

Пульс рынка

- **Угроза fiscal cliff привела к спаду американской экономики**, о чем свидетельствуют данные по ВВП США за 4 кв. 2012 г. (на 0,1% в годовом выражении, впервые за последние три года). Это стало следствием сокращения 1) запасов предприятиями и 2) расходов государства на оборону. Если скорректировать ВВП на эти два фактора, то темп роста экономики составил бы 1-2%. Отмена ряда налоговых льгот окажет давление на ВВП США в 1 кв. 2013 г. Негативная статистика была частично нивелирована итогами заседания FOMC (ФРС пока не думает выключать "печатный станок"). В результате индексы акций просели на умеренные 0,3-0,5%, 10-летние UST остались вблизи YTM 2,0%.
- **Спрос нашелся лишь на ОФЗ с премией**. Вчера Минфину удалось разместить 90% (или 18 млрд руб.) из предложенных 10-летних ОФЗ 26211 и лишь 14% (1 млрд руб.) из 6-летних ОФЗ 26208. Такое различие в спросе обусловлено премией, которая была предоставлена по длинным бумагам (по нашим оценкам, около 2 б.п. в доходности, что соответствует ценовому дисконту - 13 б.п.). По короткому выпуску она отсутствовала. Результат аукциона свидетельствует о том, что инвесторы не ожидают ценовой коррекции в ОФЗ, по крайней мере, в ближайшие недели (иначе они не стали бы покупать длинные бумаги), поскольку время начала работы Euroclear все еще не определено. В то же время и ожиданий относительно возобновления ралли нет (иначе участники аукциона готовы были бы покупать без премии к рынку). Сегодня утром котировки ОФЗ 26211 (102,45%) опустились ниже цены размещения. Стоит констатировать тот факт, что большая часть средств от погасившихся в прошлую среду ОФЗ в объеме 150 млрд руб. пока не вернулась на рынок госбумаг (поскольку поступила управляющим пенсионными средствами).
- **Ажиотажный спрос на годовые депозиты**. Вчера ВЭБ разместил средства пенсионных накоплений на депозиты (сроком на 315 дней) в объеме 60 млрд руб. Спрос на 76% превысил предложение, при этом средневзвешенная ставка составила 9,22% годовых (на 47 б.п. выше минимального уровня аукциона). Несмотря на то, что средняя ставка по депозитам физлиц (согласно статистике ЦБ РФ) составляет 6,7% годовых, банки готовы привлекать деньги на год заметно дороже. По-видимому, у банков доминируют краткосрочные депозиты (со сроком погашения до полугода), тогда как длинные депозиты физлиц - в дефиците. Итог аукциона свидетельствует как о высоком дефиците длинной ликвидности в банковской системе, так и о постепенном исчерпании залоговой базы по РЕПО с ЦБ. Тот факт, что ВЭБ с прошлого года активно размещает пенсионные накопления на банковские депозиты, согласуется с нашим предположением о переводе средств из ГУК в негосударственные управляющие компании (который продолжится и в этом году). Как следствие, ГУК продолжит сокращать свою позицию в ОФЗ.
- **РусГидро (BB+/Ba1/BB+) ориентирует на премию**. Диапазон доходности по новым 5-летним облигациям РусГидро номиналом 20 млрд руб. озвучен на уровне YTP 8,68-8,94%, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в 251-277 б.п. Учитывая находящиеся в обращении рублевые евробонды RusHydro-15 (YTM 8,0% = ОФЗ + 194 б.п.) и РусГидро-1,2 (YTP 8,07-8,25% @ апрель 2016 г. = ОФЗ + 200 б.п.), ориентир предполагает премию к рынку 51-77 б.п. Вчера книга заявок по 5-летнему амортизируемому выпуску ТрансКонтейнер-4 (-/Ba3/BB+) номиналом 5 млрд руб. была закрыта со ставкой купона 8,35% годовых (YTM 8,52% = ОФЗ + 240 б.п.). Мы рекомендуем участвовать в размещении облигаций РусГидро, в ходе которого может быть предложена премия за большой объем.
- **Неплохое размещение Газпрома на падающем рынке**. Газпром (BBB/Baa1/BBB) разместил 7-летние и 15-летние бонды на 800 млн долл. и 900 млн долл., соответственно. При этом G-спреды составили 248 б.п. по среднесрочным и 266 б.п. по длинным бумагам, что предполагает премию к рынку, по нашим оценкам, в размере 15-20 б.п. лишь по 15-летнему выпуску. Эта премия обусловлена, прежде всего, коррекцией, наблюдающейся на рынке суверенных бумаг развивающихся стран: так, с начала этого года бонды Brazil 41 обесценились на 10 п.п., а Russia 42 - на 7 п.п. до 117,7% от номинала. Вчера ценовое снижение продолжилось: евробонды Gazprom 22, 21 потеряли в цене 1 п.п. (их G-спред расширился до 230-245 б.п.). В краткосрочной перспективе мы ожидаем продолжения коррекции в сегменте российских бумаг (чтобы компенсировать "отставание" от Бразилии Russia 42 могут подешеветь еще на 3 п.п. до 114 б.п.).

Темы выпуска

- **Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить**

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

Дискуссия о необходимости снижения ставок Центробанком набирает обороты

В последние недели все большую значимость приобретает обсуждение вопроса о необходимости стимулирования экономического роста за счет снижения ключевых процентных ставок Банком России. Почва для этой дискуссии сформировалась после совещания у Президента РФ по экономическим вопросам 16 января, на котором Правительству было поручено изыскать возможности "размораживания" экономики. Более широкое распространение данная тема получила во время встречи руководителей МЭР, ЦБ и Минфина, а также представителей бизнес-элиты на Гайдаровском форуме. Однако серьезные масштабы дискуссия о снижении ставок приняла недавно во время форума в Давосе по мере вовлечения в нее вице-преьера И. Шувалова и ведущих представителей банковского сообщества, в числе которых первый зампред ЦБ А. Улюкаев, глава Сбербанка Г. Греф и глава ВТБ А. Костин.

Возникает вопрос: "Насколько обоснованно было бы снижение ставок сейчас?"

При аргументации своего пожелания (о снижении ключевых ставок Центробанком) представители бизнеса в основном ссылаются на "запредельный" (по их мнению) текущий уровень ставок, препятствующий инвестициям и приводящий к замедлению экономического роста. Если ранее беседы о рисках сокращения темпов роста в большей степени носили теоретический характер, то начиная с 3 кв. 2012 г. экономика действительно начала заметно сбавлять обороты. Так, темпы роста ВВП в 3 кв. сократились до 2,9% г./г. против 4,4% г./г. в 1П 2012 г. По нашим расчетам, сокращение темпов роста ВВП в конце года продолжилось, и темпы роста ВВП в 4 кв. 2012 г. могли сократиться до уровней, близких к 2% г./г. И это уже сложно игнорировать.

В этой связи возникает правомерный вопрос: "Насколько обоснованно было бы в текущей ситуации снижение ключевых ставок Центробанком?".

С фундаментальной точки зрения снижение ставок в 1 кв. видится нам преждевременным

С фундаментальной точки зрения, снижение ставок в 1 кв. 2013 г. видится нам преждевременным. Несмотря на ожидаемое нами продолжение ослабления экономики в ближайшие месяцы, мы считаем, что четко выраженного понижательного тренда по инфляции, который был бы способен убедить ЦБ в возможности смягчения монетарной политики, в 1 кв. 2013 г. не предвидится. Более того, по нашим оценкам, показатель инфляции в годовом выражении в январе и феврале будет близок к 7%, не сильно ниже прогнозируем мы инфляцию и в марте. Таким образом, в 1 кв. инфляция может почти на 1 п.п. превышать верхнюю границу целевого инфляционного ориентира ЦБ на весь 2013 г. (5-6%), на фоне чего принять решение о снижении ставок для регулятора в этот период с формальной точки зрения будет как минимум затруднительно.

Не в пользу снижения то, что мини-цикл ужесточения политики закончился недавно, только в декабре 2012 г.

Есть еще один весомый аргумент, ввиду которого ЦБ не стремится пока переходить к смягчению монетарной политики. Исходя из жестких ориентиров по инфляции как в 2012 г., так и в 2013 г., в среднесрочной перспективе от ЦБ логичнее было бы ожидать продолжения ужесточения монетарной политики, нежели ее смягчения. Напомним, что монетарное ужесточение, которое было так актуально еще несколькими месяцами ранее, началось в сентябре 2012 г. повышением депозитной ставки на 25 б.п. Далее в декабре ЦБ сузил процентный коридор, еще раз повысив депозитную ставку и унифицировал верхнюю границу процентного коридора симметричным снижением рублевой ставки по свопам. Учитывая консервативность политики ЦБ, снижение ставок уже в феврале 2013 г. выглядело бы нелогично, учитывая, что предшествующий ему цикл ужесточения монетарной политики завершился совсем недавно - лишь в декабре.

Однако исчезновением фразы про приемлемость ставок ЦБ указывает на готовность к каким-либо решениям

Тем не менее, нельзя не отметить, что уже в январе на заседании по ставкам ЦБ технически "развязал себе руки" в отношении возможности изменения параметров действующей монетарной политики в ближайшее время. Так, регулятор убрал из последнего пресс-релиза фразу о сохранении приемлемости текущего уровня ставок в ближайшие месяцы. И хотя исключение этой фразы автоматически не означает, что Банк России предпримет какие-либо шаги по ставкам уже в феврале, тот факт, что ЦБ сделал это заблаговременно, указывает на его готовность к каким-либо действиям, а значит, возможность изменений в монетарной политике ЦБ предусмотрел заранее. В противном случае, регулятор, на наш взгляд, мог бы

Неопределенности добавляет предстоящая в июне смена главы ЦБ...

поменять тональность пресс-релиза и позже, скажем, в феврале (если бы позиция по сохранению неизменности ставок была жесткой).

Еще одним источником неопределенности в отношении последующих решений ЦБ по ставкам является предстоящая в начале этого лета смена главы Центробанка. С. Игнатьев занимает этот пост с 2002 г. уже три срока подряд (максимально допустимое время), и, как предполагается, должен будет покинуть его в июне 2013 г. Кандидатуру нового главы Банка России, Президент РФ представит в Госдуму не позднее, чем за 3 месяца до истечения полномочий действующего главы ЦБ, то есть совсем скоро.

...которая, на наш взгляд, может как отсрочить, так и ускорить действия по ставкам

В целом мы ожидаем сохранения преемственности и считаем, что с высокой долей вероятности на смену С. Игнатьеву придет также представитель ЦБ. При таком сценарии мы делаем ставку на то, что приверженность прежней монетарной политике и установленным среднесрочным ориентирам по инфляции останется. Однако пренебрегать человеческим фактором не стоит. Мы не исключаем, что сам процесс смены руководителя ЦБ наложит отпечаток на риторику Центробанка и при прочих равных условиях, может как отсрочить, так и ускорить какие-либо действия по ставкам. Решающую роль здесь может сыграть то, какие масштабы в ближайшее время примет дискуссия о необходимости снижения ставок Центробанком в Правительстве и в бизнес-сообществе, а у нас складывается впечатление, что новый виток обсуждения этого вопроса не за горами.

Импульс новому витку дискуссии о ставках может придать то, что рост ВВП в 1 кв. может замедлиться до 2%, если не ниже

Импульс этой дискуссии, как мы считаем, может придать то обстоятельство, что при сохраняющейся нисходящей динамике большинства ключевых макроиндикторов перспектива сильного замедления экономики в ближайшее время становится уже осязаемой. При продолжении наметившихся негативных тенденций и ввиду эффекта высокой базы 2012 г., темпы роста ВВП в 1 кв. 2013 г. едва ли будут превышать уровень 4 кв. 2012 г., а могут, как мы считаем, опуститься и ниже 2% г./г. Такое развитие событий, на наш взгляд, не оставит равнодушными ни руководство страны, ни регулятора.

Не далее как позавчера замминистра МЭР А. Клепач вновь напомнил о необходимости стимулирования экономики и возможности снижения ставок Центробанком. Глава МЭР А. Белоусов, в свою очередь, упомянул о том, что проблема высоких ставок уже находится в фокусе внимания не только Правительства и банков, но и ЦБ. Параллельно в интервью первый зампред ЦБ А. Улюкаев повторил свою позицию относительно контрпродуктивности снижения ставок в текущей ситуации, поскольку уровень выпуска в экономике близок к потенциальному, и смягчение политики, скорее, создаст новые риски, чем существенно отразится на росте экономики. Тем не менее, сегодня на заседании Правительства РФ уже В. Путин снова обратил внимание на высокие ставки, ограничивающие рост экономики.

Если всестороннее давление на ЦБ продолжится, теперь мы считаем возможным снижение ставок на 25 б.п. уже в феврале

На фоне высоких инфляционных рисков снижение ставок в феврале (заседание запланировано в первой половине месяца) нам видится фундаментально необоснованным. Однако если всестороннее давление на ЦБ по этому вопросу в ближайшее время продолжится (а для этого сценария уже складываются все предпосылки), мы считаем, что Банк России может снизить ставки на 25 б.п. уже в феврале. Есть нераспространенное мнение, что ключевые ставки в целом могут быть снижены регулятором и на 1 п.п., в частности, о такой возможности недавно высказывался вице-премьер И. Шувалов. Тем не менее, принимая во внимание недавнее ужесточение политики, переход к такому резкому сокращению ставок мы не прогнозируем. Оптимальным в такой ситуации, на наш взгляд, было бы поэтапное снижение ставок на 50 б.п., крайнем случае, 75 б.п.

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	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Замедление роста ВВП: "инъекция" от ЦБ неминуема?

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

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Промышленность

Промышленность в ноябре: анемичный рост

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

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 Цовян		(+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.