

## Пульс рынка

- **Запоздалая реакция на payrolls?** Вчера на относительно спокойном новостном фоне американские рынки акций продемонстрировали заметное снижение (-1,3%), по-видимому, отражая отсутствие уверенности, что пятничный отчет по рынку труда является весомым аргументом для приостановки сворачивания QE. Такому мнению поспособствовало заявление представителя ФРС Д. Локхарта, что, несмотря на слабые payrolls, снижение объема выкупа активов должно быть продолжено. Рынок UST остается стабильным (10-летние бонды котируются на уровне YTM 2,84%), возможно, вследствие как выхода неплохих данных по бюджету (в декабре впервые с 2007 г. был зафиксирован профицит), так и ожидаемого урегулирования вопроса финансирования правительства США до конца фискального года (30 сентября). Напомним, что до 7 февраля США еще предстоит решить проблему потолка госдолга. Вчерашнее ралли на долговых рынках GEM (так, длинные Russia 42 подорожали на 50 б.п.), по нашему мнению, является неплохой возможностью для фиксации прибыли.
- **Новый аукцион 312-П: без сюрпризов.** Банки привлекли практически весь заявленный объем: 480 млрд руб. на 3М из лимита 500 млрд руб. Несмотря на то, что избыточного спроса не наблюдалось, итоговая ставка на 1 б.п. превысила минимальную (5,76%, заявки в диапазоне 5,76%-6,55%). В аукционе приняло участие 23 банка, что сопоставимо с предыдущим аукционом. Учитывая, что сегодня банкам придется погасить 500 млрд руб. аналогичных кредитов, привлеченных 14 октября, спрос в таком объеме на аукционе (зачисление средств также сегодня) был ожидаем. Поскольку в результате задолженность по кредитам под нерыночные активы почти не изменится (~1,2 трлн руб.), новый аукцион окажет нейтральный эффект на ликвидность и ставки МБК.
- **В новый год без целевых интервенций.** ЦБ принял решение об их обнулении с 13 января (ранее 60 млн долл. в день). Это ускорило состоявшееся вчера очередное смещение границ коридора вверх на 5 коп. (до 33,2-40,2 руб.), т.к. сейчас все проводимые ЦБ валютные операции должны считаться накапливаемыми (т.е. приводящими к сдвигу). По нашим оценкам, теперь границы должны смещаться гораздо чаще (раз в неполные 2 дня). В целом это решение призвано повысить гибкость курса в рамках перехода на плавающий режим до 2015 г. Но не менее важную роль данный шаг играет в контексте сокращения связанного с продажами валюты ЦБ оттока средств из банковского сектора в условиях растущего дефицита ликвидности (см тему). Отметим, что роль целевых интервенций как компенсации конвертации валюты для пополнения Резервного фонда после выхода Минфина на открытый рынок с 2013 г. сильно ослабла.
- **ЦБ приведет нормативы ликвидности к стандартам Базель 3.** Вчера был опубликован проект Положения "О порядке расчета показателя краткосрочной ликвидности" в соответствии с Базель 3. В первом приближении он является аналогом действующего норматива текущей ликвидности НЗ и рассчитывается как отношение высоколиквидных активов к ожидаемому чистому оттоку денежных средств по всем операциям банка в течение ближайших 30 календарных дней. Отметим, что сейчас минимальное значение НЗ составляет 50%, новый показатель по Базель 3 не может быть ниже 100%, но переход к нему будет производиться постепенно с отметки 60% (пока расчет будет осуществляться в тестовом режиме, а введение планируется лишь в 2015 г. после согласования всех поправок). Особенностью расчета нового показателя является учет ликвидных активов, имеющих кредитный риск, с дисконтом (например, 50% для корпоративных облигаций с рейтингом от "A+" до "BBB-"). При этом облигации, выпущенные финансовыми организациями, не будут учитываться в ликвидных активах. Для решения проблемы отсутствия достаточного объема высококачественных активов внутри РФ (с точки зрения Базель 3, к ним относятся инструменты с рейтингом не ниже инвестиционного уровня) ЦБ предлагает использовать для расчета притока денежных средств ликвидность, которую банк может привлечь у регулятора (в т.ч. по 312-П, ломбардным кредитам).
- **ГМС (S&P: B) удалось сократить долг в конце года.** По данным компании, он снизился на 3,8 млрд руб. до 12,4 млрд руб. благодаря авансам по новым контрактам, расчетам по проектам и оптимизации дебиторской задолженности. Напомним, что за 9М 2013 г. из-за последнего фактора (вследствие консолидации ККМ и Apollo) долг ГМС увеличился на 2,8 млрд руб. до 16,2 млрд руб., Чистый долг/LTM EBITDA составил 2,58x. Это стало одним из аргументов для изменения прогноза по рейтингу S&P на негативный. Предполагая сохранение в 2013 г. показателя LTM EBITDA на уровне 9М (5,87 млрд руб.), по нашим оценкам, долговая нагрузка (Долг/LTM EBITDA) сократилась с 2,76x в 3 кв. до 2,11x. Выпуски ГМС-2 (YTM 11,1% @ февраль 2015 г.) и ГМС-3 (YTP 10,5% @ февраль 2016 г.) предлагают одни из самых высоких уровней доходностей среди корпоративных бумаг категории "B".

## Темы выпуска

- **Денежный рынок: оттепель будет недолгой**

## Денежный рынок: оттепель будет недолгой

**В начале года традиционно наблюдается снижение ставок МБК...**

Последние годы наступление января у участников рынка ассоциируется с периодом снижения ставок МБК и благоприятной ситуацией с ликвидностью: традиционно в заключительные дни декабря наблюдается максимальная концентрация бюджетных поступлений в банковскую систему. Оседая на корсчетах и депозитах в ЦБ в самом конце года, этот приток создает огромный "буфер" временно неиспользуемых средств (поскольку к тому моменту рынки уже закрыты). Принято считать, что их "распечатывание" в январе должно приводить к снижению ставок.

**... но в этом году оно может быть недолгим**

Однако появилась и новая тенденция: до формирования бюджетного "буфера" (в 2013 г. - 27-31 декабря) банки демонстрируют сильный спрос на рефинансирование ЦБ. Достигая своего пика в декабре, он приводит к заметному росту ставок МБК и не дает им существенно снизиться впоследствии (в январе следующего года). Так, в конце декабря 2013 г. о/п ставки МБК на короткое время превысили верхнюю границу процентного коридора ЦБ в 6,5%, что указывает на то, что возможности рефинансирования ЦБ были близки к пределу.

**Высоки риски роста ставок уже в январе**

Теперь, когда бюджетный "буфер", по нашим расчетам, может быть исчерпан уже в конце января 2014 г., встает вопрос, как быстро стоит ожидать возобновления напряженности на денежном рынке и как скоро это может привести к новому витку роста ставок МБК. Отдельный интерес представляет и возможная реакция регуляторов на сложившиеся риски. Для ответа на данные вопросы мы попытались определить:

- К какому оттоку средств из банковского сектора может привести состояние консолидированного бюджета в январе?
- Какие факторы станут решающими для ставок МБК в этот период?
- Какие инструменты ЦБ могут быть наиболее популярными и достаточно ли их для компенсации оттока/упреждения роста ставок?
- Сколько средств для покрытия дефицита ликвидности может предоставить Казначейство РФ? Как решение о трансферте в Резервный фонд может отразиться на ставках?

Для удобства мы разделили прогноз на январь на два отрезка: с 10 по 20 и с 20 по 31 января, т.е. на период до основных налогов (когда сохраняются предпосылки для снижения ставок МБК) и после (когда, по нашему мнению, возникнут риски для их роста).

### Прогноз факторов формирования ликвидности с 10-20 и с 20-31 января 2014 г.

млрд руб.	Декабрь 13	9-10 января 2014	10-20 января 2014	20-31 января 2014
Сальдо консолид. бюджета ("-" профицит)	1 475	-73	-100	-270
Бюджетный "буфер"* ("-" увеличение)	-740	616	150	0
Изменение наличности в обращении ("-" рост наличности)	-750	250	195	210
Депозиты Казначейства ("-" снижение)	-516	0	0	200**
Интервенции ЦБ ("-" продажи иностр. валюты)	-132	-26	-30	-65
Чистое размещение госбумаг ("-" чистое привлечение)***	-60	0	-30	-50
Изменение обязательных резервов в ЦБ ("-" рост резервов)****	101	0	0	0
<b>Итого изменение ликвидности</b>	<b>-620</b>	<b>767</b>	<b>185</b>	<b>25</b>
Прирост задолженности по валютным свопам с ЦБ	3	-275	0	0
Прирост кредитов под нерыночные активы	335	-100	-185	-25
Изменение задолженности по РЕПО с ЦБ	301	-387		
<b>Итого прирост/сокращение рефинансирования ЦБ</b>	<b>640</b>	<b>-760</b>	<b>-185</b>	<b>-25</b>
Задолженность по РЕПО с ЦБ, млрд руб.	2 897	2 510	2300-2500	2300-2500
Кредиты под нерыночные активы	1 292	1 192	1000-1200	1000-1200

\* Объем бюджетных средств, поступающих в заключительные дни декабря (в 2013 г. 27-31 декабря) и оседающих на к/с и депозитах в ЦБ.

\*\* Наша оценка средств, которые не будут направлены в Резервный фонд, а смогут быть размещены Казначейством на новых депозитных аукционах

\*\*\* С учетом ГСО и погашений

\*\*\*\* Эффект от повышения коэффициента усреднения

Источник: ЦБ, Минфин, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

**Прогноз развития ситуации до 20 января.** В этот период, согласно нашим оценкам, определяющую роль для ставок будет играть не столько изъятие средств на бюджетные счета (см. далее), сколько интенсивность возврата наличности в банковский сектор. Резкий рост наличных денег в обращении перед длинными новогодними праздниками, обеспечивший в декабре 2013 г. отток в 750 млрд руб., должен преобразоваться в не менее значительный приток в январе: уже 250 млрд руб. "вернулось" 9-10 января, а до 20 января мы рассчитываем на пополнение ликвидности за счет этого фактора еще на 195 млрд руб.

Кроме того, в первые дни после праздников банки смогут продолжить использовать чрезмерно высокие остатки на корсчетах и депозитах (на 9 января 2013 г. 1,8 трлн руб. против 1 трлн руб. в среднем), аккумулировавшие в себе бюджетный "буфер" декабря. Весь бюджетный навес мы оцениваем в 740 млрд руб. Но львиную его долю (616 млрд руб.), банки уже потратили 9-10 января на компенсацию основной части погашения РЕПО (-387 млрд руб.), валютных свопов с ЦБ (-279 млрд руб.) и части кредитов под нерыночные активы (-100 млрд руб.). Поэтому потенциал этого источника ликвидности до 20 января мы оцениваем в дополнительные 150 млрд руб.

В сумме данные факторы обеспечат около 350 млрд руб. дополнительной ликвидности, которой должно хватить, чтобы полностью перекрыть прогнозируемый на 10-20 января отток средств. Помимо профицитного консолидированного бюджета (-100 млрд руб.), к его источникам мы относим интервенции ЦБ и размещение госбумаг. Первые, принимая во внимание ожидаемое нами умеренное ослабление рубля должны остаться на уровне около 200 млн долл. в день (если не меньше, т.к. после обнуления целевых интервенций вчера ЦБ теперь сдвигает границы коридора вверх гораздо чаще - раз в 2 неполных рабочих дня). Чистое размещение госбумаг может "отнять" за месяц умеренные 80 млрд руб., а на этой неделе - лишь 30 млрд руб.

Размещение временно свободных бюджетных средств на депозиты банков Казначейством РФ в этот период должно оказать нейтральный эффект: ведомство пока предлагает лишь объем, достаточный для пролонгации уже имеющейся у банков задолженности (сегодня 75 млрд руб. против погашения 70 млрд руб.). Не добавит ликвидности и вчерашний аукцион 312-П.

**До 20 января ставки  
МБК едва ли будут  
ниже 6%**

В чистом итоге мы получаем, что с 10-20 января должен наблюдаться положительный эффект на ликвидность, но его нетто-объем едва ли превысит 200 млрд руб. Эти средства банки могут направить на погашение либо задолженности по РЕПО с ЦБ, либо кредитов под нерыночные активы, либо и того, и другого (см. таблицу). В результате объем РЕПО к 20 января должен составить 2,3-2,5 трлн руб., а объем кредитов под нерыночные активы - 1,0-1,2 трлн руб., в зависимости от того, как банки распорядятся данным излишком. Поскольку объемы РЕПО в данном сценарии останутся на высоком уровне, мы ожидаем, что к 20-м числам января о/п ставки МБК едва ли будут ниже 6%.

**Как будет развиваться ситуация после 20 января.** Для этого периода решающим станет отток, связанный с уплатой налогов. Январь традиционно отличается наименьшей скоростью расходования бюджетных средств и максимальным уровнем профицита консолидированного бюджета, основной отток в связи с которым приходится на конец месяца. В связи с этим мы прогнозируем изъятие средств на счета Казначейства 20-31 января в 270 млрд руб. Еще 115 млрд руб. оттока в сумме обеспечат размещение госбумаг и интервенции (см. таблицу).

Поскольку встречный приток от возврата наличности после 20 января уже ослабнет (~210 млрд руб.), его будет недостаточно, чтобы перекрыть данные изъятия. В связи с этим создаются риски роста потребности в госрефинансировании уже в конце января. Безусловно, банки смогут удовлетворить этот спрос за счет наращивания РЕПО с ЦБ. Однако сам факт того, что чистый отток ликвидности может возобновиться так скоро, говорит о высокой вероятности нового витка роста ставок МБК уже в ближайшее время.

Аукционы 312-П, как мы уже упоминали, не станут панацеей, поэтому решающей для ставок 20-31 января должна оказаться политика Казначейства РФ: размещение средств на депозиты банков могло бы стать достаточно существенным дополнительным источником ликвидности. Сколько сможет предложить Казначейство сверх обычной пролонгации уже имеющейся задолженности в основном зависит от того, сколько средств планируется направить в Резервный фонд.

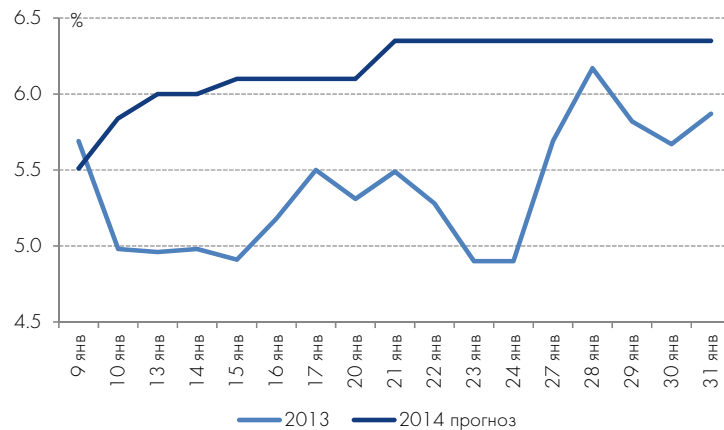
Исходя из того, что министерство внезапно нашло возможным предложить 30 декабря 200 млрд руб. на депозитном аукционе, мы считаем, что у него имеется гораздо больший объем свободных средств, чем предполагалось перечислить в Резервный фонд (последняя оценка трансферта, со слов А. Силуанова, 50 млрд руб.). Наши расчеты указывают на то, что дефицит федерального бюджета по итогам 2013 г. может оказаться значительно меньше официального прогноза в 378 млрд руб. Учитывая, что чистые заимствования Минфина и доходы от приватизации в 2013 г. составили суммарно ~600 млрд руб., сейчас в запасе на счетах ведомства должно находиться, по нашим оценкам, 300-600 млрд руб.

Несмотря на то, что Казначейство располагает столь крупными объемами, мы не считаем, что в действительности все эти средства будут направлены в Резервный фонд (традиционно их зачисление происходит в начале февраля). Мотивацией к осторожности может стать осознание Минфином рисков ухудшения состояния ликвидности уже в ближайшем будущем, а также непростая ситуация в бюджетной сфере и риски ее ухудшения на фоне экономической стагнации. На наш взгляд, именно это и станет решающим фактором при принятии решения о размере трансферта. Мы считаем, что по крайней мере 200 млрд руб. могут быть не перечислены в Резервный фонд, а предложены на депозитных аукционах уже в конце января.

При таком сценарии отток ликвидности с 20-31 января, связанный с налоговыми платежами, будет полностью компенсирован снижением наличности в обращении и размещением депозитов Казначейства. Однако даже в этом случае, мы прогнозируем, что короткие ставки денежного рынка после 20 января возобновят рост и постепенно будут двигаться к верхней границе процентного коридора ЦБ (6,5%).

**После 20 января ставки МБК будут двигаться к верхней границе ЦБ в 6,5%**

#### Сопоставление динамики ставки RUONIA в январе 2013 и 2014 гг.



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

**Из-за ограниченности потенциала имеющихся инструментов ЦБ есть риски, что о/п ставки ко 2 кв. будут держаться на уровне 6,5% постоянно....**

**... на что ЦБ, на наш взгляд, должен будет отреагировать новыми мерами**

Поскольку после 20 января чистого притока ликвидности практически не будет, объем общей задолженности по РЕПО и кредитам под нерыночные активы с тех пор не должен измениться и к началу февраля должен составить 3,7 трлн руб. Важно, что в прошлом году в это же время этот показатель составлял лишь 2 трлн руб., что говорит о том, что проблема исчерпания залога сейчас значительно более серьезная. По нашим оценкам, дополнительный потенциал РЕПО и кредитов под нерыночные активы на 1 февраля составит не более 1 трлн руб., чего хватит для компенсации прогнозируемого нами оттока ликвидности в течение лишь нескольких месяцев. Все это создает предпосылки к тому, чтобы к началу 2 кв. 2014 г. уровень о/п ставок уже постоянно находился у верхней границы процентного коридора ЦБ (6,5%). Когда подобные риски возникли летом 2013 г., Банк России своевременно отреагировал введением аукционов 312-П. В этот раз также стоит ожидать каких-либо действий регулятора. Так, вчера Банк России обнулил величину целевых интервенций (с 60 млн долл. в день), что, на наш взгляд, сейчас в большей степени отражает стремление ограничить отрицательный эффект от интервенций на ликвидность, хотя одновременно отвечает и среднесрочной цели по переходу на плавающий курс в 2015 г. Однако в целом, стоит признать, что в отношении новых мер по улучшению состояния ликвидности у ЦБ остается все меньше пространства для маневра.

## 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	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система
-------------

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест	ЛОКО-Банк	Сбербанк
АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк	ОТП Банк	
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ	

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика октября: тлеющий рост

Промышленность: осенняя депрессия

ВВП ростом не вышел

### Инфляция

Скачок цен не оставляет надежд на снижение ставок ЦБ

### Валютный рынок

Валютные новшества регуляторов пока нейтральны для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

### Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

### Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Перспективы рынка ОФЗ с нулевым налогом

### Платежный баланс

Стагнация внешней торговли продолжается

### Ликвидность

Ликвидность: выйдут ли ставки за рубеж?

Повышение коэффициента усреднения до 0,7 с 0,6 позитивно для ликвидности

Аукцион ЦБ: долгожданное лекарство, но не панацея

### Бюджет

Инвестирование ФНБ: на кону 2,8 трлн руб.?

Трансферт в Резервный фонд: быть или не быть?

Казна прирастает доходами

### Долговая политика

Минфин планирует ряд мер для повышения ликвидности рынка ОФЗ

### Банковский сектор

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

Ограничение потребительских ставок с первого раза не прошло

Новые уточнения к Положению №395-П

## 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
Антон Кенякин		(+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
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.