

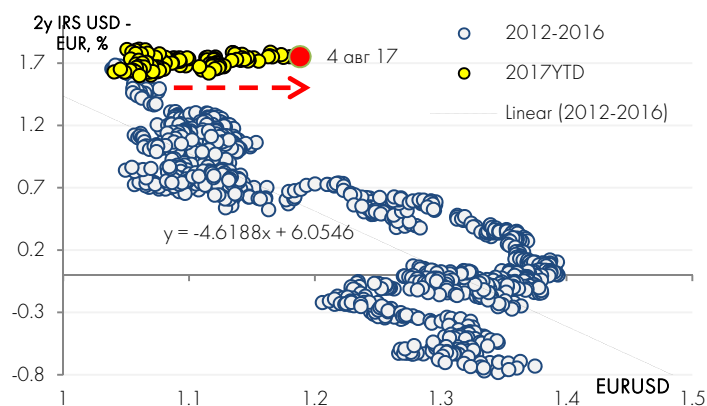


## Мировые рынки

### Укрепление евро: временная аномалия или новая реальность?

За последние полгода произошло существенное укрепление евро к доллару (+14% до 1,1881 долл./евро) в условиях сохранения дифференциала ставок между США и еврозоной (так, сейчас 2-летние IRS составляют 1,58% и -0,16% год. по доллару и евро), который ранее способствовал оттоку капитала из еврозоны в более доходные американские активы, и отсутствия ожиданий по существенному ужесточению монетарной политики ЕЦБ (скорее всего, дифференциал ставок будет присутствовать на рынке еще длительное время). С начала этого года дифференциал ставок находился вблизи многолетнего максимума, в то время как евро, напротив, укреплялся. В результате отклонение текущего курса евро от того уровня, который должен соответствовать дифференциалу ставок, исходя из существовавшей ранее зависимости, достигло своего максимума (таких отклонений от регрессии ранее не наблюдалось, см. график ниже). Это свидетельствует о том, что евро перестал соответствовать той модели (основанной на процентных ставках), которая в течение длительного времени (до конца 2016 г.) хорошо описывала его динамику. По-видимому, появились какие-то новые факторы (например, сократился отток капитала из еврозоны), и значимость ранее существовавших факторов по каким-то причинам существенно возросла. Напомним, что начало восхождения евро по времени совпало с обвинениями Д. Трампа в адрес европейской стороны о слишком большом торговом дефиците США с еврозоной. Действительно, этот дефицит вырос с 48,5 млрд евро в 2009 г. до 114 млрд евро в 2016 г. за счет опережающего увеличения импорта США товаров из еврозоны (в основном машины и оборудование).

### Евро перестал учитывать дифференциал ставок



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Теоретически, исходя только из торгового баланса, в предположении пропорционального влияния изменения курса на экспорт и импорт товаров, для того, чтобы этот дефицит сократился до уровня 2008-2010 гг. (т.е. до 50-70 млрд евро), евро в среднем должен укрепиться на 7,5-11% (от своего среднего значения за 2016 г. 1,11 долл./евро).

## Экономика

### Консерватизм ЦБ говорит в пользу более медленного снижения ставки

Решение ЦБ в прошлую пятницу подтвердило осторожный консерватизм регулятора в отношении снижения ставки в обозримой перспективе. Подобная позиция не позволяет теперь ожидать значительного смягчения его политики до конца года, в связи с чем мы повысили наш прогноз по ключевой ставке до 8,25% к концу года (ранее мы ожидали 7,75%). Изменение риторики ЦБ произошло на фоне инфляционного шока в июне и ужесточения санкций США. Отметим, что, несмотря на явное улучшение базовой инфляции и замедление роста цен в июле, регулятор по-прежнему считает всплеск цен на фрукты и овощи в июне серьезным вызовом. Действительно, по нашим оценкам, инфляция вернется к уровням 4-4,1% г./г. лишь к сентябрю (что, впрочем, не помешает достижению таргета к концу года). Кроме того, в июле инфляционные ожидания показали негативную реакцию на этот ценовой шок, что, скорее всего, и явилось одним из факторов сохранения ставки на прошлом заседании. Консерватизма от ЦБ, по крайней мере, в ближайшие несколько месяцев требуют и новые риски, связанные с ужесточением санкций США против России. Отметим, что помимо уже принятых мер потенциально опасным может стать введение санкций на госдолг. Мы полагаем, что в условиях повысившейся неопределенности действия регулятора будут еще более осторожными.

## Рынок корпоративных облигаций

VEON: долгожданное оздоровление рынка, похоже, становится реальностью. См. стр. 2

## VEON: долгожданное оздоровление рынка, похоже, становится реальностью

VEON (BB/Ba2/BB+) опубликовал вчера сильные результаты за 2 кв. 2017 г., продемонстрировав рост выручки и скорректированной EBITDA в локальных валютах на 3,7% г./г. и 1,5% г./г., соответственно. Компания также подтвердила годовой прогноз, подразумевающий рост выручки в пределах 3% г./г. в локальных валютах, повышение рентабельности по EBITDA и свободный денежный поток без учета приобретения лицензий на уровне 0,9-1 млрд долл. в 2017 г.

Российский ВымпелКом стал одним из главных драйверов хороших результатов, впервые за долгое время показав рост выручки от услуг сотовой связи на 3,6% г./г., чего не наблюдалось среди операторов Большой тройки с 2015 г. При этом рост происходил как за счет расширения абонентской базы, так и за счет повышения ARPU, что может свидетельствовать о наконец-то наступившем оздоровлении российского рынка, о чем операторы говорили с середины прошлого года.

Менеджмент VEON планирует завершить разделение Евросети с последующей оптимизацией салонов связи до середины 2018 г., что должно способствовать повышению рентабельности на российском рынке сотовой связи. Соотношение Чистый долг/LTM EBITDA немного выросло – с 2,1x в 1 кв. 2017 г. до 2,2x из-за выплаты годовых дивидендов в размере 344 млн долл., приобретения лицензии в Пакистане за 325 млн долл. и укрепления локальных валют к доллару США. Также VEON объявил промежуточные дивиденды в размере 193 млн долл. и не исключает возможности приобретения лицензий в Бангладеш и на Украине до конца года. Даже без учета возможной покупки этих лицензий чистый денежный поток после выплаты дивидендов по итогам 2017 г. должен составить до 150 млн долл., что не позволит значительно снизить долговую нагрузку.

С другой стороны, менеджмент VEON объявил о том, что переговоры о продаже 13 тыс. сотовых вышек в Пакистане находятся на продвинутой стадии, что позволяет ожидать закрытия сделки до конца года. Портфель вышек такого размера может оцениваться в 0,5-1 млрд долл., что может привести к снижению долговой нагрузки ниже 2x.

С момента нашей рекомендации от 12 мая на покупку GTN-VIP 23 их спред к старшим бумагам VIP 23 сузился с 85 б.п. до 40 б.п. (при этом выпуск GTN-VIP 23 подорожал на 2,7 п.п.), что мы считаем справедливым уровнем. Интерес для покупки сохраняется в недавно размещенном выпуске VIP 24 с YTM 4,81%, мы оцениваем потенциал снижения до YTM 4,6%.

**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

Статистика ФТС: "низкий" старт экспорта во 2 кв. 2017 г.

Потребление на пороге роста

Восстановление экономики требует роста импорта

Энергетика и добыча полезных ископаемых поддержала рост промышленности в апреле

### Рынок облигаций

Спрос на ОФЗ сместился на более низкие ценовые уровни

ЦБ РФ зафиксировал падение спроса нерезидентов в апреле

Сигналы ЦБ РФ открывают путь к более низким доходностям ОФЗ

### Валютный рынок

Рублевая цена на нефть вновь на локальном минимуме

Платежный баланс: в апреле произошло заметное сжатие сальдо текущего счета

Платежный баланс: сильный рубль пока поддерживается низким импортом

### Инфляция

Сохранение низкой инфляции благоприятствует активному снижению ставки ЦБ

Обзор инфляционных ожиданий ЦБ добавляет аргументов в пользу снижения ставки

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ удивил ускорением снижения ставки

### Ликвидность

Дефицит валютной ликвидности в конце года имел специфический оттенок

### Бюджетная политика

Бюджет недополучит дивиденды от основных госкомпаний

Высокие цены на нефть поддержали бюджет в 1 кв. 2017 г.

### Банковский сектор

Банковская система: в апреле начался отток валютной ликвидности

В марте банки пополнили запас валютной ликвидности за счет продажи евробондов



# #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

Газпром	Новатэк
Газпром нефть	Роснефть
Лукойл	Транснефть

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Телекоммуникации и медиа

VEON	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Химическая промышленность

ЕвроХим	Уралкалий
СИБУР	ФосАгро

### Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

### Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

### Транспорт

Совкомфлот	Global Ports
------------	--------------

### Прочие

АФК Система
-------------

### Финансовые институты

Альфа-Банк	ВТБ
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк
Банк Санкт-Петербург	МКБ

ФК Открытие	Тинькофф Банк
Промсвязьбанк	ХКФ Банк
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
Станислав Мурашов		(+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
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.