

Пульс рынка

- **В ожидании позитивных новостей от FOMC.** Настроения на финансовых рынках немного улучшились, чему способствовали ожидания запуска новых мер стимулирования экономики США взамен завершающейся TWIST, а также публикация макроданных по Японии лучше ожиданий. Заказы в машиностроении в Японии в октябре после спада за предыдущие 2 месяца продемонстрировали рост на 2,6% м./м., что является признаком увеличения капитальных расходов со стороны компаний, также восстановление произошло и в автоиндустрии. Напомним, что победа оппозиции на внеочередных выборах в парламент Японии, скорее всего, увеличит масштаб количественного смягчения. Сегодня мы ожидаем умеренного роста на рынках (заседание FOMC завершится после закрытия торгов в России).
- **Минфин увеличил предложение и решил не скупиться на премию по ОФЗ.** Сегодня Минфин помимо ранее запланированного 9,5-летнего выпуска ОФЗ 26209 (YTM 6,82%) в объеме 30 млрд руб. предложил и короткие ОФЗ 25080 (YTM 6,49%) на сумму ~20 млрд руб. Ориентиры YTM 6,88-6,93% и YTM 6,48-6,53% по 9,5-летним и 4,5-летним бумагам, соответственно, предполагают премию ко вторичному рынку (так по длинным бумагам она составляет 6-11 б.п.). Напомним, что, несмотря на отсутствие негатива, в прошлую среду на аукционе Минфину удалось реализовать лишь 36% из предложенных 15-летних ОФЗ 26207 (доходность по цене отсечения - YTM 7,0%), что свидетельствует о неустойчивости спекулятивного спроса (мысли на тему "а не пора ли уже продать" все чаще посещают спекулятивно настроенных инвесторов). Однако на этой неделе ценовой рост ОФЗ продолжился (например, выпуск 26209 подорожал на 1,2 п.п. до 107% от номинала), в результате доходности вдоль кривой снизились на 10 б.п. По-видимому, в начале недели возобновились покупки со стороны нерезидентов. В ходе аукциона длинные ОФЗ были размещены в полном объеме по средневзвешенной доходности YTM 6,81% (заметно ниже границ ориентира), что свидетельствует о высоком спекулятивном интересе.
- **Со слов С. Швецова, ЦБ ожидает в 1 кв. 2013 г. дефицит ликвидности.** Регулятор считает, что из-за слишком большой задолженности банков перед госсектором поступающие в декабре масштабные госрасходы не смогут "закрыть накопившийся дефицит". Это полностью согласуется с нашими опасениями, которые мы неоднократно высказывали в течение последних месяцев. Прежде всего, мы отмечаем, что нетто-приток госрасходов в этом году, по нашим оценкам, несколько меньше уровня 2011 г., т.е. около 700 млрд руб. Если Минфин перенесет большую часть депозитов на январь 2013 г., что подтверждается аукционами в декабре (именно из этого мы исходим), у банков будет возможность погасить существенную часть задолженности по РЕПО в декабре и ее объем может снизиться до уровня близкого к 1 трлн руб. Но при пролонгации большей части депозитов на 2013 г. вполне вероятно, что в январе банкам потребуется вернуть, по нашим оценкам, более 400 млрд руб. Минфин едва ли сможет пролонгировать существенную ее часть на февраль 2013 г. - эти средства будут нужны для пополнения Резервного фонда (на ~900 млрд руб.), а трансферт осуществляется в феврале. Таким образом, дополнительный спрос на ликвидность (за вычетом притока средств в январе) к концу февраля может составить не менее 200 млрд руб., ожидаемый в последующие месяцы профицит бюджета будет усугублять дефицит ликвидности.
- **Транснефть (BBB/Vaa1/-) вышла на "первичку" без премии.** Начался маркетинг БО-1,2 номиналом 17 млрд руб. каждый с ориентиром YTP 7,85-8,16% к 2-летней оферте, что соответствует премии к ОФЗ в 140-175 б.п. По нашему мнению, долг привлекается для финансирования капвложений: во 2 кв. операционного денежного потока (23,6 млрд руб.) оказалось недостаточно для покрытия сарех (51,5 млрд руб.). В феврале 2013 г. планируется начать строительство 2-й очереди трубопровода Заполярье-Пурпе (стоимость проекта составляет 200 млрд руб.). На вторичном рынке близкие по дюрации корпоративные выпуски 1-го эшелона ФСК-15 (YTP 8,13% @ октябрь 2014 г.) и Газпромнефть-11 (YTP 8,0% @ февраль 2015 г.) котируются со спредом к суверенной кривой на уровне 160-170 б.п. Таким образом, ориентиры по новым бумагам не предполагают никакой премии к рынку. Участие в размещении интересно лишь с точки зрения спекулятивной ставки на дальнейший ценовой рост корпоративного 1-го эшелона вслед за ОФЗ и/или сужение кредитных спредов. По нашему мнению, с замедлением ценового роста ОФЗ произойдет некоторое (25-50 б.п.) сокращение спредов корпоративных бумаг к суверенной кривой.

Темы выпуска

- **Внешняя торговля: сдержанный рост импорта**
- **ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией**

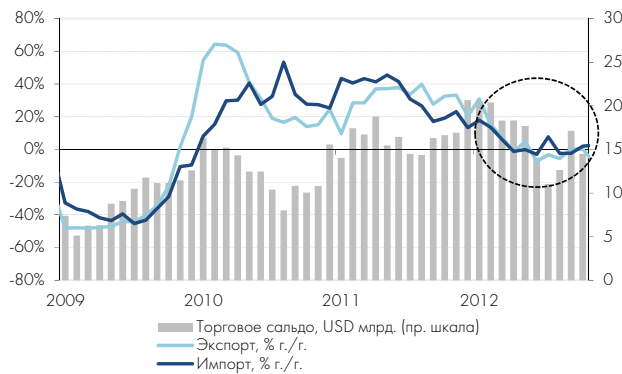
Внешняя торговля: сдержанный рост импорта

Объемы экспортной выручки выросли незначительно

Вчера ЦБ и ФТС опубликовали данные о состоянии внешней торговли в октябре и об импорте из стран дальнего зарубежья в ноябре 2012 г. Наибольшее внимания, на наш взгляд, заслуживает сопоставление торговых объемов с прошлым годом. Так, несмотря на то, что экспортная выручка в октябре немного превзошла наши ожидания, составив 46,0 млрд долл., она все же не превысила свой прошлогодний октябрьский результат (нулевой рост к октябрю 2011 г.), а тогда среднемесячная цена на нефть была на 5-6 долл. ниже, чем сейчас.

Наблюдаемая тенденция снижения экспортных доходов, как мы неоднократно писали, связана с падением физических объемов экспортируемых энергоносителей, однако, в последние месяцы, в особенности в октябре, мы отмечаем, что ситуация в этом отношении улучшилась.

Динамика экспорта и импорта, 2009-2012 гг.



Источник: ЦБ, ФТС, оценки Райффайзенбанка

Наш прогноз сдержанного роста импорта подтверждается

Поскольку от экспортной выручки мы ожидаем относительной стабильности, в центре нашего внимания — динамика импорта. Именно она (кроме оттока капитала) является источником неопределенности для рубля на ближайшие месяцы. Недавно мы обращали внимание на то, что рост импорта в 3 кв. существенно замедлился, и эта тенденция, как мы полагали, должна была продолжиться в дальнейшем. Согласно новым данным, в октябре импорт вырос год к году только на 2% (до 31,5 млрд долл.), что полностью подтверждает наши прогнозы. Как мы и ожидали, главной причиной замедления роста импорта остается стагнация импорта машин, оборудования и транспортных средств (около 50% всего импорта), что полностью согласуется с текущей ситуацией в промышленности и в целом слабой динамикой инвестиций.

Кроме ослабления роста инвестиционного импорта, наметились признаки снижения потребительского импорта

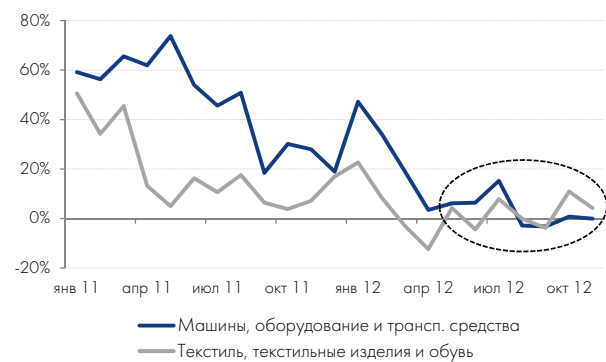
Кроме того, наши опасения, что происходит сокращение спроса не только на инвестиционный импорт, но и на импорт потребительских товаров, уже находят косвенное подтверждение в официальной статистике за ноябрь. Так, существенно замедляются темпы роста импорта текстиля, одежды и обуви, в то время как в бытовой химии, парфюмерии и медикаментах, которые в терминах потребительской корзины являются базовыми, они не падают. Мы считаем, что это может отражать реакцию населения на резкое снижение темпов роста реальных зарплат и рост инфляционных ожиданий, которые заставляют сокращать потребление тех товаров, от которых можно отказаться. Причем, помимо этой негативной тенденции, мы по-прежнему ожидаем, что в силу своего небольшого вклада в общий показатель (около 14%) рост продовольственного импорта из-за последствий засухи компенсировать снижение ввоза машин и оборудования не сможет.

Текущая динамика импорта, хотя и благоприятна для рубля, но главный источник позитива для курса стоит искать в других факторах

Из этого мы делаем вывод, что среднемесячные темпы роста импорта в среднесрочной перспективе останутся низкими. Учитывая более позитивную октябрьскую и ноябрьскую статистику, профицит текущего счета в 4 кв., по нашим оценкам, будет близким к 1,5 млрд долл., что оказывает несильную поддержку рублю, так как отток капитала в 4 кв. оценивается нами примерно на том же уровне.

Более положительным для рубля в этом отношении будет 1 кв. 2013 г. — к понижательному давлению на импорт со стороны сокращения внутреннего спроса добавится сезонный фактор низкого спроса на импорт в начале года. Также мы ждем позитивного эффекта от притока средств на фоне либерализации рынка ОФЗ для нерезидентов.

Динамика импорта машин и оборудования, текстиля, одежды и обуви

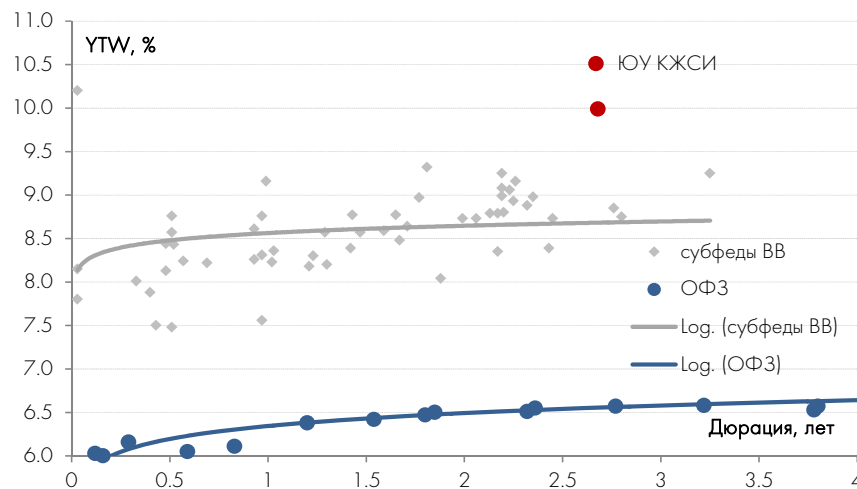


ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

Премиальное предложение в сегменте BB+

Южно-Уральская Корпорация жилищного строительства и ипотеки (далее ЮУ КЖСИ) начала премаркетинг нового выпуска номиналом 2,5 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 9,75-10,25% годовых, который соответствует YTM 9,99-10,51% к погашению через 3 года и предполагает спред к кривой ОФЗ в размере 350-400 б.п. Учитывая наличие рейтинга у выпуска на уровне BB+ от Fitch, который лишь на одну ступень ниже инвестиционной категории, мы считаем, что объявленный ориентир несет некоторую премию к бумагам 2-го эшелона (с рейтингом категории "BB") в размере 50-100 б.п. При этом по кредитному риску выпуск сопоставим с бумагами субфедеральных эмитентов категории "BB", т.к. по нему будет представлена госгарантия Челябинской области (BB+/-/BB+). Отметим, что близкие по дюрации и кредитному рейтингу облигации Красноярского края (BB+/Ba2/BB+) и Якутии (BB+/-/BBB-) котируются с YTM 8,40-8,90%. К недостаткам выпуска можно отнести лишь его небольшой номинал, который может транслироваться в низкую ликвидность на вторичных торгах.

Диаграмма доходностей "субфедов" категории "BB"



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

100% ЮУ КЖСИ принадлежит Челябинской области (BB+/-/BB+)

ЮУ КЖСИ была создана на основании Постановления Правительства Челябинской области в 2002 г., которая через Министерство промышленности и природных ресурсов владеет 100% капитала корпорации. Основной задачей ЮУ КЖСИ является развитие строительной отрасли Челябинской области и увеличение доступности жилья (за счет ипотечных продуктов) для населения. Корпорация осуществляет не только контроль над процессом строительства, но и производство строительных материалов, а также занимается реализацией и эксплуатацией недвижимости.

По итогам 2011 г. ЮУ КЖСИ стала лидером среди застройщиков области по вводу жилья в эксплуатацию (104 тыс. кв. м) с долей рынка 8,7% и заняла 2-е место среди финансово-кредитных организаций области по объему выдачи ипотечных займов (на сумму 1,4 млрд руб.). По плану по итогам 2012 г. планируется ввести в эксплуатацию 105 тыс. кв. м и выдать ипотечные кредиты в объеме 2,8 млрд руб. Стоит отметить, что, согласно МСФО за 2011 г., корпорация имела низкий уровень долга в сравнении с собственным капиталом (1,6 млрд руб. против 2,4 млрд руб.), а также была прибыльной (чистая прибыль составила 183 млн руб.) при выручке на уровне 3,8 млрд руб.

Наличие госгарантии - ключевой фактор кредитного качества эмитента

По выпуску облигаций предусмотрено обеспечение в виде государственной гарантии от Челябинской области (BB+/-/BB+), согласно распоряжению Правительства области от 31 июля 2012 г. Мы отмечаем, что гарантия предоставляется как по номинальной стоимости облигаций (2,5 млрд руб.), так и по купонным платежам (на сумму 750 млн руб.). Срок действия гарантии (1 182 дня) покрывает период обращения облигаций (1 092) с запасом 90 дней, который достаточен для подготовки полного пакета документов для получения

возмещения от Челябинской области в случае теоретического дефолта эмитента. По нашему мнению, 100% участие Челябинской области в капитале эмитента почти полностью исключает возможность отзыва госгарантии. Таким образом, можно считать, что с точки зрения кредитного риска новый выпуск облигаций ЮУ КЖСИ эквивалентен облигациям, выпущенным Челябинской областью.

**Высокая финансовая
устойчивость
Челябинской области**

Стоит отметить, что за 10М 2012 г. консолидированный бюджет Челябинской области, как и большинства субфедеральных образований, был исполнен с профицитом (в размере 4,5% от доходов). По доле безвозмездных перечислений (куда входят субвенции, субсидии, трансферты) в консолидированных доходах Челябинская область выглядит лучше Якутии (с долей 47%) и Чувашии (46%) и немного уступает Самарской области (19,5%) и Красноярскому краю (18%). В целом кредитные метрики свидетельствуют о высокой финансовой устойчивости Челябинской области.

Сопоставление бюджетных показателей "субфедов" рейтинговой категории ВВ

	Челябинская область	Якутия	Самарская область	Чувашия	Красноярский край
Рейтинг (S/M/F)	(BB+/-/BB+)	(BB+/-/BBB-)	(BB+/Ba1/-)	(-/Ba2/BB+)	(BB+/Ba2/BB+)
ВРП, млн руб., 2010 г.	645 932	384 726	692 928	152 490	1 050 159
Население (тыс. чел.), 2010 г.	3 479	958	3 216	1 252	2828
Исполнение консолидированного бюджета за 9М 2012 г. (млн руб.)					
Доходы	118 971	124 763	132 651	24 978	122 874
Налог на прибыль	16 466	22 879	37 976	3 836	44 636
НДФЛ	32 685	17 278	31 370	3 892	38 107
НДПИ	672	6 660	48	-	4 593
Налог на имущество	15 838	6 596	16 479	1 812	12 644
Безвозмездные поступления	32 477	58 433	25 828	11 485	22 528
Расходы	113 618	117 138	119 300	23 562	146 530
Профицит/Дефицит	5 353	7 625	13 351	1 416	(23 656)
Безвозмездные поступления/Доходы	27,3%	46,8%	19,5%	46,0%	18,3%
Долг*	3 000	7 750	35 561	7 600	15 926

* последние доступные данные

Источник: Минфины субфедеральных образований, Росстат, оценки Райффайзенбанка

**Кредитный рейтинг
гаранта на 1 ступень
ниже инвестиционного**

В конце ноября Fitch присвоил рейтинг Челябинской области на уровне ВВ+ с позитивным прогнозом, который отражает сильную экономику региона (развиты металлургия и машиностроение), хорошие бюджетные показатели в сочетании с очень низкой задолженностью (так, на 1 октября 2012 г. прямой риск у региона составлял 3 млрд руб., что < 5% прогнозируемых текущих доходов). Агентство отмечает, что поддержание суммарной задолженности менее 20% текущих доходов приведет к повышению рейтинга.

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 макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Темпы роста ВВП в 3 кв. опустились ниже 3%

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

Инфляция: сюрпризы октября

Валютный рынок

Сделка Роснефти по покупке ТНК-ВР не должна оказать существенного влияния на курс рубля до конца 1П 2013 г.

Монетарная политика ЦБ

Как мы и ожидали, ЦБ оставил ставки без изменений второй месяц подряд

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

Промышленность

Промышленный энтузиазм на исходе

Внешняя торговля

Внешняя торговля: динамика импорта указывает на риски экономики

Ликвидность

РЕПО в корзине

ЦБ рассматривает возможность удлинения срока рефинансирования

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Бюджет поддержит ликвидность в ноябре

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
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 инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Леонид Берещанский		(+7 495) 721 9900 доб. 5482

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.