

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР: ВАЛЮТА, ОБЛИГАЦИИ И СТАВКИ

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК: РУБЛЬ ПОДДЕРЖАТ НАЛОГИ МАРТА

На прошлой неделе рубль продолжил укрепляться. При благоприятном внешнем фоне курс на бирже во вторник достиг минимального с июня 2024 г. уровня (11,13/юань). Однако к концу недели половина укрепления была отыграна, и рубль завершил неделю на отметке 11,47/юань. (+2,9% н/н).

На предстоящей неделе ожидается начало налогового сезона. По нашим оценкам, уплата НДС по итогам 2024 г. может привести к росту нефтегазовых поступлений в бюджет до уровней свыше 830 млрд руб. (780 млрд руб./мес. за 2М25). Впрочем, рыночные индикаторы (валютные ставки, см. далее) свидетельствуют о том, что продажи валюты пока не начались. **В отсутствие существенных внешних новостей мы ожидаем, что рубль будет торговаться в диапазоне 11,1–11,5/юань.**

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК: СТАВКИ ПОДРОСЛИ ПОСЛЕ ПЯТНИЦЫ

Короткие рублевые ставки на прошедшей неделе оставались на повышенных уровнях: ставка RUSFAR O/N – 21,45% (-3 б.п. н/н), а депозитная ставка на аукционах Департамента финансов г. Москвы – 21,03¹ (+12 б.п. н/н). Короткие рублевые ставки, несмотря на профицит ликвидности, уже более месяца остаются выше ключевой.

RUSFAR 3М в пятницу снизилась до 21,09% (-20 б.п. н/н), однако уже в понедельник отыграла решение ЦБ (см. далее) и вернулась на уровень 21,28%. Участники рынка, по всей видимости, скорректировали свои ожидания после пятничной демонстрации консервативного подхода ЦБ к ДКП.

Короткие юаневые ставки продолжили расти. Ставки семейства RUSFAR CNY закрепились в области положительных значений: O/N достигла 0,15% (+1 б.п. н/н), а 1W – 0,15% (+13 б.п. н/н). На старте торгов в понедельник валютные ставки остаются на пятничных уровнях, несмотря на ожидаемое начало подготовки экспортеров к уплате валюты.

ДОЛГОВОЙ РЫНОК: ПОСЛЕ РЕШЕНИЯ ЦБ

На американских рынках наблюдался позитивный тренд. ФРС ожидаемо сохранила процентную ставку на прежнем уровне, а Дж. Пауэлл вновь указал на высокую степень неопределенности в связи с политикой Д. Трампа. Консенсус не ожидает изменения процентной ставки на следующем заседании, однако прогнозирует ее снижение в июне (73%). За неделю **UST10 опустились в доходности на 8 б.п.** до 4,24%, **UST2 – на 7 б.п.** до 3,95%.

Нацбанк Швейцарии продолжил снижение процентной ставки (-25 б.п.), что совпало с ожиданиями, а производственная инфляция в Германии в феврале оказалась ниже прогнозов. **10-летние облигации Германии снизились в доходности на 10 б.п.** до 2,77%. Банк Англии оставил ставку без изменений по итогам заседания – также в соответствии с консенсусом, **бумаги Великобритании выросли в доходности на 4 б.п.** до 4,71%.

Совет директоров ЦБ на прошедшем заседании ожидаемо не стал менять ключевую ставку (21%), но вокруг сигнала по ставке развернулась дискуссия (смягчать или нет). Вопреки ожидавшемуся консенсусом смягчению риторики, ЦБ лишь незначительно скорректировал умеренно жесткий сигнал. Несмотря на некоторое улучшение макропоказателей благодаря укреплению рубля, ценовое давление и инфляционные ожидания сохраняются на высоком уровне. Впрочем, баланс проинфляционных и дезинфляционных факторов поддерживается появлением признаков разворота в экономической активности и на рынке труда. **Мы продолжаем считать, что в отсутствие существенных внешних изменений условия для перехода к смягчению ДКП могут сложиться только в 2П25** при снижении неопределенности с исполнением бюджета и замедлении потребления. Тогда у ЦБ появится возможность для постепенного снижения ставки до 19–20% к концу года. Подробнее см. *«Заседание ЦБ РФ: осторожность – признак мастерства».*

Андрей Кулаков, CFA, FRM

+7 (499) 277 25 30

Andrey.Kulakov@gazprombank.ru

Павел Бирюков

+7 (495) 287 61 00 (доб. 2 37 46)

Pavel.Biryukov@gazprombank.ru

Юрий Голбан

+7 (495) 287 61 00 (доб. 5 64 53)

Yuriy.Golban@gazprombank.ru

Александр Камышанский

+7 (495) 287 61 00 (доб. 5 05 97)

Aleksandr.S.Kamyshanskiy@gazprombank.ru

Анастасия Кравцова

+7 (495) 287 61 00 (доб. 9 08 25)

Anastasiya.N.Kravtsova@gazprombank.ru



ПОДПИСЫВАЙТЕСЬ НА КАНАЛ
«БЛОГ РЫНКОВ КАПИТАЛА» –
ЗДЕСЬ ВСЕГДА ДЕРЖАТ РУКУ НА
ПУЛЬСЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

¹ По последним доступным данным на 20 марта

Рынок ОФЗ завершил неделю в плюсе. При этом после решения ЦБ РФ доходности перешли к росту и в понедельник продолжают расти (вплоть до 20 б.п.). Мы считаем, что текущие уровни ОФЗ закладывают излишне оптимистичный горизонт начала снижения ставки, ввиду чего мы **ожидаем продолжения коррекции на рынке.**

Объем размещения на **аукционах ОФЗ** составил 98 млрд руб., что примерно в два раза меньше средних объемов последних пяти аукционов. Снижение объема размещения могло стать следствием фактора неопределенности в преддверии заседания ЦБ, а также сильного ралли на рынке ОФЗ за последний месяц, ввиду чего дальнейший потенциал снижения доходности выглядит ограниченным.

Мы считаем, что на этой неделе тактика Минфина останется прежней, рынку может быть предложен **ОФЗ-26248** (май 2040 г.) с высокими доступными остатками, а также **один из довыпусков.**

За период с 11 по 17 марта инфляция замедлилась до 0,06% н/н с 0,11% недель ранее благодаря снижению цен на импорт и продовольствие. При этом оперативные индикаторы указывают на новую волну роста потребления, что может отразиться на инфляции через 2-3 недели. **Свежие данные по снижающимся инфляционным ожиданиям** населения и бизнеса на фоне замедления инфляции в последние месяцы и планов Минфина по консолидации расходов могут позволить ЦБ на заседании по ключевой ставке несколько смягчить риторику. При этом сохраняются риски со стороны потенциального ослабления рубля и восстановления кредитования после прекращения авансирований бюджетных расходов – в прошлом году смягчение риторики происходило в более комфортных для ЦБ условиях. Подробнее см. [«Монитор ИПЦ: пик оптимизма»](#).

Объем выплат по локальным облигациям составит значительные 226 млрд руб. после 157 млрд руб. на прошлой неделе. Большая часть выплат придется на купоны ОФЗ (139 млрд руб.).

Норникель разместил выпуск локальных долларовых облигаций объемом 800 млн долл. (ориентир на этапе премаркетинга – «не менее 200 млн долл.») – рекорд в сегменте долларовых бумаг. Ставка купона была снижена до 8% с первоначальных 9% и стала самой низкой в сегменте валютных облигаций с начала текущего года (подробнее см. [«Норникель: качественный и доходный валютный долг»](#)). Состоялись также размещения выпусков **Черкизово** (500 млн юаней) и **Полипласта** (30 млн долл.).

Анонсированы следующие валютные выпуски:

- **ФОСАГРО** 28 марта откроет книгу заявок на облигации серии БО-02-03, номинированные в долларах с расчетами в рублях, объемом не менее 200 млн долл., сроком обращения 2,5 года. Ориентир по ставке купона – не выше 9,00%.
- **МКПАО «ОК РУСАЛ»** запланировало на 26 марта сбор заявок по облигациям серии БО-001Р-12, номинированным в юанях с расчетами в рублях, объемом 500 млн юаней, сроком обращения 1 год.

В сегменте рублевых облигаций **было размещено 11 выпусков совокупным объемом 196 млрд руб.** Основной объем размещения пришелся на 3 выпуска СИБУРа в совокупности на 143 млрд руб. Отметим также крупные размещения **ДелоПортс** и **ИКС 5 ФИНАНС** в объеме по 15 млрд руб. каждый.

Анонсированы следующие выпуски:

- **Сэтл Групп** планирует 2 апреля предложить инвесторам облигации серии 002Р-04 объемом не менее 3 млрд руб., сроком обращения 5 лет, предусмотрена оферта через 1,5 года. Ориентир по ставке купона установлен на уровне не выше 24,50%, что транслируется в доходность к оферте не более 27,45%.
- **СЕЛИГДАР** 3 апреля предложит инвесторам облигации с погашением через 2,5 года серии 001Р-03 объемом 3 млрд руб., ориентир по ставке купона – 23,50–23,75%, что транслируется в доходность 26,21–26,52%.
- **ГЛОРАКС** 4 апреля будет собирать заявки на трехлетние облигации серии 001Р-04 на 1 млрд руб., с ориентиром по ставке купона – не выше 25,50% (УТМ 28,70%).

- **ЯТЭК** анонсировал на 8 апреля открытие книги заявок на два выпуска облигаций серий 001P-05 и 001P-06 совокупным объемом 5,5 млрд руб. Первый выпуск предполагает срок обращения 1,5 года, а также фиксированную ставку купона не выше 24,00% (УТМ не выше 26,83%). Второй выпуск имеет срок погашения через 2 года, а также плавающий купон: КС + спред не выше 500 б.п.

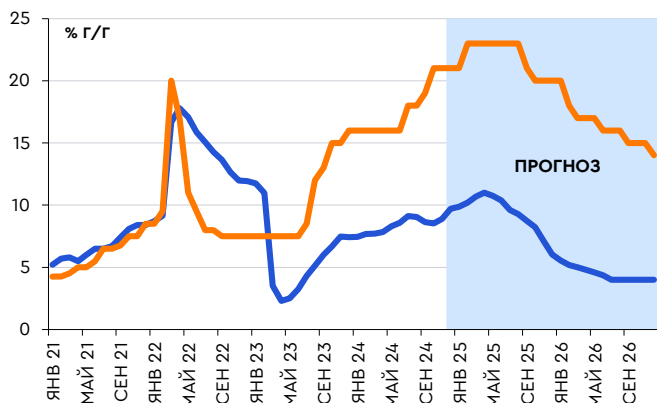
Кроме этого, в премаркетинге находятся выпуски эмитентов **«Аптечная сеть 36,6»**, **СФО ГПБ-СПК**, **АБЗ-1** и **«Монополия»**.

СОБЫТИЯ, КОТОРЫЕ МОГУТ ОКАЗАТЬ ВЛИЯНИЕ НА ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ

- **В пятницу, 28 марта, будут опубликованы данные по индексу РСЕ в США за февраль.** Согласно консенсусу, показатель не изменится по сравнению с предыдущим месяцем и составит 0,3% м/м.

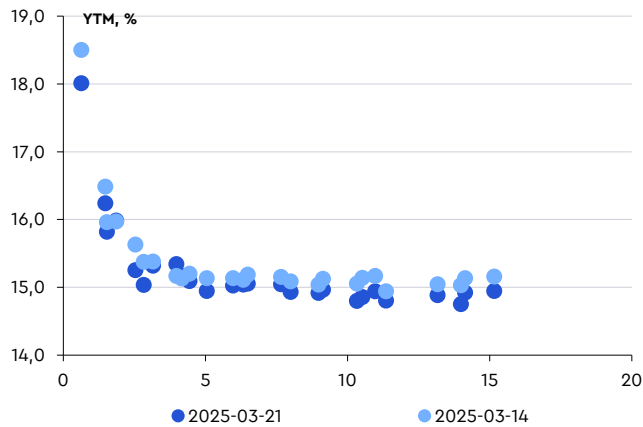
ОСНОВНЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

Прогноз ИПЦ и ключевой ставки



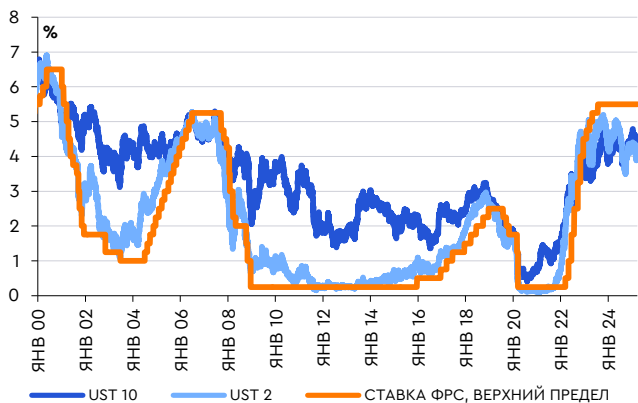
Источник: открытые источники, оценки Газпромбанка

Изменение кривой ОФЗ



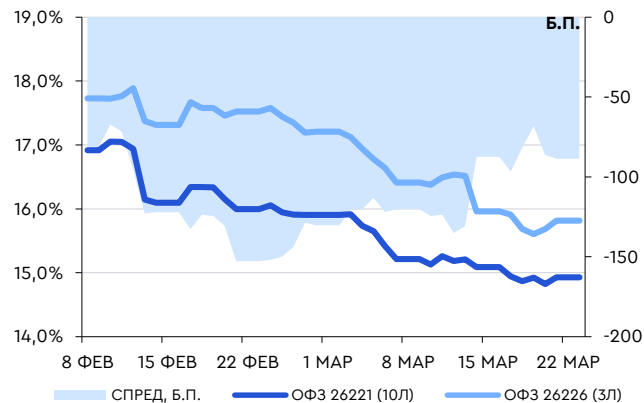
Источники: Мосбиржа

UST 10, UST 2, ставка ФРС



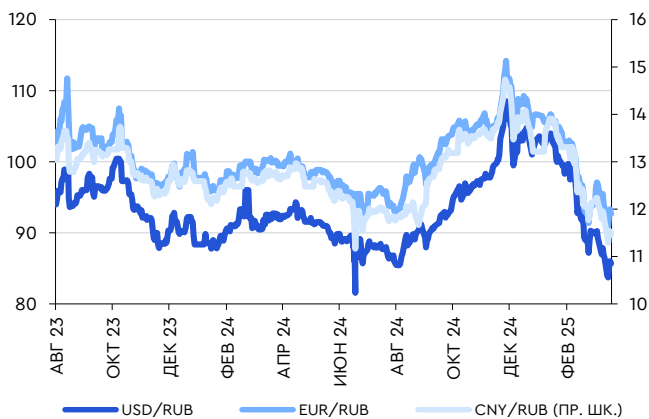
Источник: открытые источники

Динамика доходностей ОФЗ и спред 10-3



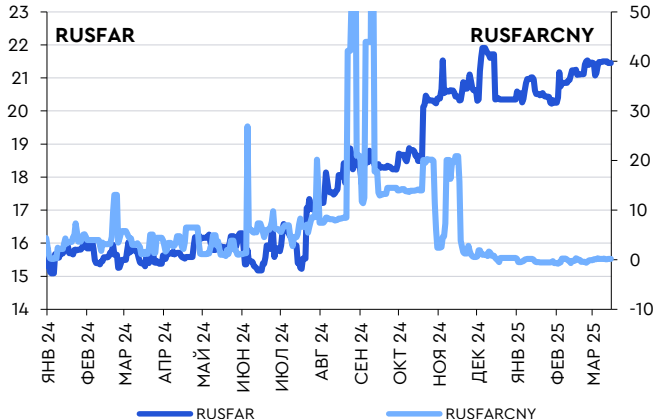
Источник: Мосбиржа, расчеты Газпромбанка

Динамика курсов валют



Источники: Мосбиржа

Динамика индексов RUSFAR и RUSFARCNY



Источники: Мосбиржа

Департамент анализа финансовых рынков**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65****Copyright © 2003 – 2025. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены****Ограничение ответственности**

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа финансовых рынков «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»). Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо сделки Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует Вам использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения. Данная информация является аналитической.

Настоящий документ содержит мнение аналитиков и не должен рассматриваться в качестве индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не может служить основанием для принятия инвестиционных решений и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности лица, которое может получить настоящий документ. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что инвестирование средств в финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены риску изменения их стоимости в результате колебаний курса этой валюты по отношению к рублю.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению аналитиков Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственности за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным иными подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи лицами, не являющимися квалифицированными инвесторами в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Газпромбанк и/или его работники и/или аффилированные лица Газпромбанка могут иметь открытые позиции или заключать сделки, в том числе с финансовыми инструментами, а также выступать маркет-мейкером, агентом-организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента финансовых инструментов, упомянутых в настоящем документе.

Ни Газпромбанк, ни аналитики не несут ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, представляется исключительно в информационных целях и не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже финансовых инструментов, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

В целях выявления конфликтов интересов, предотвращения возникновения и реализации конфликтов интересов, а также управления ими Газпромбанк принимает все разумные меры.

Подробная информация о конфликтах интересов, меры по выявлению и контролю конфликтов интересов, а также предотвращению их последствий установлены в «Правилах управления конфликтом интересов при осуществлении Банком ГПБ (АО) профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг», которые размещены на официальном сайте Банка в сети Интернет.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о финансовых инструментах, указанных в настоящем документе, можно получить в Газпромбанке по запросу.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.