

## Пульс рынка

---

- **Новости из Америки поддержали рынки.** Данные по американскому рынку труда вышли заметно лучше ожиданий: число обращений за пособиями по безработице за вторую неделю года составило 352 тыс., в то время как консенсус-прогноз находился на уровне 383 тыс. Также более позитивными в сравнении с прогнозами аналитиков оказались финансовые результаты за 4 кв. американских банков Morgan Stanley и BoA: убыток Morgan Stanley оказался ниже ожидаемого, а BoA вышел на прибыльный уровень. Поддержанию позитивных настроений инвесторов способствовали итоги размещения долговых бумаг Франции и Испании на фоне общего снижения доходностей на рынке суверенного долга еврозоны. Беспокойство по-прежнему сохраняется по поводу переговоров Греции с частными инвесторами в отношении условий "добровольного" списания долга. Предполагается обмен старых бондов на новые сроком обращения 20-30 лет, ставка купона по которым будет составлять ~4%, что соответствует списанию чистой стоимости долга на уровне 68%. Ключевой вопрос для финансовых рынков состоит в том, будет ли трактоваться такое "добровольное" списание как дефолт в контексте CDS. Тогда это может привести к существенному снижению достаточности капитала банков-продавцов этих кредитных страховок.
- **Длинная ликвидность в дефиците.** Вчера в ходе аукциона ГУК ВЭБа разместила на депозиты банков (было заключено 9 депозитных договоров) пенсионные средства в объеме 30 млрд руб. под средневзвешенную ставку 9,86% годовых на срок 358 дней (до 11 января 2013 г.). Стоит отметить, что спрос превысил предложение более чем в два раза, при этом минимальная процентная ставка была установлена на уровне 8,75% годовых. Как мы неоднократно отмечали, банки испытывают дефицит длинной ликвидности, что еще раз подтвердилось значительным спросом на этом аукционе. Также о недостатке длинных денег в банковской системе свидетельствует начавшееся повышение ставок по депозитам физлиц. Мы считаем, что отсутствие долгосрочных источников фондирования у банков будет препятствовать снижению доходностей на рынке облигаций, несмотря на низкие инфляционные риски.
- **Call-опцион по выпуску sub AlfaBank 17 исполнен не будет.** Как мы и ожидали (см. наш комментарий от 8 сентября 2011 г.) Альфа-Банк не станет исполнять call-опцион по субординированному выпуску sub AlfaBank17 номиналом 300 млн долл., намеченный на 22 февраля. Исходя из текущего уровня доходности 5Y UST, к которому со спредом 54б. б.п. привязана ставка купона в случае неисполнения опциона, новая ставка составит 6,3% годовых, что на 2,1 п.п. ниже ставки текущего купона (и рыночного уровня). Еще одной причиной неисполнения опциона, на наш взгляд, является необходимость поддержания достаточности капитала (Н1 на конец 2011 г. - 11,5%). Наша рекомендация продавать выпуск sub AlfaBank17 по цене 99% от номинала оправдалась: на текущий момент среднерыночная цена составляет 88,5% от номинала. Учитывая премию за субординацию в размере 100 б.п., мы считаем, что справедливая цена sub AlfaBank 17 находится на уровне 81% от номинала.
- **Первичный рынок: интересное предложение от ЕАБРa...** ЕАБР (BBB/A3/BBB) начал маркетинг нового выпуска облигаций серии 01 номиналом 5 млрд руб. с офертой через 2 года. Предложенные ориентиры (YTP 9,31-9,84%) соответствуют премии к ОФЗ ~230-280 б.п., что является довольно щедрым предложением, учитывая высокий рейтинг банка. Для сравнения, маркируемый сейчас выпуск ВТБ БО-7 с годовой офертой предлагает премию 200-225 б.п. к кривой ОФЗ.  
... и не очень от Зенита. Зенит (-/Ba3/B+) начал сбор заявок по выпуску БО-4 номиналом 3 млрд руб. с ориентиром YTP 9,2-9,41% к годовой оферте, что соответствует спреду в размере 295 - 315 б.п. к кривой ОФЗ, что, на наш взгляд, является не вполне адекватной компенсацией за кредитный риск эмитента в сравнении с текущими предложениями банков инвестиционного рейтинга.

## Темы выпуска

---

- **Бюджет: качественное исполнение**
-

## Бюджет: качественное исполнение

Результаты исполнения федерального бюджета в 2011 г. превысили все ожидания: профицит достиг 416,5 млрд руб., или 0,8% ВВП, тогда как изначально был заложен дефицит в 3,6% ВВП (при 75 долл./барр.), оценка которого была скорректирована до 1,3% лишь в середине года при повышении прогноза среднегодовой цены на нефть URALS до 105 долл./барр.

Хорошие бюджетные показатели этого года объясняются исключительно значительным превышением средней фактической цены на нефть (~110 долл./барр.) запланированного в бюджете уровня в 75 долл./барр., что принесло казне дополнительные доходы примерно на 1,6 трлн руб. Это позволило Минфину в 2011 г. более активно проводить операции по рефинансированию банковского сектора путем размещения средств на депозиты банков. По сравнению с 2010 г. объем этих операций возрос более чем в 5 раз (макс. объем достигал ~1 трлн руб. против макс. 214 млрд руб. в 2010 г.).

Ввиду благоприятной конъюнктуры на сырьевых рынках, в 2011 г. удалось не просто сохранить Резервный фонд (согласно более раннему бюджетному плану в 2011 г. предстояли траты в 242 млрд руб.), но было принято решение о его расширении практически в 2,5 раза. Ожидаемое пополнение Резервного фонда по итогам 2011 г. до ~1,9 трлн руб. с текущих 811 млрд руб. (на 1 января 2012 г.) практически полностью финансируется за счет привлеченных на внутреннем рынке средств (~750 млрд руб.), что позитивно с точки зрения ограничения роста потребительских цен.

Умеренное повышение расходов на 2012 г. (+14% до 12,6 трлн руб.) вкупе с прогнозируемым на этот год небольшим снижением средних цен на нефть предполагает дефицит бюджета в размере около 1,5% ВВП, что вместе с планами по продолжению пополнения Резервного фонда предполагает сохранение не менее высокой, чем в предыдущем году активности Минфина на внутреннем долговом рынке.

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### Аналитика

---

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+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
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

### 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
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

**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.