

Пульс рынка

- **Инвесторы увидели лишь позитивную часть отчета по рынку труда США.** Опубликованный в пятницу отчет оказался неоднозначным: число рабочих мест в июле выросло на 163 тыс., заметно превысив консенсус-прогноз в 100 тыс., однако количество безработных выросло, на что указывает заметное повышение уровня безработицы на 0,1 п.п. до 8,3%. Расхождение этих показателей, которые обычно близко следуют друг за другом, связано, по-видимому, с увеличением доли людей, занятых одновременно на двух и более работах. Кроме того, по мнению экономистов, выход статистики по числу рабочих мест лучше ожиданий, скорее всего, обусловлен особенностью корректировки статистики для учета сезонности изменения численности оплачиваемых позиций (которая присутствует, например, в автоиндустрии). Если это так, то данные за август продемонстрируют заметное ухудшение. Финансовые рынки заметили лишь позитивную сторону отчета, полностью проигнорировав рост уровня безработицы. Американские индексы акций выросли на 2%, а доходность 10-летних UST увеличилась на 9 б.п. до YTM 1,56%. Повышению аппетита к риску также способствовало одобрение (возможно, предварительное) Грецией сокращения госрасходов (на 11,5 млрд евро), что открывает для нее доступ к помощи (в частности, для рефинансирования долга перед ЕЦБ, который погашается 20 августа). Правительство Испании выразило готовность обратиться за внешней помощью, что встретило недовольство со стороны оппозиции. В отсутствие фундаментальных улучшений как в США, так и в Европе (антикризисные меры по-прежнему в стадии обсуждения) повышение аппетита к риску выглядит лишь как очередная краткосрочная спекулятивная игра на повышение. Сегодня есть риск обратного движения под влиянием фиксации прибыли.
- **Казначейство увеличивает лимиты на депозитных аукционах.** Завтра на СПВБ будет проведен аукцион по размещению 3-месячных средств в объеме 75 млрд руб. на депозиты банков с минимальной ставкой 6,7% годовых. Не исключено, что расширение лимита последовало за рекомендациями ЦБ РФ в условиях исчерпания у банков доступных бумаг для залога под РЕПО с ЦБ. Сейчас в залоге у ЦБ находится порядка 60% всех бумаг из долгового портфеля банков, которые включены в Ломбардный список. Кроме того, об исчерпании залогов свидетельствуют разрыв между рыночными ставками и аукционной ставкой РЕПО (~1 п.п.), а также переключение банков на дорогое кредитование под нерыночные активы (ставка выше 7,0%). Финансирование от Казначейства было бы востребовано, учитывая, что депозитные аукционы не требуют залога, а ставки по ним сопоставимы со стоимостью РЕПО (6,75% год. на 3 месяца). Однако для удовлетворения потребности рынка необходимо не только расширение лимитов, но и проведение аукционов на ММВБ, доступ к которой есть у большего круга участников рынка.
- **Минфин готовится расширить активы для инвестирования пенсионных накоплений.** Проект постановления предлагает разрешить управляющим пенсионными средствами покупать ценные бумаги в ходе их размещения на условиях поставки против платежа (DVP) или предпоставки со стороны контрагента. Планируется разрешить за счет пенсионных накоплений заключать договоры РЕПО (без соблюдения действующих требований о проведении их через биржу по наилучшим условиям). Предлагается увеличить максимальную долю корпоративных облигаций одного выпуска с 15% до 30% со сроком до погашения <5 лет и до 60% - >5 лет включительно. При снижении рейтинга эмитента/выпуска ниже минимального уровня (BB+/Ba1) для ГУК вводится право удержания этих бумаг в инвестиционном портфеле до погашения. На одну ступень будет снижен минимальный уровень рейтинга (сейчас BB-/Ba3) кредитных организаций, на депозиты которых могут размещаться пенсионные накопления.
- **Первичный рынок не готов к 3-летним корпоративным облигациям.** После переноса даты закрытия книги заявок ВЭБ-Лизинг все-таки отложил размещение 3-летних бумаг номиналом 10 млрд руб. (ориентир YTP 9,2-9,31%), что свидетельствует об отсутствии спроса на длинные бумаги эмитентов даже 1-го эшелона. Частично необходимая эмитенту ликвидность была привлечена у госбанков: ГПБ в объеме 3,9 млрд руб. на 3 года и Глобэксбанка в объеме 4,35 млрд руб. на год.

Темы выпуска

- Инфляцию по осени считают
- Телекоммуникации: интерактивное министерство

Инфляцию по осени считают

Ожидаемое ускорение инфляции из-за повышения тарифов

Опубликованная Росстатом в пятницу статистика по июлю зафиксировала ожидаемый всплеск инфляции до 1,2% м./м. против 0,9% м./м. месяцем ранее. Столь значительное ускорение роста цен было предсказуемо, учитывая перенесенное в этом году с января на июль повышение регулируемых тарифов, в то время как обычно, начиная с июля, наблюдается сезонное замедление инфляции.

Непродовольственная инфляция остается умеренной

На фоне индексации тарифов инфляция в сфере услуг выросла до 2,7% м./м. против 0,8% м./м. в июне. Помимо того, что значительно увеличилась плата за услуги ЖКХ и пассажирского транспорта, заметно подорожали и квазигосударственные услуги. Мультиплицированный инфляционный эффект от повышения тарифов, как мы полагаем, в ближайшие месяцы еще будет проявляться, что обеспечит дополнительное давление на цены. При этом непродовольственная инфляция остается умеренной. Ее ускорение в июле до 0,3% м./м. против 0,2% м./м. месяцем ранее вполне укладывается в историческую динамику: в июле прошлого года инфляция непродовольственных товаров составляла те же 0,3%.

Засуха может добавить к нашему годовому прогнозу по инфляции в 6,5% еще от 1 до 1,9 п.п.

Наиболее пристального внимания сейчас заслуживает устойчивая засушливая погода, которая способна нанести существенный урон урожаю этого года, поставив под сомнение возможность достижения намеченного на 2012 г. официального ориентира по инфляции в 6% (МЭР и ЦБ). Несмотря на то, что последствия ухудшения погодных условий скажутся на инфляции ближе к осени, уже сейчас динамика продовольственных цен не оставляет поводов для оптимизма. Во-первых, замедление роста продуктовой инфляции в июле - до 1,1% м./м. против 1,6% м./м. месяцем ранее произошло лишь благодаря более медленному росту цен на фрукты и овощи. Замедление роста цен в этой категории не должно вводить в заблуждение - обычно в летние месяцы и в начале осени цены на плодоовощную продукцию и вовсе падают. Инфляционный показатель с исключением этой группы вырос по сравнению с июнем почти втрое - до 0,8% м./м. Быстрее в июле дорожали все основные продукты: хлебобулочные и макаронные изделия, крупа, молочная продукция. Засушливая погода, как мы полагаем, еще внесет свои коррективы в ценовую динамику продовольственной составляющей инфляции. Согласно нашему недавнему исследованию, засуха может добавить к нашему прежнему годовому прогнозу по инфляции в 6,5% (сейчас находится в стадии пересмотра) еще от 1 до 1,9 п.п.

На наш взгляд, Банк России может начать повышать ставки не раньше октября, когда инфляционные риски проявятся в полной мере

Поскольку базовая инфляция, очищенная от сезонной и топливной составляющих, увеличивается медленно - в июле до 0,5% м./м. против 0,4% м./м., это свидетельствует о временных причинах дополнительного инфляционного давления. В связи с тем, что при принятии решения по ставкам ЦБ ориентируется на оценку среднесрочных инфляционных рисков, в глазах регулятора текущая ценовая динамика пока не должна создавать очевидной угрозы прежним инфляционным прогнозам. Мы полагаем, что к повышению ставок Банк России может приступить не раньше октября, когда инфляционные риски проявятся в полной мере. При этом наиболее вероятным сценарием сначала нам видится повышение депозитных ставок в октябре, и лишь потом всех ставок в конце декабря 2012 г. - начале января 2013 г.

Телекоммуникации: интерактивное министерство

	В прошлый четверг новый министр связи Николай Никифоров и его заместитель Денис Свердлов провели встречу с аналитиками, на которой обсуждались вопросы регулирования и дальнейшего развития отрасли связи. У нас осталось положительное впечатление от встречи, а подход "нового" министерства к регулированию, по-видимому, будет гораздо более прозрачным и благоприятным для операторов. Нас также впечатлил тот факт, что министр был готов к обсуждению различных вопросов, и мы считаем, что конструктивный диалог между министерством и участниками рынка выглядит вполне достижимым.
Основная идея – правильный баланс между интересами абонентов и операторов	Основной идеей нового министерства, как нам показалось, становится поиск баланса между абонентами и операторами. Это заметно отличается от чрезмерно зарегулированных телекоммуникационных рынков ЕС, где преобладает, скорее, девиз «клиент всегда прав». Логика российского подхода достаточно проста: мы по-прежнему отстаем от развитых стран по степени развитости отрасли связи по различным причинам, в том числе, такими как обширная территория, низкая плотность населения и т.д. Целью такого подхода со стороны министерства является стимулирование сокращения затрат операторами, повышение их эффективности, побуждение к развитию инфраструктуры и улучшению качества услуг добровольно, а не под жестким давлением регулятора. Долгосрочная цель – сделать Россию «пионером» в области технологий.
Капитализация как индикатор эффективности	Министерство также рассматривает повышение капитализации операторов связи как одну из промежуточных целей. Фактически, это не является целью само по себе, а скорее индикатором того, что отрасль развивается в правильном направлении. Рынок может наилучшим образом оценить, ведут ли инициативы регулятора к реальному улучшению фундаментальных показателей операторов.
Оплата спектра: скупой заплатит дважды	В планах министерства изменение формата оплаты частотного спектра: сейчас она зависит от количества базовых станций, а в дальнейшем планируется привязать ее к таким показателям, как размер территории и численность населения. Это «вознаградит» более эффективных операторов и «накажет» менее эффективных, поскольку маржинальные затраты на спектр на базовую станцию будут уменьшаться с ростом количества базовых станций.
Распределение частот: операторы получат по заслугам	Еще одной важной инициативой является новый порядок распределения частот. Министерство собирается выдавать лицензии на конкурентной основе, строго через конкурсный механизм. Другими словами, частоты не будут доставаться фиктивным операторам, вероятно планирующим продать лицензию, нежели развивать сеть самим. В дополнение, будет введено понятие «качества услуги», т.е. операторы, получившие лицензии, должны будут нести определенные обязательства по предоставлению услуги. Ожидается, что министерство разыграет дополнительные 330 МГц спектра к 2015 г. по этим принципам.
Конверсия военного спектра: быстрее и дешевле?	В ходе обсуждения одной из «горячих» тем в секторе – оплаты расчистки военного спектра для предоставления услуг стандарта LTE – представители министерства заявили, что будут искать способы снижения единовременной оплаты со стороны операторов, поскольку понимают, что каждый дополнительный рубль, потраченный на расчистку, снизит количество построенных базовых станций и, как следствие, качество сети. Министр заявил, что общая сумма оплаты спектра может составить меньше текущего консенсуса в 100 млрд руб. Временной горизонт расчистки в 2 года был подтвержден.
Сохранение номеров как инструмент повышения эффективности	В отношении сохранения мобильных номеров при переходе в другую сеть (MNP) представители министерства сказали, что хотели бы увидеть ее в действии с 2013 г. Принцип MNP также не является целью сам по себе, а, скорее, инструментом контроля за тем, что операторы прикладывают усилия для повышения качества услуг и эффективности, поскольку абонентская база по понятным причинам будет перетекать к операторам с оптимальным соотношением цена/качество. Они также добавили, что, поскольку внедрение MNP требует определенных затрат со стороны операторов, министерство может компенсировать это иным путем (например, помощь в расчистке частот или субсидирование строительства инфраструктуры в менее коммерчески привлекательных регионах).

**Отсутствие
технической
нейтральности – не
прихоть власти**

По поводу технической нейтральности (возможности запускать новые стандарты связи на существующих частотах) представители министерства сказали, что этот вопрос скорее технический, чем политический. К примеру, в диапазоне 1800 МГц, который оценивается как пригодный для развертывания сетей LTE наряду с GSM, части спектра, принадлежащие операторам, достаточно «узки», и редко превышают 15 МГц на оператора. Для LTE необходима полоса от 10 МГц, что означает, что для GSM и голосовых услуг остается всего 5 МГц или меньше, что приведет к ухудшению их качества. Если в будущем возникнет возможность предоставления новых услуг на имеющихся частотах без ущерба для существующих услуг, министерство не будет возражать против этого.

**Приватизации
Ростелекома быть**

По поводу приватизации Ростелекома г-да Никифоров и Свердлов в принципе согласились, что государство не является эффективным собственником бизнеса, но сказали, что в случае этого оператора существуют вопросы государственной безопасности, которые должны быть решены до приватизации. Они также подтвердили возможность обсуждения приватизации только после завершения реорганизации Ростелекома, которая ожидается в течение года. Представители министерства также добавили, что государство в настоящий момент достаточно заинтересовано в приватизации своих активов в конкурентных отраслях, что также подтверждает вероятность того, что Ростелеком будет рано или поздно приватизирован.

**Новый подход к
регулированию
повышает
прозрачность и
создает стоимость**

Мы приветствуем новый подход министерства к регулированию и фокус на эффективности, что, по нашему мнению, добавляет (или, как минимум, не разрушает) стоимость операторов связи. Г-н Никифоров заявил, что планируется публикация в открытом доступе стратегии министерства до 2018 г. Это должно значительно повысить прозрачность и снизить регуляторные риски для отрасли связи.

Мы отмечаем, что, несмотря на то, что заявления министра не несут краткосрочного эффекта на бизнес-профиль операторов связи, но стратегически позитивны для отрасли в долгосрочном периоде.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
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	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика июня: ни шатко, ни валко

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: наши виды на урожай

Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

Монетарная политика ЦБ

ЦБ: что кроется за новой формулировкой?

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Промышленность

Промпроизводство: шаг вперед, два назад

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Рублевая ликвидность: залог на пределе

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

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 корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	(+7 495) 721 2846
-----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

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.