Raiffeisen RESEARCH

Fixed Income Daily

27 февраля 2012 г.

Пульс рынка

- **Синхронного количественного смягчения не будет.** Сегодня парламент Германии должен проголосовать по вопросу выделения второго транша помощи (130 млрд евро) Греции, которая на прошлой неделе дала принципиальное согласие на выполнение всех поставленных перед ней условий (остались лишь формальности, в частности, получение одобрения кредиторов по списанию более половины госдолга). На встрече G-20 США и Великобритания подтвердили свое нежелание увеличивать капитал МВФ, посчитав, что сначала европейским лидерам (прежде всего, Германии) следует определиться с собственными планами в отношении стабилизационного механизма (ESM). В свою очередь, министр финансов Германии заявил, что увеличение средств в рамках ESM (до 750 млрд евро) не является обязательным (печатание денег не может быть бесконечным), поскольку может дестимулировать периферийные страны еврозоны к проведению реформ. По-видимому, Германия продолжит политику "кнута и пряника" в отношении слабых стран еврозоны, при этом помощь будет носить избирательный характер: общего решения проблемы европейского долгового кризиса по-прежнему нет. Прояснение ситуации с Грецией и ожидание притока дешевых денег от ЕЦБ (~500 млрд евро в рамках второго аукциона по размещению 3-летнего LTRO, который запланирован на эту среду) поддерживают аппетит на рисковые активы, при этом дорогая нефть (около 125 долл./барр.) повышает интерес к развивающимся странам-экспортерам нефти. В частности, 5Y CDS на Россию снизился (на 6 б.п.) до 193 б.п., минимального уровня с начала этого года.
- **Ситуация с ликвидностью остается спокойной.** Как мы и предполагали, благодаря госсредствам и интервенциям ЦБ (которые в подкоридоре корзины ниже 33,9 руб. могли усилиться до 130-250 млн долл. в день), уплата НДПИ и акцизов (220 млрд руб., завершение сегодня) привела к минимальному чистому оттоку ликвидности в пятницу - лишь 20 млрд руб. при сохранении высоких остатков на корсчетах и депозитах (961 млрд руб.). На отсутствие напряженности с ликвидностью указывает низкий спрос на о/п РЕПО - несмотря на расширение соответствующего лимита до 120 млрд руб., банки сегодня на первой сессии привлекли лишь символические 5,1 млрд руб. Потребность в ликвидности может проявиться на днях: в частности, завтра завершается уплата налога на прибыль (~70 млрд руб.), а банки будут находиться в поиске средств для погашения в среду 126,6 млрд руб. депозитов перед Минфином, информация о возможности пролонгации которых со стороны ведомства на текущий момент отсутствует.
- **Банковская "первичка": интересных вариантов почти нет.** Ориентир по **Петрокоммерц БО-1** (B+/Ba3/-) номиналом 3 млрд руб. на уровне YTP 9,46-9,73% к оферте через 1,5 года представляется нам несколько ниже рынка, в частности, исходя из сравнения с маркетируемым 2-летним выпуском **ОТП БО-2** (-/Ba2/BB) с YTP 10,25%-11,04%. Также этим бумагам уступает и выпуск Русфинанс Банк БО-2 (Moody's: Baa3) с ориентиром YTP 9,0-9,5% к 1,5-летней оферте и YTP 9,25-9,75% к 2-летней оферте, учитывая, что автономный кредитный рейтинг эмитента (без поддержки материнского SG) находится на уровне B1. Недостатка предложения облигаций со стороны нефинансовых эмитентов также не будет: Ростелеком (S&P: BB+) объявил о намерении выпустить облигации в объеме 100 млрд руб. Потребности в заемных средствах, как мы понимаем, обусловлены неравномерным распределением капитальных расходов и необходимостью рефинансирования долга.

Темы выпуска

- Кто еще должен ЦБ и Минфину?

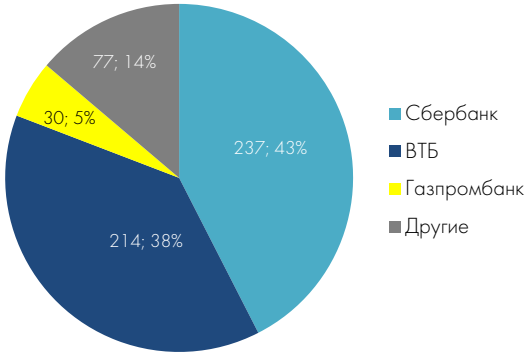
Кто еще должен ЦБ и Минфину?

В начале минувшей недели мы провели детальный анализ отчетности Сбербанка для выявления его роли в формировании проблем с ликвидностью в банковской системе. Мы исходили из предположения, что основной спрос на инструменты рефинансирования концентрируется в нескольких крупных банках, в то время как большинство участников рынка свои проблемы с фондированием уже решили. Из наших расчетов следовало, что на 1 февраля 2012 г. на долю Сбербанка приходилось около 80% трехмесячного РЕПО с ЦБ и практически половина всех кредитов под обеспечение активами. Основным источником неопределенности оставалось то, какие еще банки активно предъявляли спрос на средства регуляторов.

86% кредитов под залог нерыночных активов в трех банках

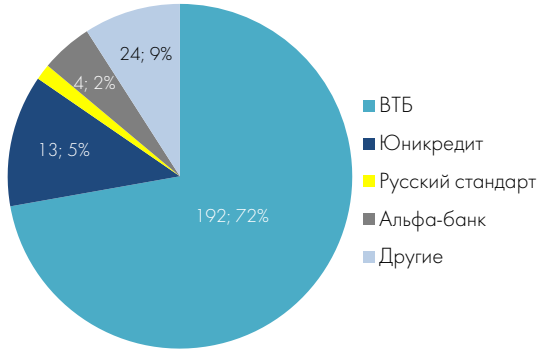
В течение прошедшей недели была опубликована бухгалтерская отчетность за январь 2012 г. других крупных банков. Из нее следует, что по степени участия в кредитах под залог нерыночных активов ВТБ практически не уступает Сбербанку: на 1 февраля его доля составляет 38%, то есть 214 млрд руб. из 558 млрд руб. (для сравнения у Сбербанка 42%, 237 млрд руб.), еще 5% (30 млрд руб.) приходится на Газпромбанк. Таким образом, как мы и предполагали, практически все кредиты под обеспечение нерыночными активами (а именно, 86%) предоставлены только трем крупнейшим банкам.

Структура задолженности банковского сектора по кредитам под залог нерыночных активов, млрд руб. на 1 февраля 2012 г.



Источник: ЦБ, отчетности банков, Райффайзенбанк

Структура задолженности банковского сектора по депозитам Минфина, млрд руб. на 1 февраля 2012 г.



Источник: ЦБ, отчетности банков, Райффайзенбанк

80% длинного РЕПО с ЦБ в Сбербанке

В то же время подавляющая часть длинного РЕПО с ЦБ (в основном на 3 мес.) на 1 февраля 2012 г. приходится на долю Сбербанка - около 80% (251 млрд руб. из 320 млрд руб.). Недельные операции мы не берем в расчет, так как ~90% этих средств находилось у Банка Москвы (172 млрд руб. из 194 млрд руб.), и 1 февраля 2012 г. она была практически полностью погашена.

91% депозитов Минфина в 4 банках

Отметим, что участие ВТБ и Газпромбанка в РЕПО с ЦБ не прослеживается, зато эти банки привлекали средства у Минфина. На 1 февраля 2012 г., согласно нашим расчетам, доля ВТБ в депозитах Минфина (267 млрд руб.) достигала 72% (192 млрд руб.), еще 19% в сумме у Юникредитбанка (33 млрд руб.), Альфа-банка (13 млрд руб.) и Русского Стандарта (4 млрд руб.), в то время как Газпромбанк к этому моменту все депозиты погасил. Получается, что получателями 91% средств Минфина фактически стали только 4 банка, что полностью согласуется с нашими более ранними предположениями.

Главным выводом из нашего исследования служит подтверждение гипотезы о том, что спрос на инструменты рефинансирования предъявляют всего несколько крупных банков, оттого возможность возникновения нового дефицита ликвидности будет во многом определяться проблемами и степенью потребности в дополнительном фондировании со стороны узкого круга определенных банков.

Мы полагаем, что наблюдаемое улучшение ситуации с ликвидностью имеет временный характер, поскольку в большей степени обусловлено активизацией госрасходов по мере приближения к президентскими выборам 4 марта. Нельзя исключать, что по их окончании интенсивность притока бюджетных средств, т.е. поступлений в платежную систему, может резко ослабеть (если только не произошли структурные изменения в бюджетной системе), что будет сопровождаться сужением запаса средств в банковском секторе и ростом спроса на инструменты ЦБ.

Наибольшей популярностью в такой ситуации по-прежнему будет пользоваться недельное и, в большей степени, 3-мес. РЕПО с ЦБ, в то время как недостаток длинного фондирования будет по-прежнему ощущаться и отчасти компенсироваться более дорогими, но длинными по срочности кредитами под обеспечение нерыночными активами.

Беззалоговое кредитование, о необходимости которого недавно заявляли представители ВТБ, не требует обеспечения, поэтому позволило бы избежать использования портфеля ценных бумаг для привлечения нового фондирования, хотя и обошлось бы банкам гораздо дороже других инструментов ЦБ. Для сравнения РЕПО с ЦБ в зависимости от срока стоит мин. 5,25% и 6,75%, фиксированное РЕПО - мин. 6,25%, кредиты под обеспечение нерыночными активами - до 3 мес. 6,75%, 3-6 мес. 7,25%, тогда как беззалоговые кредиты в 2008-2010 гг. стоили банкам более 9%. Использование этого инструмента позволило бы и удлинить срочность фондирования, так как такие кредиты могут быть выданы на срок до года. Однако подключение беззалогового кредитования пока маловероятно, поскольку признается ЦБ как антикризисный инструмент и используется им в последнюю очередь.

Fixed Income Daily

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.