



18 февраля 2016 г.

## Мировые рынки

### Неожиданно сильные данные по промпроизводству в США

После публикации слабого отчета Empire State Mfg, представившего состояние обрабатывающего сектора экономики США в феврале в негативном ключе, вчерашняя статистика по производству за январь, напротив, свидетельствует, что все совсем не плохо. Объем производства подскочил на 0,9% м./м., при этом обрабатывающие отрасли - также в плюсе (0,5% м./м.), а загрузка мощностей выросла до 77,1% (с 76,4% в декабре). Основным фактором роста стало производство а/м (+2,8% м./м.) и сектор производства и распределения энергии, воды и пр. из-за высоких колебаний температур (+5,4% м./м.). Интерес представляет вчерашний протокол с заседания FOMC, указывающий на серьезную обеспокоенность комитета по поводу повышения ставки при текущих рисках замедления Китая, а также расширения кредитных спредов. Также члены комитета стали сомневаться в собственных прогнозах по инфляции (консенсус предполагает достижение цели в 2% к концу 2017 г.). Рынок фьючерсов отреагировал на данные по промпроизводству ростом вероятности повышения ставки в 2016 г. (с 30% до 41%). Американский индекс акций продолжил рост (+1,65%), вернувшись на уровень начала февраля, на выход из "медвежьего" состояния указывает также и рост доходностей UST (на 6 б.п. до YTM 1,8%).

Суверенные бонды РФ (Russia 42,43) подорожали на 1 п.п., лучше рынка выглядели "суборды" SBERRU 23, 24 (+2,5-3 п.п. в цене). Спред SBERRU23 (@5,25%) - SBERRU 22 (@5,125%) составляет 180 б.п. против среднего 100-120 б.п. за последние 3 месяца (этот спред отражает премию за loss absorption).

## Экономика

### Инфляция продолжает снижаться, но лишь визуально

Согласно оценке Росстата, инфляция с 9 по 15 февраля осталась на уровне 0,2%, и с начала февраля достигла 0,4%. Все говорит о том, что по итогам месяца она может оказаться на уровне 0,8% м./м., не слишком меньше январских значений (1% м./м.), когда инфляция находилась под давлением сезонных факторов (в т.ч. удорожания туристических услуг). Тем не менее, это не должно препятствовать сокращению показателя в годовом выражении за счет эффекта базы, т.е. сравнения с девальвационным всплеском цен в первые месяцы 2015 г. (в феврале +2,2%). Так, уже на сейчас инфляция г./г. опустилась ниже 9% против 9,8% на конец января. Мы полагаем, что до конца 1 кв. 2016 г. данный статистический эффект продолжит оказывать понижающее воздействие на инфляцию, поэтому даже в отсутствие снижения инфляции м./м., до апреля она продолжит замедляться г./г. и может оказаться ближе к 8% к концу марта. Между тем, сильных положительных изменений в структуре инфляции пока не прослеживается. Плодоовощная продукция продолжила дорожать теми же темпами, что и неделей ранее (+0,9% г./г.). Темпы снижения цен на некоторые виды мясной продукции небольшие и изменились по сравнению с предыдущей неделей незначительно. В то же время, опережающие индикаторы по динамике цен основных непродовольственных товаров не сигнализируют о каком-либо резком замедлении роста цен.

## Рынок ОФЗ

### Аукционы: новый выпуск нашел спрос с премией

Вчера аукционы Минфина вновь встретили большой интерес: совокупный спрос (92,5 млрд руб.) превысил предложение почти в 3 раза, позволив ведомству реализовать все бумаги без существенного ценового дисконта. Повышенному интересу к новому длинному выпуску 26218 способствовало вчерашнее укрепление рубля в течение всего дня (с 78,3 руб. до 75 руб.). Доходность по цене отсечения (YTM 10,25%), по нашим оценкам, предполагает премию 20 б.п. к экстраполированной суверенной кривой (с учетом ее инвертированной формы). После аукциона сделки на вторичном рынке проходили по YTM 10,11%. Также вчера произошло и снижение доходностей старых длинных выпусков 26207, 26212 на 10-15 б.п., вплотную к YTM 10%. Мы считаем позитив на рынке нефти, и, как следствие, укрепление рубля временным явлением в среднесрочной перспективе (даже соблюдение договоренностей стран-производителей не приведет к сокращению избытка нефти), поэтому не видим спекулятивного интереса в длинных позициях по ОФЗ при YTM <10%. Отметим, что поддержку рынку классических ОФЗ оказывает наблюдающееся в феврале снижение о/п ставок МБК (RUONIA) ниже ключевой ставки, что обусловлено избытком рублевой ликвидности у крупных банков (следствие бюджетных расходов). Мы считаем, что эта тенденция продолжится (из-за обнуления РЕПО с ЦБ и бюджетного дефицита), в результате RUONIA вплотную подойдет к депозитной ставке ЦБ (10%) уже в перспективе нескольких месяцев. Однако это обстоятельство уже заложено в ценах классических ОФЗ.

Судя по тому, что бумаги 29011 были реализованы по крупным заявкам одинакового размера, все предложение 10 млрд руб. ушло одному крупному покупателю, который, скорее всего, имеет потребность в повышении норматива LCR. Наибольший потенциал для роста, по нашему мнению, присутствует в выпуске 26009 (мы оцениваем справедливую цену на уровне 108% от номинала, против текущей - 104,5%).

## Банковская система

Банки продолжают конвертировать валютную ликвидность в рубли. См. стр. 2

## Рынок корпоративных облигаций

VimpelCom Ltd: разворот в сторону роста. См. стр. 4

## Банки продолжают конвертировать валютную ликвидность в рубли

### Прибыль из-за временного снижения отчислений в резервы

Опубликованный вчера обзор банковского сектора за январь свидетельствует о полученной прибыли в целом по системе (в размере 32,2 млрд руб.) против убытка 71,7 млрд руб. в декабре 2015 г.), что, скорее всего, является следствием снижения отчислений в резервы (до 98,4 млрд руб. с 231,6 млрд руб. в декабре) на фоне некоторой стабилизации курса руб./долл. (75,17 руб. в конце месяца против 72,88 руб. в конце года). Отметим, что отчисления в резервы заметно отстали от просроченной задолженности (ее прирост в январе составил 271 млрд руб.), то есть падение стоимости риска не отражает улучшения качества кредитов, соответственно, о восстановлении прибыльности говорить пока рано.

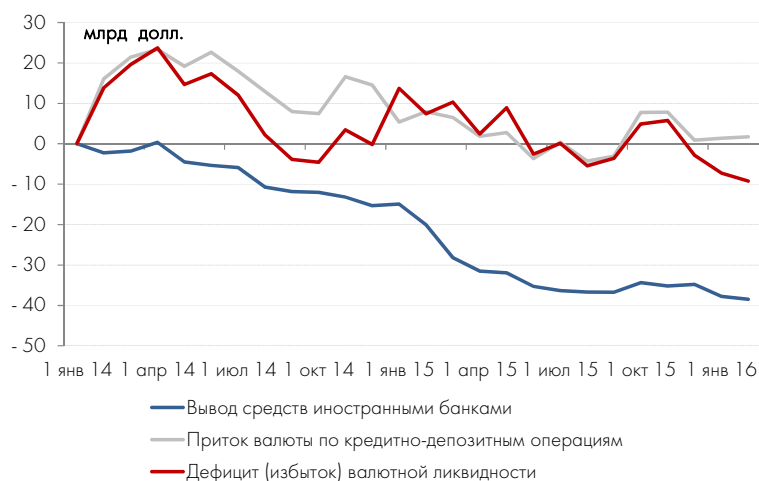
### Сезонно высокий приток валюты на расчетные счета

На расчетные счета юрлиц пришел существенный объем иностранной валюты 10,3 млрд долл., который является традиционным для начала года и отражает сезонный спад импорта (из-за новогодних праздников). Однако этот приток был нивелирован оттоком средств с валютных вкладов физлиц (2,4 млрд долл.) и юрлиц (5,6 млрд долл.), а также инвестициями в валютное кредитование реального сектора экономики (2 млрд долл.). В результате приток ликвидности по кредитно-депозитным операциям составил скромные 0,3 млрд долл. (против +0,5 млрд долл. в предшествующем месяце). Отметим, что отток с депозитов юрлиц в таком объеме выглядит высоким в сравнении с погашением внешнего долга компаний (3 млрд долл., по оценке ЦБ).

### В отсутствие потребности в валюте из иностранных банков продолжился вывод средств

Задолженность по МБК перед нерезидентами почти не изменилась (-0,4 млрд долл.), что соответствует небольшому объему погашений внешнего долга банков (0,9 млрд долл.). Несмотря на то, что у локальных банков не возникло потребности в валютной ликвидности ни для осуществления кредитно-депозитных операций, ни для исполнения обязательств по внешнему долгу, со счетов в иностранных банках было выведено порядка 6,8 млрд долл. Напомним, что в предшествующем месяце было выведено 9,6 млрд долл. (при этом, как мы указывали в нашем отчете от 2 февраля 2016 г., размер потребности в валюте составил тогда всего 2,5 млрд долл.). Эта ликвидность частично была направлена на погашение долга перед ЦБ (1,6 млрд долл.) и покупку еврообондов (1,9 млрд долл.), в этом отношении качественного отличия от предшествующего месяца не произошло. По-видимому, банки РФ используют свои ликвидные активы, размещенные в иностранных банках под ставку, близкую к нулю, для погашения подорожавшего долга перед ЦБ, а также для покупки еврообондов РФ, которые в случае острой необходимости могут быть использованы для получения фондирования от ЦБ (по большинству бумаг с положительным carry).

### Валютный долг перед ЦБ гасится за счет ликвидных активов



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

**Крупные погашения  
долга перед ЦБ  
приведут к  
расширению базиса**

Использование локальными банками ликвидности, ранее размещавшейся в банках-нерезидентах (на корсчетах и депозитах) для погашения долга перед ЦБ, оказывает существенную поддержку локальному валютному рынку, в частности, удерживает базис от расширения. Так, спред IRS - ХССУ вдоль кривых за месяц почти не изменился (160 б.п. - 1 год, 175 б.п. - 2 года и 200-215 б.п. - 5 лет). По нашим оценкам, размер высоколиквидных активов банков РФ за вычетом межбанковского долга перед нерезидентами составляет 50 млрд долл., что превышает долг перед ЦБ (27,6 млрд долл.), и представляет собой существенный запас прочности для платежного баланса (так как возможный отток капитала компаний и физлиц может быть компенсирован за счет банковской ликвидности). Однако мы не думаем, что предстоящие крупные погашения годового РЕПО перед ЦБ (в феврале и марте) будут полностью осуществлены только за счет запаса высоколиквидных активов, как следствие, расширение IRS-ХССУ, скорее всего, произойдет (на 25-50 б.п.).

**Дефицит рублевой  
ликвидности за  
пределами ТОП-30  
банков оказал  
косвенную поддержку  
валютному курсу**

В рублевой части баланса со счетов клиентов наблюдался отток средств (в сумме 484 млрд руб.), что сопровождалось инвестициями в кредитование (149 млрд руб.), а также погашением задолженности перед ЦБ/Минфином на 504 млрд руб. По нашим оценкам, для покрытия возникшего дефицита в размере 1,4 трлн руб. средств, накопленных в декабре (тогда произошел большой приток на счет физлиц), оказалось бы недостаточно. Мы считаем, что часть валюты, снятой со счетов в иностранных банках, была конвертирована в рубли. При этом одной из причин для такой конвертации послужил дефицит рублевой ликвидности, наблюдающийся у средних и мелких банков (для этой категории урезание лимитов по инструментам рефинансирования ЦБ РФ никак не компенсируется поступлением бюджетных расходов, они не распределяются за пределы ТОП-20 банков). Это еще раз подтверждает гипотезу о том, что активное абсорбирование рублевой ликвидности (прежде всего, посредством урезания лимитов по РЕПО) позволило компенсировать негативный эффект бюджетного дефицита на валютный курс (ослабление рубля даже заметно отставало от падения цен на нефть). В то же время сейчас возможности для активного абсорбирования близки к исчерпанию (РЕПО ЦБ уже ниже 400 млрд руб.), а другие имеющиеся в наличии у ЦБ РФ инструменты могут оказаться менее эффективными, что потенциально может создать давление на рубль.

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

## VimpelCom Ltd: разворот в сторону роста

### Неплохие результаты и оптимистичный прогноз

VimpelCom Ltd (BB/Вa3/-) опубликовал результаты за 2015 г., которые, в целом, можно назвать сильными: снижение сервисной выручки составило всего -0,2% г./г. в локальных валютах по сравнению с собственным прогнозом в диапазоне от 0 до -3% г./г., снижение рентабельности по EBITDA за вычетом разовых расходов составило 0,8 п.п. (прогноз – снижение в пределах 1 п.п.), а отношение капвложений к выручке оказалось на уровне 18,2% (прогноз – 18-20%). Соотношение Чистый долг/EBITDA с учетом деконсолидации Wind составило 1,4x. Прогноз на 2016 г. выглядит оптимистичным: VimpelCom Ltd ожидает органический рост сервисной выручки в диапазоне 0-3% г./г., повышение рентабельности EBITDA в пределах 1 п.п. и отношение капвложений к выручке на уровне 17-18%. Несмотря на это, прогнозный уровень показателя Чистый долг/EBITDA составляет 2x из-за ожидаемой консолидации долга приобретаемого оператора Warid в Пакистане и с учетом возможной выплаты штрафа в связи с антикоррупционным расследованием в Узбекистане, под который был создан резерв в размере 900 млн долл.

### Ключевые финансовые показатели VimpelCom Ltd

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	2 301	3 000	-23%	9 625	13 517	-29%
EBITDA	898	1 151	-22%	3 926	5 625	-30%
Рентабельность по EBITDA	39,0%	38,4%	+0,6 п.п.	40,8%	41,6%	-0,8 п.п.
Чистая прибыль/убыток	62	-1 057	-	-589	-903	-
Операционный поток	907	1 398	-35%	2 033	5 279	-61%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-949	-906	+5%	-2 634	-3 977	-34%
Капвложения	616	708	-13%	2 207	3 501	-37%
Финансовый поток	-100	259	-	-1 439	1 329	-

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 544	9 742	-2%
Краткосрочный долг	1 519	1 942	-22%
Долгосрочный долг	8 025	7 800	+3%
Чистый долг	5 496	5 437	+1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,4x	1,3x	-

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Динамика основных финансовых показателей улучшается, несмотря на непростую экономическую ситуацию в большинстве стран присутствия

Снижение выручки в долларовом выражении в 4 кв. 2015 г. составило 23% г./г. по причине девальвации валют развивающихся стран, но без учета девальвационного эффекта рост выручки составил бы 0,6% г./г. Выручка российского подразделения снизилась на 3% г./г. из-за снижения в низкомаржинальном сегменте фиксированной связи, в то время как выручка от услуг мобильной связи выросла на 0,3%. Снижение выручки в Алжире и Казахстане (-5% г./г. и -7% г./г., соответственно) обусловлено высокой конкуренцией и регулированием ставки интерконнекта. Рост выручки в Пакистане, Бангладеше и Украине в национальных валютах составил 5% г./г., 6% г./г. и 12% г./г., соответственно, в первую очередь, за счет запуска сетей 3G. EBITDA, скорректированная на единоразовые расходы, снизилась на 22% г./г. в долларах, но выросла на 5% г./г. в местных валютах, в первую очередь, благодаря успешной реализации программы сокращения расходов на развивающихся рынках.

**Приоритеты:**  
"цифровизация",  
консолидация,  
локальное  
финансирование

В ходе презентации менеджмента по результатам 2015 г. были представлены меры, предпринимаемые для достижения достаточно оптимистичных целей на 2016 г, которые, на наш взгляд, выглядят вполне обоснованными. VimpelCom Ltd продолжает следовать стратегии трансформации в "цифрового" оператора, что подразумевает как рост выручки за счет внедрения новых сервисов и конвергенции существующих, так и снижение расходов в результате "цифровизации" процессов, упрощения структуры компании и унификации закупок. Менеджмент ожидает, что консолидационные сделки в Пакистане и Италии будут завершены в 2016 г. Кроме того, руководители VimpelCom Ltd подтвердили намерение продавать башенную инфраструктуру, заявив, однако, что это не является основным приоритетом и будет происходить только в тех случаях, в которых смогут быть реализованы синергии и достигнут положительный NPV. Еще одним из приоритетов является замещение долларового долга на заимствования в местных валютах. VimpelCom Ltd планирует значительно повысить уровень дивидендных выплат, однако по-прежнему рассматривает закрытие сделки в Италии и стабилизацию экономики на основных рынках присутствия в качестве необходимых условий для этого.

В настоящий момент бонды ВымпелКома котируются с премией (~100 б.п.) к выпускам МТС, что мы считаем справедливым. Длинный выпуск VIP 23 выглядит дорого, котируясь с такой же YTM, как у более коротких бондов VIP 21, 22. В сегменте телекомов некоторый интерес представляет выпуск AFKSRU 19 (YTM 6,5%), который предполагает заметную премию 80 б.п. к выпускам ВымпелКома (по нашему мнению, справедливая премия составляет 50 б.п.). Спред рублевых евробондов VIP 18 (YTM 11,93% = RUONIA + 110 б.п.) к кривой ОФЗ в размере 170 б.п. выглядит расширенным, выпуск интересен для покупки.

**Сергей Либин**  
sergey.libin@raiffeisen.ru  
+7 495 221 9838

**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

Макростатистика ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

### Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

### Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

### Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

### Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

### Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

### Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



# #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
Газпром	Роснефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Норильский Никель
Евраз	Распадская
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus Gold

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

### Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

### Транспорт

Совкомфлот

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	Сбербанк	



# #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 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупаева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

### 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
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
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.