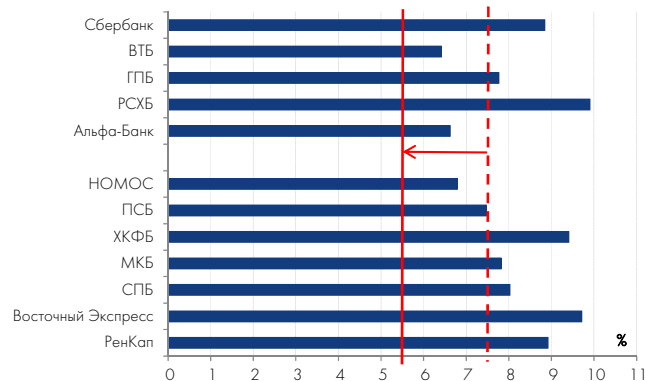


Пульс рынка

- Рынки воспрянули духом.** Несмотря на более слабые, чем ожидалось настроения потребителей (значение индекса составило 83,9 в июле против консенсуса 84,1), инвесторы продолжили игру на повышение: американские индексы акций прибавили 0,5%, обновив исторические максимумы. Помимо позитивной корпоративной отчетности оптимизму на рынках способствовали и данные по росту ВВП Китая за 2 кв. (+7,5% г./г.), которые соответствуют ожиданиям и свидетельствуют об умеренном замедлении экономики Поднебесной (на 0,2 п.п. в квартал).
- Теперь Базель 3 не страшен.** По результатам проведенного анализа (на основе расчетов показателей достаточности капитала 1-го уровня в тестовом режиме) ЦБ принял решение (согласно заявлению Э. Набиуллиной по итогам заседания совета директоров в пятницу): 1) снизить нормативы достаточности как базового (Core T1), так и основного (T1) капитала до 5% и 5,5%, соответственно, 2) перенести вступление в силу новых требований (внедрение Базель 3) на 3 месяца позже (до 1 января 2014 г.) и 3) снизить порог, при котором происходит конвертация/списание субординированных инструментов добавочного капитала (T1), определенный в Положении №395-П, с 6,4% до 5,5%. Напомним, что в первоначальном варианте предлагалось установить нормативы достаточности Core T1 и T1 на уровне 5,6% и 7,5%. На основе статистики ЦБ мы оценили достаточность T1 для крупных банков РФ, регулярно выходящих на публичный рынок заимствований, и пришли к выводу о том, что лишь немногие с заметным запасом превышают порог 7,5%. При этом ряду банков (Альфа-Банку, НОМОС Банку, ПСБ) потребовалась бы докапитализация на общую сумму 18,8 млрд руб. в случае принятия нормативов в первоначальном виде. Отметим, что проблема Банка ВТБ с капиталом была решена доэмиссией акций в объеме 102,5 млрд руб. Жесткие требования к капиталу привели бы к заметному замедлению кредитования, что противоречит политике Правительства РФ, направленной на повышение доступности кредитов.

Показатели достаточности капитала 1-го уровня



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

- Первый эшелон тестирует первичный рынок.** ВЭБ вышел в маркетинг с 2-летним выпуском индикативного объема (>10 млрд руб.), объявив ориентир в диапазоне YTP 8,24-8,51%, что соответствует премии к суверенной кривой 200-227 б.п. Принимая во внимание обращающиеся бумаги ВЭБ 18 (YTP 7,90-8,05% @ октябрь 2015 г. = OFZ +170-185 б.п.), озвученный ориентир предполагает премию к рынку в размере 15-55 б.п. Наличие премии оправданно, принимая во внимание потенциальный навес новых бумаг от эмитента: в пятницу член Правления ВЭБа заявил, что банк будет размещать рублевые облигации на сумму минимумом 10 млрд руб. в квартал (в начале июля ФСФР зарегистрировала облигации номиналом 180 млрд руб.). Рост кредитного портфеля планируется на уровне 15% (+250 млрд руб.) в 2013 г. С точки зрения инвесторов банков показатель RWA согласно Положению №387-П для вложений в новые бумаги ВЭБа составляет ~42%, что транслируется в возврат на активы (RoRWA) на уровне 500 б.п. (с учетом фондирования под ставку РЕПО - 5,5%), являющегося максимальным для облигаций 1-го эшелона. Кроме того, для банков РФ средний возврат на активы составляет 230 б.п.

Темы выпуска

- Реформа рефинансирования: ЦБ не оставит банки в беде**

Реформа рефинансирования: ЦБ не оставит банки в беде

ЦБ оставил ключевые ставки неизменными...

В пятницу на заседании Совета директоров ЦБ было принято решение о сохранении всех ключевых ставок неизменными. Вопреки распространенному мнению, мы были убеждены, что в июле ЦБ не снизит ставку РЕПО, и оказались правы. Между тем, такое решение разочаровало участников долгового рынка, многие из которых воспринимали консенсус по ее снижению как случившийся факт. Как мы и предполагали, на этом заседании нововведения коснулись только альтернативных длинных инструментов Банка России. Однако в отношении них ЦБ проявил изобретательность.

Изюминкой пятничного заседания стало сообщение о запуске с 15 июля 2013 г. аукционов по кредитам под нерыночные активы по плавающей ставке сроком на 12 мес. с мин. ставкой по этим операциям, установленной Банком России на уровне 5,75%. До этого ЦБ выдавал кредиты под нерыночные активы только по фиксированным ставкам: стоимость 12 мес. операций за последние полгода была снижена с 8,25% до 7,5%. Кроме того, этот инструмент ЦБ с плавающей ставкой станет первым в новейшей истории.

...но удивил рынок сообщением о запуске аукционов по кредитам под нерыночные активы по плавающей ставке

Несмотря на то, что возможность привязки долгосрочного рефинансирования ЦБ к плавающим ставкам была "на слуху" уже не первый месяц (более того, речь шла о 3 кв. 2013 г.), сообщение о начале таких операций, появившееся в пятницу поначалу только в пресс-релизе ЦБ и без каких-либо деталей, удивило участников рынка и на какое-то время оставило в недоумении относительно механизма их реализации. Но уже в течение часа ЦБ опубликовал второй пресс-релиз, из которого стало ясно, что ориентиром для плавающей ставки станет стоимость основных недельных операций рефинансирования в ЦБ. Учитывая, что наиболее популярным недельным инструментом Банка России сейчас является РЕПО (77% всей задолженности банков перед ЦБ), мы полагаем, что "базовой" для таких аукционов послужит именно ставка недельного РЕПО (мин. 5,5%). В этом нас убеждает и то, что ранее при обсуждении плавающих ставок, ставка РЕПО рассматривалась как один из наиболее вероятных ориентиров (кроме нее предлагалась RUONIA и т.д.). Аукционная ставка будет формироваться как "базовая" плюс некий спред. Таким образом, предметом аукциона, скорее всего, станет спред к стоимости недельного РЕПО с ЦБ (ставка по которому сейчас не превышает 5,53%), и подразумевается, что итоговая аукционная ставка не должна быть ниже 5,75%.

Очень важны и другие подробности плавающего механизма. Еще один элемент гибкости аукционной ставки по кредитам под нерыночные активы на 12 мес. будет заключаться в следующем. По мере снижения Центробанком "базовой" ставки по основным недельным операциям (мы считаем, по недельному РЕПО), к примеру, на 25 б.п., ЦБ обязуется на столько же базисных пунктов снизить ставки по уже выданным в рамках таких аукционов кредитам. Внедрение такой схемы, как мы считаем, является пилотным проектом. В случае его успеха, мы не исключаем, что аукционы по кредитам под нерыночные активы на 12 мес. могут стать первым звеном в цепи рассматриваемой реформы механизма рефинансирования Банка России, когда снижение одной или нескольких "базовых" ставок ЦБ как в эффекте домино приводит к удешевлению остальных инструментов предоставления ликвидности ЦБ. Сам ЦБ в качестве долгосрочного назначения такой меры называет "повышение управляемости ставками денежного рынка и действенности процентного канала механизма монетарной политики".

Эффективность новых аукционов будет заключаться в том, что...

Но это в отдаленной перспективе, а в ближайшем будущем объектом внимания станет вопрос эффективности нового инструмента. Напомним, что первый аукцион кредитов под нерыночные активы на 12 мес. по плавающей ставке назначен на 29 июля с весьма щедрым лимитом в 500 млрд руб. К критериям эффективности можно отнести два важных условия. Первое вытекает из текста самого пресс-релиза, в котором говорится, что новый механизм призван "снизить объем рыночного обеспечения, находящегося в залоге по операциям рефинансирования Банка России". Второе - снижение стоимости межбанковского кредитования через удешевление альтернативных инструментов ЦБ. Оба условия на практике означают следующее:

- 1) снижение объема бумаг, заложенных в сделках РЕПО с ЦБ, и замещение РЕПО др. инструментами;
- 2) снижение средних коротких ставок денежного рынка.

Напомним, что, согласно нашим прогнозам, к концу июля, когда планируется первый такой аукцион, задолженность по РЕПО с ЦБ может вновь достичь 2,2 трлн руб. Мы неоднократно отмечали, что брать РЕПО в более значительных объемах банкам трудно, поэтому при достижении этого "порога", они будут активно использовать привлечение достаточно дорогой рублевой ликвидности через валютные свопы с ЦБ (о/п, 6,5%). Таким образом, мы сохраняем наш прогноз относительно того, что до 29 июля короткие ставки денежного рынка поднимутся до 6,5%.

1) они позволят частично сократить задолженность по РЕПО с ЦБ

Согласно нашим прогнозам, дефицит ликвидности в ближайшие месяцы будет только увеличиваться, из-за чего спрос на рефинансирование от ЦБ продолжит рост. Как следствие, общий объем задолженности банков перед ЦБ, из которой РЕПО составляет в среднем 1,8 трлн руб., не должен снижаться. В то же время, аукционы по кредитам под нерыночные активы, как мы считаем, должны стать гораздо более дешевым источником средств (мин. 5,75%), чем валютные свопы с ЦБ (о/п 6,5%). Поэтому с 29 июля возникающий дополнительный спрос на ликвидность банки будут компенсировать преимущественно за счет новых аукционов. Таким образом, вопрос, смогут ли кредиты под нерыночные активы частично заместить РЕПО с ЦБ, будет полностью определяться тем, хватит ли их потенциала, для того чтобы не только перекрыть приходящийся на ближайшие месяцы отток ликвидности, но и погасить часть уже имеющейся задолженности по РЕПО. Оцениваемого нами потенциала кредитов под нерыночные активы примерно в 1 трлн руб., на наш взгляд, для этого достаточно. Однако рассчитывать на то, что до декабря средняя величина задолженности по РЕПО опустится ниже 1,5 трлн руб., как мы считаем, не стоит.

При этом источником неопределенности для ставок будет оставаться и то, насколько после запуска такого аукциона Центробанк сузит лимиты РЕПО. О таком намерении высказалась в комментариях в пятницу Э. Набиуллина. Необходимо учитывать, что если РЕПО с ЦБ пользуются практически все банки из ТОП-40, то воспользоваться аукционами по кредитам под нерыночные активы, по нашим оценкам, на текущий момент смогут лишь около 20 банков, другим же придется по-прежнему прибегать либо к дорогим валютным свопам, либо к МБК. Мы неоднократно отмечали, что не все банки, которым теоретически доступен ресурс кредитов под нерыночные активы, могут оперативно им воспользоваться в силу наличия определенных структурных ограничений. Так, для тех банков, которые ранее не использовали кредиты под нерыночные активы, процесс сбора необходимой документации и ее подтверждение может занять продолжительное время: в числе критериев доступность информации о конечных бенефициарах заемщика, условия отсутствия ограничений по продаже активов и т.д. Однако мы считаем, что ввиду привлекательных параметров нового инструмента такие банки будут стараться оформить в нем участие (подобрать кредиты, удовлетворяющие требованиям ЦБ).

2) краткосрочно снизить о/п ставки МБК, среднесрочно - удержать их от повышения свыше 6,5%

Если говорить о ближайшем будущем, то внедрение аукционов по кредитам под нерыночные активы на 12 мес. должно заметно позитивно отразиться на ставках и несколько смягчает наши более ранние прогнозы по обострению дефицита ликвидности в конце лета и осенью. Не исключено, что на первом таком аукционе 29 июля ставки сложатся в диапазоне 5,75-6,0%. Напомним, что на пике спроса на госрефинансирование объем кредитов под нерыночные активы достигал около 900 млрд руб. Из них подавляющую часть составляла задолженность Сбербанка и ВТБ. На данный момент задолженность по данному инструменту составляет лишь 80 млрд руб. Мы ожидаем, что довольно резкое снижение ставки может побудить банки, ранее использовавшие такие кредиты, активно участвовать в аукционе.

Благодаря тому, что вместо дорогих валютных свопов (о/п 6,5%), использование которых, начиная с июля, мы предполагали на постоянной основе, банки покроют свои дополнительные потребности в рублевых средствах в основном за счет кредитов под нерыночные активы, даже при обострении напряженности короткие ставки денежного рынка в ближайшие месяцы едва ли превысят 6,5%. А в августе стоимость о/п МБК может быть и значительно ниже этого уровня. Для сравнения, раньше мы опасались, что ставки будут находиться у 6,5% большую часть времени, а возможно, и превысят данную отметку.

С учетом новых мер ЦБ, сильных потрясений на денежном рынке в 2013 г. теперь, скорее всего, удастся избежать

Таким образом, инновации Банка России в системе рефинансирования, хотя и частично, но позволяют смягчить проблему ограниченности залога по РЕПО с ЦБ, переориентируя банки на приоритетные для самого ЦБ инструменты, и по более низкой ставке. Мы и прежде ожидали, что вмешательство Банка России в ситуацию в 3 кв. позволит снизить риски обострения дефицита ликвидности. Однако принятое в пятницу решение оказалось гораздо лучше, чем мы могли бы предполагать. Это убеждает нас в том, что Банк России и в дальнейшем предпримет меры, чтобы избежать сильных потрясений на денежном рынке в 2013 г.

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	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

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 Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	ФосАгро

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Промсвязьбанк
РСХБ

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Экономика "пошла на попятную"

ВВП не в лучшей форме

Платежный баланс

Рубль "оторвался от земли"

Инфляция

ЦБ возьмет инфляцию "под уздцы"?

Монетарные стимулы уперлись в инфляцию

Инфляция поторопилась

Валютный рынок

Обесценение рубля: случайность или закономерность?

Подвижный рубль

Монетарная политика ЦБ

Снижение ставок от ЦБ: "и волки сыты, и овцы целы"

От перемены мест «слагаемых» экономика не меняется?

Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

Промышленность

Промышленность "дала слабину"

Внешняя торговля

Слабый импорт едва ли поддержит рубль

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Новая схема конвертации трансферта в госфонды не за горами

Бюджет

"Тонкая настройка" бюджета

Не все бюджету «масленица»

Приватизация — не панацея

Досрочное «распечатывание» ФНБ

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

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
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.