

Пульс рынка

- Настроения на внешних рынках не претерпели существенных изменений. Греческий вопрос по-прежнему остается нерешенным, есть только устные заявления политиков о том, что страна не допустит дефолт. Индексы акций торговались в плюсе, котировки нефти практически полностью восстановились до своих трехмесячных локальных максимумов (нефть Urals находится на уровне 117 долл./барр.). На этой неделе все внимание инвесторов будет вновь приковано к США, где во вторник начнется заседание Комитета ФРС. Судя по котировкам 10Y UST, которые находятся на уровне YTM2,05%, рынок ожидает запуск QE3, в частности, в форме выкупа длинных UST.
- Рынок рублевых облигаций продолжил перестраиваться под новые уровни ставок денежного рынка, которые на 25-50 б.п. выше средних значений до начала периода налоговых выплат. Мы ожидаем продолжения коррекции на предстоящей неделе, которая будет наиболее заметной в выпусках длинной дюрации, что можно использовать для спекулятивного открытия коротких позиций по ликвидным выпускам первого эшелона на дальнем конце кривой (в частности, ОФЗ 26204, ОФЗ 26205, ФСК-19, МТС-7, МТС-2).
- Сегодня Минфин проведет аукцион по размещению 3-х недельных депозитов в объеме 100 млрд руб., при этом минимальная ставка купона установлена на уровне 4,75% годовых. Завтра состоится еще один аукцион, на котором предложено 140 млрд руб. сроком на 43 дня под минимальную ставку 4,85% годовых. Эти предложения от Минфина выглядят весьма кстати в условиях резко возросшего спроса на РЕПО с ЦБ, задолженность по которому в пятницу составила 160 млрд руб. по ставке более 5,3% годовых. Подробнее см. наш сегодняшний комментарий "Рекордный спрос на РЕПО с ЦБ – возможно ли повторение?". Учитывая предстоящую уплату налогов (завтра - последний срок перечисления НДС), мы ожидаем высокий спрос на ликвидность, предлагаемую сегодня, при этом средневзвешенная ставка, по нашему мнению, составит 5,9 - 6,0% годовых (что соответствует премии 30 б.п. к валютным свопам).

Темы выпуска

- Рекордный спрос на РЕПО с ЦБ – возможно ли повторение?
 - Абсолют Банк: консервативное развитие с акцентом на качество
-

Рекордный спрос на РЕПО с ЦБ – возможно ли повторение?

В пятницу спрос на РЕПО с ЦБ достиг рекордных с конца 2009 г. значений

В пятницу объем РЕПО с ЦБ составил 160 млрд руб. – такого спроса на данный инструмент рефинансирования не наблюдалось с конца 2009 г. Ставки overnight в первой половине дня взлетели до 5,5%, а по рыночному РЕПО – до 6,5-7%, существенно превысив недавно сниженную ставку РЕПО с ЦБ (5,25%).

При этом формально серьезного дефицита ликвидности в системе не наблюдается

Столь внезапный спрос на РЕПО с ЦБ удивляет, поскольку по формальным признакам серьезного дефицита ликвидности банковской системы сейчас нет. Уровень депозитов в ЦБ в пятницу составил 140 млрд руб., а объем остатков на корсчетах - 680 млрд руб., что примерно соответствует среднему уровню в августе: подобная ситуация с ликвидностью подразумевает умеренный спрос на РЕПО, но никак не объем выше 150 млрд руб.

Одна из причин - напряженность на валютном рынке и отток капитала

Мы видим несколько причин для такой напряженности на денежном рынке. В первую очередь это ситуация на валютном рынке. На фоне ухудшения внешнего новостного фона, отток капитала интенсифицировался и за текущий месяц может превысить 5 млрд долл. Участники рынка активно наращивают валютные позиции, во многих случаях фондируя их с помощью валютных свопов и других подобных инструментов. Соответственно, переток ликвидности, связанный с подобными операциями, мог привести к заполнению лимитов на межбанковском рынке, в результате у ряда участников возник локальный дефицит денежных средств.

Второй причиной повышенного спроса на ликвидность может быть слишком активное использование банками механизма усреднения корсчетов, засчитываемых в качестве обязательств ФОР. Банки могли нарастить корсчета, готовясь к приближающимся налогам, чтобы избежать сильных перепадов остатков на балансах в конце месяца. Однако, как уже было сказано, остатки на корсчетах в сентябре слабо отличаются от среднего уровня в августе, поэтому у банков не было острой необходимости повышать их объем, тем более с такими серьезными для себя издержками.

Наиболее вероятная причина - подстраховка участников рынка в связи с ухудшением внешней конъюнктуры

На наш взгляд, наиболее реалистичная причина заключается в том, что на фоне общей нервозности, связанной с ухудшением внешней конъюнктуры, участники рынка просто испугались и решили перестраховаться, предъявив необоснованно завышенный спрос на ликвидность. Косвенным подтверждением такого предположения служит снижение к концу дня ставки overnight до 3,5%, даже ниже депозитной ставки overnight ЦБ.

Состояние ликвидности хуже, чем мы предполагали в начале месяца

Несмотря на то, что волнения, охватившие рынок в пятницу, по нашему мнению, преждевременны и имеют нерыночный характер, нельзя не отметить, что состояние ликвидности сейчас заметно хуже, чем мы предполагали в начале месяца (см. наш обзор от 01.09.2011). Это связано с двумя основными факторами: гораздо более медленное, чем мы предполагали, расходование бюджетных средств в первой половине месяца и активные продажи валюты Центробанком.

Приток бюджетных средств оказался гораздо ниже наших ожиданий

Традиционно, благодаря прибывающим в систему госрасходам и отсутствию серьезных налоговых платежей в течение первой половины месяца ситуация с ликвидностью серьезно улучшается. Так было в прошлом августе, так было в сентябре прошлого года. Однако в текущем месяце приток бюджетных средств оказался настолько ниже наших ожиданий, что к началу налогового периода запаса свободных средств в банковской системе не возникло. Так как во второй половине месяца происходят основные налоговые выплаты, то сейчас становится все более вероятным, что профицит бюджета в сентябре окажется гораздо выше нашего прежнего прогноза в 30 млрд руб., и, скорее всего, превысит 150 млрд руб.

Изъятие ликвидности, связанное с интервенциями Банка России, в сентябре может достигнуть 80 млрд руб.

Поскольку волнения, связанные с неопределенностью на глобальных рынках едва ли утратят свою актуальность в ближайшее время, есть все основания полагать, что цена бивалютной корзины продолжит все глубже погружаться в зону продаж валюты ЦБ, где и останется до конца месяца. При таком развитии событий изъятие ликвидности, связанное с интервенциями Банка России, в сентябре может достигнуть 80 млрд руб. (из расчета 150 млн долл. в день).

Таким образом, текущие реалии предполагают, что отток ликвидности в сентябре может достичь 360 млрд руб. (100-150 млрд руб. (профицит) + 20 млрд руб. (наличность) - 14 млрд руб. (чистое размещение ОФЗ) + 119 млрд руб. (погашение депозитов Минфина) + 80 млрд руб. (интервенции ЦБ)).

На этой неделе пройдет 3 депозитных аукциона Минфина для покрытия временного разрыва ликвидности

Для противодействия связанному с этим временному разрыву ликвидности власти готовы принять меры по финансированию рынка. Как стало известно, на этой неделе для восполнения ликвидности Минфин планирует провести 3 аукциона по размещению бюджетных средств на депозиты банков (19, 20, 22 сентября). На первом из них, 19 сентября, по предварительным данным, будет предложено до 100 млрд руб., а на втором, 20 сентября - 140 млрд руб. Мы считаем, что в текущей ситуации эти средства будут востребованы в полном объеме, что практически полностью перекроет отток ликвидности, связанный с уплатой НДС (до 20 сентября) и возвратом Минфину 21 сентября 40 млрд руб. Это позволит избежать сильных отклонений средней ставки денежного рынка от 4,5% до конца недели.

В пик налоговых выплат потребуются гораздо более существенные вливания ликвидности

Между тем, чтобы гарантировать отсутствие масштабного обращения участников рынка за финансированием в ЦБ во время пика выплат (НДПИ, налог на прибыль, возврат средств с депозитов), потребуются гораздо более существенные вливания ликвидности. В этот период чистый отток средств из банковской системы может превысить 300 млрд руб. Для компенсации таких потерь на следующей неделе Минфину потребуется предложить рынку дополнительно еще около 350 млрд руб.

Если ведомство пойдет на такой шаг, на следующей неделе можно избежать крупных объемов РЕПО с ЦБ. Однако, по нашим оценкам, даже предоставление Минфином около 350 млрд руб. 26-28 сентября не отменяет риска роста ставок. Такой благоприятный сценарий позволяет лишь удержать ставки от сильного превышения уровня РЕПО с ЦБ (5,25%) и оставляет надежду на то, что их рост будет непродолжительным.

При развитии негативного сценария, вероятность которого существенно ниже, Минфин предложит рынку гораздо меньше 350 млрд руб. или вовсе ограничится символическим предложением. В этом случае ставки денежного рынка могут превысить 5,25%, и такой рост уже не будет иметь временный характер.

Рост ставок по депозитам Минфина не улучшает ситуацию на денежном рынке

Одним из поводов для пессимизма может служить повышение ставки по депозитам Минфина до 4,75% годовых на 23 дня и 4,85% годовых на 43 дня, которое не было заложено в наших более ранних прогнозах. Во-первых, рост ставки по депозитам слабо согласуется с текущей ситуацией с ликвидностью, для улучшения состояния которой ЦБ недавно предпринял снижение минимальных ставок по инструментам рефинансирования. Во-вторых, в случае каких-либо осложнений с ликвидностью более высокая ставка по депозитным аукционам не способствует удерживанию ставок денежного рынка вблизи ставки депозитов overnight с ЦБ (3,75%).

Абсолют Банк: консервативное развитие с акцентом на качество

Абсолют Банк (-/Ba3/BB+), входящий в ТОП-45 российских банков, на прошлой неделе провел встречу с аналитиками, на которой были представлены основные финансовые показатели за 1П 2011 г., а также стратегия развития.

в млрд руб., если не указано иное	30 июня 2011 г.	31 дек. 2010 г.	изменение
Кредиты клиентам:	76,7	81,6	-6,0%
корпоративные	35,9	37,6	-4,5%
розничные (включая МСБ)	40,8	44,0	-7,3%
NPL	13,5%	16,8%	-3,3 п.п.
Депозиты клиентов	27,0	37,3	-27,6%
Коэффициент достаточности капитала	20,5%	17,2%	+3,3 п.п.
Чистый процентный доход	2,3	4,8	п/а
Чистая процентная маржа	5,56%	4,77%	0,8 п.п.
Операционные расходы	2,5	4,9	п/а
Чистая прибыль	1,6	-0,1	п/а

Источник: данные Абсолют Банка, оценки Райффайзенбанка

Произошла смена нисходящей динамики кредитного портфеля на фоне повышения ЧПМ

За 1П 2011 г. кредитный портфель банка сократился на 6%. Тем не менее, с апреля этого года произошла смена нисходящей динамики, наблюдавшейся в 2008-1 кв. 2011 гг., на слабый рост, который за апрель-июль составил 6,8%. При этом основной вклад внес корпоративный сегмент, прибавивший 12,6% (до 36,7 млрд руб.). Большую часть портфеля (53%) по-прежнему занимают розничные кредиты (включая МСБ), из них 76% приходится на ипотеку (качество этого портфеля банк оценивает как высокое). Стоит отметить, что по размеру выданных ипотечных кредитов Абсолют Банк входит в ТОП-10 участников рынка.

Качество кредитного портфеля повышается

При сокращении портфеля с начала года показатель NPL уменьшился с 16,8% до 13,5%, а доля реструктурированных кредитов с 6,3% до 3,9%, что свидетельствует об улучшении качества выданных ссуд. Напомним, что после кризиса Абсолют Банк пересмотрел кредитную политику и определил для себя ряд корпоративных клиентов, которым он в дальнейшем не намерен предоставлять финансирование из-за высоких отраслевых рисков, либо плохого кредитного качества самого клиента. Уже существующие кредиты таким заемщикам были переведены в отдельный портфель «нежелательных кредитов». Мы отмечаем, что с января по август этот пул кредитов сократился почти на треть (до 8,7 млрд руб., что представляет 24% от всех корпоративных кредитов), в основном за счет погашений.

Снижение средств клиентов продолжилось, составив с начала года 28%. По итогам 1П 2011 г. общая достаточность капитала выросла на 3,3 п.п. до 20,5%. Стоит отметить повышение чистой процентной маржи на 0,8 п.п. до уровня 5,56%, который банк считает для себя комфортным и не ожидает его дальнейшего повышения.

В части озвученной стратегии развития мы выделяем следующие моменты:

Ставка на медленный, но верный рост

- После быстрого сокращения кредитного портфеля, которое проводилось с целью улучшения его качества, а также по причине реорганизации корпоративных процессов в рамках КВС Group, Абсолют Банк не ставит перед собой задачу активного роста кредитования. Банк нацелен на повышение прибыльности от использования существующей клиентской базы, в частности, за счет получения дополнительной комиссии по новым продуктам для корпоративных клиентов.

Активные действия по продаже Абсолют Банка пока не осуществляются

- Согласно существующей договоренности, акционер не будет увеличивать фондирование Банка, при этом сохраняя тот объем средств, который уже предоставлен (42,5 млрд руб. займов и 200 млн долл. субординированных депозитов). До конца 2011 г. погашения по займам КВС Group составят 1,5 млрд руб., в 2012 г. - 9 млрд руб., в 2013 г. - 10,1 млрд руб. Срок действия депозитов истекает в 2017 г.
- В планах у КВС Group значится продажа Абсолют Банка, которая предусмотрена как условие предоставления помощи группе правительством Бельгии (в виде вливания в капитал 7 млрд евро). Однако на текущий момент какие-либо действия по предпродажной подготовке (в частности due-diligence) не предпринимаются. Вероятным сценарием является возврат средств за счет собственной прибыли КВС Group без продажи непрофильных активов.

АбсолютБанк-5 выглядит дорого

Недавно размещенный выпуск АбсолютБанк-5 (УТР8,6% @ июнь 2014 г.) не отличается высокой ликвидностью и, на наш взгляд, выглядит дорого в сравнении с близким по дюрации ОТП БО-1 (УТР8,9% @ июль 2014 г.). При этом, ОТП Банк (-/Ba1/BB), по нашим оценкам, имеет более сильные автономные кредитные метрики.

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
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
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) 721 9900

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.