

## Пульс рынка

- Итоги телеконференции с Минфином. Слова А. Моисеева подтвердили наши предположения о том, что механизм конвертации средств для трансферта в Резервный фонд на открытом рынке (а не через ЦБ), может быть похож на целевые интервенции ЦБ. Покупки валюты будут осуществляться часто, скорее всего, на ежедневной основе. Прогнозирование их объемов пока находится в стадии разработки, но, вероятно, будет осуществляться поквартально. Минфин нацелен на предоставление коротких средств рынку на регулярной основе соизмеримо спросу. Переход на новый механизм, скорее, вопрос 2014-2015 гг. (если не достигнет активного обсуждения в 2013 г.). Он разрабатывается совместно с ЦБ, но детали по возможному изменению курсовой политики регулятора не разглашаются.
- Минфин "укоротил" предложение ОФЗ, опять почти без премии. В связи с изменившейся конъюнктурой был отменен аукцион по 15-летним ОФЗ 26207, но увеличено предложение 7-летних ОФЗ 26210 на 10 млрд руб. (до 30 млрд руб.). При этом, несмотря на негативную ценовую динамику (за последнюю неделю ОФЗ 26210 потеряли 50 б.п. - до 101,91% от номинала, YTM 6,55%), ориентир (YTM 6,51-6,56%) не предполагает почти никакой премии к рынку. Мы ожидаем продолжения коррекции на рынке ОФЗ как из-за отсутствия притока "новых" нерезидентов, так и негативной ценовой динамики госбумаг GEM. Стоит отметить, что выпуск имеет относительно невысокую ликвидность (первичное размещение состоялось в декабре 2012 г., в обращении - 56 млрд руб.). На наш взгляд, спекулятивный интерес для участия в сегодняшнем аукционе отсутствует.
- Высокий спрос на бумаги Газпрома (BBB/Baa1/BBB) как индикатор избыточной премии к ОФЗ. Доходность по 3-летнему выпуску была установлена на уровне YTM 7,64% (=ОФЗ + 160 б.п.), для 4- и 5-летних бумаг - YTM 7,69% (=ОФЗ + 150 б.п.). Таким образом, несмотря на большой объем предложения бумаг (30 млрд руб.), размещение прошло ниже границ первоначальных ориентиров на 10-30 б.п., а наибольший интерес участники проявили к среднесрочным облигациям. Это свидетельствует о наличии ожиданий дальнейшего сжатия спредов корпоративных бумаг 1-го эшелона к ОФЗ. Мы не исключаем, что часть спроса могла быть сформирована за счет продажи ОФЗ, судя по их негативной ценовой динамике. В текущих условиях мы считаем новые бумаги Газпрома лучшей альтернативой "дорогим" ОФЗ.
- Банкам на "первичке" становится тесно. Очередь на "первичку", в которой уже находятся бумаги БРС, пополнилась еще двумя интересными выпусками. ХКФ Банк (-/Ba3/BB-) вышел на первичный рынок с 3-летними БО-2 на 3 млрд руб. с ориентиром YTM 9,84-10,38%, что соответствует спреду к ОФЗ в 380-430 б.п. Обращающиеся бумаги эмитента котируются на уровне YTW 9,40%, но не отличаются высокой ликвидностью. Лучшим ориентиром являются недавно размещенные БО-4 КредитЕвропа Банка (-/Ba3/BB-), доходность по ним была определена на уровне YTP 9,83% к годовой оферте (=ОФЗ + 420 б.п.). Мы считаем, что ХКФ Банк имеет более сильный кредитный профиль, и новые бумаги интересны даже по нижней границе ориентира. Предложение от Альфа-Банка (BB+/Ba1/BBB-) 3-летних БО-8 с ориентиром YTM 9,47-9,99% (=ОФЗ + 340-390 б.п.) выглядит щедро. Так, обращающиеся выпуски БО-3 (YTP 7,94% @ сентябрь 2013 г.) и БО-7 (YTP 8,1% @ февраль 2014 г.) котируются со спредом к ОФЗ в 240-250 б.п. По нашему мнению, премия по новым бумагам (100-150 б.п.), помимо маркетинговых соображений (в ходе размещения ориентир, скорее всего, будет снижен), может быть связана с новыми коэффициентами риска (с 1 февраля по Положению 387-П) для ценных бумаг эмитентов из категории высокого риска (к которой относится и Альфа-Банк) по классификации ЦБ РФ: они повышаются в среднем на 75% (с 98% до 164%).
- S&P изменило прогноз по рейтингу Кокса (B/B2/-) на негативный. Катализатором стало недавнее ослабление ковенанты Чистый долг/LTM EBITDA по кредитам Сбербанка (с 4,0x до 5,0x) и обращение к держателям бондов KOKS 16 об отмене ковенанты (Долг/EBITDA < 3,5x) для получения возможности привлечь новый долг (за согласие держателям были предложены скромные 1,5% от номинала). S&P полагает, что без отмены ковенанты Кокс не сможет финансировать оборотный капитал и инвестиции уже в апреле 2013 г. Мы разделяем опасения агентства и считаем, что обращающиеся облигации эмитента (KOKS 16 (YTM 8,4%) и БО-2 (YTM 10%)) выглядят слишком дорого в сравнении с кредитным риском.

## Темы выпуска

- Макростатистика января: потребительская неуверенность

## Макростатистика января: потребительская неуверенность

Январская статистика примечательна снижением потребительской активности...

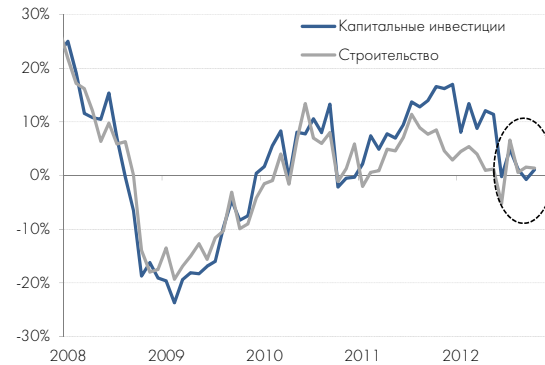
Опубликованная вчера статистика Росстата по основным макроиндикаторам, учитывая наши умеренно пессимистичные прогнозы на начало 2013 г., оказалась не так плоха, как можно было предполагать. Неожиданным для стало лишь существенное замедление роста розничного товарооборота, в то время как какого-либо улучшения динамики инвестиций на фоне продолжающегося уже около полугода затухания промышленной активности в январе мы не прогнозировали.

### Динамика оборота розничной торговли и реальных зарплат, 2007-2012



Источники: Росстат, оценки Райффайзенбанка

### Динамика инвестиций и строительства, 2008-2012



...тогда как инвестиции пока не отразили "провал" в промышленности

По нашему мнению, январская статистика пока не закрепляет разочаровывающие результаты промышленности, на которые могли оказать влияние, в том числе, и разовые факторы. Согласно новым данным, в январе 2013 г. инвестиции в основной капитал несколько ускорили свой рост (до 1,1% г./г. после падения на 0,7% г./г. в декабре 2012 г.), но значимого улучшения не произошло (темпы роста остаются на уровне 4 кв. 2012 г. - 1,3%). Мы полагаем, что одной из главных причин замедления роста инвестиций в основной капитал в последние месяцы стало снижение активности в строительстве, вклад которого в формирование инвестиций на фоне реализации крупных инфраструктурных госпроектов существенно увеличился.

Мы воспринимаем замедление роста розничного товарооборота негативно, поскольку кредитования замедлилось пока незначительно, а динамика зарплат улучшилась

Однако наибольшие опасения у нас вызывает довольно сильное замедление роста розничного товарооборота - до 3,5% г./г. (наш прогноз составлял 5%) после 4,5% в 4 кв. 2012 г. Несмотря на то, что в январе потребительская активность традиционно несколько ниже после предновогоднего всплеска продаж, такого значительного снижения темпов роста мы не ожидали. Происходящее еще больше настораживает, поскольку произошло на фоне улучшения показателя реальных заработных плат, рост которых, вопреки прогнозам, ускорился до 8% г./г. после 5% г./г. в декабре 2012 г. (несмотря ни на эффект базы, ни на повышение инфляции). Мы склонны воспринимать замедление роста потребления негативно, учитывая, что потребительское кредитование, которое оставалось главной движущей силой покупательной способности, пока замедлилось незначительно. Ухудшение ситуации подтверждается и тем, что в последние месяцы наметилась тенденция снижения потребительской уверенности, а также незначительное, но увеличение нормы сбережений. Не добавляют оптимизма и данные по рынку труда - после продолжительного периода относительно низкой безработицы (~5,4%) в январе она ускорилась до 6%.

Мы сохраняем наш прогноз по ставкам, снижения которых Центробанком ожидаем с апреля

В целом, по новым данным, основные экономические риски в ближайшее время сводятся к снижению потребительской и промышленной активности, что также может повлечь за собой ослабление инвестиций. Мы считаем, что эти вопросы станут главными при обсуждении целесообразности смягчения монетарной политики на предстоящем заседании ЦБ в начале марта. В интервью газете "Ведомости", С. Игнатьев подтвердил, что ЦБ рассматривает возможность снижения ставок по мере снижения темпов инфляции, что доказывает твердую позицию регулятора в дискуссии с властями о снижении ставок. Поэтому, учитывая, что мы ожидаем замедления инфляции не раньше марта, по-нашему мнению, ЦБ начнет снижать ставки не ранее апреля. Общий потенциал снижения ставок во 2 кв. мы оцениваем в 50 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 Никель	Uranium One

### 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

Высокая инфляция января склоняет чашу весов в пользу ЦБ

### Валютный рынок

Рубль должен выйти из спячки

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

### Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

По нашим оценкам, ставки будут снижены ЦБ не раньше марта

### 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.