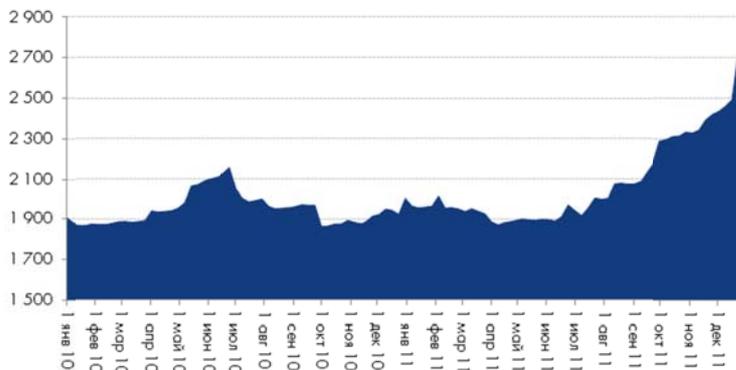


Пульс рынка

- ЕЦБ не видит достаточных оснований для снижения ставок. Как и ожидалось, ЕЦБ оставил ключевую ставку (по основным операциям рефинансирования) без изменений на уровне 1%, Президент ЕЦБ М. Драги дал довольно позитивный взгляд на результат антикризисной политики, проводимой регулятором, отметив, что предоставление банкам рефинансирования на 3 года (текущая задолженность составляет ~490 млрд евро) существенно улучшило ситуацию с ликвидностью банков и привело к снижению доходностей облигаций Италии и Испании. Также, по мнению главы ЕЦБ, несмотря на существование риска углубления рецессии в периферийных странах еврозоны, недавние данные по экономике Германии свидетельствуют о том, что худшее уже позади. Относительно дальнейшего направления политики регулирования процентных ставок М. Драги заявил, что она будет зависеть от потребительской инфляции, которая сейчас находится на отметке 2,8%, в то время как цель определена на уровне 2%. Мы не склонны столь оптимистично оценивать выходящие данные, и считаем, что пик кризиса еще не пройден. Кроме того, перед Европой по-прежнему остро стоит вопрос о достаточности капитала банков, который сужает кредитный рынок. О низком уровне аппетита инвесторов к риску свидетельствуют как отрицательные доходности краткосрочных BUNDS, а так и высокий объем (более 200 млрд евро) средств на депозитах в ЕЦБ. Мы сомневаемся, что без активных интервенций ЕЦБ на рынке суверенных облигаций еврозоны удастся решить стоящие перед ней проблемы. Рынки достаточно ровно отреагировали на решение ЕЦБ о ставках, евро укрепился до отметки 1,28 долл.

Баланс ЕЦБ увеличился за 2011 г. более чем на 35%, млрд евро



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

- Макростатистика из США: теряет прошлогодний позитив. Вчерашняя порция данных по американской экономике прервала поток позитивной статистики, опубликованной в конце прошлого года. Число обращений за пособиями по безработице за первую неделю года оказалось заметно выше консенсус-прогноза (399 тыс. против ожидавшихся 375 тыс.). Возможно, снижение безработицы в конце прошлого года было связано с созданием временных рабочих мест в преддверии новогодних распродаж. Также хуже ожиданий оказались розничные продажи, которые без учета автомобилей снизились в декабре на 0,2% м./м. Судя по динамике индексов акций, инвесторы проигнорировали негативные данные из США, которые, скорее всего, несколько компенсируются повышением ожидания запуска QE3.

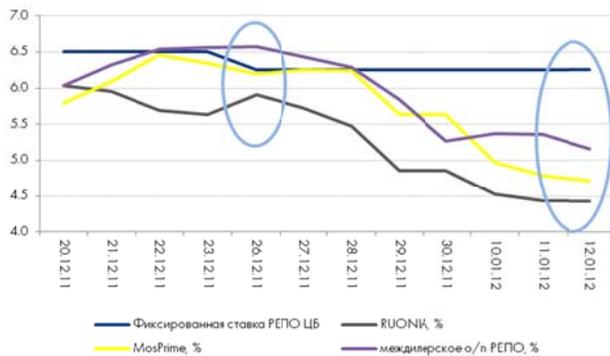
Темы выпуска

- Временная аномалия на денежном рынке

Временная аномалия на денежном рынке

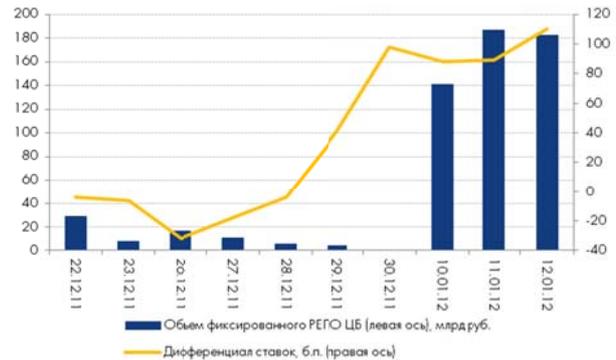
В начале этого года мы наблюдаем нетипичную для денежного рынка ситуацию, когда ставки МБК и междилерского РЕПО держатся на достаточно низких уровнях (4,5-4,7% и 5,5% годовых соответственно), в то время как спрос на традиционно более дорогостоящее РЕПО с ЦБ (фиксированная ставка - 6,25% годовых) нарастает. Стоит отметить, что в декабре, когда проблемы с ликвидностью в банковской системе стояли куда более остро, а ЦБ также как сейчас уже ограничивал лимиты по короткому РЕПО, указанной аномалии не наблюдалось. В этой связи возникает вполне естественный вопрос: с чем связано появление данной аномалии, и насколько она долговечна?

Динамика ставок денежного рынка



Источник: ЦБ РФ, ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Объем фикс. РЕПО с ЦБ и дифф. ставок



На первый взгляд иррациональное поведение рынка...

Очевидно, что снижение ставок о/п на рынке МБК с уровней конца прошлого года (индикативная ставка RUONIA опустилась с 5,9% до 4,4% годовых) стало возможным лишь благодаря улучшению ситуации с ликвидностью для большинства участников рынка ввиду притока бюджетных средств и "возвращения" наличности в рынок. В такой ситуации, с точки зрения рационального экономического поведения, участник рынка в первую очередь должен был бы по максимуму использовать более дешевый источник рефинансирования (МБК) прежде, чем переключаться на более дорогие операции, что привело бы к выравниванию процентных ставок на рынке. То есть сейчас ставки МБК должны были бы находиться вблизи фиксированной ставки РЕПО ЦБ.

... скорее всего, обусловлено действиями крупных участников...

По нашему мнению, основной спрос на дорогую ликвидность ЦБ и Минфина (судя по объемам) формируется несколькими крупными участниками, которые по какой-то причине не полностью используют междилерские инструменты рефинансирования. Напомним, что на этой неделе 4 банка привлекли 20-дневные депозиты Минфина (в размере 162 млрд руб.) по средневзвешенной ставке 6,64% годовых.

... что связано с рядом факторов

Мы видим несколько объяснений данному факту:

- наличие существенного разрыва ликвидности на балансе некоторых банков, который не смогла полностью закрыть поступившая ликвидность в виде бюджетных расходов;
- локальная неэффективность рынка МБК, выраженная в отсутствии достаточного объема лимитов, установленных на участников рынка, испытывающих дефицит ликвидности;
- высокие опасения относительно предстоящего неравномерного оттока ликвидности в связи с уплатой налогов (по нашим оценкам чистый отток составит ~300 млрд руб.) и одновременным возвратом депозитов Минфину. Мы считаем, что эти банки опасаются неготовности Минфина пролонгировать погашающиеся в январе депозиты (~500 млрд руб.) и поэтому предпочитают максимально задействовать доступные пока беззалоговые инструменты рефинансирования, приберегая РЕПО с ЦБ на "черный день";
- начавшийся период усреднения для выполнения норматива ФОР.

В условиях предстоящих крупных изъятий ликвидности разрыв между ставками МБК и РЕПО не может сохраняться долго

Не стоит исключать и тот факт, что агрессивное поведение крупного участника на рынке МБК привело бы к росту ставок денежного рынка, что в свою очередь, стало бы катализатором ценового снижения на рынке облигаций (вопреки наблюдающемуся сейчас росту котировок) и вызвало бы негативную переоценку по его портфелю ценных бумаг.

Мы полагаем, что сохранение отрицательного спреда между ставками денежного рынка и ставками РЕПО в условиях предстоящих крупных изъятий ликвидности не продлится долго. Неисчезающая проблема с ликвидностью у крупных банков может ужесточить ситуацию на денежном рынке уже в ближайшее время. Не исключено, что скоро ставки МБК могут повыситься (см. наш комментарий "Ликвидность: здравствуй и прощай!" от 11 января) до уровней фиксированной ставки РЕПО ЦБ, что вызовет давление продавцов на рынок облигаций.

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.