



Мировые рынки

Американские индексы поставили новый рекорд

Американский рынок акций вчера продемонстрировал сильный рост (прибавив 1,1%), позволив индексу S&P обновить максимум, при этом доходности 10-летних UST, напротив, снизились более чем на 7 б.п. до YTM 2,19%. Такая динамика обусловлена публикацией слабой макростатистики (прирост м./м. розничных продаж, вышедших накануне, в апреле оказался нулевым против +1,1% м./м. в марте), которая не свидетельствует о сильном устойчивом росте экономики США, как следствие, ФРС не станет в ближайшее время повышать ключевую ставку. В сегменте суверенных бондов РФ вчера наблюдалась небольшая коррекция (после сильного ценового роста накануне) на фоне небольшого снижения цен на нефть (котировки Brent ушли ниже 66,5 долл./барр.).

Экономика

Инфляция: укрепление рубля не прошло бесследно. См. стр. 2

Рынок корпоративных облигаций

РЖД: call-опционы входят в моду

В маркетинге появился новый выпуск БО-3 РЖД (BB+/Ba1/BBB-) номиналом 15 млрд руб., по которому предусмотрены оферта через 5,5 лет и call-опцион через 2,5 года. Ориентир, объявленный в пределах YTM 11,83- 12,1%, соответствует премии 100-127 б.п. к кривой ОФЗ. Напомним, что недавно состоялось размещение 3-летних облигаций МОЭСК (BB-/Ba2/BB+) с call-опционом через год. По-видимому, в текущих условиях эмитенты хотят застраховаться на случай сильного снижения доходностей.

Отметим, что с точки зрения инвесторов наличие call-опциона у облигации снижает потенциал ее ценового роста в случае снижения ставок (есть риск, что эмитент воспользуется своим правом выкупа по номиналу), в то же время в случае повышения ставок цена будет падать как у длинной бумаги. В результате call-опцион, очевидно, должен предполагать некоторую премию. Мы приводим свою грубую оценку этой премии для новых БО-3 РЖД. Поскольку сейчас кривая доходностей госбумаг на участке 2-6 лет имеет почти плоскую форму, мы считаем, что и для негосударственных эмитентов 1-го эшелона доходность 2,5-летних бумаг не должна заметно отличаться от доходности 5,5-летних бумаг (иными словами 2,5-летний форвард на 3-летнюю ставку соответствует текущей 3-летней ставке). Как следствие, цена call-опциона определяется главным образом волатильностью ставок (плоская кривая не предполагает их существенного сдвига), обоснованным является предположение о 50% вероятности исполнения call-опциона, когда из-за снижения ставок эмитент примет решение купить выпуск (за счет привлечения более дешевого фондирования). Также предполагая возможное снижение доходностей бумаг 1-го эшелона на горизонте 2,5 лет в среднем на 150-250 б.п. от текущих уровней (YTM 9,3 - 10,3%), мы оцениваем стоимость call-опциона в пределах 3-5 п.п., что транслируется в премию по доходности 55-90 б.п.

В настоящий момент корпоративные бумаги 1-го эшелона в целом имеют низкую ликвидность и котируются к кривой ОФЗ в широком диапазоне, в частности, длинные выпуски РЖД-28 с YTM 11,34% @ март 2020 г. (=ОФЗ 26214 + 55 б.п.) и ФСК-23 с YTM 12,25% @ июнь 2021 г. (= ОФЗ 26205 + 155 б.п.). Ориентируясь на находящийся в обращении выпуск РЖД-28, справедливая оценка новых БО-3 соответствует YTM 11,89-12,24%. Однако более адекватное ценообразование, по нашему мнению, имеет рублевый евробонд RZD 19 (YTM 12,6%), исходя из которого мы оцениваем новые бумаги в пределах YTM 13,15 - 13,5%. Тем не менее, избыток ликвидности у УК (недавно они получили часть пенсионных накоплений за 2П 2013 г.) может обеспечить размещение в границах объявленного ориентира.

Вчера агентство S&P понизило рейтинг Уралкалия с BBB- до BB+ в связи с ожидаемым ростом долговой нагрузки в результате объявленного выкупа акций на 1,5 млрд. долл. Агентство отмечает, что данный выкуп означает более агрессивную финансовую политику компании с показателем чистый долг/EBITDA существенно выше уровня 2,0x. Отметим, что мы ожидали понижения рейтинга Уралкалия (BB+/Ba1/BBB-) после объявления выкупа. Теперь Уралкалий, также как и ФосАгро (BBB-/Ba1/BB+), не имеет рейтинг от 2 агентств в категории "BBB", при этом бонды URKARM 18 торгуются с премией 70 б.п. к выпуску PHORRU 18. Мы считаем эту премию несколько избыточной (выпуск PHORRU 18 выглядит дорого).

Инфляция: укрепление рубля не прошло бесследно

По последним данным, недельная инфляция осталась на уровне 0,1%, годовая - упала до 16,3%. Такие данные представлены в мониторинге Росстата по инфляции за период с 6-12 мая. Средние темпы роста цен стабилизировались и предполагают сокращение инфляции в мае с 0,5% до 0,4%, что должно обеспечить ее дальнейшее снижение год к году.

Из основных факторов - продолжение снижения продуктовой инфляции. И хотя динамика цен на плодоовощную продукцию нестабильна (сейчас они продемонстрировали небольшое удорожание против падения цен неделей ранее), нужно понимать, что предварительные данные не учитывают большинство фруктов, которые начали сильно дешеветь. Стоимость регулируемых услуг (ЖКХ, оплата транспорта) перестала расти. В целом, как показали данные апреля, инфляция услуг сейчас стремится к нулю, реагируя на волну укрепления рубля. Что касается менее гибкого сегмента непродовольственных товаров, то здесь, если верить предварительным данным, возможно начало тенденции к замедлению темпов роста цен. Причем не только из-за электроники, которая, судя по всему, продолжает дешеветь, отражая эффект от укрепления курса быстрее других категорий. Мы видим и первые признаки перелома тенденции в ценах товаров бытовой химии, одежды и обуви, которые дорожали последние месяцы опережающими темпами.

Принимая во внимание случившееся укрепление рубля (на фоне сильного повышения нефтяных цен), которое не было заложено в наших предыдущих прогнозах, и его дальнейший потенциальный анти-инфляционный эффект, мы приняли решение о снижении прогноза по инфляции на 2015 г. до 11,5% (против 13,5% ранее).

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.