

Пульс рынка

- **Мягкая монетарная политика пока не сильно помогает Японии.** Данные о состоянии экономики страны за 2 кв. оказались негативными: согласно предварительной оценке, рост ВВП во 2 кв. 2013 г. замедлился до 2,6% г./г., что заметно хуже как ожиданий (+3,6%), так и значения 1 кв. 4,1% г./г. Основной причиной стало сокращение запасов и внутренних инвестиций. Не лучшим образом обстоят дела и в промышленном секторе: спад производства в июне составил 3,1% м./м. Слабая макростатистика играет в пользу сторонников мягкой монетарной политики С. Абэ: в частности, обсуждаемое повышение налога с торгового оборота (планируется с текущих 5% до 8% в апреле 2014 г.), вероятно, будет отложено. Между тем, госдолг Японии (который практически весь номинирован в иенах) уже достиг 10,4 трлн долл. (> 2,0 x ВВП). Последний раз повышение налога с оборота в стране происходило в 1997 г., после чего последовала рецессия, в результате которой сильно сократились доходы бюджета (а долговая нагрузка выросла). По-видимому, второй раз на те же "грабли" (проведение мер бюджетной экономии для сокращения госдолга) Япония "наступать" не собирается. Американские индексы акций просели на 0,4%, 10-летние бонды UST остались на уровне YTM 2,58%. Сегодня не ожидается важной статистики, некоторый интерес могут представлять данные по бюджету Казначейства США.
- **Экономика подает сигнал "SOS".** В пятницу Росстат опубликовал долгожданную первую оценку роста ВВП во 2 кв. Согласно предварительным данным, рост экономики во 2 кв. резко замедлился до незначительных 1,2% г./г. после 1,6% в 1 кв. Такие оценки гораздо хуже наших ожиданий и выглядят контрастно на фоне последних прогнозов Минэкономразвития. По прогнозам МЭР, рост ВВП, напротив, должен был ускориться во 2 кв. до 1,9% и в целом за 1П 2013 г. составить 1,7%. Мы изначально не разделяли оптимизм министерства. Состояние ключевых макроиндикаторов во 2 кв. указывало на то, что экономика продолжает "сползать" в стагнацию, исходя из динамики основных компонент роста ВВП: 1) более глубокое, чем в 1 кв., падение инвестиций в основной капитал; 2) значительное сокращение темпов роста оборота розничной торговли. В таких условиях избежать замедления роста экономики во 2 кв. можно было бы только за счет уменьшения негативного эффекта от чистого экспорта, но, "чуда", как следует из официальных данных, не произошло. И это при том, что показатели прошедшего квартала должны были улучшиться только за счет эффекта низкой базы аналогичного периода 2012 г. Все факты подтверждают то, что в действительности происходит реальное ухудшение состояния экономики. При этом надежды на какое-либо существенное восстановление темпов роста ВВП в ближайшие месяцы постепенно тают. Мы обращаем внимание на резкое падение сборов по налогу на прибыль (-23% в 1П 2013 г.), что вкупе со снижением индекса предпринимательской уверенности (впервые с 2009 г.), PMI и замедлением корпоративного кредитования свидетельствуют о рисках дальнейшего ослабления инвестиционной активности. При этом продолжающаяся стагнация в промышленности, ухудшение в строительстве и в бюджетной сфере создают серьезные риски для рынка труда, поэтому наблюдаемые сейчас высокие темпы роста доходов населения, скорее всего, также продержатся недолго. Даже выход на ожидаемые нами небольшие 2% роста ВВП по итогам 2013 г. теперь под вопросом.

Темы выпуска

- Какое лекарство «пропишет» экономике ЦБ?
 - НОВАТЭК: запуск проекта в Усть-Луге отложил рост результатов
-

Какое лекарство «пропишет» экономике ЦБ?

ЦБ ожидаемо не снизил ставки...

В пятницу 9 августа ЦБ принял решение оставить все ставки неизменными. Именно такого развития событий мы и ожидали. Во-первых, мы считали снижение ставок сейчас маловероятным из-за того, что ни последние заявления представителей Банка России, ни официальные отчеты регулятора пока не указывали на то, что риски дальнейшего ухудшения состояния экономики принимают в глазах ЦБ ту степень серьезности, при которой регулятор начинает предпринимать более активные действия по ставкам. Хотя, безусловно, определенные опасения относительно падения отдельных макроиндикаторов неизменно присутствовали в пресс-релизах. Во-вторых, потому, что инфляция стала демонстрировать тенденцию к снижению совсем недавно, а до этого она превышала 7% при ориентире ЦБ в 5-6% на этот год. И наконец, поскольку заявления Э. Набиуллиной давали основания полагать, что снижение всех ставок сейчас для ЦБ виделось бы менее предпочтительным, чем специальные меры, направленные на стимулирование корпоративного кредитования, в частности, МСБ.

... в отсутствие официальных подтверждений замедления темпов роста экономики...

В то же время "осторожность" ЦБ для многих оставляла больше вопросов, чем ответов. Мы отмечаем, что все опережающие индикаторы состояния экономики продолжают указывать на то, что в дальнейшем ситуация может не только не улучшиться, но темпы роста экономики могут еще и снизиться. Но выжидательная стратегия Банка России тоже объяснима. Политика ЦБ традиционно консервативна, и в своем решении о переоценке экономических рисков в негативную сторону регулятор, прежде всего, руководствуется официальными данными. А предварительные оценки МЭР, напротив, сулили ускорение роста ВВП во 2 кв., в то время как от Росстата перед заседанием ЦБ были доступны только оценки за 1 кв. Недостаточность официальных данных об ухудшении состояния экономики, а также волатильная динамика макропоказателей в последние месяцы, судя по всему, не убедили ЦБ в устойчивости тенденции к замедлению роста ВВП.

... которые не заставили себя долго ждать

Однако официальное подтверждение не заставило себя ждать. Опубликованные в пятницу вечером данные Росстата о ВВП за 2 кв. (уже после заседания ЦБ) свидетельствуют о сильном замедлении роста экономики (до 1,2%). В тот же вечер последовали разъяснения со стороны замглавы МЭР А. Клепача о том, что из-за разочарывающей статистики за 2 кв. текущий прогноз по росту ВВП в 2013 г. на 2,4% может быть снижен уже в ближайшее время (хотя сегодня А.Улюкаев сегодня уже заявил, что не видит "никаких оснований для пересмотра"). Тем не менее, на наш взгляд, Банк России не может оставить без внимания ухудшение состояния экономики на следующем заседании.

В этих условиях высока вероятность снижения ставок уже в сентябре

Как следствие, ЦБ оказывается в очень непростом положении. С одной стороны, пакет стимулирующих мер Минэкономразвития принят, но их реализация возможна только в среднесрочной перспективе. Причем то же можно сказать и об анонсированных Центробанком инициативах по поддержке МСБ. С другой стороны, состояние экономики требует «лечения» уже сейчас. И действия Банка России по снижению ставок в этом смысле могут стать, если не столь же эффективными, то, по крайней мере, быстрыми мерами. В то же время снижение ставок позволило бы дать четкий позитивный сигнал для рынка, ожидающего незамедлительной реакции властей на резкое сокращение темпов роста экономики.

Как бы то ни было, в новых реалиях становится очевидно, что для поддержки экономики Центробанку одним запуском нового аукциона по кредитам под нерыночные активы на 1 год (что изначально и не имело целью стимулирование роста) уже не обойтись. Поэтому мы ожидаем, что ЦБ может снизить ключевые ставки (включая РЕПО) на 25 б.п. уже в сентябре. Причем Банк России, как мы думаем, может продолжить снижать их и в последующие месяцы. Напомним, что в любом случае, в условиях дефицита ликвидности, а также рисков исчерпания залога по основному инструменту предоставления ликвидности от ЦБ – операций РЕПО (что уже решается с помощью введения нового аукциона), такие действия регулятора могут иметь ограниченный эффект на ставки денежного рынка, а следовательно, и на экономику. Отметим, что, несмотря на смягчение ЦБ условий по альтернативным инструментам, за последние месяцы средняя ставка RUONIA только росла, что, напротив, говорит о том, что фактически в банковском секторе проходило некоторое подобие ужесточения монетарной политики.

Это приведет к снижению стоимости ставок по новому аукциону под нерыночные активы...

... которого мы ждем в течение месяца

В то же время, снижение ставки РЕПО не противоречит более отдаленной цели ЦБ по «оздоровлению» банковской системы путем переключения ее участников на кредиты под нерыночные активы через аукционы на 1 год. Снизить ставку по новому инструменту сейчас можно только за счет удешевления недельного РЕПО, поскольку мин. ставка по аукциону привязана к мин. стоимости данных операций. Между тем, пока залог по РЕПО не иссяк, снижение ключевых ставок могло бы оказать краткосрочный позитивный эффект на ставки МБК, а влиять на их уровень в этом случае (так как снижение ставок усилит спрос на РЕПО), Банк России может за счет "настройки" лимитов РЕПО и своевременного проведения новых аукционов по кредитам под нерыночные активы, а они, как мы считаем, не за горами.

Таким образом, за счет снижения ключевых ставок в сентябре Банк России мог бы достичь двух основных целей. С одной стороны, дать рынку сигнал о готовности к более решительному смягчению монетарной политики для поддержки экономики. С другой стороны, удешевить более действенный для экономики в ближайшем будущем инструмент - аукционы по кредитам под нерыночные активы. Напомним, что с учетом уже размещенных 300 млрд руб., мы оцениваем их общий потенциал в ближайшее время на уровне около 1 трлн руб. В конце прошлого месяца ЦБ дал понять, что намерен проводить такие аукционы и в дальнейшем. Мы не видим ничего необычного в том, что новый аукцион пока не анонсирован, и склонны связывать это с техническими причинами: банкам, ранее не участвовавшим в этих операциях, понадобится время на подбор необходимого обеспечения. Мы убеждены, что ЦБ может провести новый аукцион по кредитам под нерыночные активы на 1 год (лимитом в несколько сотен миллиардов рублей) уже в течение ближайшего месяца. Исходя из наших оценок дефицита ликвидности банковского сектора, мы считаем, что проводить их целесообразно не чаще чем раз в месяц. Тем не менее, мы считаем, что ЦБ не должен останавливаться в работе по дальнейшему расширению базы залогового обеспечения по своим операциям для того, чтобы создать возможности для проведения стимулирующей монетарной политики в будущем.

НОВАТЭК: запуск проекта в Усть-Луге отложил рост результатов

Увеличение запасов не позволило улучшить результаты

В пятницу НОВАТЭК (BBB-/Ваа3/BBB-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально. Определенный сдерживающий эффект на показатели оказали сезонные факторы и формирование дополнительных запасов из-за запуска перерабатывающего комплекса в Усть-Луге. Долговая нагрузка в отношении Чистый Долг/ЕБИТДА увеличилась незначительно с 1,04х до 1,2х. Телеконференцию, посвященную опубликованным результатам, компания проведет 13 августа.

Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	2 кв. 2012	изм.	1П 2013	1П 2012	изм.
Выручка	58 030	44 924	+29%	138 595	99 021	+40%
Операционная прибыль	18 485	18 404	0%	47 990	40 951	+17%
Операционная рентабельность	31,9%	41,0%	-9,1 п.п.	34,6%	41,4%	-6,7 п.п.
ЕБИТДА	21 539	20 965	+3%	54 201	46 126	+18%
Рентабельность по ЕБИТДА	37,1%	46,7%	-9,6 п.п.	39,1%	46,6%	-7,5 п.п.
Чистая прибыль	11 602	9 663	+20%	34 428	30 908	+11%
Чистая рентабельность	20,0%	21,5%	-1,5 п.п.	24,8%	31,2%	-6,4 п.п.
Операционный поток	15 758	9 874	+60%	41 290	33 823	+22%
Капитальные вложения	-16 712	-9 573	+75%	-26 354	-15 528	+70%
Свободный денежный поток	- 954	301	-	14 936	18 295	-18%

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	134,6	126,1	+7%
Краткосрочный долг	2,0	12,8	-85%
Долгосрочный долг	132,6	113,3	+17%
Чистый долг	127,7	109,2	+17%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,21х	1,04х	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

НОВАТЭК избавляется от оптовых покупателей газа	<p>Во 2 кв. 2013 г. НОВАТЭК увеличил выручку на 29% г./г. за счет резкого роста объемов реализации газа конечным потребителям на 56% г./г., тогда как оптовые продажи сократились на 68% г./г.</p> <p>Общий объем реализации природного газа вырос на 8,8% г./г. до 14,6 млрд куб. м, доля оптовых покупателей в нем упала до 11% (с 38% во 2 кв. 2012 г.). Увеличение доли конечных потребителей позволяет НОВАТЭКу сократить зависимость от Газпрома и получать дополнительную прибыль. Средние цены реализации газа для них возросли на 17,5% г./г., тогда как для оптовых покупателей - на 13% г./г. При этом чистая цена для конечных потребителей (за вычетом транспортных расходов) была на 5% выше уровня оптовых цен.</p>
Продажи жидких углеводородов сократились из-за поставок в Усть-Лугу	<p>Продажи жидких углеводородов сократились на 5,4% г./г. из-за падения объемов реализации стабильного газового конденсата. Это связано с увеличением объемов углеводородов, отраженных как остатки готовой продукции и товары в пути в составе запасов. В июне 2013 г. НОВАТЭК запустил перерабатывающий комплекс в порту Усть-Луга, что привело к росту запасов как сырья, так и продуктов переработки. Рост выручки был ограничен увеличением запасов газа с 84 млн куб. м до 1,44 млрд куб. м, что составляет почти 10% от объема реализации во 2 кв. 2013 г. Стоит отметить, что НОВАТЭК существенно увеличил (+56% г./г.) закупки газа как за счет наращивания добычи на старых совместных предприятиях, так и новых приобретений (доли в Нортгазе).</p>
Эффективность осталась на прежнем уровне	<p>Рост закупок углеводородов стал причиной падения рентабельности по EBITDA с 46,7% во 2 кв. 2012 г. до 37,1% во 2 кв. 2013 г. из-за более низкой рентабельности реализации закупленных углеводородов по сравнению с продажей собственных. В целом же показатель EBITDA на барр. собственной добычи остался на прежнем уровне и составил 257,6 руб./барр, а сам показатель EBITDA вырос на 3% до 21,54 млрд руб.</p>
Сокращение убытков по курсовым разницам поддержало прибыль	<p>Чистая прибыль существенно опередила темп роста EBITDA благодаря меньшему неденежному убытку по курсовым разницам, который сократился почти в два раза до 2,69 млрд руб. Поддержку оказала и более низкая эффективная налоговая ставка (19,9%).</p>
Капитальные вложения растут в рамках прогнозов	<p>Капитальные вложения ожидаемо выросли - до 17,4 млрд руб., что обусловлено продолжением разработки Юрхаровского месторождения и модернизацией Пуровского завода. Более 2,3 млрд руб. во 2 кв. 2013 г. было вложено в строительство комплекса по переработке и транспортировке в Усть-Луге. Во 2 кв. НОВАТЭК уже отправил первый танкер с 80 тыс. тонн нефти, произведенной на это комплексе.</p>
Отрицательный денежный поток – временный фактор	<p>Из-за увеличения капвложений НОВАТЭКу не удалось во 2 кв. продемонстрировать положительный свободный денежный поток. Но в целом по итогам 2013 года мы полагаем, что компания сможет полностью покрыть свои инвестиционные потребности за счет собственного операционного потока.</p> <p>Рублевые выпуски эмитента БО-2,3,4 (УТМ 7,6-7,7% @ октябрь 2015 г.) имеют спред к ОФЗ в 170 б.п., что соответствует остальным облигациям 1-го корпоративного эшелона. Сужение этого спреда может произойти лишь при снижении ставки РЕПО ЦБ, которое в свете негативных экономических данных ожидается нами в сентябре. Евробонды NOVATEK 21,22 не интересны для покупки, котируясь на кривой Газпрома.</p>

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.