

Пульс рынка

- ▶ **Ожидания негатива из Европы...** Боковое движение рынков акций свидетельствует о низкой расположенности инвесторов к риску в преддверии результатов завтрашних аукционов по размещению бондов Италии и Испании на 12 млрд евро и 5 млрд евро, соответственно. Сегодня запланирован аукцион по размещению 5-летних векселей Германии на 4 млрд евро, который, скорее всего, привлечет большой спрос. Также есть опасения в отношении завтрашних экономических данных по еврозоне, которые могут выйти хуже консенсус-прогноза. Согласование Грецией с частными инвесторами списания половины своего долга может иметь довольно негативные последствия: публичный рынок капитала для страны закроется на долгое время и единственной возможностью для рефинансирования станут средства МВФ и ЕС. Кроме того, возникает вопрос, что делать в случае, если Греция вновь не сможет соблюсти бюджетные ограничения и осуществить программу приватизации.
- ▶ **... оказывают давление на нефть.** Снижение опасений о закрытии Ормузского пролива Ираном (которое бы заблокировало поставку углеводородов в Европу) на фоне ожидания слабой макростатистики из ЕС, привело к коррекции котировок нефти Brent до 112 долл./барр. Бивалютная корзина, потеряв вчера 50 копеек (до 35,5 руб.), сегодня открылась на уровне 35,65 руб. Поддержку сырьевым рынкам (и как следствие валютам стран, ориентированных на экспорт сырья) в среднесрочной перспективе могут оказать ожидания запуска QE3 (намек на который содержится в докладе Б. Бернанке Конгрессу), нацеленного на поддержание американского рынка жилья.
- ▶ **ЛК УРАЛСИБ (Fitch: BB-)** завтра начнет сбор заявок на покупку БО-2 номиналом 2 млрд руб. Напомним, что в конце прошлого года лизинговой компании Каркаде (Fitch: B+) не удалось разместить выпуск облигаций с ориентиром YTP13,1-14,2% к годовой оферте. **Аэроэкспресс** (50% акций принадлежит РЖД) начал маркетинг 5-летнего выпуска облигаций объемом 3,5 млрд руб. с ориентиром YTM 10,78-11,30%, что предполагает премию в размере 180-230 б.п. к кривой РЖД. Несмотря на то, что облигации компании Трансконтейнер (-/Ba2/BB+), 50%+1 акций которой принадлежат РЖД, котируются с премией к кривой РЖД на уровне 100 б.п., объявленный ориентир по выпуску Аэроэкспресса, на наш взгляд, выглядит не вполне адекватной компенсацией как за отсутствие возможности их включения в Ломбардный список ЦБ, так и за кредитный риск и слишком длинную дюрацию.

Темы выпуска

- ▶ Рублевая ликвидность: здравствуй и прощай!
 - ▶ Инфляция: итоги года
-

Рублевая ликвидность: здравствуй и прощай!

Кажущееся благополучие на денежном рынке недолговечно

Несмотря на внушительный приток госсредств, спрос на ликвидность возобновился

Как мы неоднократно упоминали в предыдущих обзорах, улучшение ситуации с ликвидностью к началу 2012 г. было предсказуемым событием. В декабре 2011 г. чистый приток госсредств составил, по нашим оценкам, не менее 870 млрд руб., что на 30% больше, чем за аналогичный период 2010 г. Нарастание бюджетных поступлений уже помогло восстановить уровень ликвидности в системе (1,4 трлн руб. против 0,9 трлн руб.), сократить наиболее весомую в структуре обязательств банков перед госсектором задолженность по РЕПО с ЦБ (с 720 млрд руб. до 545 млрд руб. на начало 2012 г.), а также способствовало снижению ставок - о/п в среднем с 6,5% до 4,5%. Однако следует понимать, что кажущееся благополучие на денежном рынке отнюдь недолговечно.

Несмотря на зачисление внушительного объема госсредств уже вчера - в первый рабочий день после продолжительных 10-дневных новогодних каникул, потребность в рублевой ликвидности заметно усилилась: спрос на РЕПО с ЦБ о/п почти в 2,5 раза превысил предложение - около 197 млрд руб. против установленного лимита в 80 млрд руб., что логично сопровождалось ростом стоимости этих операций до 6,01% на первой сессии и 6,25% на второй сессии, и это тогда, когда в последние дни 2011 г. ставка по этим операциям опустилась к 5,3-5,4%. Не отстает и стоимость недельного РЕПО - 6,55% против в среднем 5,4-5,6% в конце декабря 2011 г. Одновременно банки дорого привлекли практически весь предложенный Минфином объем - 162 млрд руб. из заявленных 170 млрд руб. (на 20 дней) по 6,64% при снизившихся коротких ставках денежного рынка (Mosprime о/п - до 4,47%, 1 мес. - до 6,21%). Участие в аукционе Минфина только 4 банков может свидетельствовать о том, что проблемы с ликвидностью у крупных банков не ослабевают и распространятся по банковской системе раньше, чем мы предполагали.

Ликвидные активы банковского сектора к объему обязательств банков перед ЦБ и Минфином, 2008-2012 гг.

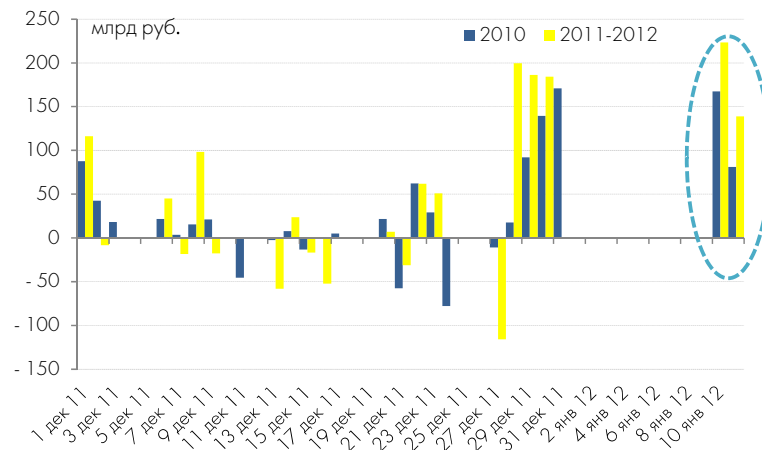


Источник: ЦБ, Минфин, оценки Райффайзенбанка

Отличием от прошлых лет служит отрицательная чистая ликвидность в начале 2012 г.

Если раньше сформированный в конце года запас рублевой ликвидности "оседал" на счетах в ЦБ и оставался подушкой безопасности для банковского сектора на протяжении подавляющей части первого квартала года, то в нынешних условиях кредитным организациям рассчитывать на "страховку" в виде накопленных госсредств не приходится. Принципиальным отличием от прошлых лет становится то, что 2012 год начинается с отрицательного показателя чистой ликвидности, то есть с превышения обязательств банков перед ЦБ и Минфином над величиной ликвидных активов банков. Несмотря на то, что к 2012 г. величина разрыва между ликвидными активами и пассивами кредитных организаций сократилась с недавних -880 млрд руб. до -70 млрд руб., нельзя не отметить, что в предшествующие 2010-2011 годы чистая ликвидность в январе, напротив, была положительной (0,6-2,0 трлн руб.), и ситуация отрицательной чистой ликвидности в этот месяц не повторялась со времен кризиса 2009 г.

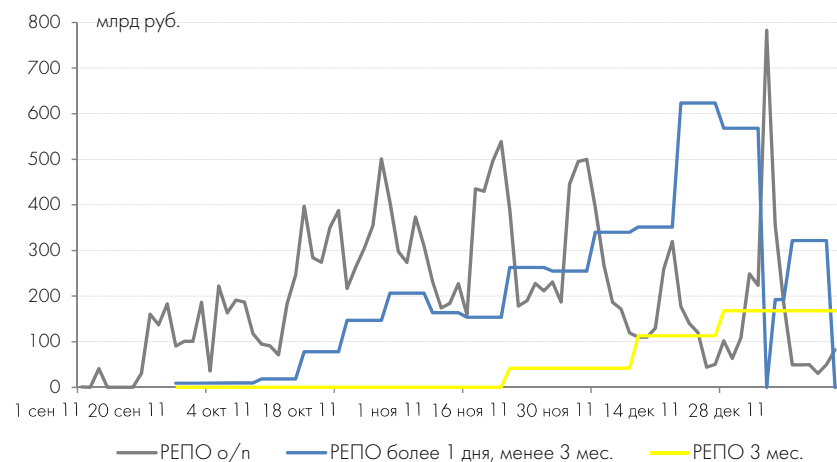
Динамика чистого притока бюджетных средств в банковский сектор 2010-2012 гг.



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Такое развитие событий означает лишь, что даже с учетом зачисленных бюджетных поступлений банковский сектор по-прежнему характеризуется недостатком рублевых средств. Мы полагаем, что всеми ожидаемый "навес ликвидности", на который возлагались надежды по ликвидации последствий наблюдаемого в 4 кв. 2011 г. обострения дефицита ликвидности, не задержится в платежной системе долго, а пойдет на погашение накопленной перед государством задолженности (1,3 трлн руб.), в то время как в случае одновременного ухудшения внешних условий, деньги вдобавок продолжат уходить из банковского сектора через валютный рынок.

Структура задолженности банков по РЕПО с ЦБ, 2011-2012 гг.



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

"Навес ликвидности" может быть исчерпан уже в ближайшие дни

Мы считаем, что возникший в результате притока госрасходов "навес ликвидности" к настоящему моменту не превышает 560 млрд руб., и это при том, что только на погашение депозитов перед Минфином банковскому сектору до конца января 2012 г. необходимо потратить 503 млрд руб. В январе чистый отток ликвидности, вызванный профицитом консолидированного бюджета составит порядка 300 млрд руб., что может быть компенсировано за счет сопоставимого по величине "возвращения" наличности в систему, объем которой резко возрастает перед новым годом. Однако из-за длинных новогодних праздников полмесяца уже пройдено, кроме того, начался период усреднения, впереди налоговые выплаты, а Банк России продолжает ограничивать объемы наименее дорогостоящего и наиболее популярного короткого РЕПО, что в совокупности снова подстегнет спрос на рублевую ликвидность и задела в 560 млрд руб. едва хватит, чтобы этот спрос удовлетворить.

В отсутствие чистого притока ликвидности сохранить ставки на пониженном уровне конца 2011 г. едва ли удастся

Эффект от сегодняшнего погашения 190 млрд руб. депозитов перед Минфином будет почти нейтральным, поскольку покрывается за счет привлеченных у ведомства накануне 162 млрд руб. (зачисление сегодня). В то же время, уже вчера из 560 млрд руб. "навеса" было потрачено на погашение 11-12 дневных сделок РЕПО, заключенных до нового года в сумме ~322 млрд руб., а новые погашения депозитов (171 млрд руб. 18 января, 170 млрд руб. и 162 млрд руб. 25 и 30 января) и налоговые платежи - не за горами. Получается, что весь долгожданный запас ликвидности, который, как рассчитывало большинство участников рынка, сгладит дефицит рублевых средств и удержит ставки около депозитной ставки ЦБ, может быть исчерпан уже в ближайшие дни - для денежного рынка это означает, что сохранить ставки на том уровне, к которому они снизились в конце 2011 г., едва ли удастся и новое их повышение - лишь вопрос времени.

Инфляция: итоги года

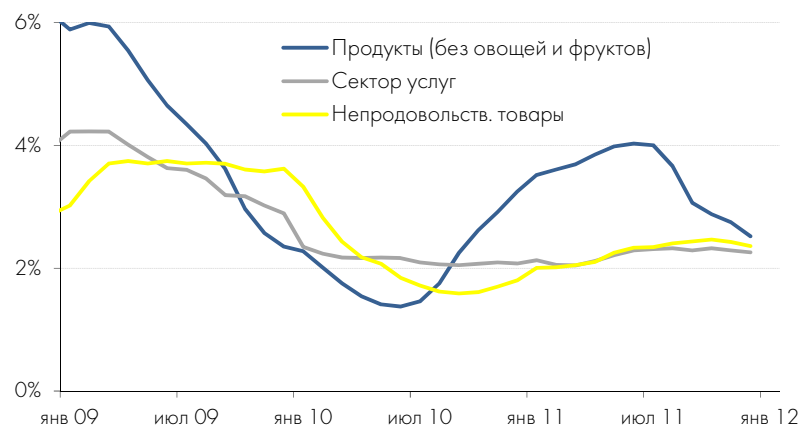
Инфляция 2011 г. бьет рекорды, 6,1% - мин. с 1991 г.

В первый рабочий день января Росстат опубликовал уточненные данные о динамике потребительских цен за 2011 г. По итогам года рост цен оказался существенно ниже первоначальных ожиданий – 6,1%, тогда как по официальному прогнозу МЭР цены в 2011 г. должны были вырасти макс. на 7% с последующим снижением этой оценки до 6,2-6,5% в декабре, а мы с сентября 2011 г. ориентировались на 6,4-6,7%. Достижение рекордно низкой инфляции в 2011 г. на уровне 6,1%, что является наименьшим значением с 1991 г., стало возможным лишь благодаря хорошим погодным условиям, а также ужесточению бюджетной и монетарной политики, что позволило нивелировать инфляционные эффекты, связанные с высокими ценами на нефть и посткризисным оживлением кредитной активности.

Основной вклад в замедление роста цен внесло замедление продуктовой компоненты

Основной вклад в замедление инфляции внесло снижение темпов роста цен на продовольствие (+3,9% против 12,9% в 2010 г.), что обусловлено сравнением с высокими показателями инфляции засушливого и неурожайного 2010 г. Нарастание цен в непродовольственном сегменте (6,7% против 5% в 2010 г.) и сфере услуг (8,7% против 8,1% в 2010 г.) в целом оставалось умеренным, и в основном было подстегнуто за счет развития бензинового, а затем и керасинового кризиса, вызванного дефицитом предложения. За год цены на бензин выросли на 14,9% против 6,5% в 2010 г. С исключением топливной составляющей и учитывая риски для спроса в связи с ухудшением внешнеэкономической ситуации и удорожания стоимости заимствований, замедление роста непродовольственной компоненты инфляции, на наш взгляд, могло быть более выраженным.

Вклад различных компонент в индекс потребительских цен, 2011 г.



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Эффект смещения тарифов естественных монополий сдержит рост цен в 1 кв. 2012 г.

Мы ожидаем, что увеличение помесечных темпов инфляции в начале 2012 г. будет гораздо менее заметным, чем в предшествующие годы, что, прежде всего, связано с эффектом смещения индексации основных тарифов (ЖКХ, газ, электричество) с января на июль и сентябрь 2012 г., а их вклад в формирование совокупного индекса (более 10%). В связи с таким переносом доминирующую роль в ценовой динамике в 1 кв. 2012 г. будет играть поведение продовольственной компоненты.

Главную роль в замедлении инфляции в декабре, скорее, сыграли идущие на убыль темпы роста доходов и кредитования населения, что оказывает сдерживающее воздействие на платежеспособный спрос, а с ним, и на рост цен.

**Прогнозируем
инфляцию в 2012 г. на
уровне 6,5%**

Мы прогнозируем замедление годовых темпов инфляции в первом полугодии 2012 г. (до 5,5%), но к концу 2012 г. рост цен может ускориться под давлением статистических условий – сравнения с низкой базой аналогичного периода 2011 г. Несмотря на ожидаемое ослабление рубля в 2012 г. мы не прогнозируем сильного превышения инфляцией уровней 2011 г., поскольку негативный курсовой эффект, приводящий к удорожанию импорта, на наш взгляд, будет компенсироваться дефляционным эффектом со стороны спроса на фоне обострения напряженности на внешних рынках и сужения возможностей кредитования. Наш базовый прогноз по инфляции на 2012 г. - 6,5%.

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.