

24 января 2013 г.

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Визуальное улучшение ситуации с ликвидностью в январе временно, в дальнейшем дефицит будет расти

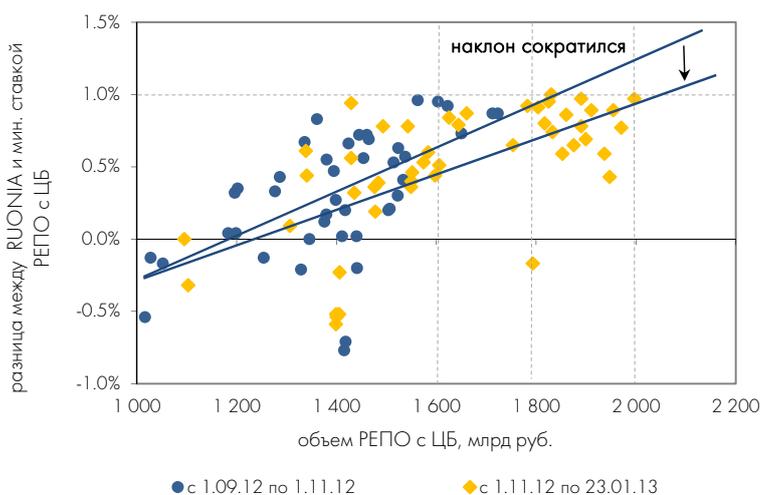
Реальное улучшение - отмеченный нами рост залога РЕПО с ЦБ

В январе ситуация с ликвидностью визуально сильно улучшилась: банки погасили внушительную часть задолженности перед госсектором, а короткие ставки денежного рынка опустились к мин. ставке РЕПО с ЦБ. Поэтому может сложиться ложное впечатление о том, что основные трудности остались позади. Однако, в действительности, то, что наблюдается сейчас - лишь временное улучшение, достигнутое не за счет фундаментальных факторов, а лишь благодаря единоразовой декабрьской "инъекции" в систему крупных бюджетных средств (мощный приток которых, к тому же, уже исчерпался на данный момент). Следует понимать, что ситуация на денежном рынке по-прежнему далека от комфортной: после того, как в январе дефицит ликвидности снизился до локального минимума, в дальнейшем он будет только расти, и таких же благоприятных условий, как в январе, до конца 2013 г., скорее всего, уже не будет.

Единственное, что можно назвать реальным улучшением в последние месяцы - это отмеченный нами с осени 2012 г. значительный прирост объема бумаг, попадающих в список залога по РЕПО с ЦБ (основного инструмента госрефинансирования для банков). Расширение залоговой базы должно существенно увеличить возможности банков по фондированию через этот канал и, как следствие, способствовать сдерживанию роста ставок денежного рынка.

Мы неоднократно отмечали, что какие бы высокие лимиты не ставил Банк России по операциям РЕПО, реальные риски для системы сейчас сводятся к тому, когда наступит исчерпание залогов ("критический порог" задолженности РЕПО с ЦБ), что чревато серьезным всплеском ставок, ведь альтернативные источники рефинансирования гораздо дороже (к примеру, кредиты под нерыночные активы) и тоже не безграничны.

Рис. 1. Динамика спреда между RUONIA и мин. ставкой РЕПО с ЦБ



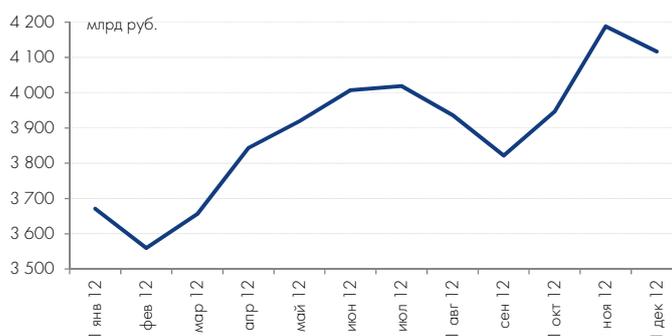
Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

То, что банковский сектор уже приближался к ситуации исчерпания залогов подтверждается динамикой ставок денежного рынка. Ранее мы оценивали максимальный реальный потенциал сделок РЕПО с ЦБ в 1,7-1,8 трлн руб.

Раньше реальный "потолок" РЕПО с ЦБ составлял около 1,7-1,8 трлн руб...

Как видно на рис. 1, при достижении 1,7 трлн руб. РЕПО с ЦБ ставки денежного рынка стали резко расти, и спред между ставкой RUONIA и мин. ставкой РЕПО с ЦБ достигал локального максимума в 1 п.п. Однако когда в конце ноября задолженность по РЕПО с ЦБ вновь подошла к 1,7-1,8 трлн руб., ставки росли уже гораздо медленнее, и разрыв между RUONIA и мин. ставкой РЕПО с ЦБ уже был существенно меньше 1 п.п. (см. сокращение наклона линии тренда по ставкам, снижение эластичности по уровню РЕПО). Существенно улучшить ситуацию, на наш взгляд, был способен только рост потенциала РЕПО с ЦБ, так как бюджет оставался профицитным. Мы считаем, что к ноябрю-декабрю 2012 г. "критический порог" сдвинулся вверх.

Рис. 2. Динамика общего портфеля облигаций банков*



*Госбумаги, бумаги субъектов РФ и органов местного самоуправления, юридических лиц-резидентов
Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

...но в последние месяцы потенциал РЕПО с ЦБ заметно расширился...

Как видно на рис. 2, общий портфель облигаций у банков заметно вырос в 3-4 кв. 2012 г. Исходя из этого, можно предположить, что объем бумаг, потенциально попадающих в список РЕПО, в этот период также значительно увеличился. Напомним, что в 3-4 кв. 2012 г. наблюдалась высокая активность на первичном рынке облигаций, а новые бумаги рано или поздно должны были попасть в список РЕПО с ЦБ, расширив тем самым залоговую базу.

...в связи со значительным увеличением объема бумаг в списке РЕПО с ЦБ

Мы рассчитали насколько ежемесячно увеличивался объем бумаг, включенных в список РЕПО (с 1 сентября 2012 г. по 9 января 2013 г.). В качестве показателя нетто-прироста мы брали величину попадающих в список новых выпусков за вычетом выбывающих бумаг (в результате погашения). В силу низкой доли акций в залоге по РЕПО, ими в расчете мы пренебрегли.

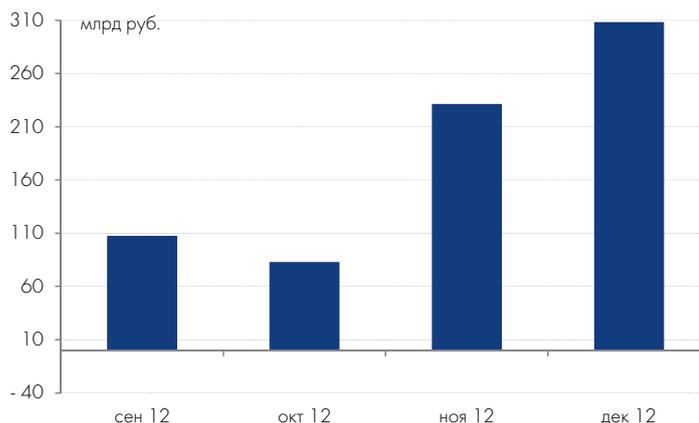
Таб. 1. Динамика прироста залога РЕПО с ЦБ, млрд руб.

	Корпоративные, муниципальные облигации			Госбумаги			Итого
	Выбыли	Включены	Сальдо*	Выбыли	Включены	Сальдо	
сен 12	63	147	84	44	67	23	107
окт 12	19	0	-19	45	146	101	82
ноя 12	103	288	184	42	88	46	231
дек 12	36	256	220	0	87	87	308

*до корректировки на дисконты

Источник: ЦБ, Минфин, Cbonds, оценки Райффайзенбанка

Рис. 3. Динамика нетто-прироста залога по РЕПО с ЦБ



Источник: ЦБ, Минфин, Sbonds, оценки Райффайзенбанка

Пик увеличения залога РЕПО с ЦБ пришелся на ноябрь-декабрь 2012 г.

Динамика прироста залога РЕПО с ЦБ представлена в таб. 1 и на рис. 3. Из полученных нами оценок следует, что потенциал РЕПО с ЦБ начал существенно расти с сентября 2012 г., однако пик прироста залога пришелся именно на ноябрь-декабрь.

Всего с 1 октября, когда "критический порог" РЕПО с ЦБ был близок к 1,7 трлн руб., потенциал РЕПО с ЦБ увеличился, по нашим расчетам, почти на 600 млрд руб. (с учетом дисконтов). Из этого следует, что с тех пор "критический порог" РЕПО с ЦБ сдвинулся вверх и достигает на текущий момент около 2,3 трлн руб. Это означает, что если бы задолженность по РЕПО с ЦБ сейчас достигла этого уровня, то ставки денежного рынка могли бы на 1 п.п. превысить мин. ставку РЕПО с ЦБ, как это было ранее в октябре.

Новый "критический порог" РЕПО с ЦБ мы оцениваем в 2,3 трлн руб.

Потенциал увеличения верхней планки этого порога еще есть, но не стоит его переоценивать. Выпущенные в декабре, но еще не попавшие в список корпоративные и муниципальные облигации, по нашим расчетам, создают навес бумаг размером лишь в 130 млрд руб., да и то оказаться в нем они могут с лагом более 1 месяца. Активность на первичном рынке облигаций сохраняется, но новые размещения также появятся в списке РЕПО с существенной задержкой. Ожидаемые в ближайшие месяцы размещения корпоративных и муниципальных облигаций, по нашим расчетам, добавят к списку в январе-апреле еще ~150 млрд руб. Однако этот суммарный навес бумаг будет практически полностью "съеден" приходившимися на январь-апрель 2013 г. погашениями на 250 млрд руб. При этом вклад госбумаг (ОФЗ и ГСО) будет незначительным: новые размещения, по нашим оценкам, лишь на ~50 млрд руб. превысят погашения (298 млрд руб.). Таким образом, до апреля "критический порог" РЕПО с ЦБ, который мы оценили в 2,3 трлн руб., едва ли существенно изменится.

Впоследствии (в мае-июле 2013 г.), несмотря на то, что мы прогнозируем нетто-прирост объема залога РЕПО с ЦБ за счет размещения госбумаг (~200 млрд руб.), на наш взгляд, он может быть полностью нивелирован погашениями корпоративных и муниципальных облигаций за аналогичный период (~180 млрд руб.). В дальнейшем корпоративные размещения продолжатся, но их вклад, скорее всего, будет меньше, чем в январе-апреле, и оценить его ввиду наличия лагов, с которыми бумаги включаются в список РЕПО, и неопределенности относительно количества будущих размещений, затруднительно. Поэтому в своих прогнозах на ближайшие месяцы мы будем придерживаться оценки нового "критического порога" РЕПО с ЦБ в 2,3 трлн руб.

Сдерживать верхнюю границу этого рубежа будет и тот факт, что значительный спрос на бумаги, удовлетворяющие требованиям для включения в список РЕПО с ЦБ, предъявляют также управляющие компании, что, очевидно, снижает потенциал их использования для банков.

К апрелю, по нашим оценкам, задолженность по РЕПО с ЦБ приблизится к новому порогу и будет наблюдаться временный всплеск ставок

Штурм "критического порога", скорее всего, произойдет в июле, и тогда ставки вырастут более чем на 1 п.п. к мин. ставке РЕПО с ЦБ...

...независимо от того, снизит ли ЦБ ключевые ставки

Возникает и еще один важный вопрос: "Когда же новый предел залога РЕПО с ЦБ будет превышен?". По нашим оценкам, объем РЕПО с ЦБ к концу января составит около 1,6 трлн руб. Ввиду различных факторов ликвидности (бюджет, размещение гобумаг, наличность, интервенции, депозиты Казначейства) чистый отток средств из банковского сектора в феврале-апреле 2013 г., по нашим расчетам, может составить ~500 млрд руб. Таким образом, приблизиться к "критическому порогу" в 2,3 трлн руб. задолженность по РЕПО с ЦБ может уже в апреле. Тогда мы ожидаем всплеск коротких ставок до уровней, которые на 1 п.п. превышали бы мин. ставку РЕПО с ЦБ. Однако этот апрельский всплеск, как мы считаем, будет временным.

Наступления острой ситуации и штурм нового "критического порога" РЕПО с ЦБ, на наш взгляд, стоит ожидать ближе к июлю 2013 г. В мае-июле из банковского сектора "утечет", по нашим оценкам, еще около 250 млрд руб. В результате задолженность по РЕПО с ЦБ в июле 2013 г. может пересечь критический рубеж в 2,3 трлн руб., что спровоцирует резкий рост ставок денежного рынка. В этом случае мы прогнозируем, что однодневные ставки вырастут более чем на 1 п.п. по отношению к мин. ставке РЕПО с ЦБ. Но этот разрыв едва ли будет сильно больше 1 п.п., так как на протяжении какого-то времени рост ставок будет сдерживаться за счет возможности банков наращивать объемы рублевой ликвидности через валютные свопы (на конец 2012 г. объем сделок по свопам по данным ЦБ составлял около 270 млрд руб.).

Сколь-либо существенно смягчить ситуацию, как мы считаем, могли бы меры ЦБ по переходу на плавающие ставки (привязка к RUONIA или РЕПО) по длинным инструментам ЦБ, что значительно поспособствовало бы их удешевлению, однако возможность введения этого механизма по-прежнему находится на стадии обсуждения.

Отдельно хотелось бы отметить, что даже если ЦБ существенно снизит ключевые ставки в ближайшее время, проблемы дефицита ликвидности и рисков исчерпания залога РЕПО это не решит: и в этом случае при достижении задолженности РЕПО с ЦБ в 2,3 трлн руб. спред между ставками денежного рынка и мин. ставкой РЕПО с ЦБ, как мы считаем, все равно превысит 1 п.п. При этом вне зависимости от решения ЦБ, начиная с июля, проблема роста ставок примет уже не временный, а устойчивый характер.

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

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	Олег Гордиенко	Олег Гордиенко
----------------	----------------	----------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	Олег Корнилов	Олег Корнилов
Александр Булгаков	Александр Булгаков	Александр Булгаков
Мария Мурдяева	Мария Мурдяева	Мария Мурдяева
Елена Ганушевич	Елена Ганушевич	Елена Ганушевич

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.