

28 января 2013 г.

## Пульс рынка

- **Доходности 10-летних UST вновь подскочили.** После недолгой коррекции доходности вновь вышли в зону положительных реальных процентных ставок (10-летние UST в пятницу выросли на 10 б.п. до YTM 1,95%, свопы уже котируются на уровне 2,0% - максимум с мая 2012 г.), что соответствует позитивным тенденциям, наблюдающимся в американской экономике. Кроме того, вновь усилились опасения, что ФРС может начать сворачивать QE уже в конце 2013 г. Повышение доходностей базовых активов стало фактором снижения цен в российском суверенном сегменте (бонды Russia 42 потеряли 1 п.п.).
- **Возобновление ценового роста в ОФЗ...** На рынке рублевых облигаций к концу недели наблюдалась повышенная активность покупателей, катализатором которой стал спрос со стороны нерезидентов (по слухам, Euroclear начнет расчеты с ОФЗ уже на этой неделе). Так, 15-летние ОФЗ 26212, аукцион по которым в среду прошел без ажиотажа на уровне 100,72% (YTM 7,09%) от номинала, подорожали до 101,75% (YTM 6,98%). В сравнении с ОФЗ 26212 несколько выбивается из кривой выпуск ОФЗ 26207: спред между ними составляет всего 8 б.п. при разнице в дюрации 0,9 года. В случае сохранения спроса от нерезидентов эта неэффективность должна быть устранена за счет ценового роста ОФЗ 26207.
- **... и высокий спрос на 7-летние бумаги ФСК.** Объем спроса на облигации ФСК-24 номиналом 10 млрд руб. в три раза превысил предложение и оказался даже выше наших ожиданий. Ставка купона была определена на уровне 8,0%, что соответствует YTP 8,17% (=ОФЗ + 177 б.п.) и предполагает премию к близким по дюрации рублевым евробондам FDGRFN 19 (YTM 8,05%) в 12 б.п. Неудовлетворенный спрос на ФСК-24 привел к ценовому росту облигаций 1-го эшелона: в частности, ФСК-13 подорожали на 0,6 п.п., доходность снизилась на 10 б.п. до YTM 8,0% @ июнь 2021 г. (=ОФЗ + 150 б.п.). На фоне столь высокого спроса на длинные корпоративные бумаги 1-го эшелона несколько отстает от рынка банковский сегмент, в частности, бумаги ВТБ и РСХБ котируются с премией к ОФЗ около 200 б.п.
- **Высокий спрос на евробонды 2-го эшелона.** МКБ (B+/B1/BB-) удалось найти высокий спрос на бонды СВоМ 18, которые были размещены в объеме 500 млн долл. (спрос в несколько раз превысил предложение), при этом ставка купона была установлена на уровне 7,7% (на 30 б.п. ниже первоначального ориентира). Повышенный спрос на бумаги МКБ обусловлен рыночной конъюнктурой: с начала года наблюдается сужение спредов корпоративных бумаг к суверенной кривой. Новые бонды СВоМ 18 являются неплохой альтернативой выпускам RSB 17 и PSB 17, предлагая к ним премию более 70 б.п. В маркетинг вышел БРС с выпуском евробондов в юанях (пользующихся в последнее время популярностью).
- **Новый аукцион депозитов Казначейства и приток из бюджета позволят избежать роста ставок.** На фоне уплаты основных налогов, как мы и предполагали, банки компенсировали рост дефицита ликвидности за счет увеличения задолженности по РЕПО с ЦБ с 1,1 трлн руб. до 1,64 трлн руб. (сегодня на утро). Задолженность по РЕПО с ЦБ выросла бы еще больше, если бы неожиданно Казначейство не провело аукцион по размещению недельных депозитов, что позволило пролонгировать 90 млрд руб. из погашавшихся 160 млрд руб. Эту практику ведомство продолжит и на текущей неделе, предлагая банкам 29 января возможность пролонгировать 100 млрд руб. (под мин. 5%, на 7 дней, зачисление в среду) из погашающихся в среду 148 млрд руб. депозитов. Кроме того, исходя из относительно низкой ставки, которое предлагает ведомство (мин. 5% против мин. 5,6% ранее) при том же сроке в 7 дней, что и на прошлом аукционе, очевидно, что Казначейство создает благоприятные условия для того, чтобы банки закрыли свой недостаток средств. В целом такое поведение ведомства вполне логично: деньги на пополнение Резервного фонда ему, видимо, будут нужны только в начале февраля. Ранее мы предполагали, что ведомство осуществит этот трансферт 1 февраля (по аналогии с 2012 г.). Исходя из новых сроков аукциона, Казначейство либо планирует пополнить фонд позже, либо размещает на рынке накопленные бюджетные средства. В ближайшие дни произойдет уплата налога на прибыль (29-30 января ~80 млрд руб., наша оценка). Однако в связи с высокими расходами бюджета, характерными для начала месяца, существенного увеличения дефицита ликвидности на текущей неделе не произойдет, однодневные ставки продолжат колебаться вблизи 5,5%.

## Темы выпуска

- Замедление роста ВВП: "инъекция" от ЦБ неминуема?

## Замедление роста ВВП: "инъекция" от ЦБ неминуема?

### Неутешительные итоги года

В пятницу Росстат опубликовал сводку макростатистики за декабрь и за весь 2012 г. Итоги ушедшего года оказались неутешительны. Наметившиеся в последние месяцы негативные тенденции в декабре приняли выраженный характер: падение инвестиций в основной капитал при стремящемся к нулю росте реальных заработных плат. Из общего ряда выбивается, пожалуй, продолжающийся рост реального товарооборота, но в декабре он, скорее всего, был завышен предновогодним всплеском потребления, и как бы не оказалось так, что и этот рост во многом носит инерционный характер.

Инвестиции в основной капитал упали в декабре на -0,7% г./г. после их роста на 1,2% г./г. месяцем ранее. Для сравнения, еще в 3 кв. инвестиции росли на 7,2% г./г. Несмотря на то, что слабая динамика инвестиций в целом не стала для нас сюрпризом, все же мы ожидали их роста в декабре на 1% г./г., а не падения. К этому же показателю, в среднем, сводились и консенсус-оценки ведущих информагентств (Reuters, Interfax, Bloomberg).

### Декабрьское падение инвестиций, на наш взгляд, в большей степени отражает реальное развитие событий

Столь разочаровывающие декабрьские данные по инвестициям в целом лишь укрепили наши опасения относительно тенденции к замедлению экономики, на формирование которой мы указывали и ранее исходя из анемичного роста в промышленности и стагнации инвестиционного импорта. Декабрьское падение инвестиций еще больше удручет, учитывая, что конец года в связи со статистическими особенностями отражения закрытия годовых инвестиционных планов и всплеска госрасходов, было принято воспринимать как благоприятный для инвестиций период. Новые данные, на этом фоне, на наш взгляд, в большей степени отражают реальное развитие событий в условиях постепенного завершения крупных инфраструктурных госпроектов и роста стоимости фондирования для компаний.

Больше всего нас настораживает зафиксированный в декабре практически нулевой рост реальных зарплат (0,3% г./г. против 6,7% г./г. месяцем ранее). О том, насколько серьезно такое замедление говорит сравнение с двузначными темпами роста зарплат в 1П 2012 г. На фоне роста финансовых ограничений для компаний и меньшей индексации пособий и денежных довольствий со стороны государства (после всплеска госрасходов в год выборов) мы ожидаем дальнейшего снижения темпов роста доходов населения.

### При ожидаемом замедлении роста реальных зарплат, перспективы потребления подчинены динамике кредитования

Если наши предположения о сдержанном росте реальных зарплат в ближайшие месяцы оправдаются, перспективы потребления, основной движущей силы роста ВВП, будут подчинены динамике кредитования, а оно уже начинает демонстрировать пока еще нечеткие, но признаки замедления. Причем, мы считаем целесообразным ожидать в 2013 г. умеренного сокращения темпов роста потребительского кредитования ввиду более жесткого регулирования со стороны ЦБ и замедления прироста депозитной базы, что может повлечь за собой снижение платежеспособного спроса, а значит, сказаться на замедлении роста ВВП.

Наибольшая ценность новой статистики заключается в том, что она проливает свет на степень замедления роста ВВП в 4 кв. 2012 г. Даже при сохранении прежних темпов роста потребления, очевидно, что рост инвестиций в 4 кв. был очень вялым, а вклад инвестиций в рост экономики велик. Негативная тенденция, как мы полагаем, коснулась и второй ключевой составляющей валового накопления - динамики запасов. Мы считаем, что в 4 кв. 2012 г. запасы, скорее всего, сокращались как после всплеска в 3 кв., так и за счет сезонности. Однако, причин для их дальнейшего восстановления в ближайшие месяцы также остается немного: компании не спешат пересматривать свои ожидания в позитивную сторону, учитывая общую неопределенность на глобальных рынках и рост стоимости фондирования, о чем, в частности, свидетельствует стагнационный тренд в промышленности.

### В 4 кв. 2012 г. темпы роста ВВП, по нашим оценкам, могли упасть до уровней близких к 2% г./г.

В результате, по нашим оценкам, темпы роста ВВП в 4 кв. могли упасть до уровней, близких к 2% год к году после 2,9% год к году в 3 кв. и 4,4% в 1П 2012 г. Несмотря на то, что мы не исключали такого развития событий, реализация негативного сценария становится для нас неприятной неожиданностью. Причем, если "провальные" данные 3 кв. были обусловлены в основном плохими результатами с/х сектора из-за засухи, то сильное сокращение темпов роста ВВП в 4 кв. должно вызывать еще большие опасения, поскольку вызвано в большей степени фундаментальными причинами.

**В 1 кв. 2013 г. темпы роста ВВП едва ли будут выше уровня 4 кв. 2012 г., что может стать сильным аргументом для властей в отношении лоббирования смягчения монетарной политики**

При этом отдельного внимания заслуживает не то, что исходя из таких низких оценок за 4 кв., рост экономики за весь 2012 г. теперь едва ли превысит прогнозируемые нами 3,5%, а то, что образовавшиеся негативные тенденции в экономике, скорее всего, продолжатся и в 1 кв. 2013 г. Если добавить к этому то, что рост ВВП в начале 2013 г. и так может замедлиться ввиду сравнения с высокой базой 2012 г., то ожидать темпов роста ВВП в 1 кв. 2013 г. существенно выше 4 кв. не приходится, а с учетом новых данных, не исключено, что они будут и ниже 2%. Это может стать сильным аргументом для властей в отношении лоббирования в ближайшие месяцы смягчения монетарной политики. И то, какое решение в этой ситуации примет ЦБ, во многом будет зависеть от того, какие масштабы примет обсуждение этого вопроса среди бизнес-элиты и в Правительстве.

## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
O'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система	
-------------	--

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный	Промсвязьбанк
АИЖК	Банк Центр-инвест	Экспресс	
		КБ Ренессанс	РСХБ
Альфа-Банк	ВТБ	Капитал	
Азиатско-	ВЭБ	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Тихоокеанский Банк		МКБ	ТКС Банк
Банк Москвы	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ОТП Банк	

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика ноября: надежд не оправдала

### Платежный баланс

По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.

### Инфляция

Инфляция: позитивные итоги года

### Валютный рынок

Рубль должен выйти из спячки

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

### Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ РФ в январе: не время для изменений

### Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

### Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

### Промышленность

Промышленность в ноябре: анемичный рост

### Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержаным

### Ликвидность

РЕПО в корзине

ЦБ рассматривает возможность удлинения срока рефинансирования

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

### Бюджет

Бюджет: устойчивый профицит

### Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес 119071, Ленинский пр-т, д. 15А  
 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. 1706
Рита Цояян		(+7 495) 225 9184

### Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

### Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

---

### 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
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту 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. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.