

## Пульс рынка

---

- ▶ **"Верхи" Греции решились на бюджетные ограничения, несмотря на протест "низов".** Большинство голосов греческий парламент одобрил все условия, которые предъявлялись МВФ и Евросоюзом в обмен на помощь в размере 130 млрд евро: за проголосовали 199 человек, против - 74. Таким образом, "верхи" Греции предпочли остаться в зоне евро, что представляет большую определенность в краткосрочной перспективе, по крайней мере, для политической элиты. В то же время общество, за счет которого в конечном итоге и предполагается решить проблему бюджетного дефицита, ответило бурным протестом: на улицах Афин идут массовые демонстрации и беспорядки, сопровождающиеся поджогами зданий, разгромом магазинов и стычками с полицией. Теперь грекам придется сильно "затянуть пояса": общий объем сокращения расходов (1,5% ВВП, или 3,3 млрд евро) включает, в частности, снижение минимального уровня зарплаты на 22% (до 560 евро), урезание пенсий на 7-15%, увольнение 15 тыс. госслужащих в этом году (и 150 тыс. до 2015 г.), снижение ассигнований на медицину. Также для сокращения госдолга предусмотрена приватизация до 2015 г. газовой компании DEFA, газораспределительной DESFA и нефтеперерабатывающей Hellenic Petroleum, что может дать казне еще 50 млрд евро. Судя по количеству отставок и акциям протеста, очевидно, что в греческом обществе произошел раскол по вопросу бюджетной экономии, что само по себе может поставить под сомнение легитимность действий руководящей элиты, срок правления которой истекает в конце апреля этого года. Окончательное одобрение европейскими лидерами кредитного соглашения с Грецией назначено на среду. Продвижение в греческом вопросе поддержало аппетит к риску, однако мы считаем, что ставить точку еще рано.
- ▶ **Агрессивный ориентир по новому выпуску ММК БО-8.** Ориентир по 1,5-летнему выпуску ММК БО-8 (-/Ba3/BB+) озвучен в пределах YTP 8,47- 8,68%, что предполагает премию в размере 47-68 б.п. к близким по дюрации выпускам НЛМК БО-2,3 (BBB-/Baа3/BBB-), котирующимся на уровне YTP 8,0% @ июнь 2013 г. По нашему мнению, минимальный спред между бумагами инвестиционной категории и за ее пределами должен составлять 100 б.п. Лучшей альтернативой новым облигациям ММК являются 2-летние бумаги Теле2-4,5 (Fitch: BB+), книга заявок на которые была закрыта с YTP 9,1%.
- ▶ **Улучшение ситуации с ликвидностью банковского сектора - заслуга бюджета.** Остатки на корсчетах и депозитах сохраняются на уровне 1,3 трлн руб., активность в сегменте о/п РЕПО с ЦБ в последние дни заметно снизилась: из 303 млрд руб. текущей задолженности банков по РЕПО более 96% образуют трехмесячные сделки. Причиной ослабления напряженной ситуации с ликвидностью служит интенсификация бюджетных поступлений (см. наш сегодняшний комментарий ниже). Активизировавшийся приток госрасходов компенсирует приходящиеся на эту неделю налоги (страховые выплаты во внебюджетные фонды, до 15 февраля) и удержит ставки от повышения.

## Темы выпуска

---

- ▶ **Бюджет сыграл на опережение**
-

## Бюджет сыграл на опережение

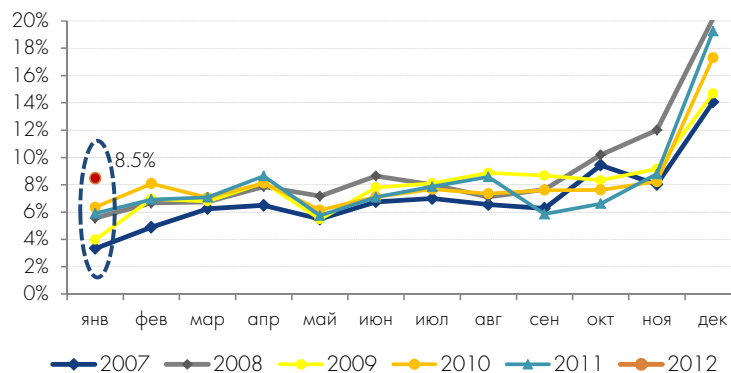
**Вместо ставшего уже привычным профицита - в январе дефицит**

Результаты исполнения федерального бюджета в январе 2012 г. оказались несколько неожиданными и позволяют сделать вывод о решимости властей в отношении максимального ускорения процесса доведения госсредств до бюджетополучателей накануне президентских выборов 4 марта 2012 г. Вместо ставшего уже привычным профицита в январе 2012 г. сложился дефицит в 17,9 млрд руб. (или -0,5% ВВП). Причиной тому стали небывалые для января расходы - 1,074 трлн руб. (или 8,5% годового плана) - это абсолютный максимум среднемесячной величины бюджетных ассигнований для 1 квартала года, и января, в частности, за всю новейшую историю. При этом рост бюджетных поступлений до 1,056 трлн руб. (9,0% годового плана) был вполне предсказуем, учитывая превышение фактической цены на нефть заложенной в бюджете (100 долл./барр.) на 11 долл.

**Январская статистика отразила небывалый всплеск расходов**

Обычно расходование бюджетных средств в 1-м полугодии "раскачивается" крайне медленно. Запаздывание госрасходов при растущих отчислениях в казну приводило к "вымыванию" рублевой ликвидности из банковской системы, что в последние годы становилось все более серьезной проблемой как для участников рынка, так и для властей. На протяжении последних 5 лет представители Минфина с заядлым постоянством выражали обеспокоенность неравномерностью исполнения расходных обязательств, однако никаких существенных подвижек в пользу ускорения освоения госсредств в этот период не происходило. На этом фоне куда более неожиданным выглядит кассовое исполнение расходов в январе 2012 г. на 8,5% годового плана, учитывая, что, согласно исторической статистике, величина расходов в этом месяце ранее не превышала 6,5% годового задания.

### Динамика расходования бюджетных средств в 2007-2012 гг., % от годового плана



Источник: Минфин, оценки Райффайзенбанка

**Интенсификация госрасходов может быть обусловлена приближением выборов**

Наиболее логичной причиной статистического всплеска расходов в январе этого года может быть стремление ведомств максимально быстро отразить выделение той части расходов, которая отведена на оставшиеся два месяца перед президентскими выборами. В большей степени это касается средств, предназначенных для повышения зарплат бюджетникам, пенсий (с 1 февраля) и индексации довольствия военнослужащих (с 1 января). В преддверии выборов распределение бюджетных расходов в пользу 1 кв. 2012 г. выглядит закономерным.

Однако здесь необходимо отметить, что при этом в январе всплеск расходов не привел к сопоставимому увеличению ликвидности. Согласно нашим оценкам, ликвидность банковского сектора по итогам первого месяца года пополнилась лишь на 100 млрд руб. Такое расхождение официальных данных с реальными денежными потоками может быть следствием того, что не все зафиксированные январской статистикой траты могли "уйти" с единого казначейского счета именно в январе, скорее всего, существенная их часть "пошла" только на бумаге. Некоторые средства могли быть перечислены субъектам федерации и в межбюджетные фонды, оттого их доведение до конечных получателей отразится на рублевой ликвидности только с некоторым запозданием.

**Бюджет может вновь стать поставщиком рублевых средств на денежный рынок**

Подтверждением такого предположения служит заметная интенсификация госрасходов в феврале. По нашим оценкам, с начала этого месяца из бюджета в платежную систему банковского сектора уже поступило примерно 450 млрд руб. госрасходов, что может быть отголоском январских событий.

Учитывая активизацию властей в расходовании бюджетных средств, можно предположить, что бюджетные ассигнования будут оставаться высокими (сопоставимыми с январскими) на протяжении всего 1 кв. 2012 г. Если так, то уже в феврале консолидированный бюджет может быть исполнен с дефицитом. Для денежного и долгового рынка это будет означать, что бюджет из агента, абсорбирующего ликвидность, превратится в чистого поставщика рублевых средств на рынок. Это позволит несколько сгладить последствия образовавшегося в банковском секторе дефицита рублевой ликвидности.

Однако, несмотря на то, что бюджетные средства в конечном итоге дойдут до широкого круга участников рынка, у отдельных его представителей (по нашим наблюдениям, крупных банков) проблемы с ликвидностью не исчезают. Подтверждением тому может служить тот факт, что при снижении общей задолженности банков перед ЦБ и Минфином (с 1,5 трлн руб. на 1 января до 1,1 трлн руб. сейчас), кредиты ЦБ под обеспечение нерыночными активами не уменьшаются (579 млрд руб.). Такое развитие событий может иметь следствием некоторое давление на ставки со стороны крупных банков в отдельных сегментах денежного рынка, особенно в периоды усреднения и налогов.

## 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.