

## Пульс рынка

---

- ▶ Неразрешенная ситуация с европейским долгом продолжила оказывать негативное давление на финансовые рынки, в частности, индексы акций потеряли порядка 1-2%. Курс евро опустился ниже отметки 1,32 долл., приблизившись к нашей краткосрочной цели 1,3 долл. Макростатистика по США в целом оказалась нейтральной, однако заявление представителя ФРС США о том, что программа Twist, скорее всего, не сможет восстановить рынок труда, не добавило инвесторам оптимизма. Доходности на рынке UST по-прежнему снижаются, в частности, 10Y UST опустились до отметки YTM 1,78%, при этом спред 30Y UST - 10Y UST, как мы и ожидали, сузился до менее 100 б.п. Таким образом, реализация нашей торговой идеи (см. наш ежедневный комментарий от 6 сентября) на рынке безрисковых активов принесла порядка 10-15 п.п. за последний месяц. Из сегодняшних событий интерес представляют выступления Б.Бернанке, а также европейских лидеров, которые могут пролить свет на дальнейшую политику регуляторов.
- ▶ Fitch дал позитивную оценку банковской системе РФ, которая, по мнению агентства, сейчас более подготовлена к тому, чтобы выдержать потенциальные внешние потрясения, чем это было в 2008 г., что, в частности, обусловлено расширенными каналами государственного рефинансирования (ЦБ и Минфина). При этом, поскольку капитал не является равномерно распределенным среди банков, некоторые из них могут быть более уязвимыми, чем другие. Мы в целом разделяем мнение агентства, исходя из предположения о том, что развивающийся кризис не окажется столь разрушительным, как в 2008-2009 гг. Отметим, что на текущий момент объем средств Минфина и ЦБ, предоставленных банковскому сектору, уже составляет 1,3 трлн руб. По нашим ожиданиям, до конца года из-за необходимости возврата депозитов Минфину будет нарастать потребность участников рынка в РЕПО с ЦБ (см. подробнее наш сегодняшний комментарий).
- ▶ Мы полагаем, что на минувшей неделе в рамках нецелевых интервенций ЦБ мог продать более 1,2 млрд долл., что соответствует двум дополнительным смещениям границ плавающего коридора по 5 копеек. Таким образом, границы сейчас могут находиться выше 32,6-37,6 руб. по сравнению с подтвержденными ЦБ 32,5-37,5 руб. по состоянию на прошлый понедельник. Мы по-прежнему считаем, что вблизи верхней границы коридора, где сейчас находится бивалютная корзина, ЦБ продает около 400-450 млн долл. ежедневно.
- ▶ Новая ставка купона по выпуску МКБ-8 номиналом 3 млрд руб. была установлена на уровне 9% годовых (на 70 б.п. ниже ставки текущего купона), что соответствует YTP 9,2% к годовой оферте. Мы считаем, что по годовым бумагам банков с рейтингом категории В1/В интерес для инвесторов может представлять уровень доходности не ниже YTW 11,0%. Таким образом, мы не исключаем, что большая часть выпуска МКБ-8 будет предъявлена к выкупу в ходе предстоящей 19 октября оферты. В качестве положительного момента мы отмечаем, что МКБ-8 входит в список РЕПО с ЦБ. Размер высоколиквидных активов, находившихся на балансе эмитента на конец 1П 2011 г., достаточен для исполнения краткосрочных обязательств (см. наш ежедневный комментарий от 16 сентября).

## Темы выпуска

---

- ▶ Инструменты рефинансирования прочно вошли в моду
-

## Инструменты рефинансирования прочно вошли в моду

**Минфин предложит банкам до 105 млрд руб.**

Сегодня Минфин предложит для размещения на депозиты кредитных организаций 105 млрд руб. Такой объем неслучаен, поскольку сопоставимую сумму - 104,2 млрд руб. банкам предстоит выплатить тому же Минфину завтра в рамках возврата депозитов. О том, что банки по-прежнему ощущают на себе недостаток рублевой ликвидности, и сегодняшний аукцион может пользоваться высоким спросом, говорит тот факт, что вот уже третью неделю подряд кредитные организации пролонгируют имеющуюся задолженность по РЕПО с ЦБ, объем которой остается вблизи 2-летнего максимума, составляя около 190 млрд руб.

**Напряженность с ликвидностью обусловлена нарушением механизма циркуляции средств**

Примечательно, что банки сохраняют высокий спрос на инструменты рефинансирования регуляторов в условиях растущих остатков на балансах ЦБ, которые благодаря возобновлению притока госрасходов восстановились почти до 980 млрд руб. Происходящее полностью подтверждает наши опасения в отношении того, что наблюдаемые проблемы с ликвидностью обусловлены не столько ее недостатком, сколько нарушением привычного механизма циркуляции ликвидности в платежной системе. В качестве наиболее реалистичных причин осложнений с перераспределением свободной ликвидности мы по-прежнему видим наполненность лимитов МБК и валютных свопов в результате растущего спроса на рублевые средства под фондирование валютных позиций, а также придерживание банками ликвидности "на черный день" (подробнее см. обзор от 28 сентября). Ситуация усугубляется действиями Центробанка, который в борьбе с ослаблением рубля увеличивает продажи валюты, стерилизуя ликвидность.

**Рефинансирование задолженности перед Минфином будет обходиться банкам все дороже**

В сложившейся ситуации банкам ничего не остается, как рефинансировать задолженность перед Минфином за счет средств самого же ведомства, правда с существенными для себя издержками. Так, мин. ставка по депозитному аукциону на 3,5 месяца, который пройдет сегодня, возросла уже до 6,2% против порядка 4% двумя месяцами ранее. Впрочем, мы полагаем, что спрос на аукционе будет значительным даже несмотря на высокую ставку. В условиях, когда фондирование на рынке МБК ограничено, популярность депозитных аукционов объясняется еще и более длительным сроком привлечения средств, что в отличие от 1 дневного РЕПО с ЦБ позволяет банкам заметно отсрочить исполнение своих обязательств.

**Часть возвращаемых банками депозитов будет погашаться за счет "конвертации" депозитов в расходы бюджета**

Ситуация осложняется и тем, что по мере приближения к концу года возможности ведомства по обеспечению рынка свободной ликвидностью сходят на нет, что связано с использованием возвращаемых банками депозитов для исполнения бюджета текущего года. До конца 2011 г. банкам необходимо вернуть Минфину весьма внушительную сумму - 1026 млрд руб., большая часть из которой будет погашаться за счет "конвертации" депозитов в расходы бюджета, преимущественно, в декабре (подробнее см. обзор от 1 сентября). Однако растущий отток капитала приводит к наращиванию задолженности по инструментам рефинансирования ЦБ, что существенно повышает риски формирования дефицита ликвидности и сохранения повышенного уровня ставок денежного рынка в ближайшие месяцы.

**Роль ЦБ в качестве поставщика ликвидности будет расти, но в 2011 г. ограничится сделками РЕПО**

Между тем, стоит отметить, что Центробанк сейчас обладает достаточным арсеналом инструментов для сглаживания возможных шоков ликвидности, в числе которых не только финансирование под залог ценных бумаг и кредитов, но и беззалоговое кредитование, которое, однако, будет стоить существенно дороже, чем мин. 5,25% по аукционному РЕПО с ЦБ. Таким образом, все большее значение в качестве поставщика ликвидности в ближайшее время будет приобретать Банк России, однако в отсутствие серьезных внешних шоков его роль, вероятнее всего, ограничится сделками РЕПО.

## 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
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
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.