



Мировые рынки

Небольшое затишье после бури

После сильного роста доходностей безрисковых активов вчера произошло некоторое восстановление котировок: 10-летние UST и BUNDS ушли вниз на 2 б.п. и 7 б.п., соответственно до YTM 2,34% и YTM 0,83%, что сопровождалось падением рынка акций (американские индексы потеряли 0,8%). Вышедшая вчера порция макростатистики по США оказалась позитивной: число первичных заявок на пособия по безработице за неделю (завершившуюся 30 мая) снизилось (вместе с общим число безработных) и сейчас находится вблизи 15-летнего минимума, что, скорее всего, найдет отражение в отчете по рынку труда (payrolls), который будет опубликован сегодня. Небезынтересными являются высказывания директора-распорядителя МВФ К. Лагард. Она призвала ФРС отложить повышение ключевой ставки на следующий год, принимая во внимание 1) экономический спад в США в 1 кв. (что не говорит о достижении устойчивого экономического роста), 2) возможные негативные последствия для остального мира, обусловленные полномасштабным оттоком капитала с развивающихся рынков, что приведет к сильному укреплению доллара и повысит вероятность дефолтов компаний с высоким уровнем валютного долга.

Ситуация с греческим долгом остается в подвешенном состоянии: Греция уведомила МВФ об объединении всех июньских платежей (кроме процентов) фонду в один, который намерена выплатить 30 июня. Такое право есть у всех стран-участниц фонда в случае "административных затруднений с несколькими выплатами в течение короткого времени", однако до настоящего времени им воспользовалась только Замбия. Распорядитель МВФ выразила уверенность в том, что Греция не объявит дефолт.

Коррекция на рынке российских евробондов ожидаемо продолжилась: индикативные выпуски Russia 42, 43 подешевели на 1,3-1,5 п.п., при этом G-спред к госбондам Бразилии расширился до 44 б.п. В ближайшее время мы ожидаем негативную ценовую динамику, учитывая дальнейшее снижение цен на нефть (котировки Brent опустились до 62 долл./барр.) и эскалацию конфликта на юго-востоке Украины.

Валютный и денежный рынок

Новая риторика ЦБ: снижение ставки рискует сбавить обороты. См. стр. 2

Рынок ОФЗ

Распродажа продолжается: доходности длинных ОФЗ на локальных максимумах

Рынок ОФЗ вчера продемонстрировал сильную реакцию на обесценение рубля (доллар вырос более чем на 1 руб. и сегодня торгуется выше 56,2 руб.): доходности длинных ОФЗ (26207, 26212) за день прибавили 35-40 б.п., достигнув отметки YTM 11%. При этом инверсия кривой (спред между короткими и длинными бумагами) сократилась: спред ОФЗ 25080 - 26207 сузился до 7 б.п. (в конце прошлого месяца он составлял 28 б.п.). Таким образом, наша рекомендация частично реализовалась (мы ожидаем нормализацию формы кривой). Сопоставляя доходности 10-летних ОФЗ с динамикой валютного курса, мы считаем, что текущие уровни ОФЗ предполагают ослабление рубля по итогам этого года на 12-14% (подробнее см. наш специальный отчет "Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?" от 9 апреля 2015 г.), то есть ОФЗ предполагают доллар на уровне 63-64 руб. в конце года. Такой сценарий представляется вполне вероятным, однако по нашему прогнозу доллар составит 60 руб. Как следствие, доходности длинных ОФЗ в конце года, скорее всего, не превысят текущие уровни.

Рынок корпоративных облигаций

АЛРОСА: на волне девальвации

АЛРОСА (BB-/Ba2/BB) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2015 г., заметное улучшение кв./кв. которых обусловлено девальвацией рубля. Так, выручка выросла на 24% кв./кв., EBITDA - на 53% кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 11 п. п. до 57,5%. При этом объемы продаж сократились на 17% кв./кв. в основном из-за снижения спроса со стороны индийских огранщиков. Улучшение ассортимента продаж кв./кв. было нивелировано неблагоприятной конъюнктурой рынка (в 1 кв. компания снижала цены на 3%, в мае - еще на 2-3%), в результате средняя цена реализации алмазов ювелирного качества осталась на уровне 4 кв. (161 долл./карат). Рост операционного потока (+25% кв./кв.) на фоне девальвации рубля привел к заметному увеличению свободного денежного потока, что позволило компании нарастить накопленные денежные средства за 1 кв. в 2,5 раза до 54,2 млрд руб., которые планируется направить на погашение краткосрочного долга (рублевые АЛРОСА, 20 - 23, БО-1, БО-2) общим объемом 20 млрд руб. и выплату дивидендов за 2014 г. (на уровне 2013 г. - 11 млрд руб.). Долговая нагрузка за 1 кв. снизилась с 1,9х до 1,35х Чистый долг/EBITDA. Бонды ALROSA 20 (YTM 6,7%) выглядят дорого с дисконтом к выпуску PGILLN 20.

Новая риторика ЦБ: снижение ставки рискует сбавить обороты

Вчера, выступая на форуме в Санкт-Петербурге, Э. Набиуллина сделала ряд важных заявлений относительно направлений текущей денежно-кредитной политики, операций ЦБ на открытом рынке и оценки ЦБ текущей макроэкономической ситуации.

ЦБ видит среднесрочный комфортный уровень международных резервов в 500 млрд долл. - вдвое выше индекса достаточности резервов для РФ по международным стандартам (188 млрд долл.)

Накопление резервов для такого уровня будет растянуто во времени, проводиться в течение нескольких лет

Текущие покупки валюты ЦБ для пополнения резервов не должны оказывать влияния на курс, их не нужно путать с интервенциями для финстабильности

По мнению ЦБ более быстрое снижение процентных ставок может привести к волне дестабилизации на валютном рынке и скачку инфляции

На наш взгляд, это некоторый поворот в риторике регулятора

Курс рубля.

Основной новостью касательно курса стали комментарии ЦБ к недавнему возобновлению операций на валютном рынке и разъяснения относительно целевого уровня международных резервов.

Среднесрочно ЦБ видит комфортный уровень золотовалютных резервов, "покрывающий длительные стрессовые ситуации" на уровне 500 млрд долл., что вдвое выше чем индексный показатель достаточности резервов для России в 188 млрд долл., рассчитанный по международным общепринятым стандартам (комбинация нескольких показателей достаточности резервов с разными весами). Наращивание запасов резервов является одной из приоритетных задач на ближайшее время (до уровня, способного "покрывать значительные оттоки капитала на протяжении 2-3 лет"). Но Э. Набиуллина подчеркивает, что ЦБ не ставит для себя временных задач. Накопление резервов "будет сделано плавно, растянуто во времени, в течение как минимум нескольких лет. Операции будут проводиться в зависимости от ситуации на рынке". Кроме того, накопление резервов, как утверждает ЦБ не будет противоречить основной цели денежно-кредитной политики (ДКП), т.е. таргетированию инфляции. Причем, по мнению ЦБ уровень резервов имеет значение даже в условиях инфляционного таргетирования и при плавающем курсе, поскольку определяет уровень доверия к национальной валюте и позволяет нейтрализовать влияние глобальных рисков.

ЦБ подтвердил, что сейчас проводит покупки валюты только для цели пополнения резервов (запущены 13 мая 2015 г.). Банк России подчеркнул, что текущие интервенции для пополнения резервов не нужно путать с операциями для устранения рисков финстабильности, которые, как мы понимаем, направлены на элиминирование чрезмерного, не обоснованного фундаментальными причинами (например, колебаниями цены на нефть) падения/укрепления курса, которое могло бы создавать угрозу финансовой системе. ЦБ уточнил, что небольшой объем операций для пополнения международных резервов (150-200 млн долл. в день) как раз задумывался для того, чтобы минимизировать влияние на курс. По мнению регулятора покупки валюты для резервов сейчас не оказывают действия на курс рубля и не предполагают этого в дальнейшем. Причем ЦБ считает текущий уровень курса более-менее сбалансированным, в том числе с точки зрения платежного баланса. Мы полагаем, что в ближайшее время снижение объема покупок валюты ниже текущего объема маловероятно, поскольку их величина и так не настолько велика, чтобы сама по себе формировать давление на курс, но может увеличить покупки валюты, если курс рубля стабилизируется или начнет укрепляться вслед за восстановлением цен на нефть.

Ставки и инфляция.

ЦБ заявил о том, что более быстрое снижение процентных ставок ("к которому нас иногда призывают", - отмечает Э. Набиуллина) способно "привести к новой волне дестабилизации на валютном рынке и скачку инфляции", и эту новость мы считаем наиболее важной. Это некоторый поворот в риторике регулятора. Безусловно, ЦБ и раньше учитывал инфляционные последствия своих предыдущих действий по ставкам при принятии очередного решения, но прежде каких-то определенных оценок степени этого дополнительного инфляционного давления не звучало. Банк России лишь планомерно отмечал в пресс-релизах, что каждое последующее решение по ставке продолжает укладываться в прогнозируемую им инфляционную динамику: согласно последнему отчету, при текущей направленности ДКП ЦБ ждет инфляцию ниже 8% в апреле 2016 г. с выходом на 4% в среднесрочной перспективе.

Теперь же регулятор делает акцент на то, что изменение темпов снижения ключевой ставки само по себе несет разный масштаб инфляционных рисков и на разном горизонте. Банк России подчеркивает, что намеченные темпы снижения ключевой ставки учитывают внешние риски: нормализацию денежной политики США ("укрепление доллара приведет к оттоку капиталов с развивающихся рынков и давлению на их валюты, в том числе рубль"), а также

Акценты ЦБ на темпах снижения ставки при упоминании сохранения высоких инфляционных ожиданий, внешних рисков (денежная политика в США, цены на нефть) делают вероятным пересмотр ЦБ отношения к интенсивности снижения ставки

Возможность сокращения шага, с которым ЦБ снижает ставку, по нашему мнению, скорее, вопрос июля, а не июня

15 июня ожидаем снижения ключевой ставки на 150 б.п.

риски снижения цен на нефть. Упоминание этого факта, на наш взгляд, повышает вероятность того, что в ближайшее время ЦБ может пересмотреть свое отношение к интенсивности снижения ключевой ставки.

В пользу этого говорит и еще один факт. ЦБ обращает особое внимание, что несмотря на то, что инфляционные ожидания и снизились по сравнению с максимальными уровнями, они остаются высокими "как по сравнению с предыдущими, так и по сравнению с тем уровнем ожиданий, который допустим с точки зрения среднесрочной цели по инфляции ЦБ". Одновременно напоминая, что "снижение инфляционных ожиданий - это первостепенная задача денежно-кредитной политики на ближайшую перспективу". Как следствие, еще одним фактором, способным заставить ЦБ сбавить обороты в отношении снижения ключевой ставки может быть какой-либо "перелом" в устойчивости снижения инфляционных ожиданий.

Но пока, на наш взгляд, расставленные акценты о темпах снижения ключевой ставки - это, скорее, вопрос июльского, а не июньского заседания по ставкам. На текущий момент наблюдается сильное ухудшение макропоказателей, и хотя экономика падает слабее ожиданий, текущая динамика оставляет серьезные риски на будущее. Это подтверждает и сам ЦБ, отмечая, что говорить о преодолении кризисных явлений в экономике РФ преждевременно. Кроме того, продолжает достаточно быстро замедляться инфляция, помимо ожидаемого снижения продовольственной инфляции наметились признаки снижения темпов роста непродовольственных цен, в том числе вследствие эффекта укрепления рубля последних месяцев. Опережающие данные по инфляции достаточно позитивны. На этом фоне логично ожидать, что ЦБ на предстоящем заседании 15 июня может снизить ключевую ставку на те же 150 б.п., что и на прошлом заседании. Между тем с учетом новой риторики повышается вероятность, что ЦБ может сбавить шаг, с которым снижает ставку, начиная с июля (в целом мы ожидаем сокращения ключевой ставки до 10% на конец 2015 г.).

При этом, на наш взгляд, если ЦБ снизит ключевую ставку 15 июня менее чем на 150 б.п., это уже может быть сигналом к менее интенсивному смягчению ДКП в дальнейшем. В более отдаленной перспективе препятствием для быстрого снижения ключевой ставки является то, что несмотря на позитивную динамику, инфляция год к году едва ли сможет опуститься ниже 15% раньше августа, а значит, разрыв между ключевой ставкой (сейчас 12,5%) продолжит расти. Кроме того, масштаб дополнительного инфляционного давления от уже случившегося с начала года снижения ключевой ставки на 4,5 п.п. может оказаться недооцененным, и любое дополнительное ее сокращение несет новые риски (ЦБ сам отмечает, что ожидает более быстрой реакции кредитных ставок на свои решения в будущем).

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.