



10 июля 2019 г.

Сегодня в фокусе

Рынок ОФЗ

Аукционы: не ждем высокий интерес

Валютный и

денежный рынок

Платежный баланс: неожиданно низкое сальдо во 2 кв. оправдывает потенциал для ослабления рубля

Рынок ОФЗ

**Аукционы: не ждем высокий интерес**

После неудачного размещения на прошлой неделе (из предложенных 20 млрд руб. бумаг 15-летнего выпуска ОФЗ 26225 реализовать удалось лишь 14,6 млрд руб.) на сегодняшнем аукционе Минфин решил сделать более консервативное предложение: размещаются 6-летние ОФЗ 26229 на 20 млрд руб. За прошедшую неделю доходности вдоль кривой ОФЗ продемонстрировали умеренное снижение (5 б.п.), при этом, несмотря на повышение доходностей UST (на 10-15 б.п.), общая тенденция к снижению доходностей долгов GEM сохранилась. Последние сделки по ОФЗ 26229 проходили с YTM 7,26%, что заметно ниже ключевой ставки (7,5%) и индикативной ставки RuREPO (7,7%), поэтому выпуск может быть интересен лишь тем локальным инвесторам, которые ожидают агрессивное снижение ключевой ставки (более чем на 100 б.п.) в следующие 12М. Помимо внешней неопределенности (падение цен на UST вслед за сильными payrolls), негативным фактором для ОФЗ выступает ослабление рубля (пока оно еще очень умеренное, но может набрать обороты в конце 3 кв.). По нашему мнению, лучшей альтернативой ОФЗ является продажа 5-летних CCS в ожидании снижения рублевых ставок и увеличения стоимости валютной ликвидности на локальном рынке.

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843

Валютный и денежный рынок

**Платежный баланс: неожиданно низкое сальдо во 2 кв. оправдывает потенциал для ослабления рубля**

**Существенный пересмотр данных в сторону понижения по итогам 2 кв.: чуда не произошло**

Согласно опубликованным данным ЦБ по платежному балансу, сальдо счета текущих операций во 2 кв. составило всего 12,1 млрд долл. (против 33,7 млрд долл. в 1 кв.). Эта оценка сильно расходится с предварительными данными, публикуемыми регулятором на месячной основе (напомним, что за апрель оценка предполагала сальдо в размере 12,7 млрд долл. и тогда она нас сильно удивила несоответствием с результатами нашей модели). Таким образом, по итогам квартала данные были радикально пересмотрены в сторону снижения (никакого чуда, связанного с ростом ненефтегазового экспорта или снижения импорта из-за импортозамещения, как можно было бы надеяться, исходя из предварительных оценок, не произошло). Согласно нашей модели, по итогам 2 кв. сальдо счета текущих

операций должно было составить 14,4 млрд долл. Это несколько выше данных ЦБ РФ, что может быть обусловлено более высокими, чем мы предполагали, дивидендами и более низким объемом экспорта (так, по данным ФТС, в апреле-мае произошло падение экспорта газа в физическом выражении в среднем на 5% г./г., также произошло сокращение экспорта нефти и нефтепродуктов на 4% г./г.).

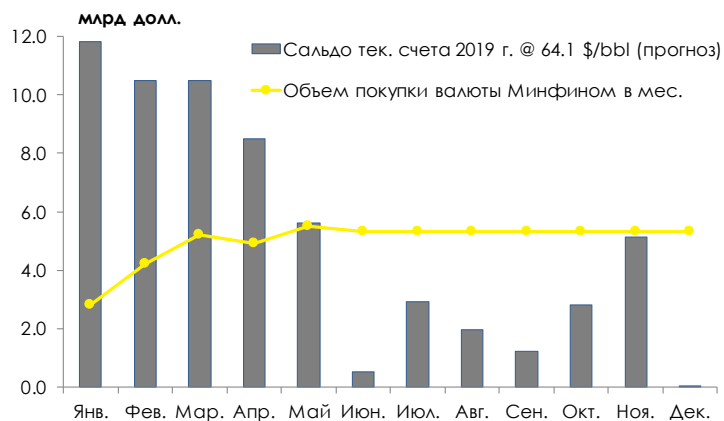
**Приток  
нерезидентов в  
госсектор  
поддержал рубль**

Тот факт, что во 2 кв. такое низкое сальдо не оказало негативное влияние ни на курс рубля, ни на стоимость валютной ликвидности (сальдо оказалось заметно ниже совокупного объема валюты 15,9 млрд долл., купленной ЦБ РФ в рамках исполнения бюджетного правила Минфином), обусловлен большим притоком валюты от нерезидентов в госдолг (10 млрд долл., в ОФЗ и в выпуски евробондов, доразмещенные в июне на 2,5 млрд долл.). Также поддержку оказал и нефинансовый сектор, который ввез капитал (за счет принятия обязательств), а не вывез, как это было в 1 кв., на 9,4 млрд долл. (сработал эффект снижения доходностей UST). Образовавшийся избыток капитала позволил банкам как снизить обязательства перед нерезидентами (на 7,4 млрд долл.), так и нарастить иностранные активы (на 8,1 млрд долл.).

**Во 2П у рубля мало  
шансов остаться  
сильным**

Подушка валютной ликвидности, накопленная банковским сектором (по нашим оценкам, ~15 млрд долл.), позволит какое-то время сдерживать негативный эффект от предстоящего в 3 - 4 кв. оттока валютной ликвидности. По нашим оценкам, во 2П сальдо составит всего 14,1 млрд долл. (падение произойдет, главным образом, из-за быстрого восстановления импорта, +11% г./г.), чего недостаточно для покрытия покупок валюты ЦБ РФ (~30 млрд долл.). Кроме того, иссякнет (это уже видно по аукционам ОФЗ) приток нерезидентов в госдолг РФ, а нефинансовый сектор, скорее всего, вновь станет вывозить капитал. Негативно для рубля и ожидаемое во 2П смягчение монетарной политики ЦБ РФ (сократится объем carry-trade на рынке свопов). В этой связи (при сохранении нефти вблизи 64 долл./барр.) рубль имеет потенциал для ослабления (выше 65 руб./долл.), который с большой вероятностью реализуется в конце 3 кв. или в 4 кв. по мере исчерпания текущего избытка валютной ликвидности в банковском секторе (вывод нерезидентами полученных дивидендов будет этому способствовать). Также мы ожидаем и увеличение стоимости валютной ликвидности: уйдет избыток валютных обязательств, и российские банки перестанут привлекать рубли на свопе, что приведет к снижению рублевых ставок и расширению базисных спредов (IRS-CCS).

### Во 2П интервенции окажут давление на курс



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

**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

Экономика продолжает буксовать	24.06.2019
Розничная торговля: рост будет снижаться, но лишь в сравнении с 2018 г.	21.06.2019
Удорожание фруктов и овощей вряд ли создаст инфляционные риски	20.06.2019
Промышленность в мае: «американские горки» продолжаются	19.06.2019
Импорт вернулся к падению	10.06.2019

### Инфляция

Инфляция в мае: плодоовощная инфляция скомпенсирована удешевлением бензина	07.06.2019
--	------------

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ взял курс на смягчение	17.06.2019
Заседание ЦБ: снижение ставки – вопрос времени	13.06.2019
Результаты по инфляции и ее ожиданиям населения не меняют баланс аргументов для политики ЦБ	06.06.2019

### Бюджетная политика

Минфин подтвердил высокую профицитность бюджета	14.06.2019
Приток ликвидности за счет Федерального бюджета не улучшил баланс по системе в целом	20.05.2019

### Рынок облигаций

Минфин решил не упускать шанс	20.06.2019
Аукционы: «ставки сделаны – ставок больше нет»?	19.06.2019
ОФЗ полностью отыграли возможное снижение ставки на 50 б.п.	22.05.2019
Минфин досрочно выполнил план заимствований на 2 кв.	16.05.2019
СЗКО по-прежнему не увеличивают позицию в ОФЗ	16.05.2019

### Валютный рынок

Платежный баланс: статистический «провал» все возвращает «на круги своя»	18.06.2019
Интервенции не возрастут, но превысят сальдо текущего счета	04.06.2019
Платежный баланс: рекордно высокое сальдо в апреле препятствует ослаблению рубля	17.05.2019

### Денежный рынок

Налоги вновь отправляют ставки выше ключевой	25.06.2019
Отток рублевой ликвидности все сильнее сказывается на ставках	03.06.2019
Гигантские размещения ОФЗ оставляют рынок МБК без рублей	22.04.2019

### Банковский сектор

Банки подготовились к дивидендному периоду	24.06.2019
ЦБ РФ намерен продолжить ужесточение регулирования потребительского кредитования	04.06.2019
Большое сальдо текущего счета прошло мимо банковского сектора	28.05.2019



# #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  
Газпром нефть  
Лукойл

Новатэк  
Роснефть

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА  
Евраз  
ПМХ/Кокс  
Металлоинвест  
НЛМК

Норильский Никель  
Русал  
Северсталь  
ТМК  
Polyus

### Телекоммуникации и медиа

VEON  
Мегафон

МТС  
Ростелеком

### Химическая промышленность

ЕвроХим  
СИБУР

Уралкалий  
ФосАгро

### Розничная торговля

X5  
Магнит

Лента  
О'Кей

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Транспорт

Совкомфлот  
Global Ports

### Прочие

АФК Система



# #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	<a href="mailto:research@raiffeisen.ru">research@raiffeisen.ru</a>	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836
Егор Макеев		(+7 495) 221 9851
Михаил Солодов		(+7 495) 221 9852

### Продажи

---

Антон Кеняйкин	<a href="mailto:sales@raiffeisen.ru">sales@raiffeisen.ru</a>	(+7 495) 721 9978
Вероника Чистотинова		(+7 495) 721 9971
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

### Торговые операции

---

Карина Клевенкова		(+7 495) 721 9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9847

### Рынки долгового капитала

---

Олег Корнилов	<a href="mailto:bonds@raiffeisen.ru">bonds@raiffeisen.ru</a>	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Артем Суняев		(+7 495) 721 9900 доб. 5435

### Рынки акционерного капитала

---

Артем Клецкин		(+7 495) 721 9900 доб. 5786
Сергей Фомичев		(+7 495) 721 9900 доб. 5705
Кирилл Чудновец		(+7 495) 721 9900 доб. 5716
Павел Еремеев		(+7 495) 721 9900 доб. 5793



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк», основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются АО «Райффайзенбанк» как надежные. АО «Райффайзенбанк» не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность предоставленной информации. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Мнения, выраженные в аналитических материалах, могут отличаться или противоречить мнениям, представленным другими подразделениями АО «Райффайзенбанк», вследствие использования различных допущений и критериев. Контактные данные лиц, участвовавших в подготовке аналитических материалов, содержатся в соответствующих материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк».

Выпуск и распространение аналитических материалов в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом, и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, опубликованная в данном источнике, необходимо соблюдать соответствующие ограничения. Информация о финансовых инструментах, содержащаяся в аналитических материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк», может быть предназначена для квалифицированных инвесторов. В случае если Вы являетесь представителем, сотрудником или действуете от имени и (или) в интересах Инвестиционной фирмы (как данный термин определен в Директиве 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU)<sup>1</sup>, учрежденной на территории Европейского Союза, ознакомление с аналитическими материалами АО «Райффайзенбанк», в том числе размещенными на сайте АО «Райффайзенбанк», возможно исключительно на возмездной основе и при условии заключения с АО «Райффайзенбанк» соответствующего соглашения, за исключением случаев ознакомительного использования материалов на некоммерческой основе. Путем ознакомления с аналитическими материалами в отсутствие заключенного с АО «Райффайзенбанк» соглашения или предложения о его заключении, Вы подтверждаете неприменение требований Директивы 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU) и отсутствие статуса Инвестиционной фирмы. В дополнение к вышеизложенному, положения об ограничении ответственности, размещенные по адресу <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer;jsessionid=XgiCnWE3tsXlrVnCC6c2YWt>, в сети Интернет распространяются на аналитические материалы, в том числе опубликованные на сайте АО «Райффайзенбанк», в части, не противоречащей настоящим положениям, а также положениям применимого законодательства.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность ценных бумаг и других финансовых инструментов в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Инвестиции в различные финансовые инструменты могут быть подвержены различного рода рискам, которые описаны в соответствующих декларациях, обязательных к ознакомлению лицами, принявшими решение об инвестировании.

АО «Райффайзенбанк» может предоставлять или предоставляло инвестиционно-банковские услуги, услуги на рынках капитала, консультационные услуги, услуги управления активами и/или иные финансовые и/или банковские услуги эмитентам, финансовые инструменты которых могут упоминаться в аналитических материалах. При этом АО «Райффайзенбанк» придерживается строгих правил и политик, регулирующих недопущение конфликта интересов, во избежание причинения ущерба интересам клиентов.

Материалы и сведения, предоставленные АО «Райффайзенбанк», носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк» также не должны рассматриваться как обязательство заключить сделку, реклама, оферта, приглашение или побуждение сделать оферту, просьба купить или продать финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, если иное прямо не предусмотрено в соответствующем материале. Обращаем Ваше внимание на то, что информация, опубликованная в данном источнике, может изменяться без предварительного уведомления. АО «Райффайзенбанк» не берет на себя обязательство по обновлению соответствующей информации для поддержания её актуальности.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Райффайзенбанк». Данная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Райффайзенбанк».

<sup>1</sup> Требования Директивы 2014/65/ЕС об осуществлении платежей за получение аналитических материалов подлежат применению, начиная с 3 января 2018 г.