

Пульс рынка

- ▶ **На внешнем фоне всплывают старые проблемы.** Каких-либо значимых изменений в настроениях на финансовых рынках вчера не произошло: доходности 10-летних UST, протестировав отметку 2,6%, откатились на уровень предыдущего дня YTM 2,57%. Из интересных новостей стоит отметить данные по инфляции в Японии (в июне ее значение составило 0,4% г./г. против нуля месяцем ранее), которые свидетельствуют об эффективности политики нового премьер-министра С. Абэ, направленной на борьбу с дефляцией монетарными стимулами. Рост заказов на товары длительного пользования в США (на 4,2% м./м. в июне) быстрее ожиданий произошел за счет контрактов Boeing. На этой неделе вновь напомнили о себе нерешенные проблемы с госдолгом США: от Б. Обамы прозвучала критика в адрес республиканцев, которые не готовы идти на повышение потолка госдолга (а он будет достигнут уже в октябре-ноябре), если не будут снижены расходы бюджета (это противоречит экономической программе президента).
- ▶ **ГПБ вышел в маркетинг почти без премии.** ГПБ (BVB-/ВааЗ/BVB-) предлагает 2-летние БО-5 номиналом 10 млрд руб. с ориентиром YTP 8,0-8,11%, что предполагает премию к кривой ОФЗ в 185-195 б.п. В последнее время квазисуверенные финансовые институты часто выходят на первичный рынок с 2-летними облигациями (ВЭБ (YTP 7,79%), РСХБ (YTP 8,0%), ЕАБР (YTP 7,85%)). В ходе недавней оферты по ГПБ БО-2 номиналом 10 млрд руб. эмитенту пришлось выкупить лишь 2,6% выпуска, что свидетельствует о рыночном уровне новой ставки купона 7,65% годовых (+100 б.п. к ставке предыдущего купона) к погашению в июле 2014 г. (=ОФЗ + 189 б.п.). Таким образом, по нашему мнению, справедливая доходность новых бумаг ГПБ составляет YTP 8,0-8,05%, что соответствует премии в 20-25 б.п. к ВЭБу.
- ▶ **Есть ли потенциал для дальнейшего роста бондов Альянса?** Слухи о возможной продаже НК Альянс (несмотря на их последующее опровержение компанией) привели к заметному ценовому росту длинных евробондов VOSTOK 20 (на 4 п.п.), подорожал и короткий выпуск VOSTOK 15 (на 0,5-1 п.п.). Ценовой рост рублевых Альянс-4,6 (YTP 9,2% @ июнь 2016 г.) составил 0,5 п.п. Премия евробондов к кривой доходностей бумаг Роснефти (возможного покупателя) составляет 250 б.п. Сужение этой премии до нуля возможно в случае, если НК Альянс будет или целиком куплен Роснефтью, или в размере 44% от ее капитала (доля Альянс Групп, семьи Бажаевых). Если Роснефть получит контроль над операционной деятельностью, Альянс будет, скорее всего, полностью консолидирован на ее балансе (исключает возможность обременения Альянса дополнительным долгом). Реализация другого варианта - продажи Альянса по частям (Хабаровского НПЗ и наиболее ценных нефтедобывающих активов) - осложнена тем, что большинство этих активов или заложено по кредитам, или являются поручителями по публичному долгу (евробондам). Поэтому самый негативный с точки зрения держателей облигаций сценарий (когда происходит продажа по частям с последующим выводом средств из компании) мы считаем маловероятным.
- ▶ **S&P повысил рейтинг МТС на 1 ступень - с "BB" до "BB+",** что стало следствием улучшения оценки качества корпоративного управления со "слабого" на "приемлемое". Именно принципы корпоративного управления, которые опережают способность Системы изымать активы МТС или обременять компанию обязательствами, S&P считает основным фактором, ограничивающим ее рейтинг. Отметим, что автономный кредитный рейтинг МТС находится на уровне "BBB-". Прогноз "стабильный" отражает высокую рентабельность (по EBITDA - не ниже 40%) и невысокую долговую нагрузку (Долг/LTM EBITDA < 2,0x). Дальнейшее повышение рейтинга может произойти лишь вслед за повышением рейтинга ее материнской компании. Евробонды МТС имеют наименьшую доходность среди бумаг российских эмитентов неинвестиционной категории (так, МТС 20 имеет дисконт к VIP 21 в размере 100 б.п.), что обусловлено относительно нечастым выходом эмитента на рынок и консервативной политикой развития (органический рост). Мы не видим потенциала для ценового роста бумаг как МТС, так и АФК Система темпами, опережающими рынок. В результате недавней коррекции на рынке появилось довольно много случаев неэффективного ценообразования. Например, сейчас бумаги NORDLI 18 предлагают премию 110 б.п. к EVRAZ 18 (хотя еще в середине мая был дисконт 30 б.п.), при этом конъюнктура на рынке золота выглядит несколько лучше, чем на металлургическом рынке (цены на сталь находятся вблизи локальных минимумов, тогда как котировки золота повысились от "низов" на 10%).

Темы выпуска

- ▶ **"Мантры" стимулирования экономики**

"Мантры" стимулирования экономики

Вчера на заседании Правительства проходило обсуждение мер, способных ускорить рост экономики. Объектом пристального внимания стал озвученный А. Улюкаевым пакет стимулирующих мер (из 5 блоков). Первое, что бросается в глаза - это то, что данная версия программы не содержит ни одной новой меры, которая бы до этого не освещалась в прессе. Дискуссия концентрировалась на последних инициативах (блоки 1-3), тогда как не менее важные, но предполагающие долгосрочный эффект, институциональные и промышленные меры (блоки 4-5), практически "остались за скобками". Но произошло это, скорее всего, из-за того, что они охватывают слишком обширный комплекс задач. Таким образом, основного внимания заслуживают блоки 1-3, в числе которых: 1) МСБ; 2) инвестиционный климат; 3) доступность кредитования.

1. МСБ. Одна из мер - секьюритизация однородных ссуд МСБ, которые банки смогут использовать как залог в ЦБ. Такая инициатива, по нашему мнению, может заметно снизить стоимость кредитов МСБ (сейчас 15-25% годовых, на 1-3 года). Не менее важно сделанное А. Улюкаевым уточнение относительно направления части средств ФНБ на кредитование МСБ (прежде называлось ~100 млрд руб. в год): они могут быть размещены "на тех же основах, которые отработаны сейчас в ВЭБе". Скорее всего, это означает, что средства ФНБ будут направляться на депозит в ВЭБе, который через "дочку" - МСП Банк будет рефинансировать банки, кредитующие МСБ, параллельным запуском госгарантий по таким кредитам. Некоторый положительный эффект может оказать планируемое продление льгот по страховым взносам для малых предприятий.

2. Инвестклимат. Из инвестиционных мер - внесение корректировок в закон о концессиях, принятие закона о государственно-частном партнерстве, отработка законодательной части и реализация инициативы по вложению средств ФНБ и пенсионных накоплений в инфраструктурные проекты. Относительно последней наши опасения в том, что данные траты могут не дать желаемых результатов для экономики из-за возможной растянутости этих инвестиций во времени (несмотря на внушительный план ~450 млрд руб.) и спорности эффективности рассматриваемых проектов.

3. Кредитование. Повышения доступности банковского кредитования планируется добиться снижением различных издержек для банков, дифференциацией страховых взносов в АСВ по степени риска депозитной политики, расширением ресурсной базы банков (в т.ч. за счет депозитов Казначейства), повышением значимости залога и его расширением. Однако механизм снижения издержек не до конца очевиден, а эффект от увеличения ресурсной и залоговой базы хотя и приветствуется, на наш взгляд, не должен переоцениваться.

Хотя заявленные инициативы и предполагаемые инвестиции из ФНБ достаточно масштабны, складывается впечатление, что большинство из них окажут лишь ограниченный эффект. Причем многие меры касаются стимулирования кредитования, в то время как внутренний спрос нуждается в большей фундаментальной поддержке. Для возвращения к модели экономики, которая была бы ориентирована на инвестиции, на наш взгляд, необходима более глубокая проработка тех стимулов, которые касаются усовершенствования законодательства и снижения ограничений для бизнеса. Их воздействие на экономику в силу длительности реализации трудно просчитывается, но в конечном итоге "запустило" бы внутренний спрос.

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	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

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 Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	ФосАгро

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Промсвязьбанк
РСХБ

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Экономика "пошла на попятную"

ВВП не в лучшей форме

Платежный баланс

Рубль "оторвался от земли"

Инфляция

ЦБ возьмет инфляцию "под уздцы"?

Монетарные стимулы уперлись в инфляцию

Инфляция поторопилась

Валютный рынок

Обесценение рубля: случайность или закономерность?

Подвижный рубль

Монетарная политика ЦБ

Снижение ставок от ЦБ: "и волки сыты, и овцы целы"

От перемены мест «слагаемых» экономика не меняется?

Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

Промышленность

Промышленность "дала слабину"

Внешняя торговля

Слабый импорт едва ли поддержит рубль

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Новая схема конвертации трансферта в госфонды не за горами

Бюджет

"Тонкая настройка" бюджета

Не все бюджету «масленица»

Приватизация — не панацея

Досрочное «распечатывание» ФНБ

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

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
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.