

## БАНК РОССИИ ОБЕЩАЕТ ЛИКВИДНОСТЬ

### Расширение и удлинение операций РЕПО

Банк России готов вернуть возможность проведения операций прямого РЕПО с акциями во втором квартале этого года, включив в список бумаги частных компаний. Об этом заявил первый заместитель председателя совета директоров Алексей Улюкаев во время Российского экономического и финансового форума в Швейцарии. Помимо этого ЦБ РФ готов смягчить требования к корпоративным облигациям для включения их в Ломбардный список (в первую очередь требования по рейтингам) и, возможно, продлить до одного года сроки операций РЕПО, ломбардного кредитования и кредитования под нерыночные активы. Последний раз на подобные шаги регулятор пошел в 2009 г., когда российская банковская система столкнулась с большими сложностями, в том числе с острым дефицитом ликвидности.

По оценке А. Улюкаева, реализация подобных мер позволит предоставить банкам дополнительную ликвидность в размере 100 млрд руб. (примерно 6,7% к максимальному лимиту ломбардного кредитования и операций РЕПО, который сейчас составляет около 1,5 трлн руб.). Указанная сумма может быть скорректирована в зависимости от того, насколько широким будет круг эмитентов, чьи акции будут приниматься в обеспечение по операциям РЕПО и насколько существенными будут послабления к допуску облигаций в Ломбардный список. Сейчас кредитные организации используют доступные на сегодняшний день инструменты рефинансирования чуть менее чем на 2/3 (совокупная задолженность составляет 966 млрд руб.).

Хотя ситуация с ликвидностью в банковской системе, на первый взгляд, остается сравнительно стабильной (сумма остатков на корсчетах и депозитах в Банке России до выплаты трети НДС за четвертый квартал составляла чуть менее 870 млрд руб., а объем чистой ликвидной позиции хоть и был отрицательным, однако ее абсолютная величина не выходила за пределы 100 млрд руб.), А. Улюкаев сообщил, что ЦБ РФ недавно получил письма от руководителей двух-трех крупнейших банков с госучастием с требованиями расширения возможностей рефинансирования и механизмов предоставления ликвидности. **Мы полагаем, что речь здесь идет не о системном кризисе ликвидности, а о желании отдельных банков получить более долгосрочное и сравнительно дешевое фондирование от Банка России и Министерства финансов.** На наш взгляд, основным бенефициаром действий регулятора будет ВТБ, который остро нуждается в ликвидности (разрыв между активами и пассивами до одного года составляет порядка 700 млрд руб.), имеет посредственную прибыльность и низкую капитализацию.

Мы считаем, что расширение списка бумаг для прямого РЕПО и удлинение сроков предоставления ликвидности будет позитивно для банковской системы и кредитоспособности в краткосрочном периоде. Ликвидность вернется на комфортные уровни, низкая стоимость фондирования поможет повысить прибыльность и капитализацию сектора, а увеличение сроков будет способствовать сглаживанию дисбалансов между активной и пассивной сторонами балансов банков. Однако в долгосрочном периоде такие действия Банка России могут оказаться скорее вредными для сектора по указанным далее причинам.

- **Поддаваясь давлению со стороны отдельных банков, ЦБ РФ фактически демонстрирует свою неспособность противостоять им**, хотя текущая ситуация весьма далека от острого кризиса ликвидности в масштабах всего сектора. Это может стать благодатной почвой для роста риска недобросовестных действий, что может серьезно демотивировать банки вести взвешенную политику в отношении балансовых рисков и строить долгосрочные планы. В дальнейшем подобный настрой может вылиться в новые проблемы для кредитных организаций и, соответственно, новые (и еще большие) требования предоставить ликвидность.
- **Из-за дополнительных вливаний, осуществляемых регулятором, будет усиливаться конкуренция между банками за способы инвестирования ликвидности**, что приведет к уменьшению средней доходности активов, тем самым снижая прибыльность (как это было после колоссальных вливаний в 2008-2009 гг.) и оказывая давление на капитализацию. Все это ухудшит кредитоспособность банковской системы.
- Как и в 2009-2011 гг., **часть новой ликвидности будет инвестирована в ценные бумаги, в результате чего вырастет рискованность балансов** (из-за волатильности рыночной стоимости активов) и снизится качество прибыли (прибыль от операций с бумагами весьма нестабильна и обычно резко падает во времена кризисов). Следуя логике Банка России, озвученной А. Улюкаевым, **если у банков уже есть большой объем вложений в акции** (что, с точки зрения регулятора, не является примером разумной кредитной политики), то с этим надо считаться и, соответственно, расширять механизм РЕПО и на акции. Фактически такая политика лишает банки стимулов к сокращению подобных позиций и связанных с ними рисков.
- Мы также считаем, что расширение помощи со стороны ЦБ РФ **усилит зависимость банков от фондирования со стороны Банка России**, а сам регулятор может превратиться из кредитора последней инстанции в фактически постоянный источник фондирования для сектора, т.к. цена, которую придется заплатить сектору за прекращение поддержки со стороны Банка России, окажется крайне высокой.

Сочетание этих рисков приведет к тому, что чем больше регулятор помогает банкам и потакает их желаниям, тем с более глубокими проблемами ему придется столкнуться в следующий раз.

Отметим, однако, что операции РЕПО сами по себе являются довольно рискованным инструментом и, по сути, служат механизмом построения пирамиды, когда банки берут средства под залог ценных бумаг на балансе, а затем используют их для покупки новых ценных бумаг, чтобы затем повторить цикл. По опыту предыдущего кризиса можно сказать, что в случае прекращения роста цен на финансовые активы, высокий уровень кредитного «плеча» может привести к резкому раскручиванию спирали РЕПО в обратную сторону, заметно увеличивая масштаб падения цен базовых активов. **Таким образом, расширение списка активов, принимаемых в обеспечение по операциям РЕПО, позитивно скажется на состоянии банковской системы только в краткосрочной перспективе.**

## Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. 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, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни 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 один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут 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 ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом 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. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

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 аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

### Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

**Покупка** (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

**Держать** (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

**Продажа** (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2010. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или пригласения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и представляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Простые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.