

8 апреля 2013 г.

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

**Насколько изменилась ситуация с исчерпанием залога по РЕПО с ЦБ с начала года?**

В конце января мы публиковали прогноз развития ситуации с исчерпанием залога по РЕПО с ЦБ на 2013 г. В этом обзоре мы рассчитали так называемый "критический порог" РЕПО с ЦБ - это максимальный объем задолженности по данному инструменту, достижение которого свидетельствует об исчерпании обеспечения по РЕПО с ЦБ. Наши выводы предполагали, что "критический уровень" РЕПО с ЦБ в 1П 2013 г. должен составлять 2,2-2,3 трлн руб., и уже в апреле возможно приближение к этому значению. С учетом появления новых данных, а также в целях прогнозирования ситуации на 3 кв. 2013 г. мы обновляем наши оценки.

Согласно нашим прежним расчетам, критический уровень РЕПО за 1 кв. 2013 г. (2,2-2,3 трлн руб.) не должен был измениться. Корпоративные облигации размещались в 1 кв. интенсивнее, но подавляющая их часть пока не включена в список РЕПО, тогда как активность на рынке ОФЗ, напротив, оказалась слабее, чем мы ожидали. В связи с этим объем выбывших из списка ценных бумаг (государственных, муниципальных, корпоративных облигаций) за этот период превысил величину вновь занесенных в список РЕПО.

**Мы по-прежнему оцениваем "критический порог" РЕПО во 2 кв. на уровне 2,3 трлн руб.**

Таким образом, ситуация в 1 кв. 2013 г. развивалась даже несколько хуже, чем было заложено в наших первоначальных оценках, и потенциал РЕПО с ЦБ к апрелю 2013 г. даже снизился примерно на 150 млрд руб. Но эта разница будет компенсирована во 2 кв., когда мы ожидаем сопоставимого прироста пула залога по РЕПО (результат предстоящих во 2 кв. размещений и еще не включенных в список выпусков 1 кв. за вычетом погашений 2 кв.). В итоге "критический порог" РЕПО во 2 кв. по-прежнему оценивается нами на уровне 2,2-2,3 трлн руб.

Таблица. 1. Динамика прироста залога РЕПО с ЦБ, млрд руб.

	Корпоративные, муниципальные облигации**			Госбумаги			Нето-прирост
	Выбыли	Включены	Сальдо*	Выбыли	Включены	Сальдо	
сен 12	63	147	84	44	67	23	107
окт 12	19	0	-19	45	146	101	82
нояб 12	103	288	184	42	88	46	231
дек 12	36	242	206	0	87	87	293
4 кв. 2012 г.			372			235	607
январь 13	18	0	-18	150	72	-78	-96
фев 13	46	167	121	130	76	-54	67
мар 13	77	0	-77	89	42	-47	-123
1 кв. 2013 г.			26			-178	-152

\*до корректировки на дисконты

\*\*В силу низкой доли акций и еврообондов в залоге по РЕПО, ими в расчете мы пренебрегли

Источник: ЦБ, Минфин, Sbonds, оценки Райффайзенбанка

Уже в апреле РЕПО с ЦБ может вырасти до 2 трлн руб., а штурма отметки 2,3 трлн руб. РЕПО стоит ожидать уже в июле

Недавно задолженность банков по РЕПО с ЦБ снизилась и сейчас составляет 1,2 трлн руб., что существенно ниже определенного нами критического уровня. Однако в апреле мы ожидаем оттока ликвидности в размере 680 млрд руб., главным образом, за счет сезонного увеличения наличности в обращении и изъятий бюджета. В результате РЕПО с ЦБ может вырасти до 2 трлн руб. уже в этом месяце. Но наступления острой ситуации и штурма порога РЕПО с ЦБ в 2,3 трлн руб. по-прежнему стоит ожидать не раньше июля 2013 г. При этом, судя по заявлениям представителей ЦБ, регулятор пока не испытывает серьезного беспокойства относительно ситуации с ликвидностью в ближайшие месяцы.

**Таблица. 2. Факторы формирования ликвидности в апреле-июле 2013 г., млрд руб.**

	апр.13	май.13	июн.13	июл.13
Сальдо консолид. бюджета ("-" профицит)	-465	184	-121	-381
Изменение наличности в обращении ("-" рост наличности)	-192	23	-174	21
Интервенции ЦБ ("-" продажи иностр. валюты)	-40	0	0	0
Чистое размещение госбумаг ("-" чистое привлечение)*	-80	-80	-80	-30
Депозиты Казначейства	100	100	150	150
<b>Итого изменение ликвидности</b>	<b>-677</b>	<b>226</b>	<b>-225</b>	<b>-240</b>

\*С учетом ГСО, евробондов и погашений внешнего долга

Источник: ЦБ, Минфин, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

Предотвратить негативное развитие событий способны:

1) начало конвертации Минфином средств для трансферта в Резервный фонд на открытом рынке

В 3 кв. 2013 г. отток рублей из системы за счет изъятий бюджетом и роста наличности продолжится. Тогда проблема острого дефицита ликвидности, по нашему мнению, примет системный характер. Предотвратить негативное развитие событий, на наш взгляд, способны два основных механизма. Первый - начало конвертации Минфином средств для трансферта в Резервный фонд на открытом рынке. Второй - альтернативные инструменты рефинансирования ЦБ.

В последнее время наблюдается резкая активизация Минфина по разработке механизма покупки валюты на открытом рынке. Если еще несколько месяцев назад власти считали возможным ввести эту меру не раньше 2014 г., то сейчас этот срок передвинут на 3 кв. 2013 г. Причем до этого мы отмечали, что внедрение этой меры может потребоваться уже в этом году. Возможно, что такая спешка как раз и связана с обеспокоенностью денежных властей относительно ситуации с ликвидностью. Запуск покупок валюты Минфином на открытом рынке позволил бы частично возвращать в систему изымаемую бюджетом с налогами ликвидность. Напомним, что при текущем механизме конвертации происходит стерилизация рублевой ликвидности по итогам года на сумму трансферта. Подробно мы писали об этом в обзоре "Конвертация трансферта в Резервный фонд - новый канал ликвидности от Минфина?" от 14.02.13.

...но объемы ежемесячных покупок валюты Минфином на открытом рынке во 2П 2013 г. едва ли превысят 1 млрд долл., что очень незначительно

Согласно последним озвученным прогнозам, в 2013 г. планируется осуществить трансферт в Резервный фонд в размере около 390 млрд руб., это значительно меньше, чем в прошлом году (700 млрд руб.). Но на практике объем рублевых средств для конвертации в валюту Минфином по новой схеме в 2013 г. может оказаться и того меньше. Во-первых, мы сомневаемся, что удастся накопить даже 390 млрд руб. Во-вторых, в любом случае, судя по заявлениям ведомства, переход к рыночным сделкам едва ли сразу будет задействован на полную мощность. Поэтому мы считаем, что во 2П 2013 г. объемы ежемесячных покупок валюты Минфином на открытом рынке не превысят 1 млрд долл., что очень незначительно поможет сократить дефицит рублевой ликвидности. Таким образом, в краткосрочной перспективе, этого инструмента будет недостаточно, чтобы снять остроту проблемы.

2) альтернативные инструменты рефинансирования ЦБ

Очевидно, что выход из напряженной ситуации с ликвидностью должен искать не только Минфин, но и ЦБ. Для этого мы видим следующие возможности:

- снижение ставки прямого РЕПО;
- снижение ставок по альтернативным инструментам рефинансирования;
- повышение доступности и привлекательности альтернативных инструментов.

Если ЦБ существенно снизит ставки по РЕПО в ближайшее время, это, конечно, окажет позитивное влияние на денежный рынок, однако проблему исчерпания залога это не решит: по достижению порога РЕПО ставка по этому инструменту уже перестанет быть ориентиром для рыночных ставок.

Среди альтернативных инструментов, которые могут реально ослабить напряженность, мы выделяем:

- кредиты под нерыночные активы;
- валютные свопы.

**Дополнительный потенциал кредитов под нерыночные активы - мин. 500 млрд руб.**

Кредиты под нерыночные активы уже достаточно популярны среди банков. Их объем на пике дефицита ликвидности в декабре 2012 г. достигал 900 млрд руб. В начале 2013 г. задолженность по этому инструменту сильно снизилась и сейчас составляет 372 млрд руб., тем не менее, ее доля в объеме рефинансирования от ЦБ достаточно высока - 20%. Таким образом, мы считаем, что с помощью данного инструмента банки смогут быстро привлечь еще как минимум 500 млрд руб. Подчеркнем, что кредиты под нерыночные активы значительно дороже, чем сделки РЕПО. Даже с учетом снижения ставки на 25 б.п. в апреле, мин. стоимость этих кредитов на срок до 90 дней сейчас составляет 7%. Таким образом, для существенного увеличения объемов рефинансирования через этот канал требуется дальнейшее снижение ставок.

Более эффективной альтернативой линейному снижению ставок по кредитам под нерыночные активы могла бы быть привязка Банком России стоимости его длинных инструментов к плавающей ставке (например, к RUONIA), что позволило бы удешевить, в том числе, и данный инструмент. Однако, по последней информации, данную меру планируется ввести не раньше 3 кв. 2013 г. (причем решение еще не принято), а, исходя из нашего сценария, потребность в ней может возникнуть уже в конце 2 квартала.

**Потенциал валютных свопов с ЦБ - более 600 млрд руб.**

Что касается валютных свопов, то объем дополнительных средств, которые банки могут привлечь через этот инструмент также достаточно велик и оценивается нами в 600 млрд руб. и более. Но нужно отметить, что свопы - дорогой источник фондирования (о/п 6,5%). Снижение ставки - лишь один из способов повышения его доступности. Более эффективной мерой мог бы быть уже обсуждавшийся запуск совмещенных с РЕПО аукционов по валютным свопам по единой ставке и на одинаковых с точки зрения сроков условиях. Однако мы полагаем, что к последней мере ЦБ прибегнет только, если обострение ситуации с ликвидностью станет ярко выраженным.

**...т.е. общий объем дополнительной ликвидности > 1 трлн руб.**

Таким образом, общий объем дополнительной ликвидности от альтернативных инструментов ЦБ и нового механизма конвертации от Минфина может в сумме достичь более 1 трлн руб. При условии их использования, по нашему мнению, во 2П 2013 г. банковской системе удастся пережить ситуацию обострения дефицита ликвидности.

**Ждем снижения всех значимых ставок на 25 бп до конца 2 кв., затем в августе - ставки РЕПО на 25 бп (до 5%) ...**

Учитывая угрозу увеличения дефицита ликвидности и серьезного замедления роста экономики, мы считаем, что до конца 2 кв. ЦБ снизит ставки по всем значимым инструментам на 25 бп, скорее всего, это произойдет в мае. Следующего снижения ставки РЕПО на 25 бп (до 5%) мы ожидаем в августе. Параллельно с этим, в августе-сентябре на фоне обострения ситуации с ликвидностью должно произойти существенное удешевление альтернативных инструментов рефинансирования (до 50 бп). Это может случиться как за счет снижения спреда этих ставок к ставке аукционного РЕПО (более простой и быстрый способ), либо, как обсуждалось выше, за счет изменения механизма ценообразования (для кредитов под нерыночные активы - переход к плавающей ставке, для валютных свопов - объединение с РЕПО). В последнем случае удешевление альтернативных инструментов ЦБ может быть больше 50 бп, так как все зависит от конкретного варианта реализации уже озвученных инициатив.

**...параллельно прогнозируем удешевление альтернативных инструментов ЦБ в авг.-сент. на 50 бп или более**

8 апреля 2013 г.

С учетом всех мер, средняя ставка RUONIA в течение лета останется на уровне 6%, но спред к мин. ставке РЕПО с ЦБ вырастет с текущих 0,5 п.п. до 1 п.п.

Наш анализ показывает, что несмотря на обострение ситуации с ликвидностью и исчерпание залога по РЕПО уже в июле, меры Банка России по смягчению денежно-кредитной политики все же компенсируют негативное воздействие на рыночные ставки. Таким образом, действия ЦБ, хотя и не улучшат ситуацию на денежном рынке, по крайней мере, сдержат рост рыночных ставок: по нашим прогнозам, средняя ставка RUONIA в течение лета останется на уровне 6%, но спред к мин. ставке РЕПО с ЦБ расширится с текущих 0,5 п.п. до 1 п.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
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
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.