

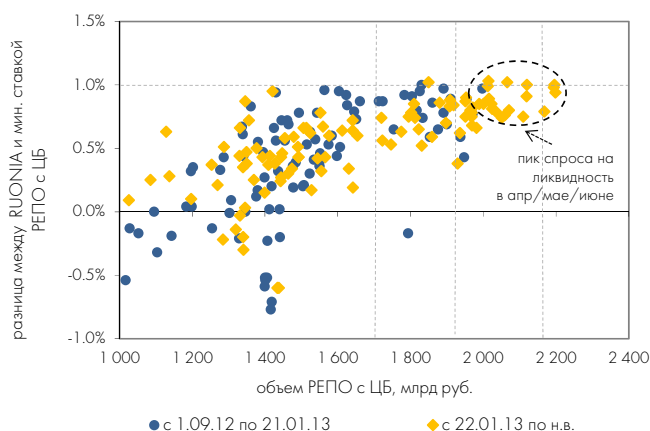
9 июля 2013 г.

Ликвидность: ставки по осени считают?

Опасность всплеска ставок денежного рынка в июле сохраняется

К концу июня короткие ставки денежного рынка, как мы и опасались, поднялись до 6,5%. Эта граница важна, поскольку 6,5% - верхний предел контролируемого Банком России процентного коридора, на уровне которого регулятор сдерживает дальнейший рост ставок (на данный момент сделками "валютный своп"). Таким образом, наши прогнозы по ухудшению ситуации с ликвидностью и росту ставок в апреле-июне полностью реализовались (см. специальный обзор "Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?"). Хотя расстановка сил на денежном рынке несколько изменилась, это не затронуло наш основной вывод: при достижении задолженности по РЕПО с ЦБ условного "порога" в 2,2 трлн руб. ставки денежного рынка могут на 1 п.п. и более превысить мин. ставку РЕПО с ЦБ (сейчас 5,5%). Именно это случилось в конце апреля, а затем после некоторой майской "передышки" повторилось в конце июня (Рис. 1). Отметим, что следующего и более значительного обострения дефицита ликвидности, равно как и роста ставок, мы ждали в июле. При этом июль уже начался, и вопрос, миновала ли опасность всплеска ставок, приобретает все большую актуальность.

Рис. 1. Спред RUONIA к мин. ставке РЕПО с ЦБ и объем задолженности по РЕПО с ЦБ



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Высокий дефицит, накопленный в банковской системе не позволяет надеяться на кардинальное улучшение ситуации

Как мы и предполагали, первая половина июля принесла некоторое облегчение на денежный рынок, так как традиционно в данный период месяца поступление бюджетных средств в банковскую систему превышает изъятия. Однако высокий дефицит ликвидности, накопленный на данный момент, не позволяет надеяться на быстрое улучшение ситуации и повышает риски значительного роста ставок МБК в дальнейшем. Мы хотели бы обратить внимание на несколько существенных изменений в поведении денежных потоков и выделить позитивные и негативные факторы для ликвидности на ближайшие месяцы.

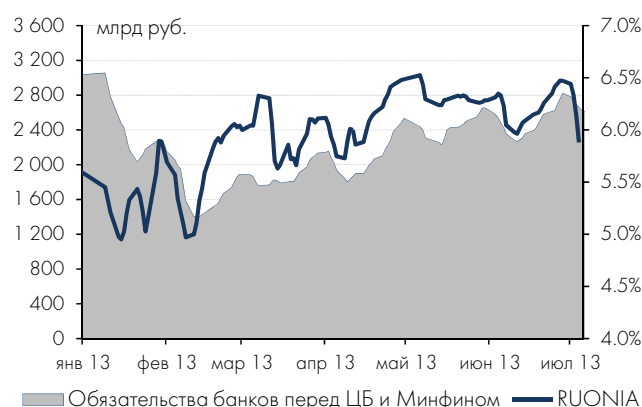
Среди позитивных факторов мы отмечаем следующие:

- Более низкий профицит консолидированного бюджета, что приводит к меньшему оттоку рублевых средств из банковского сектора;
- Сокращение прироста наличности в обращении.

Среди негативных факторов:

- Поддержание банками высоких остатков на корсчетах, в том числе из-за волатильности бюджетных потоков;
- Ослабление рубля и начало продаж валюты ЦБ, которые приводят к оттоку рублей из системы;
- Ограниченность возможностей Казначейства РФ по предоставлению ликвидности банкам;
- Сокращение доступного залога для сделок РЕПО с ЦБ;
- Низкая популярность альтернативных инструментов госрефинансирования.

Рис. 2. Задолженность банков перед госсектором и ставка RUONIA



Источник: ЦБ, Минфин, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

Во 2П 2013 г. позитивный эффект на ликвидность от бюджета в лучшем случае составит ~300 млрд руб.

Бюджет в 2013 г. оказывает меньшее давление на рублевую ликвидность. Тенденция к снижению нефтегазовых поступлений в казну, на наш взгляд, продолжится и во 2П 2013 г. Недавно А. Силуанов назвал огромную сумму возможных "потерь" бюджета в 2013 г. - около 1 трлн руб. Данную цифру в минувшую пятницу поспешила опровергнуть Т. Нестеренко: 1 трлн руб. касается худшего сценария, и, скорее всего, фактические "потери" в 2013 г. будут меньше, что кажется нам более реалистичным. Так, по словам Т. Нестеренко, для компенсации налоговых недопоступлений в этом году необходимо будет потратить из Резервного фонда около 300 млрд руб. (с просьбой о чем Минфин обратится к Парламенту). Кроме того, не стоит забывать о выпадающих доходах от приватизации (370 млрд руб.), которые планируется покрыть сверхплановыми нефтегазовыми доходами (от цены на нефть выше 91 долл./барр.) вместо перечисления их в Резервный фонд. Фактически и то, и другое означает "вливание" ликвидности бюджетом, поскольку планируемое ранее направление дополнительных нефтегазовых доходов в Резервный фонд могло бы привести к оттоку рублевых средств из системы, который теперь не состоится.

Мы уже отмечаем, что ситуация с бюджетом для ликвидности в этом году гораздо легче. Так, по нашим оценкам, за 6 мес. 2013 г. на бюджетные счета "утекло" на ~600 млрд руб. меньше, чем в 2012 г. Таким образом, часть указанных нами "вливаний" уже достигла банковского сектора. Нереализованными, как мы полагаем, остались только 300 млрд руб. (по новой информации о тратах из Резервного фонда).

Вместо покупок валюты, Минфин может начать продавать валюту на открытом рынке

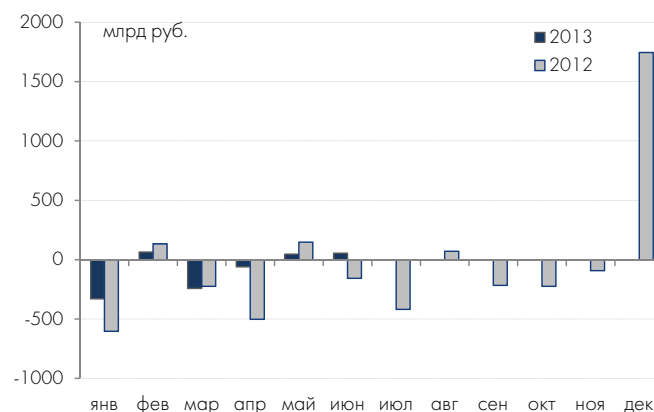
Некую неопределенность в отношении данного притока вносит планируемое в августе начало операций Минфина на открытом валютном рынке. Согласно вчерашним заявлениям представителей Минфина, министерство по-прежнему планирует начать покупки валюты в размере 40-50 млн долл. ежедневно в конце августа. Мы склонны связывать это с тем, что в текущем проекте бюджета на 2013 г. (который сейчас находится в стадии поправок), все еще заложен трансферт в Резервный фонд в размере 150 млрд руб., что означало бы покупку валюты Минфином в оставшиеся месяцы года на сопоставимую сумму. Однако теперь из-за ухудшения условий исполнения бюджета в этом году гораздо более вероятным

Рис. 3. Динамика задолженности банков по отдельным госинструментам



мы видим траты из Резервного фонда, нежели его пополнение. Соответствующие корректировки вскоре могут появиться в законе о бюджете (это уже находит подтверждение в словах Т. Нестеренко). Таким образом, намеченный на август запуск нового механизма конвертации Минфином должен предполагать не покупки, а продажи валюты. Будет ли Минфин для этого продавать валюту еще не ясно, но если это произойдет, такие операции (предварительно мы оцениваем продажи примерно в 70-80 млн долл. в день) сведут на нет прогнозируемый нами приток от трат из Резервного фонда. В любом случае, даже если Минфин не будет продавать валюту, то позитивный эффект для ликвидности банковского сектора оценивается нами только в 50 млрд руб. в месяц, что не может кардинально улучшить ситуацию с растущим дефицитом.

Рис.4. Нетто приток/отток средств в бюджет, изменение месяц к месяцу*



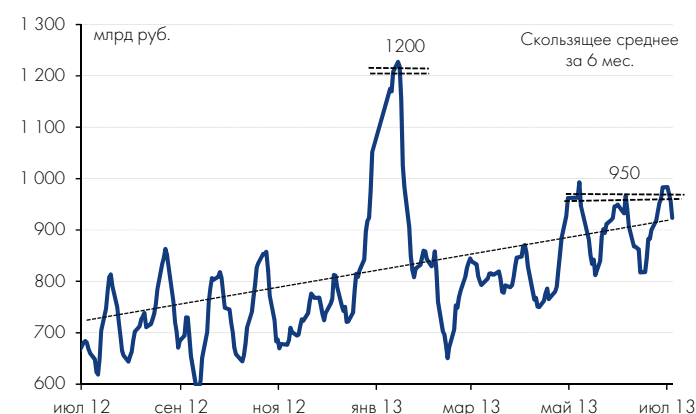
*Без эффекта от госразмещений и депозитов Казначейства; разница между бюджетными доходами и расходами

Источник: ЦБ, Минфин, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

Ожидаем снижения отрицательного эффекта на ликвидность от прироста наличности...

Еще одним фактором оттока ликвидности является увеличение наличности в обращении. Амплитуда колебаний таких изъятий и поступлений заметно увеличилась, что сказывается на неравномерности денежных потоков в банковской системе. Однако в целом мы ожидаем, что отток средств, связанный с приростом наличности, в 2013 г. будет меньше, чем в 2012 г. отчасти в связи с замедлением роста экономики, отчасти ввиду снижения темпов роста кредитования. Кроме того, летом, если основываться на прежней сезонности, наличность в обращении увеличивается не столь существенно, что приводит к сравнительно небольшим изъятиям. Поэтому в ближайшие месяцы мы ожидаем снижения влияния этого фактора на ликвидность.

Рис. 5. Динамика остатков на корсчетах в ЦБ



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

...что будет нивелировано поддержанием высоких

В числе негативных факторов, которые приводят к дополнительному спросу на ликвидность, мы выделяем удержание банками высоких остатков на корсчетах. Такая тенденция стала особенно заметна в последние месяцы, когда банки нарастили корсчета до 900-

остатков на корсчетах...

1000 млрд руб., т.е. объема, который примерно на 300 млрд руб. превышает величину, достаточную для соблюдения условий усреднения (с учетом прироста активов банковской системы). В целом, с начала года корсчета примерно на 200 млрд руб. выше линии тренда (см. Рис. 5). Возможно, повышение их уровня отчасти связано с увеличением дневных колебаний бюджетных поступлений и изъятий. Мы полагаем, что корсчета в 1 трлн руб. - это новая реальность для денежного рынка. Поддержание таких остатков создает потребность в дополнительной ликвидности от ЦБ и оказывает повышательное давление на ставки денежного рынка.

....и продажами валюты со стороны ЦБ

Новый источник оттока - возобновившееся с конца мая ослабление курса рубля, которое привело к появлению продаж валюты со стороны ЦБ. В первые месяцы года объем интервенций Банка России был настолько мал, что практически не оказывал влияния на ликвидность. Теперь же в связи с негативной рыночной конъюнктурой продажи валюты Центробанком составляют как мин. 200 млн долл. (6,5 млрд руб.) в день, что в пересчете на месяц означает изъятие рублевой ликвидности в размере 150 млрд руб. Мы полагаем, что значительное укрепление рубля в ближайшие месяцы маловероятно. Таким образом, мы закладываем в свой прогноз отток ликвидности из-за интервенций в размере около 150 млрд руб. в месяц. В среднесрочной перспективе такой отток создает значительную угрозу для денежного рынка.

Исходя из вышеперечисленных факторов, ситуация с ликвидностью в июле будет очень сложной

В настоящий момент большинство вышеперечисленных факторов указывают на то, что ситуация с ликвидностью в июле будет очень сложной. По нашим оценкам, позитивный эффект от сокращения оттока, связанного с бюджетом и ростом наличности, будет с лихвой перекрываться появлением интервенций ЦБ и поддержанием банками высоких остатков на корсчетах. В итоге, мы все равно ожидаем в ближайшие месяцы чистого оттока ликвидности из банковского сектора. В частности, в июле он может составить более 500 млрд руб. (Табл. 1). Возникает вопрос, чем этот отток будет компенсироваться?

Табл. 1. Оценка факторов формирования ликвидности май-июль 2013 г.

	май.13	июн.13	июл.13
Сальдо консолид. бюджета ("-" профицит)	45	54	-381
Изменение наличности в обращении ("-" рост наличности)	146	-123	30
Интервенции ЦБ ("-" продажи иностр. валюты)	-6	-100	-150
Чистое размещение госбумаг ("-" чистое привлечение)*	-39	-10	-30
Итого изменение ликвидности	147	-179	-531
<i>Источники компенсации **:</i>			
Депозиты Казначейства	-25	324	150
Кредиты под нерыночные активы	94	-127	100
Изменение ликвидности (с учетом источников компенсации)	216	19	-281

*с учетом ГСО

**без учета валютных свопов с ЦБ, которые в меньшей степени нуждаются в прогнозировании (рассматриваем отдельно): банки могут достаточно быстро привлекать/гасить свопы в зависимости от своих потребностей (потенциал около 1 трлн руб., о/п операции)

Источник: ЦБ, Минфин, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

Возможности Казначейства по вливанию ликвидности уже невелики...

К примеру, возможности Казначейства РФ по размещению средств на депозитах банков (являются одним из источников покрытия оттока) уже невелики. Об этом можно судить по объему накопленных средств на счетах ведомства. Согласно нашим расчетам, Казначейство располагает бюджетными остатками прошлого года в размере ~570 млрд руб. Но из-за увеличения объемов расчетов с бюджетополучателями ведомству необходимо держать на счете практически такой же запас, что почти не предполагает возможности их альтернативного использования. Прогнозирование величины свободных средств, которые Казначейство может размещать на депозитах, затруднительно, т.к. зависит не только от размера профицита федерального бюджета, но и от возможности временно привлекать обратно у бюджетных учреждений перечисленные им, но еще неосвоенные бюджетные средства. Если профицит федерального бюджета мы оцениваем в 150 млрд руб.

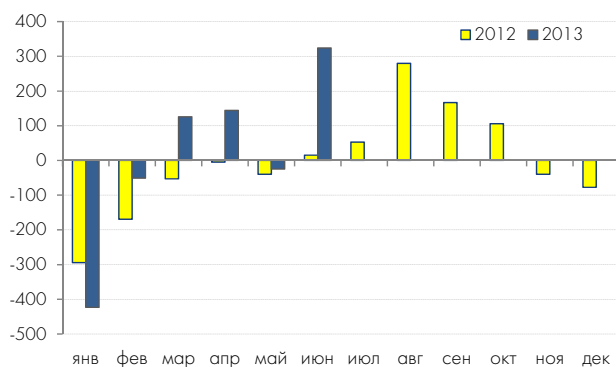
(за январь-июнь), то данные о том, сколько бюджетные учреждения "вернули" средств Казначейству, отсутствуют. Но исходя из ежедневных оценок ЦБ по факторам ликвидности с корректировкой на госразмещения, по грубым расчетам, на 1 июля 2013 г. Казначейству были доступны для размещения на депозиты около 200-300 млрд руб.

Хотя ведомство расширило лимиты на аукционах и заметно удлинило их сроки, до июня нетто-прирост привлекаемой банками через этот канал ликвидности не превышал 150 млрд руб. в месяц (Рис. 6). А за июнь Казначейство разместило 324 млрд руб. Такой локальный всплеск мы связываем с тем, что по мере приближения к середине года министерству легче планировать свои возможности по размещению средств (зависит от ситуации с исполнением расходов), что наложило на резкий рост потребности в рублевой ликвидности со стороны банков (после пика напряженности в апреле-мае). В июне Казначейство впервые с начала года стало предлагать значительно больше 150 млрд руб. в неделю и увеличило срок депозитов до 182 дней. Подобные условия служат отражением того, что Казначейство: 1) имело свободные средства для размещения в системе на полгода (исходя из долгосрочного прогноза движения денежных средств); 2) грамотно управляет ими, получая больший доход (чем если бы размещало на меньший срок).

...дополнительный потенциал депозитов Казначейства оцениваем в 100-200 млрд руб. в месяц

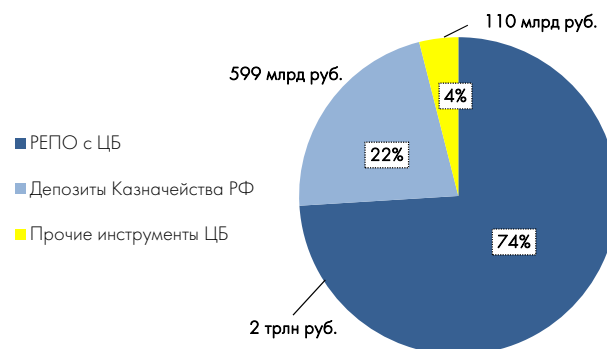
Тем не менее, в ближайшее время едва ли Казначейство сможет увеличивать нетто-объем размещений на депозитах банков с прежней интенсивностью и проявлять щедрость в отношении длинных сроков. Так, уже вчера А. Моисеев заявил о том, что вскоре (вероятнее всего, с августа) ведомство будет концентрироваться на коротких сроках размещения: 1 мес., 3 мес., ожидается появление аукционов на 7 дней в налоговые даты. Впрочем, лимиты министерства в июле могут остаться не менее внушительными, чем в июне (когда они составляли 100-175 млрд руб. в неделю). Однако в большей степени это будет связано с необходимостью обеспечить пролонгацию приходящихся на июль крупных погашений депозитов (350 млрд руб.), что практически не окажет никакого позитивного эффекта на ликвидность. Как следствие, мы не ожидаем, что чистый прирост ликвидности через депозиты Казначейства в июле намного превысит 150 млрд руб. и в целом оцениваем дополнительный потенциал данного инструмента в ближайшее время на уровне лишь 100-200 млрд руб. в месяц.

Рис. 6. Динамика нетто-прироста задолженности банков по депозитам Казначейства РФ, месяц к месяцу



Источник: ЦБ, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

Рис. 7. Структура задолженности банков перед ЦБ и Минфином на 1 июля



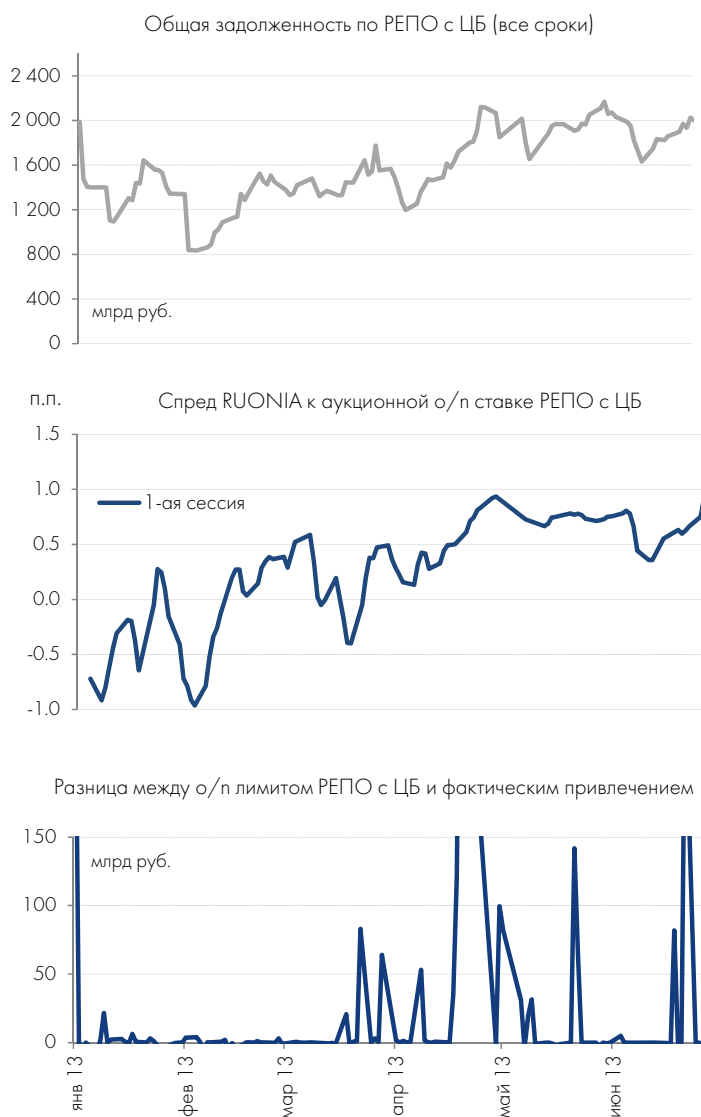
РЕПО с ЦБ остается основным источником компенсации оттока ликвидности из банковского сектора (на 1 июля 74% от всего суммарного объема обязательств банков перед ЦБ и Минфином, составлявшего на тот момент 2,7 трлн руб., см. Рис. 7). В то же время, возможности наращивания задолженности по данному инструменту, как мы опасаемся, очень ограничены.

Наша гипотеза о том, что уже не у всех банков достаточно качественного залога для получения финансирования через РЕПО с ЦБ, находит косвенное подтверждение. С конца апреля ЦБ достаточно сильно расширил лимиты о/п РЕПО, однако избыточного спроса на

Спред между RUONIA и аукционными ставками о/п РЕПО с ЦБ расширился до 1 п.п., что указывает на наличие проблем с залогом у некоторых банков...

аукционах не наблюдалось (Рис. 8). В то же время, мы отмечали, что потребность в фондировании у банков увеличивалась: ставки на денежном рынке демонстрировали тенденцию к росту наряду с увеличением объемов МБК и были значительно выше аукционной ставки о/п РЕПО. Это указывает на наличие проблем с залогом у некоторых банков. Так, спред между RUONIA и аукционными ставками о/п РЕПО с ЦБ расширился почти до 1 п.п. Если исходить из предположения, что объем ценных бумаг, которые могут быть использованы в сделках РЕПО с ЦБ, распределен по системе соизмеримо потребностям каждого банка в этом инструменте (что, безусловно, "идеализированный" сценарий), огромные лимиты о/п РЕПО должны были смягчить ситуацию на МБК, но этого не произошло.

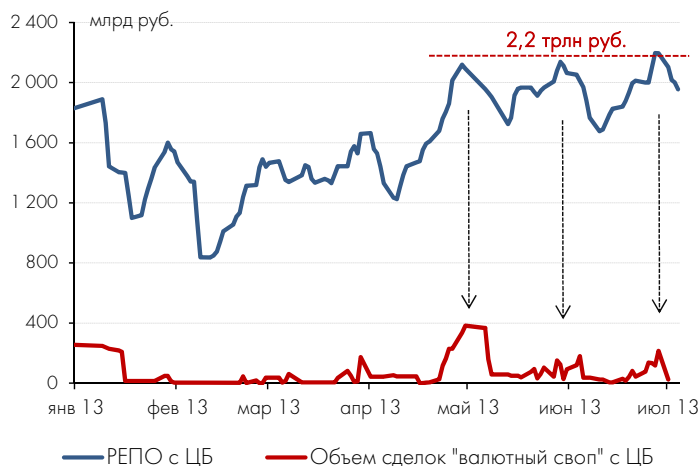
Рис. 8. Анализ спреда RUONIA к аукционной ставке РЕПО с ЦБ



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Помимо этого, коэффициент утилизации, публикуемый ЦБ (доля заложенных бумаг в % от общего объема залога), с начала года растет. Но нельзя не отметить, что он остается на достаточно низком уровне (44% по системе на 1 мая), что не соответствует той напряженности, которая сейчас наблюдается в банковском секторе. Причины этого расхождения не до конца очевидны. Однако фактом остается то, что при общем имеющемся в распоряжении у банков залоге по РЕПО в 4 трлн руб. (по данным ЦБ на 1 мая, более поздняя статистика отсутствует) банкам трудно нарастить объем РЕПО с ЦБ выше 2,2 трлн руб., и, достигая его, они начинают активно использовать валютные свопы (см. Рис. 9).

Рис. 9. Банки активно привлекают ликвидность через валютные свопы, когда РЕПО с ЦБ достигает 2,2 трлн руб.



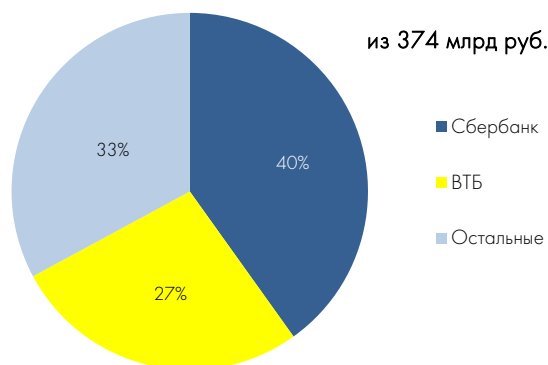
Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

...несмотря на это, за исключением свопов, альтернативные инструменты рефинансирования не пользуются спросом

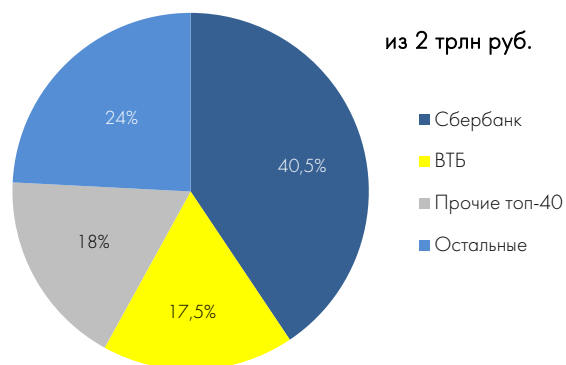
Недостаток залога по РЕПО с ЦБ у отдельных банков должен приводить к повышению спроса на альтернативные инструменты рефинансирования. При этом мы отмечаем, что из доступных и сопоставимых по своему потенциалу альтернатив у ЦБ (по нашим оценкам, потенциал валютных свопов с ЦБ - около 1 трлн руб., кредитов под нерыночные активы - около 1 трлн руб.), банки активно задействуют только валютные свопы с ЦБ. Учитывая, что ставка по валютным свопам (сделки только о/н) сейчас 6,5%, а по кредитам под нерыночные активы сроком до 3 мес. - 6,75%, депозитам Казначейства до 3 мес. - 6,1%, очевидно, что такое развитие событий объясняется не ставкой.

Исходя из анализа бухгалтерской отчетности ТОП-40 банков, мы отмечаем, что альтернативными инструментами пользуется очень узкий круг участников. На 1 апреля, когда кредиты под нерыночные активы составляли существенную сумму (до крупного погашения), 70% этой задолженности приходилось только на Сбербанк и ВТБ (Рис. 10). В целом доступность инструмента кредитов под нерыночные активы вызывает вопросы. Мы заметили, что во время роста напряженности с ликвидностью, не только Сбербанк полностью погасил задолженность по данному инструменту (что, впрочем, было вызвано индивидуальными причинами), но и остальные банки не отреагировали на усиление дефицита ликвидности увеличением задолженности по данным кредитам. Что касается аукционов Казначейства, то среднее количество их участников - макс. 10 банков, и доля ВТБ в этой задолженности на 1 июня 2013 г. - 60% (Сбербанк временно вышел из этого инструмента).

Рис. 10. Структура задолженности по кредитам под нерыночные активы на 1 апреля



Структура задолженности по РЕПО с ЦБ на 1 июня



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Для того чтобы сдерживать рост ставок, Центробанку необходимо снижать все ключевые ставки в ближайшие месяцы

В июле РЕПО с ЦБ подойдет к 2,2 трлн руб., о/п ставки будут оставаться на уровне 6,5%

В последующие месяцы свопы станут постоянным источником компенсации оттока, о/п ставки будут на уровне 6,5% практически все время

Как бы то ни было, суммарный объем залогового фондирования в ЦБ продолжает увеличиваться (в % от общих обязательств банковского сектора: с 4,6% на 1 февраля до 4,9% на 1 июня 2013 г.). Чтобы сдерживать рост ставок денежного рынка, Центробанку необходимо и в дальнейшем смягчать условия предоставления рефинансирования. Однако до сих пор наиболее действенное решение - снижение ставки РЕПО - не было использовано (по-прежнему мин. 5,5%), и, судя по риторике Э. Набиуллиной, такая мера может откладываться (не исключено, что до сентября). Вкупе со ставкой РЕПО могли бы быть снижены ставки по валютным свопам (сейчас 6,5%) в рамках сдвига процентного коридора. В отрыве от ставки РЕПО это снижение видится маловероятным, поскольку Банк России считает этот инструмент рискованным. Таким образом, наиболее вероятным шагом ЦБ мы видим продолжение снижения ставок по кредитам под нерыночные активы (сейчас 6,75% на срок до 3 мес.). Однако эта мера едва ли быстро даст желаемый эффект. Исходя из наших наблюдений, при обострении дефицита ликвидности банки, прежде всего, воспользуются валютными свопами. Как уже было сказано, кредиты под нерыночные активы зарекомендовали себя как не очень гибкий инструмент, поэтому ожидать быстрого вброса ликвидности через данные кредиты, на наш взгляд, не стоит.

Напомним, что в июле мы оцениваем чистый отток средств из банковского сектора приблизительно в 500 млрд руб. Таким образом, задолженность по РЕПО с ЦБ во второй половине месяца, скорее всего, вновь подойдет к условному "порогу" в 2,2 трлн руб. На этом фоне мы ожидаем, что короткие ставки достигнут 6,5% и будут оставаться на данном уровне подавляющую часть месяца. Их рост выше этой отметки на протяжении какого-то времени будет сдерживаться возможностью банков наращивать объемы рублевой ликвидности через валютные свопы (6,5%). Но исходя из результатов наших оценок, проблемы с ликвидностью, начиная с июля, приобретут внушительные масштабы, поскольку дефицит ликвидности будет только накапливаться. Поэтому в августе-сентябре, как мы полагаем, для покрытия дефицита банки будут пользоваться валютными свопами уже на постоянной основе. В этой связи мы прогнозируем, что с середины июля и в последующие месяцы короткие ставки денежного рынка большую часть времени будут находиться на уровне стоимости свопов, т.е. 6,5%.

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.