

21 ноября 2011 г.

## Пульс рынка

---

- **Вновь появились разговоры о выпуске бондов на единый риск еврозоны.** Постепенное исчерпание денежных средств в EFSF снова вызвало разговоры (WSJ) о возможном выпуске бондов от имени всей еврозоны, когда каждая страна будет гарантировать обязательства всех остальных стран по этому бонду. Также рассматривается частичный переход на единый риск, когда каждой стране будет установлен лимит на выпуск бондов еврозоны в зависимости от показателей ее госфинансов (например, уровня ВВП или объема ЗВР). Этот вариант означает, что чем слабее страна, тем меньший объем бондов еврозоны она сможет выпустить, а значит, проблема рефинансирования госдолга не будет полностью решена. Интервенции ЕЦБ (по сообщениям СМИ, они ограничены 20 млрд евро) по-прежнему сдерживают рост доходностей суверенных бондов еврозоны. Позитивной новостью стало получение на выборах в Испании абсолютного большинства правоцентристской партией "Народная партия", которая также сформирует большинство и в парламенте. Получение Грецией кредитного транша в 8 млрд евро по-прежнему стоит под вопросом, поскольку лидер оппозиции А. Самарас выступает против письменных гарантий.
- **В США вспомнили о бюджетном дефиците.** Рост опережающих экономических индикаторов в США на 0,9% м./м. за октябрь вновь свидетельствует о том, что американская экономика демонстрирует медленный рост. Однако негативной новостью стал вновь поднятый вопрос о размере дефицита бюджета США. В случае невыполнения намеченных целей по его сокращению, ожидание автоматического сокращения расходов бюджета в 2013 г. может снизить прогнозы роста экономики и негативно сказаться на рыночных настроениях.
- **Первичный рынок.** Русфинанс банк (Moody's: Baa3) начал маркетинг выпуска БО-2 номиналом 4 млрд руб. с ориентиром YTP 9,52-9,79% к оферте через 1,5 года и YTP 9,73-9,99% к оферте через 2 года, что соответствует спреду 300-320 б.п. к кривой ОФЗ, что, по нашим оценкам, предполагает премию к облигациям банков РФ инвестиционной категории на уровне 100 б.п. Стоит отметить, что рейтинг эмитента на инвестиционном уровне во многом обусловлен поддержкой материнской SocGen, в то время как автономный рейтинг Moody's оценивает на 4 ступени ниже (B1). Учитывая проблемы еврозоны, мы не склонны переоценивать уровень поддержки SocGen, обращая большее внимание на собственные кредитные метрики эмитента, которые, на наш взгляд, должны транслироваться в большую премию (~YTW 10,5% с дюрацией 1-2 года).

## Темы выпуска

---

- Ликвидность банковского сектора: доживем до 2012?
  - Макростатистика октября: обошлось без сюрпризов
  - OTP Group опубликовала позитивные финансовые результаты
-

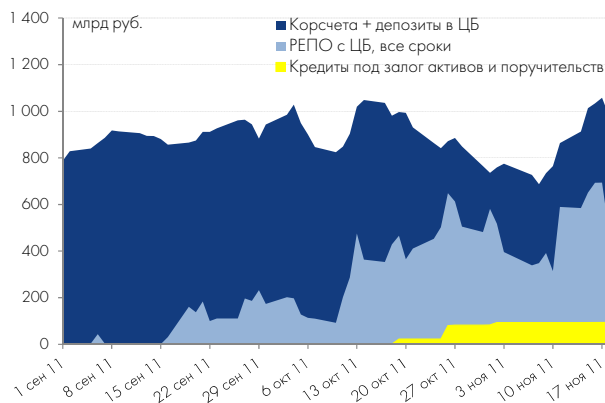
## Ликвидность банковского сектора: доживем до 2012?

**Ситуация с ликвидностью продолжает ухудшаться...**

Ситуация с ликвидностью в ноябре остается ожидаемо напряженной. Несмотря на прогнозируемый нами дефицит консолидированного бюджета в ноябре-декабре 2011 г., что способно несколько сгладить текущее сжатие ликвидности, банки продолжают активно занимать у государства. Это наводит на мысль о том, что проблемы с ликвидностью приобретают более серьезный характер, чем можно было предполагать ранее.

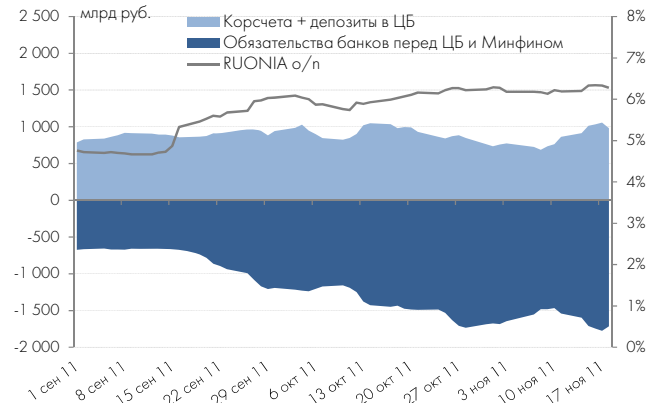
Уровень совокупной задолженности кредитных организаций перед ЦБ и Минфином (~1,6 трлн руб.) уже более чем вдвое превышает аккумулированный на корсчетах и депозитах в ЦБ запас средств (~820 млрд руб.). Принято считать, что соотношение между ликвидными активами и пассивами банковской системы менее 0,5 говорит о высоком уровне зависимости от госфинансирования, и этой отметки мы уже достигли.

**Динамика остатков на счетах Банка России и инструментов рефинансирования, 2011 г.**



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

**Соотношение средств на счетах ЦБ и задолженности банков, 2011 г.**



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

**... спрос на РЕПО с ЦБ растет...**

Учитывая, что Минфин пролонгирует ранее выданные банкам депозиты практически в полном объеме, продолжающийся прирост задолженности кредитных организаций перед государством в последние месяцы объясняется в основном новым привлечением средств через РЕПО с ЦБ, объем которого по всем срокам в октябре-ноябре 2011 г. возрос до рекордных 400-600 млрд руб. (больше было только в январе 2009 г.) против 100-150 млрд руб. в сентябре 2011 г. О том, что ситуация с ликвидностью ухудшается, свидетельствует не только сохранение высокого спроса на РЕПО, но и увеличение роли альтернативных инструментов рефинансирования ЦБ. В их числе - кредитование под залог активов и поручительство, которое еще в сентябре не превышало символических 200 млн руб., а теперь достигает 93,5 млрд руб.

**... несмотря на снижение продаж валюты ЦБ**

Высокий спрос на государственное фондирование еще больше настораживает, если учесть что давление на ликвидность не только со стороны бюджета, но и интервенций Банка России в ноябре должно было значительно уменьшиться. Поскольку большую часть месяца курс рубля находился в том диапазоне, где ЦБ интервенций не совершает, воздействие на ликвидность от продаж валюты Банком России в ноябре пока остается небольшим (по нашим оценкам, с начала месяца ~0,5 млрд долл., 15 млрд руб.). Потоки капитала в текущих условиях очень волатильны. По этой причине, не имея возможности полностью учесть воздействие предстоящих до конца года интервенций ЦБ на ликвидность, в своих дальнейших расчетах мы будем основываться на величине изъятия ликвидности через продажи валюты ЦБ ~30 млрд руб. в месяц (в рублевом эквиваленте).

Помимо продаж валюты Банком России, основным источником неопределенности при прогнозировании перспектив состояния ликвидности банковского сектора, будет являться вопрос о том, сможет ли Минфин "перенести" оставшиеся к погашению в декабре 2011 г. депозиты банков на следующий год. Мы подсчитали, что на начало ноября 2011 г. на счетах Минфина в казначействе могло находиться чуть более 1,6 трлн руб. Почти столько же, 1,5 трлн руб. (112 млрд руб. + 1412 млрд руб.), ведомству необходимо потратить на покрытие дефицита консолидированного бюджета ноября-декабря 2011 г. Помимо этого, по окончании финансового периода 2011 г. Минфин планирует перечислить около 925 млрд руб. в Резервный фонд. По нашим оценкам, сделать это, учитывая что все имеющиеся сейчас на счетах казначейства средства к концу 2011 г. будут практически в полном объеме "конвертированы" в расходы бюджета (исполнение годового бюджетного плана), станет возможным лишь за счет средств от возвращаемых банками депозитов (сейчас 983 млрд руб.).

**Прогноз запаса средств Минфина на счетах в казначействе на начало ноября 2011 г.**

	млрд руб.
Профицит федерального бюджета за январь-октябрь 2011 г.	1399
Остатки прошлого года	512
Чистое привлечение долга*	760
Чистое размещение на депозиты коммерческих банков	-1062
<b>Итого средства Минфина на начало ноября 2011 г.</b>	<b>1609</b>

\*С учетом ГСО, руб. еврообондов, погашений внешнего долга, за вычетом 295 млрд руб. для санации Банка Москвы  
Источник: ЦБ, Минфин, расчеты Райффайзенбанка

**Минфин может пролонгировать оставшиеся депозиты на 2012 г.**

На текущий момент, из общей задолженности банков перед Минфином по депозитам, ведомство пролонгировало на 2012 г. уже 371 млрд руб. Таким образом, часть средств для пополнения Резервного фонда уже находится в депозитах банков, погашаемых в январе 2012 г. Напомним, что о возможности такого сценария мы неоднократно писали в наших предыдущих комментариях (см. ежедневный обзор от 6 октября). Если наши предположения верны, теперь мы не видим каких-либо существенных причин, по которым Минфин не может в декабре 2011 г. пролонгировать оставшуюся часть депозитов (612 млрд руб.) на январь 2012 г. Такое решение желательно, поскольку позволит отсрочить исполнение банками своих обязательств и избежать дополнительного спроса на РЕПО с ЦБ в конце года.

**Факторы формирования банковской ликвидности в ноябре-декабре 2011 г. и январе 2012 г.**

	ноя.11	дек.11	январь.12
Сальдо консолид. бюджета ("-" профицит)	112	1 412	-300
Изменение наличности в обращении ("-" рост наличности)	-10	-670	330
Интервенции ЦБ ("-" продажи иностр. валюты)	-30	-30	-30
Чистое размещение ОФЗ ("-" чистое привлечение)	20	0	0
<b>Итого изменение ликвидности</b>	<b>92</b>	<b>712</b>	<b>0</b>

Источник: ЦБ, Минфин, расчеты Райффайзенбанка

**Проблемы с ликвидностью откладываются на январь 2012 г.**

Тем не менее, при таком сценарии проблемы с ликвидностью не исчезают совсем, а откладываются до января 2012 г., когда банкам будет легче справиться с погашением задолженности по депозитам перед Минфином благодаря поступающим в конце 2011 г. внушительным госрасходам. По нашим расчетам, следующий год банковская система начнет с избытка ликвидности примерно в 110 млрд руб. Как следствие, чтобы исполнить планы по наполнению Резервного фонда, в январе 2012 г. Минфину необходимо будет "собрать" с рынка около 800 млрд руб., профинансировать уплату которых банки смогут лишь за счет РЕПО с ЦБ. Поскольку потенциал РЕПО с ЦБ мы оценивали в 1,5-1,9 трлн руб., заимствования у регулятора в таком объеме представляются нам вполне посильной задачей. Однако, в каком направлении будет развиваться ситуация с ликвидностью в последующие месяцы, будет зависеть уже от совместных действий ЦБ и Минфина по поддержке рынка ликвидностью.

Очевидно, что объемы РЕПО с ЦБ в первой половине 2012 г. будут оставаться повышенными, так как после перечисления средств в Резервный фонд, Минфин сможет возобновить депозитные аукционы лишь по прошествии некоторого времени, когда на его счетах накопится достаточное количество свободных средств.

Ставки денежного рынка сохраняют тенденцию к росту, но будут сдерживаться стоимостью РЕПО с ЦБ

На фоне повышенного спроса на ликвидность ставки денежного рынка будут сохранять тенденцию к росту. Тем не менее, использование в основном инструментов рефинансирования ЦБ будет препятствовать сильному повышению краткосрочных процентных ставок. Прежде всего, их будут сдерживать аукционы РЕПО с ЦБ на 1 день, мин. ставка по которым составляет лишь 5,25%, при том что кредитование под обеспечение активами будет гораздо менее популярным (7% до 90 дней), а возвращение к более дорогому беззалоговому кредитованию пока может и не понадобиться вовсе. Мы полагаем, что в случае развития острых проблем с ликвидностью Банк России может и снизить ставку по РЕПО с ЦБ (в рамках сужения процентного коридора).

Если оставшиеся депозиты будут перенесены на 2012 г., в декабре спрос на РЕПО с ЦБ останется умеренным ~400-600 млрд руб.

Предсказать динамику ставок денежного рынка за рамками января 2012 г. сложнее, поскольку их поведение будет определяться рядом факторов, по большинству из которых сохраняется неопределенность в связи с ухудшением внешнеэкономической ситуации. Одним из главных источников давления на ликвидность является отток капитала: его сильное замедление или возвращение капитальных потоков к нулевому салдо смогло бы привести к заметной положительной коррекции ставок денежного рынка.

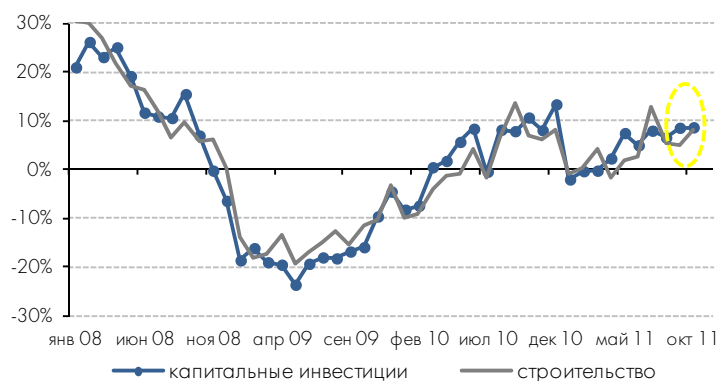
Таким образом, в нашем базовом прогнозе мы предполагаем пролонгацию оставшейся задолженности банков по депозитам перед Минфином на 2012 г. и сохранение умеренного объема РЕПО с ЦБ в декабре 2011 г. на уровне ~400-600 млрд руб.

## Макростатистика октября: обошлось без сюрпризов

Ухудшение внешнеэкономической ситуации пока не отразилось на состоянии внутреннего спроса

В пятницу Росстат опубликовал информацию о социально-экономических индикаторах России за октябрь 2011 г. Несмотря на некоторое замедление роста ключевых показателей, в целом новые данные оставляют положительное впечатление. Ухудшение внешнеэкономической ситуации привело к удорожанию кредитных ресурсов и изменению ожиданий, но признаков сокращения внутреннего спроса пока не наблюдается - показатели инвестиционной и потребительской активности остаются достаточно сильными.

### Динамика капитальных инвестиций и строительства (% г./г.)



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Темпы роста инвестиций даже с учетом сезонного и статистического эффекта, выглядят высокими

В октябре рост инвестиций не только не приостановился, но даже несколько ускорился, достигнув годового максимума 8,6% г./г. против 8,5% г./г. в предыдущем месяце и 2,7% г./г. за 1П 2011 г. Отметим, что отчасти сохранение таких высоких темпов объясняется и статистическими факторами (Росстат публикует информацию по инвестициям ежемесячно, тогда как компании отражают их в отчетности на ежеквартальной основе), а также эффектом "конца года", когда на последний квартал переносятся все основные госинвестиции, что приводит к такому всплеску.

**На замедлении розничной торговли сказались сокращение темпов роста зарплат и курсовой эффект**

**Состояние рынка труда ухудшилось ввиду сезонного фактора и следую за снижением роста экономики**

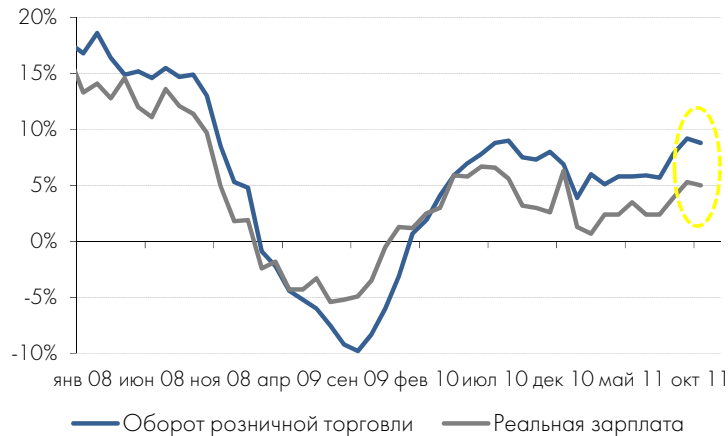
**Сдерживать рост экономики в 4К 2011 г. будут внешние риски, но динамика внутреннего спроса не представляет угрозы для нашего прогноза по росту ВВП в 2011 г. в 3,8%**

В то же время, немаловажную роль в увеличении инвестиционной активности в последнее время играют неплохие показатели строительства - именно этот фактор оказывает существенное влияние на накопление основного капитала. Темпы роста строительных работ в октябре набрали обороты до 8,2% г./г. против 4,8% г./г. в сентябре, что отчасти может объясняться более низкой базой октября 2010 г., однако даже с учетом этого, они остаются достаточно высокими.

Более низкие темпы роста розничной торговли (8,8% г./г.) выглядят закономерно после всплеска потребительской активности в сентябре (9,2% г./г.) и укладываются в рамки наших ожиданий (мы прогнозировали 8,6% г./г. в октябре). Мы полагаем, что снижение темпов роста розничного товарооборота могло стать следствием ослабления динамики как реальных (до 5,0% г./г. против 5,3% г./г.), так и номинальных заработных плат (12,6% г./г. против 12,9% г./г.). Одной из причин этого могло стать реальное ослабление курса рубля, которое обычно сказывается на динамике продаж с некоторой задержкой. Курсовой эффект, прежде всего, привел к сокращению покупок дорогостоящих непродовольственных товаров, которые преимущественно импортируются, в то время как потребление более дешевых продуктов, напротив, усилилось.

Сохранение хороших показателей розничного товарооборота несколько расходится с наблюдаемым в октябре ухудшением на рынке труда - безработица возросла до 6,4% против 6,0% месяцем ранее. Такое развитие событий в целом может быть обусловлено календарным фактором, а именно, исключением из числа занятых сезонных наемных рабочих. В то же время, прирост числа безработных (до 4,8 млн чел. с 4,6 млн чел.), может быть и следствием замедления экономического роста.

#### Динамика розничной торговли и реальных заработных плат (% г./г.)



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Мы полагаем, что в ближайшие месяцы основным сдерживающим фактором для внутреннего спроса станут внешнеэкономические риски, в частности, удорожание фондирования и перспективы ослабления курса рубля. Однако показатели инвестиций в основной капитал могут оставаться высокими благодаря проявлению отложенного эффекта активизации госрасходов в последние месяцы года. В то же время, потребительская активность, поддерживаемая, преимущественно, ускоряющимся розничным кредитованием, и в меньшей степени ростом реальных заработных плат, может ощутить негативное воздействие внешних факторов с некоторой задержкой. Таким образом, мы не видим каких-либо причин, угрожающих нашему прогнозу по росту ВВП в 2011 г. (3,8%).

## OTP Group опубликовала позитивные финансовые результаты

Несмотря на европейский кризис и падение акций на 40%, результаты OTP Group (BBB-/Baa3/-) по МСФО за 3 кв. оказались позитивными. Как указано в презентации, объем операционной ликвидности группы (4,8 млрд евро) достаточен для выполнения всех внешних валютных обязательств банка до 2016 г. OTP не имеет суверенных обязательств еврозоны на своем балансе. Достаточность капитала хоть и снизилась на 60 б.п., но осталась на относительно высоком уровне 17,5% (выше, чем, например, у бельгийской KBC Group).

Основное позитивное влияние на показатели группы оказал российский ОТП Банк (-/Ba1/BB), на который в 3 кв. пришлось 21% от всей прибыли и 19% от чистого процентного дохода OTP Group. Чистая процентная маржа банка выросла (на 4 п.п. г./г. и на 30 б.п. кв./кв.) до 18,4%. Кредитный портфель увеличился на 13% кв./кв., прирост потребительских кредитов составил 23%. Показатель NPL 90+ снизился на 30 б.п. кв./кв. до 13,0%, при этом покрытие резервами увеличилось на 5 п.п. до 89% (что было обусловлено более консервативной методологией резервирования).

С точки зрения госфинансов, Венгрия выглядит неплохо в сравнении с членами ЕС: внешний долг к ВВП в 2010 г. составил 81,3%, и, по прогнозу Еврокомиссии, в 2011 г. ожидается снижение показателя до 75,6%. В положительной зоне находятся торговый баланс (1,6% от ВВП) и счет текущих операций. В 2012 г. ожидается бюджетный дефицит, который может быть рефинансирован кредитами от МВФ.

Мы сохраняем позитивный взгляд на кредитный профиль ОТП Банка и считаем обращающиеся ОТП БО на уровне YTW 10,8-11% с дюрацией менее года справедливо оцененными.

## 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.