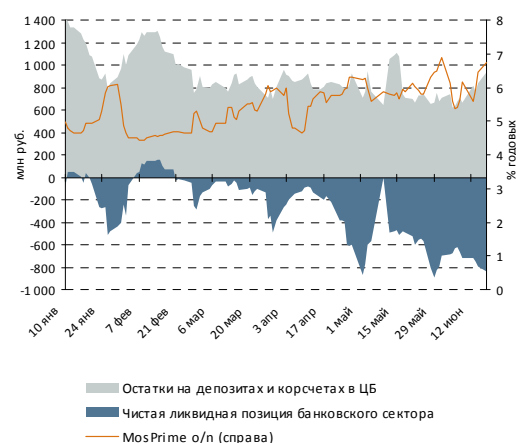


Денежный рынок — в РЕПО у ЦБ

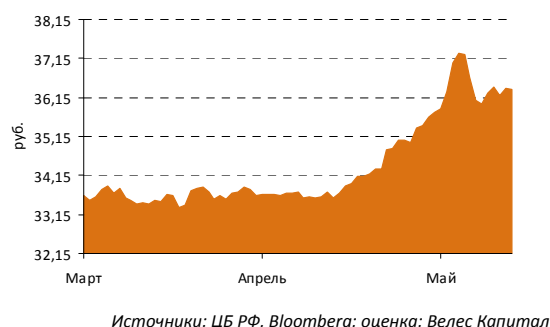
Ключевые моменты

- С февраля текущего года чистая ликвидная позиция банковского сектора закрепились на постоянной основе в отрицательной зоне, а со второй половины апреля не поднимается выше -0,5 трлн руб.
- В отличие от второй половины 2011 г., когда ликвидностью банковский сектор наравне с ЦБ снабжал и Минфин, в настоящее время Банк России исполняет роль единоличного кредитора рынка МБК.
- Основным инструментом предоставления ликвидности ЦБ являются операции РЕПО, формирующие порядка 80% задолженности банковского сектора на сегодняшний день.
- Рост задолженности по прямому РЕПО с ЦБ обеспечивает постоянный спрос на рублевые облигации даже в периоды ухудшения финансовой конъюнктуры.
- В условиях безусловной поддержки ликвидностью банковского сектора регулятором ключевым риском для денежного рынка остается девальвационный фактор.
- После майской девальвации отечественной валюты курс бивалютной корзины остается вблизи верхней границы операционного интервала ЦБ, а цена на нефть марки Brent — ниже 100 долл. В случае новых потрясений на европейских рынках с дальнейшим снижением нефтяных котировок регулятору уже придется принимать более активное участие в ходе валютных торгов, абсорбируя рублевую ликвидность валютными интервенциями.

Основные показатели



Динамика бивалютной корзины в 2012 г.



Источники: ЦБ РФ, Bloomberg; оценка: Велес Капитал



Обзор денежного рынка

Со второй половины апреля 2012 г. отрицательное значение чистой ликвидной позиции банковского сектора (разница между ликвидными активами в ЦБ и требованиями ЦБ и Минфина к банковскому сектору) прочно закрепилось выше отметки в 0,5 трлн руб., хотя еще в начале текущего года в «неналоговый» период позиция успевала выходить «в плюс». К середине июня отрицательное значение ликвидной позиции превысило отметку в 800 млрд руб., то есть задолженность банковского сектора перед регулятором в настоящее время примерно вдвое превышает совокупный объем ликвидных остатков кредитных организаций на счетах в ЦБ. Текущая ситуация имеет явную аналогию с декабрем 2011 г., когда отрицательная ликвидная позиция также находилась на уровне 800 млрд руб. Однако есть и ключевое отличие. Так, в конце 2011 г. треть задолженности банковского сектора было представлено беззалоговыми депозитами Минфина, а еще порядка 20% — кредитами ЦБ под активы и поручительства (в феврале текущего года задолженность по данному инструменту составляла половину всех кредитов ЦБ). На сегодняшний день почти 80% задолженности банков перед ЦБ или 1,4 трлн руб. приходится на средства, привлеченные в рамках прямого РЕПО на аукционной основе, то есть в подавляющей мере под залог облигаций. Именно данный фактор, на наш взгляд, оказывает ключевую поддержку рынку облигаций: тенденция в виде роста задолженности банков по прямому РЕПО с регулятором в кризисные периоды обеспечивает постоянный уровень спроса на рублевый долг.

Отметим, что в последнее время регулятор лишь увеличивал лимиты на аукционах РЕПО, щедро снабжая кредитные организации ликвидностью. Так, например, в первой половине июня (в день окончания периода усреднения обязательных резервов в ЦБ, когда наблюдался повышенный спрос на ликвидность) Банк России в совокупности предложил банкам более 1,5 трлн руб., что стало абсолютным рекордом за последние 3 года. Впрочем, на прошлой неделе спрос банков превышал лимиты регулятора на аукционах, в результате чего участники были вынуждены обратиться к операциям РЕПО по фиксированной ставке и нарастить задолженность по кредитам под залог активов и поручительств. Хотя спрос ненамного превышал лимиты на аукционах ЦБ (максимально в пятницу, когда в виде обязательных страховых платежей стартовал налоговый период, на 100 млрд руб.), этого вполне хватило для ощутимого роста ставок (MosPrime o/n — на 28 б.п. в пятницу) и при повторении ситуации в дни уплаты других налоговых платежей обновление очередных годовых максимумов по MosPrime становится весьма вероятным.

➤ Задолженность банковского сектора перед регулятором примерно вдвое превышает совокупный объем ликвидных остатков на счетах в ЦБ.

➤ Текущая задолженность банков на 80% формируется операциями прямого РЕПО с ЦБ, что поддерживает постоянный спрос на рублевые облигации.



Однако в целом поддержку банковского сектора ликвидностью ЦБ можно считать безусловной, и в подобных условиях ключевым риском для денежного рынка и ставок остается девальвационный фактор. Так, в период резкого ослабления рубля в мае текущего года участники направляли всю свободную ликвидность на покупку валюты. В результате уже после окончания налогового периода в конце мая индикативная межбанковская ставка MosPrime o/n обновила максимум с декабря 2009 г., составив 6,89% годовых. Подобную ситуацию можно было наблюдать и осенью 2011 г., когда ставки обновили максимумы с начала 2010 г., однако оставались ниже 6% годовых. При этом валютные интервенции ЦБ в тот период уже были полномасштабными, что дополнительно абсорбировало рублевую ликвидность. Так, в сентябре 2011 г. чистые продажи долларов регулятором составили 6,8 млрд долл. В то же время в мае текущего года Банк России ограничился продажей 276,4 млн долл., успев при этом купить в первой половине месяца порядка 1,5 млрд долл. В июне регулятор продал еще порядка 850 млн долл. (и с прошлой недели не участвует в торгах), что все равно существенно меньше валютных интервенции осени 2011 г., но уже могло стать одной из причин роста ставок на прошлой неделе (еще до начала налогового периода).

В настоящее время курс бивалютной корзины, несмотря на коррекцию после майской девальвации рубля и итогов выборов в греческий парламент, все же остается ближе к верхней границе операционного интервала ЦБ (38,15 руб.). В случае новых внешних шоков с соответствующим снижением цен на нефть валютные игроки не преминут воспользоваться ситуацией, протестировав на прочность регулятора, которому на текущих уровнях уже ничего не останется, как более активно участвовать на рынке, абсорбируя рублевую ликвидность валютными интервенциями.

➤ Майская девальвация отечественной валюты способствовала обновлению межбанковскими ставками годовых максимумов уже после завершения налогового периода.

Иван Манаенко, Юрий Кравченко
bonds@veles-capital.ru



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.

© Велес Капитал 2012 г.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Управление по работе с долговыми обязательствами

Евгений Шиленков
Директор департамента активных операций
EShilencov@veles-capital.ru

Екатерина Писаренко
Начальник управления
EPisarenko@veles-capital.ru

Оксана Теличко
Зам. начальника управления
OSolonchenko@veles-capital.ru

Антон Павлючук
Начальник отдела по работе с облигациями
APavlyuchuk@veles-capital.ru

Алена Шеметова
AShemetova@veles-capital.ru
Зам. нач. отдела по работе с облигациями

Оксана Степанова
зам. нач. отдела по работе с облигациями
OStepanova@veles-capital.ru

Елена Рукинова
Специалист по работе с облигациями
ERukinova@veles-capital.ru

Мурад Султанов
Специалист по работе с еврооблигациями
MSultanov@veles-capital.ru

Михаил Мамонов
Начальник отдела по работе с векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова
Специалист по работе с векселями
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина
Специалист по работе с векселями
YShabalina@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук
Специалист по работе с векселями
TKovalchuk@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия
AKhalikov@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ
VTanurkov@veles-capital.ru

Анна Дианова
Электроэнергетика
ADianova@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор и денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Иван Лубков
Программист
ILubkov@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251
www.veles-capital.ua