

13 ноября 2012 г.

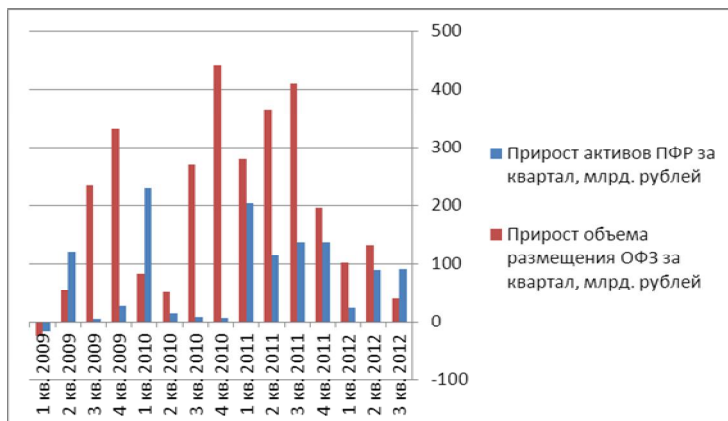
Лапшина Ольга
olga.a.lapshina@bspb.ru

Основные выводы:

Основные рыночные факторы говорят о том, что основное снижение доходности на рынке рублевого долга уже произошло. Внутренние инвесторы не имеют средств и существенных мотивов для наращивания портфелей, а идея с приходом на российский рынок денег иностранных инвесторов, судя по сравнительному анализу спредов доходности ОФЗ к свопам, уже практически отыграна. Единственный позитивный фактор – вероятный цикл снижения ставок от ЦБ РФ, но в отношении политики регулятора остается существенная неопределенность.

ПФР снижает участие...

Начнем с обзора деятельности основных участников рынка. По данным с сайта Минфина, чистое размещение ОФЗ (типов ОФЗ-ПД и ОФЗ-АД) в январе-октябре 2012 года было положительным и составило 260 млрд. рублей. При этом достаточно интересно, что за тот же период государственная управляющая компания ВЭБа получила 220 млрд. рублей в качестве пенсионных накоплений. Однако, исходя из отчета ВЭБа, основная часть средств была размещена на депозиты. В ОФЗ было инвестировано только 2,2 млрд. рублей, а в корпоративные долги – порядка 63 млрд. рублей. Таким образом, суммарный объем вложений средств пенсионного фонда на рублевом долговом рынке за 3 квартала 2012 года составил лишь около 65 млрд. рублей. Это эквивалентно всего одному-двум крупным недельным размещениям.



Источник: данные ВЭБа, данные Минфина, собственные расчеты.

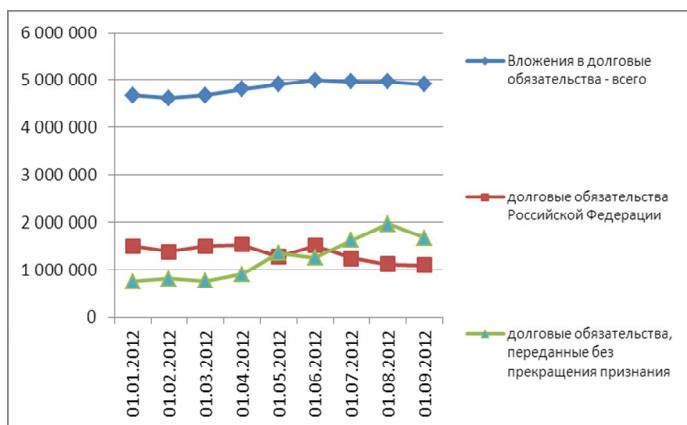
Таким образом, можно отметить, что участие пенсионных денег на долговом рынке де-факто сократилось и будущее сокращение накопительной части пенсии с 6% от ФОТ до 2% окажет свое негативное влияние, однако оно видимо будет весьма ограниченным.

Российские банки – тоже

В соответствии со статистикой, приводимой Центральным банком РФ, с начала 2012 года вложения банков в долговые бумаги выросли на 232 млрд. рублей. При этом, если посмотреть структуру прироста, то можно

отметить, сокращение сложений в ОФЗ на 404 млрд. рублей. Увеличились только вложения банков в т.н. ценные бумаги, переданные без прекращения признания.

В соответствии с терминологией ЦБ РФ, долговые обязательства, переданные без прекращения признания – это ценные бумаги, переданные контрагентам по операциям, совершаемым на возвратной основе, признание которых не было прекращено. Фактически – это корпоративные бумаги из ломбардного списка. Итак, банки умеренно нарастили свои вложения в облигации, однако не в ОФЗ, вложения в которые с начала года даже сократились.



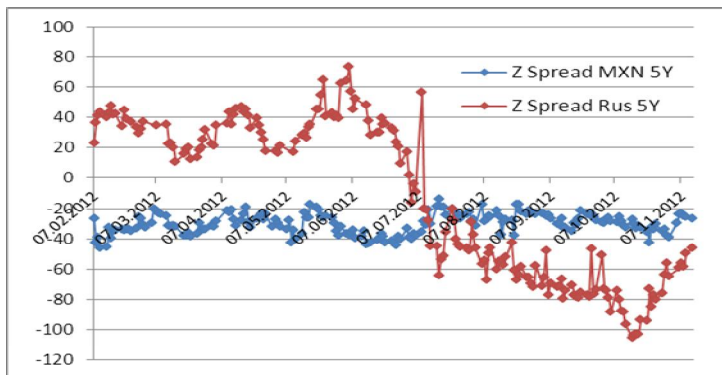
Источник: данные ЦБ РФ, собственные расчеты.

Очевидно, что в условиях острой нехватки ликвидности, российские банки предпочитают держать у себя в портфелях лишь те облигации, под которые возможно приобрести финансирование в ЦБ РФ. Таким образом, снижение доходности, которое происходило в этом году, было обусловлено не действиями внутренних игроков, таких как коммерческие банки и ВЭБ, а по всей видимости, благодаря действиям финансовых компаний и иностранных игроков.

Переходя к теме прихода капитала из-за границы, попробуем оценить насколько может быть интересным российский рынок с точки зрения текущей ситуации на нем и возможного движения доходности.

За границей - не лучше

Для оценки ситуации на российском рынке относительно сравнимых стран, возьмем в качестве примера Мексику. Данная страна, как и Россия, имеет рейтинг по S&P на уровне BВВ. В Мексике нерезиденты имеют возможность свободно торговать облигациями страны через Euroclear. Спреды по ее внутреннему долгу к процентным свопам, как и по российским облигациям – отрицательные, однако по российским бондам они шире.



Источник: данные Reuters, собственные расчеты.

Это говорит о том, что в настоящее время, российские ОФЗ уже перекуплены относительно Мексики, где инвесторы уже имеют полный доступ на внутренний рынок. Это говорит нам о том, что потенциал снижения доходности на волне допуска иностранных инвесторов в Россию практически исчерпан. Ситуация на рынке может измениться, однако для этого нужно, чтобы как минимум сдвинулась кривая процентных свопов по России.

Далее рассмотрим факторы, которые смогли бы повлиять на ситуацию. По нашему мнению, это могло бы случиться в случае, если, например, ситуация с ликвидностью покажет значительное улучшение. Поэтому рассмотрим более подробно перспективы развития ситуации в следующем году.

Лучше не станет

На сегодняшний день основное влияние на ликвидность оказывает политики Центрального банка и Минфина. Бюджетный и валютный каналы эмиссии денег в этом году не поставляют свежей ликвидности на рынок, а даже напротив, ее абсорбируют. По последним имеющимся данным, за январь-сентябрь профицит бюджета составил 635,7 млрд. рублей, т.е. фактически эти деньги ушли с рынка. Хотя Минфин и размещает эти деньги на депозиты банков, однако процентные ставки по данным операциям устанавливаются на уровне текущих рыночных ставок, таким образом, эти деньги поддерживают ликвидность в системе, однако никак не могут повлиять в сторону снижения ставок.

Показатель	январь - сентябрь
Доходы	9 384 485,9
Расходы	8 748 724,2
ДЕФИЦИТ (-), ПРОФИЦИТ (+)	635 761,7
Объем средств Минфина, размещенных на депозиты банков (на 13/11/2012)	631,11

Источник: данные Минфина, собственные расчеты.

В следующем году ситуация с исполнением бюджета, скорее всего будет аналогичной. Бюджет принят с дефицитом, в объеме порядка 521 млрд. рублей, однако цена на нефть, заложенная в бюджет в соответствии с новым бюджетным правилом, достаточно консервативная, что дает нам основания полагать, что дефицит может быть и меньше. В любом случае, при таком размере дефицита, он, скорее всего, будет истрачен в конце декабря, а на протяжении большей части года бюджет будет исполняться с профицитом.

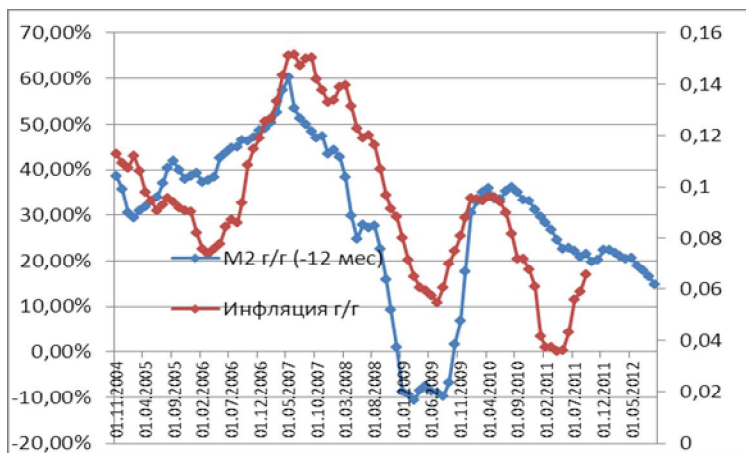
Что касается валютного канала эмиссии, то мы ожидаем, что отток капитала может сохраниться в перспективе ближайшего года, даже несмотря на планы Правительства по приватизации некоторых госкомпаний. Здесь можно отметить, что, например, в этом сентябре 2012 ЦБ РФ продавал валюту, даже несмотря на сделку со Сбербанком.

Что касается планов главного регулятора, то здесь пока нет определенности. ЦБ переходит к политике таргетирования инфляции, поэтому снижение ставок будет возможно лишь в случае, если инфляция покажет замедление.

В связи с вышесказанным, рассмотрим каковы тенденции и перспективы по показателю инфляции.

Инфляция может замедлиться, но не сразу

Основным фактором возможного замедления инфляции может стать снижение темпов прироста денежных агрегатов. Как мы имеем удовольствие наблюдать в последние 1,5 года, темп прироста М2 снизился с уровня свыше 35% г/г до уровня порядка 15%. При этом, темп инфляции следует за динамикой М2 с лагом порядка одного года, что прекрасно видно на приведенном ниже графике.



Источник: данные ГКС, собственные расчеты.

Однако, последний прирост инфляции, который начался с мая-июня 2012 года, как можно увидеть, не обусловлен ускорением темпа прироста М2. Это результат переноса повышения тарифов, а также т.н. продуктового шока. Опыт 2010 года, когда цены, также, выросли из-за плохого урожая показал, что негативное влияние «фактора урожая» сохранилось вплоть до апреля следующего года. Таким образом, можно ожидать, что в этот раз ситуация будет похожей. Кроме того, необходимо учесть, что из-за эффекта переноса повышения тарифов, в 2013 году в первой половине года, значение показателя инфляции будет завышенным в измерении год к году. Наиболее вероятно, что участники рынка начнут опираться на месячный и недельный приросты.

Итак, темп инфляции может показать замедление в апреле-мае в связи с тем, что темп роста М2 показывает замедление, а эффект урожая будет нивелирован со временем. В свою очередь замедление инфляции сможет дать основания ЦБ РФ для снижения ставок. Однако, здесь важен вопрос тайминга. Последний опрос Reuters показал - большинство аналитиков полагают, что ставки будут повышены на 0,25 б.п. в декабре, а затем снижены во втором квартале 2013 в связи с началом замедления инфляции. Однако, данный опрос был сделан в конце октября (т.е. еще перед ноябрьским заседанием), повышение или не повышение ставок в

декабре будет, по всей видимости, сильно связано с динамикой недельной инфляции в этом месяце. В случае, если темпы продолжат замедляться, повышение будет маловероятно.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОАО «Банк «Санкт-Петербург»

195112 Санкт-Петербург, Малоохтинский пр. д. 64 лит. А

<http://www.bspp.ru/>

Круглосуточная справочная служба: 8 (800) 555-50-50, 8(812) 329-50-50

Аналитическое Управление

Санкт-Петербург, Малоохтинский пр. д. 64 лит. А

Суриков Андрей, начальник Аналитического Управления

email: Andrei.p.Surikov@bspp.ru

phone: +7 (812) 325-36-13

Лапшина Ольга, Руководитель направления анализа долгового рынка

email: Olga.a.Lapshina@bspp.ru

phone: +7 (812) 325-36-80

Гордеев Алексей, ведущий аналитик

email: Aleksei.a.Gordeev@bspp.ru

phone: +7 (812) 325-36-13

Данный аналитический и информационный материал подготовлен работниками ОАО «Банк «Санкт - Петербург».

Просим Вас обратить внимание на следующие существенные факты и обстоятельства относительно того, что настоящий материал:

- 1. Не является рекламой;*
- 2. Не носит характер любой оферты (предложения);*
- 3. Не имеет в качестве основной цели продвижение любых ценных бумаг и/или финансовых инструментов, и/или финансовых услуг;*
- 4. Не содержит какого-либо обещания выплат и/или доходов;*
- 5. Не включает любых гарантий, обещаний или прогнозов роста;*
- 6. Не направлен на побуждение приобретать ценные бумаги, финансовые инструменты и/или финансовые услуги;*
- 7. Должен рассматриваться исключительно в качестве информации или частного мнения и не может являться основанием для предъявления требований к ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, а также к третьим лицам.*

Представленный материал, как полностью, так и частично, носит исключительно информационный характер. Вся информация и сведения, содержащиеся в материале, получены из открытых публичных источников, которые ОАО «Банк «Санкт-Петербург» рассматривает в качестве достоверных, актуальных и точных, не составляющих коммерческую или иную охраняемую тайну. Несмотря ни на что, проверка информации не проводилась и ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не делают никаких заявлений и не дают никаких гарантий ни в прямой, ни в косвенной форме относительно достоверности, актуальности или точности информации и материала. ОАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не несет ответственность за действия (бездействия) третьих лиц и за любые убытки, а также за любой ущерб, возникший в связи с любым использованием материала, информации и/или сведений, размещенных в нем, а также за неточность или отсутствие какой-либо информации или сведений. Любая информация, содержащаяся в представленных материалах, может быть изменена и/или дополнена ОАО «Банк «Санкт-Петербург» в любое время без предварительного уведомления, однако, ОАО «Банк «Санкт - Петербург» не имеет каких-либо обязательств по внесению в материал исправлений или изменений и не несет какой-либо связанной с этим ответственности. ОАО «Банк «Санкт-Петербург» не дает заверений, что материал предназначен для всех его получателей, при этом, операции с ценными бумагами, связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта. Информация в материале подвержена влиянию факторов различных рисков, неопределенности, иных факторов, которые находятся вне пределов контроля и возможности точного прогнозирования, вследствие чего заявленные данные, результаты и информация могут не соответствовать заявленному. Материал не заменяет консультации и не должен использоваться вместо неё. Распространение, воспроизведение и копирование, внесение изменений в материал, не допускается без получения предварительного письменного разрешения ОАО «Банк «Санкт-Петербург». ОАО «Банк «Санкт-Петербург» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с несоблюдением приведенных ограничений.