

## Пульс рынка

- **Б. Бернанке выступил в защиту QE.** В своем выступлении перед банковским комитетом Сената глава ФРС повторил, что позитивный эффект QE для американской экономики перевешивает сопутствующие риски (которые могут реализоваться при осуществлении exit strategy). Несмотря на довольно скромный размер возможного бюджетного секвестра (120 млрд долл. в год), по мнению Б. Бернанке, он может оказать заметное негативное влияние на экономику, которая восстанавливается все еще сдержанными темпами. Инфляционные риски (как текущие, так и ожидаемые) находятся на низком уровне, что позволяет ФРС сохранять мягкую монетарную политику, принимая во внимание слабое состояние рынка труда. В секции Q&A среди сенаторов популярным был вопрос о "Too Big to Fail": вера в то, что государство спасет крупные финансовые институты, фактически предоставляет им бесплатную страховку, которая, в частности, снижает стоимость заимствований. Отвечая на этот вопрос, Б. Бернанке подчеркнул, что ФРС планирует предпринять ряд мер, ужесточающих регулирование крупнейших финансовых учреждений. Кроме того, совершенствуется институт временной администрации, задачей которой является минимизация системных рисков при осуществлении процедуры банкротства. Вчерашняя порция макростатистики по США оказалась позитивной: значение индекса потребительской уверенности в феврале (69,6) оказалось заметно лучше прогнозов благодаря низким инфляционным ожиданиям. Продажи жилья на первичном рынке в январе также превзошли прогнозы, при этом цены на дома выросли на 5,8% г./г. На этом фоне американские рынки несколько восстановили понесенные накануне потери, но приближающаяся угроза секвестра бюджета США на этой неделе ограничит аппетит на риск.
- **Старые проблемы еврозоны, но теперь в новом масштабе?** Исход выборов сделал ситуацию в Италии во многом аналогичной греческой проблеме, наблюдавшейся в прошлом году. Сейчас в Италии (как тогда в Греции) нет правящей элиты, а значит формально - просто не с кем договариваться. Кроме того, большинство итальянцев (~55% - те, которые проголосовали за С. Берлускони и комика Б. Грилло) не поддерживают бюджетную экономию. Напомним, что в прошлом году Греция столкнулась с теми же проблемами, из-за которых "тройка" отказывалась бросить стране "спасательный круг". В конечном итоге помощь была оказана, чтобы предотвратить эффект домино. По этим причинам Италия выглядит защищенной (если уж спасли Грецию, то, что говорить о такой крупной экономике как Италия?). Однако и масштаб возможной помощи Италии (в случае если финансовые рынки для нее закроются) в разы выше: в этом году стране необходимо исполнить обязательства на сумму 321 млрд евро (из которых 39,4 млрд евро - уплата процентов).
- **В ответ на ухудшение конъюнктуры Минфин сместился в короткие ОФЗ.** Вместо планируемых 15-летних ОФЗ 26212 ведомство сегодня предложит 5-летние ОФЗ 25081 в объеме 26,45 млрд руб. Ориентир, озвученный в пределах УТМ 6,15-6,20%, не предполагает почти никакой премии к рынку (последние сделки вчера проходили на уровне УТМ 6,19%). За последнюю неделю ОФЗ продемонстрировали негативную ценовую динамику: ОФЗ 26210, доразмещение которых в прошлую среду прошло на уровне 101,9%, вчера стоили 101,65% от номинала. Длинные ОФЗ 26207 за неделю подешевели более чем на 1 п.п. (до 109%). Отсутствие премии, продолжающаяся коррекция на рынке ОФЗ, а также небольшой объем ОФЗ 25081 в обращении (~13,6 млрд руб.), по нашему мнению, не будут способствовать спекулятивному интересу для участия в аукционе. Тем не менее, заметный спрос может предъявить ГУК, которая вследствие оттока пенсионных накоплений предпочитает бумаги короткой дюрации. Мы по-прежнему считаем, что ОФЗ выглядят дорого, при этом ухудшение настроений на внешних рынках могут усилить давление продавцов.
- **1-й эшелон ощущает коррекцию ОФЗ.** Ставка купона по 3-летним БО-1,2,4 НорНикеля (BBB-/Baa2/BB+) номиналом 35 млрд руб. была установлена на уровне 7,9% (УТМ 8,06% = ОФЗ + 206 б.п.), что соответствует верхней границе ориентира (7,75-7,95% годовых). В результате новые бумаги НорНикеля предлагают максимальную премию к ОФЗ среди корпоративных облигаций 1-го эшелона.

## Темы выпуска

- ЦБ РФ: реформа рефинансирования

## ЦБ РФ: реформа рефинансирования

ЦБ планирует улучшить механизмы рефинансирования...

Вчера Банк России озвучил планы о возможных существенных положительных изменениях в системе рефинансирования банковского сектора. Брифинг, посвященный этому вопросу, сопровождался публикацией материалов по оценке Центробанком состояния денежного рынка в 4 кв. 2012 г. и рядом важных заявлений зампреда ЦБ С. Швецова. Из наиболее важных планируемых изменений мы выделяем следующие.

Аукционы "валютный своп" (по мере необходимости, сроки не определены):

- ЦБ может запустить операции "валютный своп" на аукционной, а не на фиксированной основе...
- ...со сроками о/п, 7 дней, 3 мес., 1 год, а не на 1 день, как сейчас...
- ...объединив их со сделками РЕПО с ЦБ в единый "продукт", т.е. уравнив их стоимость (сейчас РЕПО дешевле на 1 п.п.).

РЕПО ЦБ с корзиной бумаг (с 18 марта, +/- 1 неделя):

- запуск РЕПО с корзиной ценных бумаг;
- возможность использования в качестве залога всех ценных бумаг, которые входят в Ломбардный список;
- возможность автоматического подбора ценных бумаг в залоге (в т.ч. обозначение приоритетных бумаг), замены обеспечения, частичное удовлетворение заявок, маржирование сделок и т.д. (передаются НРД);
- возможность частичного исполнения 1-й части сделки РЕПО (сейчас невозможно) с уплатой штрафа;
- наличие 3-х льготных дней (пролонгация по ставке рефинансирования) для осуществления расчетов по 2-й части сделки РЕПО в случае дефолта по сделке. Только после этого сделка будет считаться неисполненной.
- применение о/п дисконтов к сделкам на срок более 1 дня.

Кредитные инструменты от ЦБ по плавающей ставке (не ранее 3 кв. 2013 г., ранее ожидалось в 1 кв. 2013 г.):

- проведение кредитных операций с ЦБ со сроком > 1 недели по плавающим ставкам (с привязкой к мин. РЕПО с ЦБ или RUONIA: в процессе обсуждения).

... что необходимо на фоне долгосрочной тенденции к росту дефицита ликвидности

Озвученные меры могут только приветствоваться, принимая во внимание формирование долгосрочной тенденции к увеличению дефицита ликвидности в банковской системе, что в основном обусловлено накоплением Минфином рублевых средств на трансферт в Резервный фонд за счет госзаимствований и профицита бюджета. На этом фоне проблема исчерпания залога по инструментам рефинансирования ЦБ становится все более и более осязаемой и принимает долгосрочный характер.

Обострения дефицита средств и всплеска ставок, на наш взгляд, можно ожидать уже в июль 2013 г.

По нашим оценкам, риски исчерпания залога по РЕПО с ЦБ могут реализоваться уже в ближайшем будущем. Мы разделяем точку зрения ЦБ в том, что в 4 кв. объем залога заметно расширился на фоне новых размещений (по нашим оценкам, на 600 млрд руб.). Однако увеличение пула бумаг в залоге сейчас уже не решает проблему дефицита ликвидности, так как, по нашим опасениям, штурм нового критического порога РЕПО с ЦБ не за горами. Напомним, что по нашим расчетам, этот порог составляет 2,0-2,3 трлн руб. при текущей задолженности по РЕПО с ЦБ в ~1,5 трлн руб., и приблизиться к нему, банки могут уже в апреле. Пересечения этого порога, обострения дефицита средств и всплеска ставок, на наш взгляд, можно ожидать уже в июле 2013 г.

На этом фоне новые механизмы рефинансирования не просто могут понадобиться уже в ближайшее время, а, скорее, станут необходимым условием для избежания серьезных осложнений на денежном рынке и всплеска ставок. В такой ситуации, любые меры, способные смягчить дефицит ликвидности востребованы. Неслучайно недавно возникла дискуссия относительно возможности перехода Минфина на новый механизм конвертации трансферта в Резервный фонд, которая позволила бы возвращать ликвидность в систему (но это решение в отличие от предлагаемых мер ЦБ откладывается на еще более долгий срок, в 2014-2015 гг.).

### Инструменты рефинансирования ЦБ РФ



Источник: ЦБ РФ

#### Новые параметры валютных свопов расширяют каналы рефинансирования

Отметим, что введение аукционов по операциям "валютный своп" по единым параметрам со сделками РЕПО с ЦБ и через единую платформу могло бы существенно удешевить этот инструмент, а потенциал этого канала рефинансирования немаловажен, учитывая внушительный объем валютных ресурсов банков и наблюдаемую нами тенденцию к наращиванию валютных активов (на фоне девальвационных ожиданий). Если сейчас о/п фиксированные операции "валютный своп" стоят 6,5%, то при текущих параметрах ДКП и новом аукционном механизме, они бы стоили мин. 5,5% как и РЕПО, то есть как мин. на 1 п.п. дешевле, что должно повысить их привлекательность и отвечает цели унификации инструментов и ставок, и позволяет ЦБ более эффективно таргетировать процентные ставки в будущем.

Но следует понимать, что источник фондирования через валютные свопы смягчит проблему только временно, поскольку тоже не безграничен и в целом не сопоставим по потенциалу со сделками РЕПО: на пике спроса на свопы в ноябре-декабре 2012 г. максимальная о/п задолженность не превышала 310 млрд руб., тогда как задолженность по РЕПО с ЦБ сейчас 1,5 трлн руб. К тому же, если ЦБ и запустит своповые аукционы, то независимо от спроса на эти средства, предложение будет ограничиваться лимитами ЦБ, а считая свопы второстепенным инструментом рефинансирования, Банк России едва ли будет щедр на лимиты.

Тем не менее, стоит отметить, несмотря на озвученную дату по началу операций РЕПО с корзиной ценных бумаг 18 марта (+1 неделя), мы не ожидаем, что банки смогут воспользоваться преимуществами нового инструмента в ближайшее время, учитывая технические сложности совершения данных сделок. Первый тест этих операций состоится только 11 марта. Однако по-прежнему остаются нерешенными многие вопросы, связанные с управлением банками пулом обеспечения (реализованный НРД на текущий момент механизм приоритизации бумаг крайне неудобен, например, у трейдеров нет возможности индивидуальной настройки списков бумаг для блокировки, и т.п.). Кроме того, решение о бенчмарке для инструментов с плавающей ставкой (и, соответственно, их появление на рынке) ожидается не раньше 3 кв. 2013 г., а оно, на наш взгляд, является ключевым для развития операций длинного рефинансирования, которые так необходимы банкам. Выбор менее выгодной базовой ставки (мин. ставки РЕПО с ЦБ), по нашему мнению, перевесит преимущества перехода на плавающую ставку. В целом вопрос соотношения преимуществ и затрат на реализацию нововведений (в частности, изменений в бэк-офисных системах, время/стоимость внутренней обработки операций) пока остается открытым.

## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский Никель	Uranium One

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### Прочие

АФК Система
-------------

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика января: потребительская неуверенность

### Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

### Инфляция

Высокая инфляция января склоняет чашу весов в пользу ЦБ

### Валютный рынок

Рубль должен выйти из спячки

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

### Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

По нашим оценкам, ставки будут снижены ЦБ не раньше марта

### Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

### Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

### Промышленность

Промпроизводство в январе: стагнация сменилась падением?

### Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

### Ликвидность

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

### Бюджет

Бюджет: устойчивый профицит

### Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### Аналитика

---

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

### 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

### Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

### Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

### Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

**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.