

4 февраля 2008 г.

Ренессанс  
Капитал

Алексей Моисеев  
+7 (495) 258 7946  
AMoisseev@rencap.com

Николай Подгузов  
+7 (495) 7853 5673  
NPodguzov@rencap.com

Максим Раскоснов  
+7 (495) 725 5227  
MRaskosnov@rencap.com

## Банк России Меры приняты

В минувшую пятницу Банк России сообщил о комплексе мер, направленных на борьбу с инфляцией. В нашем годовом отчете «Рынок облигаций: глобальное похолодание» от 28 декабря 2007 г. мы указывали на высокую вероятность повышения аукционной ставки РЕПО во втором полугодии, однако пятничное решение Банка России было для нас сюрпризом. Для нас очевидно, что решения были приняты в свете появления данных по январской инфляции, которая по официальной оценке составила 2.3%. Хотя такой уровень нельзя назвать беспрецедентным для января, многие были неприятно удивлены. Тем не менее, еще за день до выхода официального пресс-релиза позиция Банка России стала известна СМИ (утечка, возможно, была преднамеренной), которые со ссылкой на первого заместителя председателя Банка России А. Улюкаева сообщили, что регулятор принимает во внимание уровень существующих и потенциальных проблем с ликвидностью, стоящих перед банковской системой. Проблемы, на наш взгляд, не назовешь угрожающими, но они могут подорвать рост банковских активов, а значит, замедлить рост экономики в целом. Таким образом, мы убеждены, что Банк России намерен продолжать при необходимости предоставлять банкам ликвидность, но по ставкам 6.25-10.25% годовых в зависимости от категории инструментов, качества залога и сроков. Следует отметить, что даже пятничное повышение ставок по всем инструментам на 25 б. п. не выводит их из зоны отрицательных значений в реальном выражении. Вместе с тем, недовольство Банка России, как представляется, вызывает ситуация, когда ставки денежного рынка по однодневным кредитам с завидной регулярностью застывают на уровне 1-3%, что и вынудило регулятора пойти на повышение нормативов обязательных резервов и ставок по депозитным операциям. Мы поддерживаем повышение ставок по депозитам, что позволит привлечь избыточную ликвидность банков, которые располагают значительной наличностью и готовы одалживать средства по ставке 1% годовых. С другой стороны, несогласие вызывает повышение нормативов резервирования, неизбирательное по своей природе и наносящее наиболее чувствительный удар по слабым представителям банковской системы. Мы предполагаем, что предпринятые Банком России меры (более подробно речь о них пойдет ниже) направлены лишь на то, чтобы не допустить снижения ставок денежного рынка до нелепого, на наш взгляд, уровня в 1%.

## Мера первая – повышение нормативов обязательных резервов

По нашему мнению, ужесточение нормативов обязательных резервов банковской системы даст ограниченный эффект (по заявлению первого заместителя председателя Банка России г-на Улюкаева, объем дополнительного резервирования составит 22 млрд руб.), что позволит сохранить ликвидность на приемлемом уровне и не спровоцирует значительной турбулентности денежного рынка.

По состоянию на первое января сумма обязательных резервов, заблокированная на счетах в Банке России, составляла 220 млрд руб. Следовательно, пятничное повышение нормативов на 0.5 п. п. (с 4.0-5.0% до 4.5-5.5%) по целому ряду обязательств теоретически должно стать причиной оттока денег из банковской системы в размере всего 20-25 млрд руб. Одновременное повышение коэффициента усреднения сокращает объем дополнительного резервирования до 22 млрд руб.

В капитал институтов развития должно быть внесено еще приблизительно 460 млрд руб., что будет способствовать дальнейшему повышению уровня ликвидности. Как следствие, мы склонны расценивать меры, предпринятые Банком России, лишь как проявление борьбы с излишней ликвидностью, а не действительное ужесточение денежно-кредитной политики.

В пятничном номере газеты «Коммерсант» была опубликована большая статья, в которой рассказывалось, что руководители Банка России недавно встречались с представителями коммерческих банков и в очередной раз выразили готовность оказать банковской системе поддержку в случае ухудшения ситуации с ликвидностью. Мы по-прежнему считаем, что органы денежно-кредитного регулирования будут в случае необходимости всемерно поддерживать потребности кредитных организаций в рефинансировании (более подробно см. отчет «*Russian banking system: Refinancing risk overestimated*» от 30 января 2007 г.).

Кроме того, с достаточной долей уверенности можно говорить о том, что решения Банка России (как по ужесточению нормативов обязательных резервов, так и по повышению ставок по сделкам РЕПО) окажут давление на стоимость банковского фондирования. Однако банки, как представляется, пока успешно перекадывают дополнительные расходы на своих заемщиков: по статистике Банка России, ставки по корпоративным кредитам выросли на 1.8% по сравнению с уровнем июля прошлого года (с 9.2% до 11.0%).

## Мера вторая – повышение ставок по инструментам рефинансирования

Банк России повысил ставки по всем инструментам рефинансирования на 0.25%. Впрочем, единственный инструмент, который сейчас действительно имеет значение, – это ставка по операциям прямого РЕПО на открытом рынке сроком на один день, минимальное значение которой установлено на уровне 6.25%. Именно операции однодневного РЕПО оказались наиболее значимым инструментом, который позволял Банку России наполнять банковскую систему ликвидностью во время обострения кризиса в августе-ноябре прошлого года. Ставка, устанавливаемая на ежедневных аукционах (до трех) поднималась до 6.2%, а иногда и до 6.3%, поэтому повышение ее минимального значения вряд ли назовешь значимым. Другие операции предоставления ликвидности на открытом рынке используются крайне редко. Тем не менее, мы считаем, что востребованность инструментов на более длительные сроки (от трех до шести месяцев) будут постепенно возрастать, пока привлечение внешнего финансирования остается проблематичным. В табл. 1 сведены изменения ставок и нормативов обязательных резервов.

Таблица 1. Корректировка ставок и нормативов Банка России

Операции	Ставка до изменения	Ставка после изменения
Прямое РЕПО на открытом рынке на срок один день (минимальная ставка, фактическая ставка устанавливается на аукционе)	де-факто 6%	6.25%
Прямое РЕПО на открытом рынке на срок семь дней	–	6.75%
Прямое РЕПО на открытом рынке на срок 90 дней	–	9.75%
Ломбардное кредитование на срок две недели (минимальная ставка, фактическая ставка устанавливается на аукционе)	де-факто 7%	7.25%
Кредиты <i>overnight</i> Банка России	10%	10.25%
Кредиты Банка России, обеспеченные залогом векселей, прав требования по кредитным договорам организаций или поручительствами кредитных организаций, на срок до 90 календарных дней	7%	7.25%
Кредиты Банка России, обеспеченные залогом векселей, прав требования по кредитным договорам организаций или поручительствами кредитных организаций, на срок до 180 календарных дней	8%	9.25%
Кредиты Банка России, обеспеченные активами, на срок до 30 календарных дней включительно	9%	9.25%
Кредиты Банка России, обеспеченные залогом и поручительствами, на срок до 180 календарных дней	9%	9.25%
Ломбардные кредиты Банка России, предоставляемым на срок один календарный день	8%	8.25%
Прямое РЕПО на срок один день	8%	8.25%
Прямое РЕПО на срок семь дней	7%	7.25%
Валютный своп сроком на один день (рублевая часть)	8%	8.25%

Источник: Банк России

Тем не менее, даже столь незначительное повышение ставок по инструментам рефинансирования неизбежно окажет негативное влияние на рынок рублевых облигаций.

В начале года на денежном рынке страны установились действительно низкие ставки, что создавало впечатление наличия избыточной ликвидности. Однако сложившаяся ситуация вряд ли имела долгосрочный характер и могла существенно ухудшиться, например, уже после первых квартальных выплат НДС. Для изъятия избытка ликвидности логичнее было бы ожидать более активного повышения ставки привлечения денег, а именно ставок по депозитам Банка России, тем более что угроза притока спекулятивного капитала в условиях кризиса на мировых финансовых рынках минимальна. К повышению же ставки предоставления ликвидности, на наш взгляд, логичнее переходить при более высоких ставках ее изъятия (например, при ставках депозитов Банка России на уровне 5.0-5.5%).

Повышение ставки РЕПО на 25 б. п. в первую очередь ставит в трудное положение эмитентов облигаций первого эшелона и ОФЗ (напомним, рост чистого предложения ОФЗ в 2008 г. составит 65%) – спрэд над ставкой РЕПО для этих инструментов минимален. Удорожание заимствований для эмитентов первого эшелона при этом будет происходить в условиях ограниченного доступа к международному рынку капитала. В то же время, одна из обоснованных целей по снижению уровня финансового рычага в системе не достигается: для целого ряда включенных в Ломбардный список выпусков третьего эшелона сохраняется разрыв между ставкой РЕПО и доходностями облигаций в несколько сот базисных пунктов. С повышением ставки РЕПО на 25 б. п. символическая премия к ставке РЕПО сохраняется только для длинных выпусков (сроком обращения 10, 15 и 30 лет). Кривая доходности ОФЗ, скорее всего, примет более плоскую форму. Мы ожидаем роста доходностей коротких ОФЗ на 20-25 б. п., а длинных – на 15-20 б. п. В текущих условиях, вероятно, очень нелегко будут проходить намеченные на ближайшую среду аукционы трех- и десятилетних ОФЗ общим объемом 20 млрд руб. В случае если не будут использованы нерыночные механизмы (например, в виде спроса со стороны институтов развития), можно ожидать, что на аукционах будет предоставляться существенная премия. Вместе с тем, инвесторы, не побоявшиеся в последние недели открывать короткие позиции по фьючерсам на ОФЗ, скорее всего, смогут зафиксировать крупную прибыль.

Рост доходностей можно ожидать и в сегменте наиболее ликвидных обязательств. Мы прогнозируем постепенный сдвиг кривой доходности первого эшелона на 25-35 б. п. Негативное влияние на более доходные выпуски второго и третьего эшелонов, скорее всего, будет не таким заметным и вряд ли превысит 15 б. п. Ориентиры по доходности размещаемых на предстоящей неделе облигаций Москвы (5 млрд руб.) и Банка Москвы (10 млрд руб.), вероятно, также будут пересмотрены на 25-30 б. п.

### Мера третья – повышение ставок по депозитам

Банк России повысил ставки по депозитным операциям на стандартных условиях «том-нект», «spot-нект» и до востребования на 25 б. п. (с 2.75% до 3%), а по операциям на стандартных условиях «одна неделя» и «spot-неделя» – с 3.25% до 3.5%. На наш взгляд, эту меру можно назвать наиболее рациональной. Действительно, в условиях значительного в целом сокращения объема ликвидности мы бы не назвали нормальной ситуацию, когда ставки *overnight* могут неделями держаться вблизи отметки 1-2%. Повышение ставок по депозитным операциям теоретически должно позволить вывести с денежного рынка излишнюю ликвидность тех финансовых институтов, у которых ее явный избыток. Очевидно, что денежный рынок сохраняет сильно фрагментированную структуру, а Банк России играет роль агента по клирингу между теми, у кого имеются деньги, и теми, кто испытывает необходимость в краткосрочном финансировании. Эффективность указанной функции повышается с увеличением ставок по депозитным операциям. Ранее Банк России проявлял исключительную осторожность, отказываясь от повышения ставок по депозитам до уровня, который обеспечил бы для мировых коммерческих банков – денежных центров возможность арбитража между ставкой LIBOR и ставками по депозитным инструментам. Тем не менее, как мы предполагаем, глобальный кризис на рынке долгового капитала и довольно ровный прогноз по курсу рубля существенно понижают риски такого рода, по крайней мере на данном этапе.

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (ьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

**Ренессанс Капитал**  
125009, Москва  
Вознесенский переулок, 22  
Тел.: + 7 (495) 258 7777  
Факс: + 7 (495) 258 7778  
[www.rencap.com](http://www.rencap.com)

## Аналитическое управление

**Руководитель  
аналитического управления**  
Роланд Нэш  
+ 7 (495) 258 7916  
[Rnash@rencap.com](mailto:Rnash@rencap.com)

**Начальник отдела анализа акций**  
Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
[Aburgansky@rencap.com](mailto:Aburgansky@rencap.com)

**Начальник отдела анализа  
долговых обязательств**  
Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
[Amoiseev@rencap.com](mailto:Amoiseev@rencap.com)

**Заместитель начальника отдела анализа акций**  
Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
[Nzagvozdina@rencap.com](mailto:Nzagvozdina@rencap.com)

**Банковский сектор**  
+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
[Dnangle@rencap.com](mailto:Dnangle@rencap.com)  
Светлана Ковальская

**Химия и машиностроение**  
+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеенкова  
[Malexeenkova@rencap.com](mailto:Malexeenkova@rencap.com)  
Ринат Кирдань

**Транспорт и автомобилестроение**  
+ 7 (495) 258 7747  
Эдуард Фаритов  
[Efaritov@rencap.com](mailto:Efaritov@rencap.com)  
Ольга Агеева

**Потребительский сектор**  
+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
[Nzagvozdina@rencap.com](mailto:Nzagvozdina@rencap.com)  
Иван Николаев  
Виктор Дима  
Ульяна Тилсина

**Сектор недвижимости**  
+ 7 (495) 258 7770 x4959  
Алексей Языков  
[Ayazykov@rencap.com](mailto:Ayazykov@rencap.com)

**Стратегия на рынке акций**  
+ 7 (495) 258 7916  
Роланд Нэш  
[Rnash@rencap.com](mailto:Rnash@rencap.com)  
Томас Манди  
Ованес Оганисян

**Металлургия**  
+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
[Redwards@rencap.com](mailto:Redwards@rencap.com)  
Юрий Власов

**Нефть и газ**  
+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
[Alandes@rencap.com](mailto:Alandes@rencap.com)  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
[Aburgansky@rencap.com](mailto:Aburgansky@rencap.com)  
Елена Савчик  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

**Электроэнергетика**  
+ 44 (20) 7367 7777  
Дерек Уивинг  
[Dweaving@rencap.com](mailto:Dweaving@rencap.com)  
Вадим Борохов  
Владимир Скляр  
Сергей Петренко

**Экономика и политика**  
+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
[Kmalofeeva@rencap.com](mailto:Kmalofeeva@rencap.com)  
Елена Шарипова  
Олеся Черданцева  
Игорь Лебединец

**Телекоммуникации**  
+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбеги  
[Akazbegi@rencap.com](mailto:Akazbegi@rencap.com)  
Иван Ким  
Тибор Бокор  
Дэвид Фергусон

**Украинский рынок акций, стратегия**  
+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
[Kmalofeeva@rencap.com](mailto:Kmalofeeva@rencap.com)  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Романенко  
Владислав Носик

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на русском языке**  
+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
[Emalakhova@rencap.com](mailto:Emalakhova@rencap.com)  
Вадим Борохов  
Оксана Бутурлина  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун

**Рынок долговых обязательств, стратегия**  
+ 7 (495) 258 7946  
Алексей Моисеев  
[Amoiseev@rencap.com](mailto:Amoiseev@rencap.com)  
Николай Подгузов  
Татьяна Санникова  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева

**Кредитный анализ**  
+ 7 (495) 258 7789  
Петр Гришин  
[Pgrishin@rencap.com](mailto:Pgrishin@rencap.com)  
Алексей Булгаков  
Максим Раскоснов  
Наргиз Садыхова

**Административная поддержка**  
+ 7 (495) 725 5216  
Ольга Степанова  
[Ostepanova@rencap.com](mailto:Ostepanova@rencap.com)  
Юлия Попова

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
[Awaldman@rencap.com](mailto:Awaldman@rencap.com)  
Патриция Сомервиль

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100