в конце 2022 г. против 12,9% г/г согласно данным аналогичного сентябрьского опроса. Исходя из этих данных, потенциал замедления инфляции в 2022 году практически исчерпан, годовая инфляция в РФ замедлилась по состоянию на 17 октября до 13,10% против 13,36% на 10 октября, 13,68% на конец сентября, 14,30% на конец августа и 15,10% на конец июля.

После выхода информации о том, что европейские власти в рамках восьмого пакета санкций против РФ могут разрешать в своей стране разморозку денег и активов, принадлежащих НРД, учитывая ряд других новостей последних недель, свидетельствующих о снижении санкционных рисков, курс рубля к валютам ведущих развивающихся и зрелых экономик начал, как представляется, устойчиво сокращать свое отклонение от справедливых уровней, обусловленных статистикой ВВП, инфляции, оценочных инвестиционных рисков и ряда других факторов. Реализация сценария ослабления курса рубля на валютном рынке традиционно будет носить проинфляционный характер.

Учитывая традиционную положительную корреляцию ключевой ставки и индекса потребительских цен, представленная выше информация Банка России и наши оценки свидетельствуют об ограниченности потенциала смягчения кредитной политики ЦБ в ближайшие кварталы.

Также важно отметить, что, согласно консенсус-прогнозу, опубликованному в рамках макроэкономического опроса ЦБ за октябрь, ключевая ставка составит в 2022 г. в среднем 10,6%, против 10,5% ранее, что означает, что, по мнению опрошенных аналитиков, ЦБ РФ возьмет паузу и сохранит ставку на текущем уровне 7,5% до конца года.

Предстоящие размещения

ПАО «Сегежа Групп» (Эксперт РА: ruA+) в 08 ноября 2022 г., согласно предварительным данным, проведет сбор заявок на выпуск биржевых облигаций серии БО-П06 объемом не менее 1 млрд руб. Срок обращения данного выпуска – 3 года с даты начала размещения. Ориентир ставки купона не выше 4,5% годовых, доходность к погашению не выше 4,58% годовых.

ПАО «Селигдар» (Эксперт РА: ruA+; НКР: А+.ru; НРА: AA-|ru) 27 октября 2022 г., согласно предварительным данным, проведет сбор заявок на выпуск биржевых облигаций серии БО-П06 объемом 3 млрд руб. Срок обращения данного выпуска – 3 года. Ориентир доходности к погашению - значение G-curve на сроке 3 года + не более 325-350 б.п.

АО «ХК «Новотранс» (Эксперт РА: ruA+) в октябре 2022 г., согласно предварительным данным, проведет сбор заявок на выпуск биржевых облигаций серии 001P-3 объемом не менее 10 млрд руб. Срок обращения данного выпуска – 5 лет, дюрация – приблизительно 3,3 года. Ориентир ставки купона: 11,55% - 11,85% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 12,06% - 12,39%. Планируемая амортизация: в даты выплат 13-20 купонов - по 12,5% от номинальной стоимости.

Государственный сегмент

	Доходность	Изм. 1 нед., бп
ОФЗ 26220	7,46	1
ОФЗ 26226	8,36	-38
ОФЗ 26224	9,51	-1
ОФЗ 26225	9,94	-8
ОФЗ 26240	9,99	-10

Внешний рынок

	Доходность	Изм. 1 нед., бп
UST 2	4,42	-8
UST 10	4,05	-4
UST 30	4,19	10

ООО «АгроКубань Ресурс» (Эксперт РА: ruA-) в ноябре 2022 г., согласно предварительным данным, проведет сбор заявок на выпуск биржевых облигаций серии 001P-1 объемом 3 млрд руб. Срок обращения данного выпуска – 3 лет. Ориентир ставки купона будет объявлен позднее.

Итоги недели

Внешний рынок

Данные макроэкономической статистики в основном, носят благоприятный характер, не противоречат прогнозам ускорения мирового ВВП во втором полугодии 2022 года – первом полугодии 2023 г. Промпроизводство США в сентябре 2022 г. выросло на 5,3% г./г. при среднем прогнозе роста на 3,4% и значения августа, равного 3,9%. Прирост ВВП КНР в III кв. 2022 г. ускорился до 3,9% г./г. против 0,4% во II кв. при среднем прогнозе повышения на 3,4%.

Порядка 20% компаний индекса S&P 500 опубликовали свои отчеты, из них более 74% эмитентов превзошли рыночные прогнозы прибыли. Нетто – приток долгосрочного капитала в ценные бумаги США вырос в августе до \$197,9 млрд., против среднего прогноза, равного \$28,2 млрд и значения августа, составлявшего \$21,4 млрд. Прирост объема вложений нерезидентов в американские государственные облигации в августе 2022 г. увеличился на \$7,8 млрд до \$7 509 млрд или лишь на 0,1% м./м. С другой стороны, рост объема вложений нерезидентов в казначейский долг продолжается с марта, несмотря на активный рост ставок. Указанная информация, в целом, свидетельствует в пользу прогнозов повышения спроса на американском фондовом и долговом сегменте, косвенно указывает на возможность роста цен «трежериз».

Банк Англии подтвердил намерение возобновить продажи корпоративных облигаций из портфеля ЦБ 31 октября. За последний месяц ставка 5-летних облигаций Великобритании снизилась с 4,7% до 3,9% годовых. Решение, в случае его реализации отражает снижение оценочных кредитных рисков в экономике Британии.

Народный банк Китая (НБК) сохранил базовую процентную ставку по кредитам (LPR) сроком на один год на историческом минимуме в 3,65% годовых. Итоги XX съезда КПК свидетельствуют в пользу прогнозов усиления позиций высшего государственного руководства страны при сохранении стимулирующей спрос макроэкономической политики на фоне обеспеченной, в том числе, решениями административно – планового характера, сравнительно низкой инфляции.

НБК рекомендовал государственным банкам продажу долларов США за юани. Ранее схожие решения приняли ЦБ Японии и Индии. Как показывает историческая практика, совместные валютные интервенции крупнейших ЦБ на международном рынке, как правило, оказываются успешными. При этом, снижение курсов USDCNY и USDJPY, как правило, происходит на фоне снижения соотношения номинальных ставок финансовых инструментов, соответственно, США и Японии и США и КНР. Снижение, в результате, оценочных рисков, отраженных в ставках базовых активов, какими являются американские «трежериз», в текущих условиях позволит улучшить оценки справедливой стоимости вложений на развивающихся долговых и фондовых рынках и сыграет позитивную роль для повышения широкого инвестиционного спроса.

Усиление негативного геополитического информационного фона – ключевой фактор риска для недельных прогнозов. С учетом этого фактора, на середину текущей недели информация с внешних рынков, в основном, как представляется, оказывает нейтральное влияние на прогнозы динамики цен российского долгового рынка в перспективе ближайшего месяца.

Отставка премьер-министра Великобритании Лиз Трасс представляется результатом активной политической борьбы вокруг проектов бюджетного стимулирования в Европе. При этом, наметившееся - судя по стимулирующим инициативам германских властей и аналогичных предложений со стороны

регуляторов ЕС - обращение европейских властей к инструментам бюджетной господдержки в период высокой волатильности цен государственного долга свидетельствует как о наличии предпосылок оживления экономической активности, так и о снижении кредитных опасений в европейской экономике.

Параллельно, судя по поступающим новостям и основываясь на статистике последних десятилетий, продолжает свое развитие тенденция изменения структуры зрелых экономик, направленная на первоочередное сохранение ими роли мировых центров валютной и долговой эмиссии. Эта тенденция предполагает усиление рыночных и нерыночных инструментов контроля над инвестиционным спросом и инфляцией. Её проявлением представляется, к примеру, информация прошедшей недели о объявленном автоконцерном BMW переносе производства электромобилей из Европы в Китай. Долгосрочные риски для долгового сегмента, в данном случае, связаны, как представляется, с тем, насколько обозначенные выше структурные изменения будут востребованы глобальной экономикой с учетом тенденции формирования крупных финансовых центров в развивающихся странах.

Пример обозначенного выше конфликта интересов может быть сформирован в среднесрочном периоде под влиянием одобрения на прошлой неделе ЕС тезисов Еврокомиссии по борьбе с энергокризисом. Эти предложения включают механизмы ограничения цен на газовой бирже ТTF, несмотря на формируемые такими действиями риски дефицита энергоресурсов. Борьба с энергокризисом будет осуществляться также за счет совместных закупок газа, реализации системы взаимной поддержки государства-членов ЕС, а также новых мер по прозрачному использованию инфраструктуры. Несмотря на то, что, в среднесрочном периоде, под влиянием возможного сокращения потребления газа в Евросоюзе, на мировом рынке газа будет достигнут баланс спроса – предложения, по-прежнему полагаем, что к концу 2023 – в 2024 гг. выпавшие из мирового оборота 50 млрд куб м российского газа (порядка 1,25% мирового потребления) начнут влиять на мировой газовый баланс. Мировой спрос на газ растет на 1% - 3% в год. Российские объемы трубопроводного газа не будут относительно быстро перенаправлены на другие рынки. В результате, выпавшие из мирового оборота 50 млрд куб м российского газа начнут влиять на мировой газовый баланс формируя новый раунд роста инфляционных рисков.

Внутренний рынок

Покупка золота для пополнения международных резервов РФ сейчас нецелесообразна, это подтолкнет рост денежной массы, заявил на прошлой неделе зампред ЦБ РФ Алексей Заботкин. Между тем, проинфляционные риски, связанные с динамикой мультипликатора M2, как представляется, должны отразиться, в итоге, в решениях регуляторов. Слабая динамика денежной базы при ускорении экономики и роста денежных агрегатов традиционно формирует повышенное инфляционное давление. Текущий рост мультипликатора M2 на 18% г./г. теоретически, особенно в случае повышения внешнего инфляционного давления во втором полугодии 2023 г. – 2024 гг., способен привести к восстановлению ИПЦ РФ на уровнях максимумов 2022 года. Наши текущие базовые оценки годового изменения ИПЦ РФ на середину и конец 2023 года составляют 5% и 8% г./г.

В пользу прогнозов «смягчения» кредитной политики ЦБ в перспективе ближайших кварталов – безотносительно к итогам октября заседания ЦБ – свидетельствуют, по-прежнему, два ключевых для рынка фактора. Это замедление инфляции и остающийся высоким аппетит к риску на долговом сегменте. В то же время – и это отражается в наших оценках – ключевая ставка существенно отклонилась вниз от показателей потребительской инфляции. Такая ситуация – при ее сохранении на среднесрочном отрезке – традиционно создает повышенные среднесрочные риски технического «охлаждения» долгового рынка. Наши оценки на основе правила Тейлора – согласно которому справедливая ставка определяется как уровень текущей инфляции и нейтральной ставки с поправкой на отклонение текущего уровня инфляции от желаемого уровня инфляции и отклонения изменения реального ВВП от целевого показателя изменения ВВП – дают справедливый диапазон ключевой ставки ЦБ на конец IV квартала на уровне 11,5% - 13% годовых.

В отсутствие стратегических перемен в политике ЦБ, связанных, как представляется, прежде всего, с повышением монетизации экономики, среднесрочные показатели данного индикатора достаточно стабильны, низко эластичны к изменчивым краткосрочным инфляционным и рыночным трендам. На данный момент, они указывают на то, что в перспективе ближайших шести – восьми кварталов возможен рост ключевой ставки в направлении представленного выше справедливого диапазона.

Согласно законопроекту о федеральном бюджете на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов, который Госдума на заседании в среду, 26 октября, рассматривает в первом чтении, прирост объема государственных внутренних заимствований будет соответствовать скорости роста экономики. В итоге, исходя из макроэкономических прогнозов, заложенных в проекте бюджета, соотношение внутреннего госдолга к ВВП в 2023 - 2025 гг. составит 12% - 13% против 14% в 2021 г. Это сравнительно высокая для экономики РФ величина, в 2001 – 2020 гг. она составляла лишь 4% - 9%. С учетом корреляции показателей внутреннего государственного долга и объема рынка корпоративных заимствований и банковского кредитования указанные значения соотношения внутреннего госдолга к ВВП РФ свидетельствуют в пользу ускорения – в рамках базового сценария - прироста рынка корпоративных облигаций и займов кредитных организаций в 2023 – 2025 гг. до порядка 12% и 20% против, соответственно, 9% и 13% в 2019 – 2022 гг. Позитивный сценарий в данном случае предполагает прирост указанных показателей в 2023 – 2025 гг. на уровне 20% - 40%, что соответствует темам прироста рынка банковских и корпоративных займов периода активного роста экономики 2000 – 2012 гг.

Фактором риска для прогнозов в данном случае выступает позиция законодателей, которые, как представляется, демонстрируют определенную неуверенность в способности рынка абсорбировать планируемый объем заимствований. Комитет Госдумы по бюджету в своих оценках представленных параметров бюджета отмечает, что наращивание государственных заимствований оставляет, в перспективе, все меньшее поле для корпоративных

игроков, которым, в результате, приходится увеличивать премию за риск с целью привлечения инвесторов. «Совокупность обозначенных выше факторов указывает на необходимость рассмотрения мер по улучшению привлекательности российского долга в целях обеспечения возможности заимствований на запланированном уровне», - считает комитет.

На этом фоне, и с учетом ожидаемого на рынке сохранения неизменной ключевой ставки по итогам октября заседания ЦБ, внутриэкономическая информация, как представляется, к середине текущей недели, в целом, способствует «охлаждению» спроса на российском долговом рынке.

С учетом регуляторной практики последних кварталов, по-прежнему рассчитываем на реализацию финансовыми властями РФ мер, направленных на ограничение влияния на рынок спекулятивных тенденций и сдерживание роста ценовой волатильности. В краткосрочном периоде, под влиянием реакции рынка на поступающую информацию, преобладают шансы роста ставок рынка ОФЗ. Целевой усредненный уровень доходности ликвидных индикативных ОФЗ серий 26200, 26226, 26224, 26225 и 26240 на конец следующей недели составляет 8,8%-9,3% годовых.

На основе макроэкономической, в том числе - инфляционной статистики, и с учетом рыночной ценовой динамики, оценка диапазона справедливых ставок ОФЗ на ближайший месяц составляет 10%-12% годовых, возможным также представляется их повышение.

Вкратце

- Держатели более 75% выпуска конвертируемых облигаций **Ozon** досрочно поддержали решение о реструктуризации выпуска на \$750 млн со сроком погашения в 2026 году.
- Объединенная компания **Русал** приняла решение разместить облигации на 6 млрд юаней, установило в понедельник финальный ориентир выпуска серии БО-001Р-01 на уровне 3,75% годовых. Купоны полугодовые, срок обращения выпуска - 2,5 года. Предусмотрено обеспечение в виде внешних публичных безотзывных оферт. Расчеты будут производиться в юанях, но по решению эмитента и запросам инвесторов возможны выплаты в безналичном порядке в рублях РФ по официальному курсу Банка России.
- Средневзвешенная цена на состоявшемся в прошлую среду аукционе **Минфина РФ** по размещению ОФЗ-ПД серии 26239 с погашением 23 июля 2031 года составила 83,38% от номинала, что соответствует доходности 10% годовых. Всего было продано бумаг на общую сумму почти 25 млрд рублей по номиналу. Выручка от аукциона составила 21,214 млрд руб.
- **Группа Черкизово** установила финальный ориентир ставки 1-го купона 3-летнего выпуска облигаций серии БО-001Р-05 на уровне 9,95% годовых, объем выпуска увеличен до 10 млрд руб. Ориентир соответствует доходность 10,33% годовых. Предусмотрено 12 квартальных купонов. Ставки 2-12-го купонов будут равны ставке 1-го купона.
- **Министерство финансов России** 26 октября проводит безлимитные аукционы по продаже гособлигаций всех трех видов - ОФЗ-ПД серии 26237, ОФЗ-ПК серии 29021 и ОФЗ-ИН серии 52004 в объемах остатков, доступных для размещения в каждом выпуске, говорится в сообщении Минфина.

Акционерное общество
Инвестиционная компания
«АК БАРС Финанс» (Москва)

8 (800) 200-53-02 (бесплатно по России)
+7 495 644-29-95
Clients@akbf.ru

ПАО «АК БАРС» БАНК (Казань)

Дмитрий Тренин
Торговые операции
8 (800) 200-53-02 доб. 227
trenin@akbars.ru

Аналитический отдел

Отдел развития бизнеса

Александр Осин
Аналитик по акциям
8 (800) 200-53-02 доб. 202
aosin@akbf.ru

Александр Соболев
Начальник отдела
8 (800) 200-53-02 доб. 165
asobolev@akbf.ru

Эльвира Пичугина
+7 843 519-39-58
enuriah@akbars.ru

Отдел Брокерских операций

Ерванд Саркисян
Трейдер
8 (800) 200-53-02 доб. 154
esarkisyan@akbf.ru

Ограничение применения, ограничение ответственности и предупреждение о рисках

Содержание данного документа подготовлено Акционерным обществом Инвестиционная компания «АК БАРС Финанс» (далее здесь – АК БАРС Финанс), как инвестиционное исследование по смыслу статьи 36 Commission Delegated Regulation (EC) 2017/565, дополняющей директиву о рынках финансовых инструментов 2014/65/ЕС ("MiFID II"). АК БАРС Финанс регулируется Центральным банком Российской Федерации; лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг №№ 177-11176-100000, 177-11181-010000, 177-11185-001000 и 177-12174-000100.

АК БАРС Финанс распространяет этот документ среди своих клиентов и не несет никакой ответственности по отношению к другим классам получателей. АК БАРС Финанс имеет соответствующие политику и процедуры в отношении конфликтов интересов, направленные на обеспечение объективности информации, содержащейся в настоящем документе.

100% акций АК БАРС Финанс принадлежит «АК БАРС» Банку (ПАО) (далее здесь – АК БАРС Банк).

Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, индивидуальным инвестиционным советом, индивидуальной инвестиционной консультацией или индивидуальной инвестиционной рекомендацией в понимании Федерального закона от 22.04.1996 N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", а также по смыслу MiFID II. Информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение о продаже, покупке или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном документе, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. В Великобритании этот документ не является финансовым продвижением по смыслу статьи 21 закона «О финансовых услугах и рынках», 2000 г. (с поправками). Этот документ не предназначен для розничных клиентов в определении MiFID II и не может быть сообщен таким лицам. Настоящий документ не предназначен для распространения или использования любым физическим или юридическим лицом в любой юрисдикции, где такое распространение или использование противоречило бы местному законодательству или иным применимым нормативным актам или где АК БАРС Финанс, АК БАРС Банк или любая другая финансовая организация Группы АК БАРС Банка должна получить разрешение, лицензию или где существуют другие регистрационные требования в соответствии с применимым законодательством. Этот документ не предназначен для распространения или использования европейскими инвестиционными фирмами, предоставляющими клиентам услуги по управлению портфелем или другие инвестиционные или вспомогательные услуги, за исключением случаев, когда он получен за плату.

Информация, содержащаяся в настоящем документе, является исключительной собственностью АК БАРС Финанс. Несанкционированное копирование, тиражирование или распространение данного документа, полностью или частично, без письменного согласия АК БАРС Финанс строго запрещено. Хотя информация, содержащаяся в данном документе, была получена из и базируется на источниках, которые АК БАРС Финанс считает надежными, АК БАРС Финанс и ее сотрудники не дают в отношении нее никаких заверений или гарантий, явных или подразумеваемых.

АК БАРС Финанс и ее сотрудники не несут никакой ответственности за точность или полноту любой информации, содержащейся в настоящем документе, а также за то, были ли опущены какие-либо существенные факты. Вся информация, указанная здесь, может быть изменена без предварительного уведомления. АК БАРС Финанс не дает никаких гарантий или заверений, что любые ценные бумаги, упомянутые в настоящем документе, подходят для всех получателей; любые получатели, рассматривающие инвестиционные решения, должны обратиться за соответствующей независимой консультацией. АК БАРС Финанс не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем документе.

Ничто в этом документе не является налоговой, юридической или бухгалтерской консультацией. АК БАРС Финанс и ее аффилированные лица, директора и работники (за исключением финансовых аналитиков или других работников, участвующих в производстве исследований) время от времени могут выступать в качестве маркет-мейкеров или консультантов, брокеров или коммерческих и/или инвестиционных банкиров в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов и компаний, упомянутых в данном документе, или могут быть представлены в совете директоров таких компаний. В случае возникновения таких обстоятельств АК БАРС Финанс, АК БАРС Банк и связанные с ними компании проводят соответствующую политику и процедуры в отношении конфликтов интересов, чтобы гарантировать независимость и объективность инвестиционных исследований. Краткое содержание указанных политик и процедур в отношении конфликта интересов, касающихся инвестиционных исследований, предоставляется по запросу.

АК БАРС Финанс зарегистрирована, сфокусирована и базируется в Российской Федерации и не аффилирована с люксембургской компанией АК BARS Luxembourg S. A.

Настоящий документ публикуется еженедельно.

Подтверждение аналитиков

Аналитики, чьи имена указаны в обзорах АК БАРС Финанс, подтверждают следующее:

1) все взгляды, изложенные в аналитических обзорах, в точности отражают их личную точку зрения по вопросам, имеющим отношение к ценным бумагам и эмитентам, являющимся предметом аналитических обзоров АК БАРС Финанс;

2) никакая часть вознаграждения аналитиков АК БАРС Финанс не зависит и не может зависеть, напрямую или косвенно, от рекомендаций и мнений, представленных в аналитических материалах АК БАРС Финанс.

Аналитики, чьи имена указаны в обзорах АК БАРС Финанс, получают вознаграждение на основе различных факторов, в том числе совокупной выручки АК БАРС Финанс.

Определение рейтингов

АК БАРС Финанс использует трехступенчатую систему рекомендаций по акциям эмитентов, в отношении которых осуществляется аналитическое освещение деятельности: «Покупать», «Держать» или «Продавать».

ПОКУПАТЬ: прогнозная цена через 12 месяцев превышает рыночную цену на 10% и более (на момент публикации).

ДЕРЖАТЬ: прогнозная цена через 12 месяцев не ниже рыночной цены и не превышает ее более чем на 10% (на момент публикации).

ПРОДАВАТЬ: прогнозная цена через 12 месяцев ниже рыночной цены (на момент публикации).

ОГРАНИЧЕНО: при определенных обстоятельствах АК БАРС Финанс не может сообщить рекомендации по акциям эмитента в связи с положениями корпоративной политики и (или) нормативными ограничениями.

ПРИОСТАНОВЛЕНО: если в обозримом будущем планируется или ожидается публикация важных сведений об эмитенте, аналитик может приостановить рекомендацию по соответствующему эмитенту. Это означает, что аналитик пересматривает, но в настоящее время не изменяет ныне действующую рекомендацию в ожидании появления важной информации по компании.

При вынесении рекомендаций (например, краткосрочных торговых рекомендаций) АК БАРС Финанс может использовать временные рамки, отличные от указанных выше. Рекомендации, вынесенные с использованием альтернативных временных рамок, могут отличаться от рейтингов, присвоенных в соответствии с описанной выше системой.