

Пульс рынка

- **ВЭБ разместился.** Ставка купона по годовому выпуску ВЭБа номиналом 500 млн долл. была установлена на уровне 3,3% годовых (УТР 3,32%), что ниже границ первоначального ориентира (3,5-3,7%). В сравнении с рынком евробондов премия практически отсутствует (бумаги RSHB 13 котируются около УТМ 2,77-3,14%). Однако и при такой доходности облигации могут быть интересны инвесторам, которые используют валютные свопы в своей торговой стратегии. При конвертации новых долларовых облигаций ВЭБа в рубли (продажей соответствующих форвардных контрактов на руб./долл.) получается доходность 8,5% годовых, которая предполагает премию 220 б.п. к кривой ОФЗ, являющейся максимальной среди коротких бумаг первого эшелона.
- **Очередной deadline для Греции сегодня.** Министры стран-членов ЕС на встрече с премьер-министром Греции в Брюсселе оценят эффективность принятых греческим правительством мер по сокращению бюджетного дефицита и, возможно, примут решение о выделении очередного транша в размере 130 млрд евро для спасения страны от дефолта. Таким образом, в случае одобрения будет списано около 100 млрд евро задолженности частным кредиторам, или 70% долга страны.
- **Позитив из Китая.** Сегодня фактором поддержки может стать объявленное в субботу сокращение китайским регулятором нормы резервирования по депозитам на 0,5 п.п. для банков страны с 24 февраля для увеличения объемов кредитования и поддержания высокого уровня экономического роста в стране. Более того, рынок ожидает, что правительство Китая, вероятно, решится на больший объем мер по поддержанию экономики в ближайшем будущем на фоне остывания внутреннего рынка недвижимости и остающихся проблем еврозоны.
- **Состояние ликвидности в преддверии новых налогов остается комфортным** благодаря продолжающемуся, но менее интенсивному, притоку госрасходов и интервенциям ЦБ. Так, несмотря на то, что сегодня завершается уплата НДС (~110 млрд руб.), в пятницу наблюдался небольшой чистый прирост ликвидности (~20 млрд руб.), а остатки на корсчетах и депозитах по-прежнему выше 1 трлн руб., что создает благоприятный фон в преддверии погашения в среду 100 млрд руб. депозитов перед Минфином и уплаты НДС и акцизов (~220 млрд руб.) до 27 февраля. Учитывая, что помимо существенного накопленного запаса средств у банков есть возможность завтра пролонгировать депозиты Минфина в полном объеме (на 1 мес. мин. под 6,0%), мы ожидаем, что давление на ставки денежного рынка останется умеренным.

Темы выпуска

- **Сбербанк: дамоклов меч над денежным рынком**
 - **Новый выпуск ОФЗ: интересен ближе к верхней границе**
 - **Макростатистика: предвыборный оптимизм**
-

Сбербанк: дамоклов меч над денежным рынком

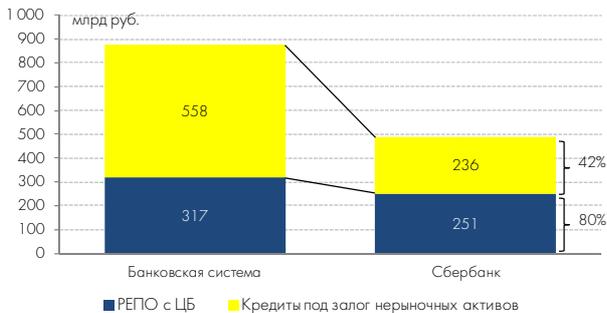
Казалось бы, ситуация с ликвидностью для подавляющего большинства банков сошла на нет...

... однако спрос на средства Минфина и длинное РЕПО с ЦБ не утихает

В последнее время ситуация с ликвидностью значительно улучшилась. Активный приток средств (в большей степени госрасходов, в меньшей - от покупок валюты ЦБ) позволил сгладить последствия дефицита рублевой ликвидности после крупных погашений депозитов перед Минфином в январе 2012 г. По мере интенсификации бюджетных поступлений остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ заметно превысили 1 трлн руб., задолженность банков перед ЦБ и Минфином упала с 1,5 трлн руб. (на 10 января 2012 г.) до 1 трлн руб., а ставки денежного рынка опустились до комфортного уровня 4,5%. Казалось бы, проблемы с недостатком рублевой ликвидности сошли на нет.

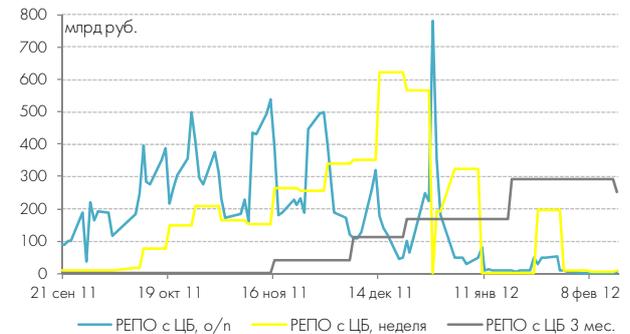
Однако нельзя не отметить, что сокращение задолженности перед Банком России происходило в основном за счет снижения спроса на короткие о/п и недельные операции РЕПО, в то время как более длинные 3-месячные сделки и кредиты под обеспечение нерыночными активами не просто пролонгировались, а росли. Не утихал спрос и на средства Минфина, хотя число участников на этих аукционах зачастую ограничивалось несколькими, а порой, даже одним банком. Стоимость средств ЦБ и Минфина оставалась высокой (РЕПО с ЦБ ~5,5-6% о/п, средства Минфина ~7,4% на месяц), а ставки денежного рынка падали, что позволило нам предположить, что к началу февраля проблемы с ликвидностью концентрировались лишь в нескольких крупных банках, в то время как основная масса участников рынка уже решила свои проблемы и больше не нуждалась в поддержке со стороны регуляторов.

Структура задолженности банковского сектора на 1 февраля 2012 г.



Источник: ЦБ, отчетность Сбербанка, оценки Райффайзенбанка

Структура задолженности банковского сектора по РЕПО с ЦБ



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

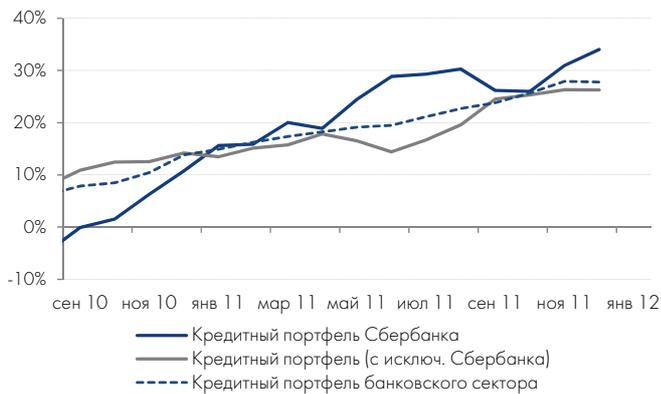
На 1 февраля 2012 г. на долю Сбербанка пришлось 80% всей задолженности по РЕПО с ЦБ

Начав анализировать отчетность крупнейших банков за январь, мы обнаружили, что Сбербанк является основным заемщиком средств через инструменты рефинансирования ЦБ. По состоянию на 1 февраля 2012 г., на долю Сбербанка пришлось до 80% всей задолженности банковского сектора по РЕПО с ЦБ (251 млрд руб. из 317 млрд руб.) и до 42% общего объема кредитов под залог нерыночных активов (236 млрд руб. из 558 млрд руб.). Причем общий прирост такой задолженности в январе практически полностью (на 80-85%) обеспечен Сбербанком (+231 млрд руб.). Это подтверждает нашу гипотезу о том, что недавнее ухудшение ситуации с ликвидностью связано не столько с проблемами нескольких крупных игроков, сколько с осложнениями в привлечении фондирования индивидуального характера.

Наиболее реалистичной причиной возникновения проблем с финансированием у Сбербанка мы считаем ускорившийся в 2011 г. рост кредитного портфеля при ограниченных возможностях расширения ресурсной базы. Если сравнить данные по росту кредитов Сбербанка в годовом сопоставлении с динамикой кредитов прочих банков, очевидно, что кредитный портфель Сбербанка рос опережающими темпами (34% против 26%). Стимулом к такой активизации, на наш взгляд, стал не столько отложенный спрос, сколько заметное снижение Сбербанком ставок и применение других инструментов стимулирования кредитования в 2010-2011 гг. Так, ставки по потребкредитам были снижены в 2010 г. мин. на 1,6-4,5 п.п., ставки по ипотечным кредитам в среднем на ~2 п.п. (в зависимости от программы), снижен первоначальный взнос для ипотеки до 10-15%, отменены комиссии (с 19 апреля 2010 г.) и увеличена макс. сумма кредита в 1,5-2 раза. Ситуация осложнялась еще и тем, что депозиты банка росли существенно медленнее (18% г./г.), чем в среднем по рынку (20,9% г./г.). Замедление роста вкладов могло последовать как за снижением депозитных ставок в 2010 г. (мин. на 1-2 п.п.), так и ввиду растущих опасений относительно стабильности российской экономики.

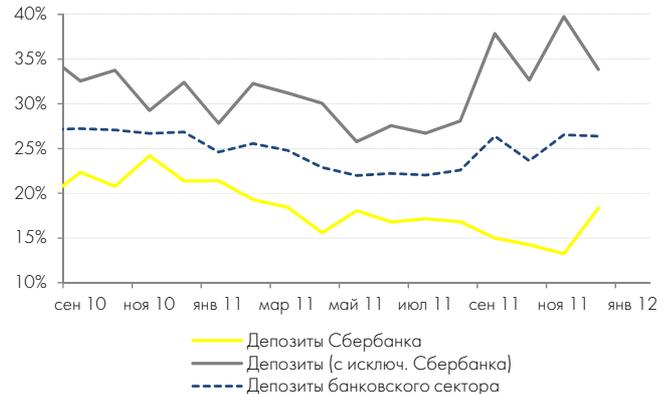
При этом осенью 2011 г. темпы роста ресурсной базы пошли на снижение, что было связано с затруднением в привлечении депозитов физлиц, которые формируют ~60% фондирования Сбербанка. Кроме того, ситуацию дефицита мог усугубить и декабрьский рост наличности в обращении (+756 млрд руб.). Скорее всего, лавинная доля прироста наличности в последний месяц года "прошла" через Сбербанк, что привело к внушительному изъятию ликвидности. В январе 2012 г. ее "возвращение" на рынок происходило уже через множество банков, в результате чего наличность распределилась по банковской системе, и гораздо меньшая ее часть вернулась в Сбербанк.

Сопоставление динамики кредитования Сбербанка и проч. банков, темпы роста %/г.



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Сопоставление динамики вкладов Сбербанка и проч. банков, темпы роста %/г.



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Увеличивающийся дисбаланс между восходящей динамикой кредитов и нисходящей динамикой депозитов в ухудшающихся экономических условиях требовал дополнительного фондирования. Ситуация осложнялась еще и недостатком достаточно длинного фондирования, что лишь увеличивало разрыв ликвидности. Не стоит забывать и про последнее масштабное приобретение Сбербанка: Тройка диалог и Volksbank. По нашим оценкам, на 1 февраля 2012 г. около 70% кредитов под залог нерыночных активов на балансе Сбербанка составляли займы на 91-180 дней, в то время как практически все сделки РЕПО имели срок 3 мес.

Таким образом, учитывая, что для большинства кредитных организаций проблема с ликвидностью не является острой, а основной спрос на фондирование предъявляет Сбербанк, дальнейшее развитие ситуации на российском денежном и долговом рынках во многом будет определяться степенью его потребности в дополнительном фондировании и действиями по увеличению своей ликвидной позиции. Поскольку с фундаментальной точки зрения эти проблемы никуда не исчезли, а внешний долговой рынок довольно узок (сразу занять 10 млрд долл. довольно сложно), чтобы полностью удовлетворить необходимость Сбербанка в длинной ликвидности, мы считаем, что банк будет использовать в основном локальные ресурсы, прежде всего, средства населения, а также, по возможности российского рынка облигаций.

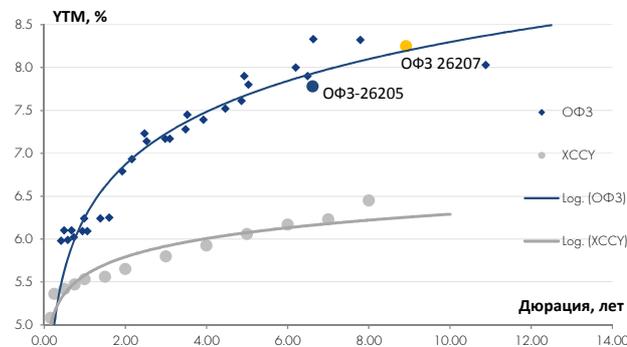
Средства населения. Недавнее повышение ставок по депозитам физлиц (в ноябре 2011 г. макс. 1.5 п.п.) позволит банку привлечь средства клиентов, но с заметной задержкой (как правило, полный эффект проявляется лишь через 3-6 месяцев). Безусловно, наличие положительных реальных процентных ставок по депозитам на фоне низких инфляционных рисков является фактором повышающим уровень сбережений, что ускоряет приток средств на банковские депозиты. По нашим оценкам, для нивелирования дисбаланса между кредитами и депозитами Сбербанку достаточно нарастить депозиты в течение года на вполне достижимые 15% (или на 700-800 млрд руб.), при этом прирост депозитов в 2011 г. составил ~18%. Обратной стороной увеличения доли депозитов (характеризующихся своей высокой стоимостью) в обязательствах является удорожание обязательств, что окажет давление на чистую процентную маржу и/или приведет к росту ставок кредитования. Стоит отметить, что чистая процентная маржа Сбербанка (составившая 6,5% по МСФО за 9М 2011 г.) является высокой в сравнении с крупными банками (например, этот показатель у ВТБ составил 4,9%, РСХБ – 5,7%, ПСБ – 4,4%). Это в целом позволяет относительно безболезненно пережить удорожание пассивов. Однако мы полагаем, что Сбербанк не будет жертвовать маржой серьезно и, скорее, увеличит ставки по кредитам.

Рынок облигаций. Альтернативой средствам населения (пусть и менее емкой) является рынок облигаций, который может позволить привлечь более дешевую длинную ликвидность. Улучшение рыночной конъюнктуры Сбербанк, скорее всего, будет использовать для выхода на первичный рынок. Так, в начале этого года уже было размещено три бонда в объеме 1,75 млрд долл. и 325 млн швейцарских франков. Кроме того, мы не исключаем, что эмитент последует примеру других российских госбанков и выйдет на локальный рынок облигаций. Таким образом, присутствует высокий навес предложения на рынке облигаций со стороны качественного эмитента, который будет являться сдерживающим фактором для сужения кредитных спредов в первом эшелоне, по крайней мере, для банковского сегмента.

Дамоклов меч над денежным рынком. Мы отмечаем, что наличие дефицита длинной ликвидности у крупного участника рынка может вызывать шоки на денежном рынке во время снижения общего объема ликвидности в системе, подобно тем, которые наблюдались в последнем квартале прошлого года.

Новый выпуск ОФЗ: интересен ближе к верхней границе

Диаграмма доходностей рынка ОФЗ



Источник: ММВБ, Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

На последних аукционах Минфин, пользуясь благоприятной рыночной конъюнктурой, удлинняет срок своих заимствований (вопреки озвученному плану). Эта среда не станет исключением: банкам будут предложены 15-летние ОФЗ нового выпуска 26207. Для того, чтобы выполнить план по объему заимствований на рынке ОФЗ за первые два месяца (148 млрд руб.) в эту среду Минфину требуется реализовать бумаги на сумму не менее 21,5 млрд руб. Справедливое положение бумаг 26207 (с купоном 8,15% годовых) на экстраполированной кривой ОФЗ находится на уровне YTM 8,05-8,15% при дюрации 8,95 лет, что соответствует цене 101,4 -102,6% от номинала. Однако, на наш взгляд, более адекватной является оценка, исходя из спреда к кривой кросс-валютных свопов (ХССУ). Предполагая спред к ХССУ на уровне 170-180 б.п. (по более коротким бумагам 26205 он сейчас составляет 165 б.п.), мы оцениваем справедливое положение ОФЗ 26207 в пределах YTM 8,15-8,25%, что соответствует цене 100,55-101,40% от номинала.

Мы ожидаем умеренный спрос на аукционе и считаем, что размещение должно пройти ближе к верхней границе указанного диапазона по доходности, учитывая премию к рынку за новую длинную дюрацию около 5-10 б.п. Многие участники имеют ограничения на максимальную дюрацию своих позиций и не успеют оперативно пересмотреть лимиты. Величина этой премии будет в большей мере определяться внешними факторами, в частности, решением по греческому вопросу.

Макростатистика: предвыборный оптимизм

Макростатистика января 2012 г. оставляет противоречивое впечатление

Макростатистика января 2012 г. оставляет противоречивое впечатление. Новые данные свидетельствуют в пользу сохранения высокого внутреннего спроса (как потребительского, так и инвестиционного), однако несмотря на сильную динамику большинства реальных макроиндикаторов, говорить об устойчивости положительной тенденции пока преждевременно, поскольку многие показатели были довольно сильно пересмотрены в сторону повышения.

Наиболее выдающиеся результаты продемонстрировали инвестиции в основной капитал, которые ускорили свой рост в январе 2012 г. до 15,6% после среднемесячных темпов в ~7-8% во 2П 2011 г. Такие высокие показатели не характерны для наблюдаемой в последние годы сезонности, когда освоение инвестиций было отчетливо смещено к 4 кв. Присутствие существенного инвестиционного спроса в январе мы склонны объяснять активизацией бюджетных расходов, приток которых нарастает в преддверии президентских выборов 4 марта 2012 г. Свою лепту внес и эффект низкой базы сравнения. Если расходование бюджетных средств в 1 кв. продолжится с интенсивностью января, вероятность чего велика (см. обзор от 13 февраля), темпы роста инвестиций будут оставаться на повышенном уровне на протяжении ближайших месяцев с последующим замедлением их роста в середине года и традиционным, но более умеренным, чем раньше, всплеском в декабре 2012 г.

Хорошие показатели инвестиций и реальных зарплат - во многом заслуга активизации госрасходов

Еще один показатель, который в полной мере отразил последствия интенсификации госрасходов - реальные заработные платы. Улучшение состояния реальных доходов населения в январе 2012 г., на наш взгляд, не столько заслуга сокращающейся инфляции, сколько повышения зарплат бюджетникам и прочих социальных дольщикам, обещания в отношении которых с заядлым постоянством появляются в прессе в канун выборов. Если учесть, что в декабре 2011 г. с учетом корректировки Росстата прирост реальных зарплат составлял 11,4% г./г., достижение в январе 2012 г. 9%-го роста уже не кажется столь значительным. Вполне вероятно, что показатель еще будет пересматриваться. Более умеренные темпы роста реальных располагаемых доходов - 2,3% г./г. в январе против 2,6% за 4 кв. 2011 г. менее показательны, поскольку на них не успело сказаться значительное повышение пенсий (с 1 февраля) и на темпах их роста статистически негативно сказывается снижение продаж валюты в период укрепляющегося рубля.

Все большую роль в росте покупательной способности населения после кредитования (темпы которого по-прежнему высоки) играют заработные платы (в частности, отложенный эффект новогодних бонусов и 13 зарплат) и снижение инфляции, нежели сокращение сбережений. На этом фоне потребительский спрос остается достаточно высоким, однако розничный товароборот замедлил свой рост в январе 2012 г. до 6,8% против сезонной активности в 4 кв. 2011 г. (9,1% г./г.). Отметим, что сильная динамика доходов и потребления несколько расходится с данными по рынку труда, где безработица выросла до 6,6% против 6,1% в декабре 2011 г., что впрочем, скорее, связано с сезонным эффектом и в действительности может не являться признаком ухудшения ситуации.

Новая макростатистика не в пользу снижения ставок ЦБ

Подводя итоги, новые данные говорят в пользу сохранения потребительской и инвестиционной активности, хотя и не без участия возросших в предвыборный период госрасходов, что формально может снизить в глазах ЦБ экономические риски и не предполагает снижения ключевых ставок на предстоящем в первой половине марта заседании совета директоров Банка России.

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.