

ЛИКВИДНОСТЬ: НЕ ТОЛЬКО НАЛОГИ...

...НО И ОТТОК КАПИТАЛА ЯВЛЯЕТСЯ ПРОБЛЕМОЙ

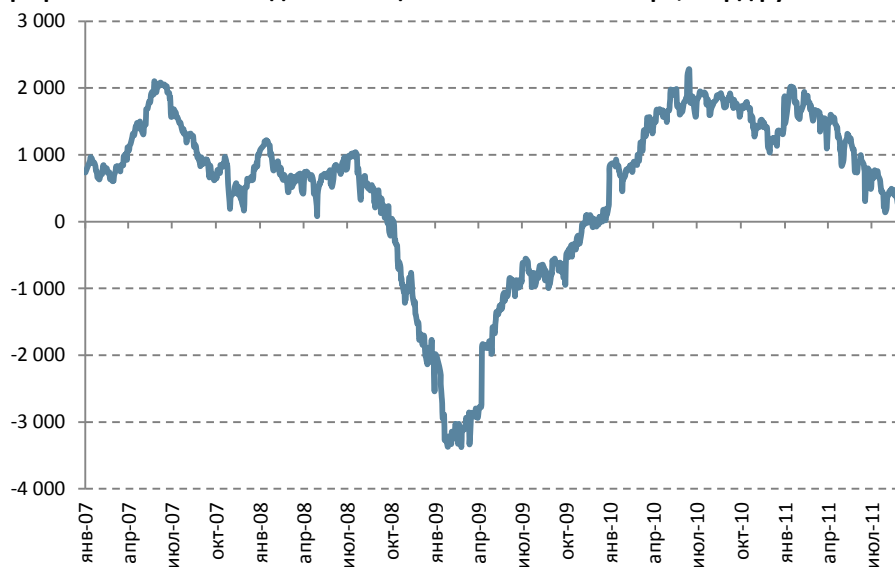
Мы стали свидетелями значительного сокращения ликвидности на рублевом рынке. Наиболее часто приводимое объяснение – серия налоговых выплат. Однако мы хотим обратить внимание на то, что налоговые выплаты не были ни единственной, ни, вероятно, наиболее важной причиной этого оттока. Мы обнаружили, что он был связан прежде всего с активностью ряда банков, контролируемых зарубежными финансовыми группами, которые абсорбируют ликвидность в России и переправляют ее в материнские компании. Такая практика влечет за собой увеличение волатильности ставок денежного рынка, а давление на внутренний рынок ценных бумаг ослабляет устойчивость системы в целом.

Спрос на ликвидность растет

Последние события демонстрируют, что спрос на ликвидность растет. Можно выделить ряд наиболее важных факторов.

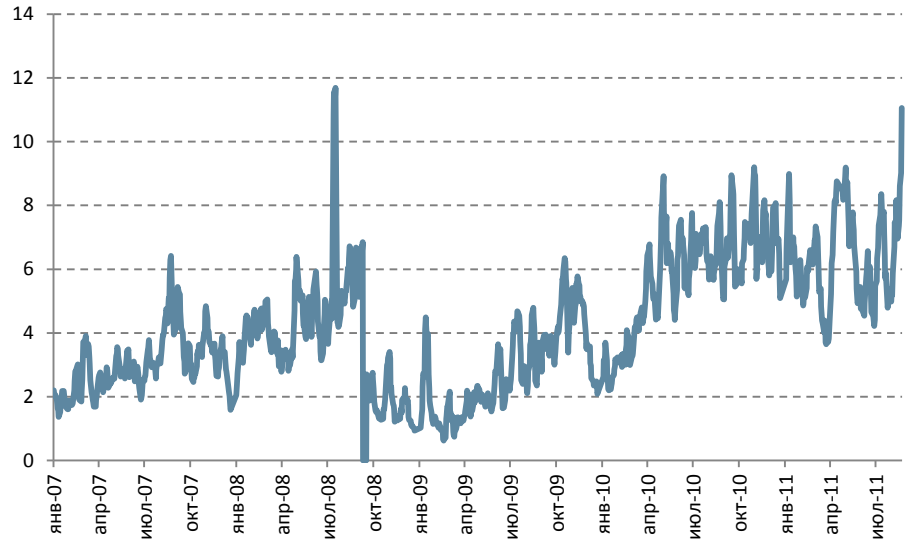
- В ходе последнего аукциона Министерства финансов России спрос превысил предложение примерно в девять раз, а число претендентов резко увеличилось до 23, что стало максимальным значением с конца 2010 г. Далее, агрегированные обязательства банковского сектора перед Минфином достигли 650 млрд руб. – последний раз этот уровень был зафиксирован в сентябре-октябре 2008 г., когда власти закачивали в сектор ликвидность для оживления внутреннего денежного рынка.
- В соответствии с данными Центрального банка Российской Федерации (ЦБ РФ), чистая ликвидная позиция банков (остатки средств на корреспондентских счетах, остатки средств на депозитных счетах в ЦБ РФ без учета обязательств по РЕПО перед ЦБ РФ, депозиты Минфина) близка к нулю. Это не значит, что у банков нет ликвидности, но показывает, что ее источник – заимствования.
- Соотношение оборота рынка РЕПО к обороту рынка бондов близко к максимуму 2008 г. Мы склонны объяснять это повышенным спросом на фондирование, а также ожиданиями неблагоприятной рыночной динамики в краткосрочной перспективе, что потенциально может привести к сокращению пирамид РЕПО.

График 1. Чистая ликвидная позиция банковского сектора, млрд руб.



Источники: ЦБ РФ, оценка Атона

График 2. Оборот рынка РЕПО/оборот рынка бондов (недельная скользящая средняя)



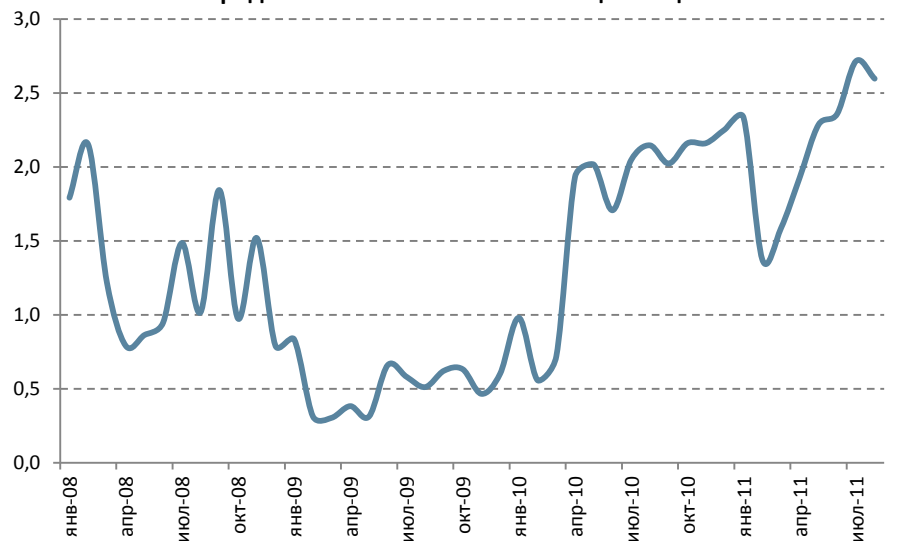
Источники: ММВБ, оценка Атона

Если не налоги, то что тогда? Отток капитала

С нашей точки зрения, существующая ситуация отличается от классического случая дефицита ликвидности. Общие черты – рост РЕПО-активности и ставок денежного рынка. Однако на рынке ценных бумаг нет продавцов, испытывающих проблемы, а продажа бумаг для получения дополнительной ликвидности была бы логичным путем, учитывая очень крупные портфели бондов и акций российских банков (около 18% общих активов). Это говорит нам о том, что повышенный спрос на ликвидность ограничен отдельными банками, но не является общим для сектора явлением.

Наш анализ показывает, что эти активные покупатели – банки, работающие в России, но контролируемые зарубежными банковскими группами (FOB). Среди 100 крупнейших российских банков мы выделили 19 FOB, включая ЮниКредит Банк, Росбанк, ИНГ Банк, Королевский Банк Шотландии, Эйч-эс-би-си Банк и некоторые другие. Эти банки абсорбируют ликвидность российского денежного рынка и переправляют ее в материнские компании, точно так же, как они делали это в конце 2008 г. В последние несколько месяцев FOB активизировались на рынке межбанковского кредитования (если основываться на соотношении месячного оборота и баланса на конец месяца).

График 3. FOB: соотношение месячного оборота операций на рынке межбанковского кредитования и баланса на конец месяца

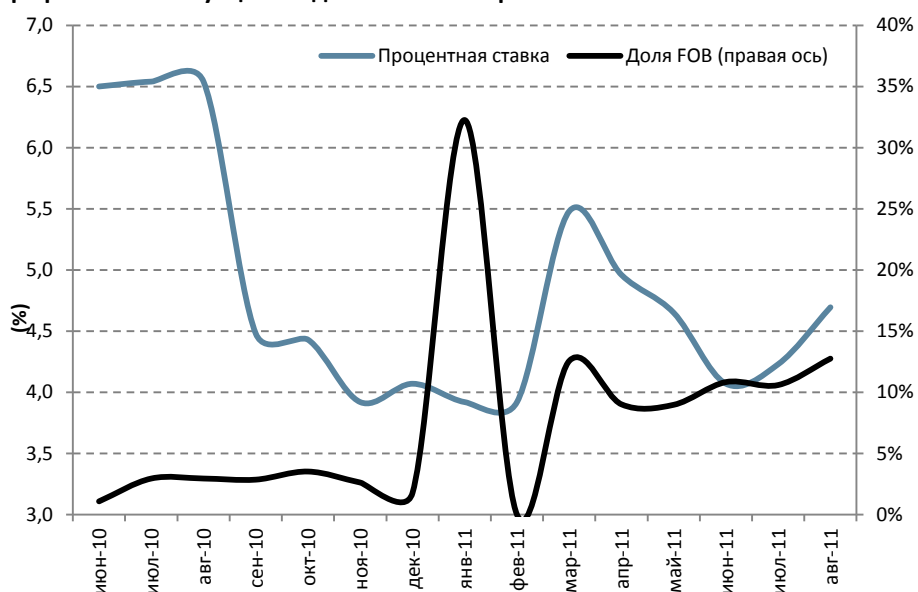


Источники: ЦБ РФ, оценка Атона

Предыдущий взлет активности FOB на этом рынке был в апреле-июне 2010 г., когда начал разгораться кризис суверенных долгов в Европе.

Помимо заимствования на межбанковском рынке FOB активно участвуют в депозитных аукционах Минфина. В последние несколько месяцев их доля депозитов увеличилась до 13% по сравнению со среднегодовым значением 8,5% (или 6,5%, если не считать однократный всплеск в конце 2010 г.). Спрос FOB играет важную роль в повышении процентной ставки на аукционах, которая выросла до 4,7% в августе (среднее значение для пяти аукционов, на последнем, 30 августа, ставка достигла 5,86%).

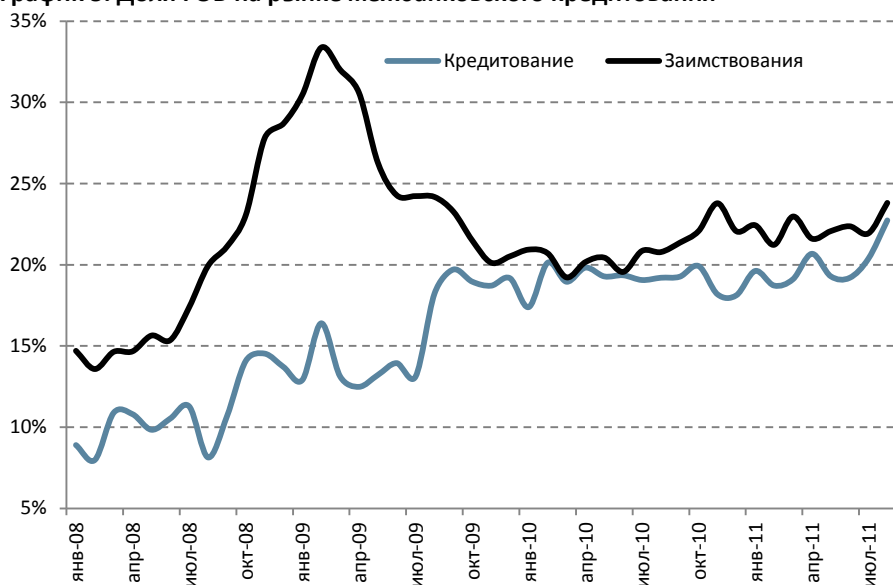
График 4. FOB и аукционы депозитов Минфина



Источники: Минфин, оценка Атона

FOB также стали более активными на рынке межбанковского кредитования. Их доля на этом рынке выросла до 23%, наивысшего уровня за последние несколько лет.

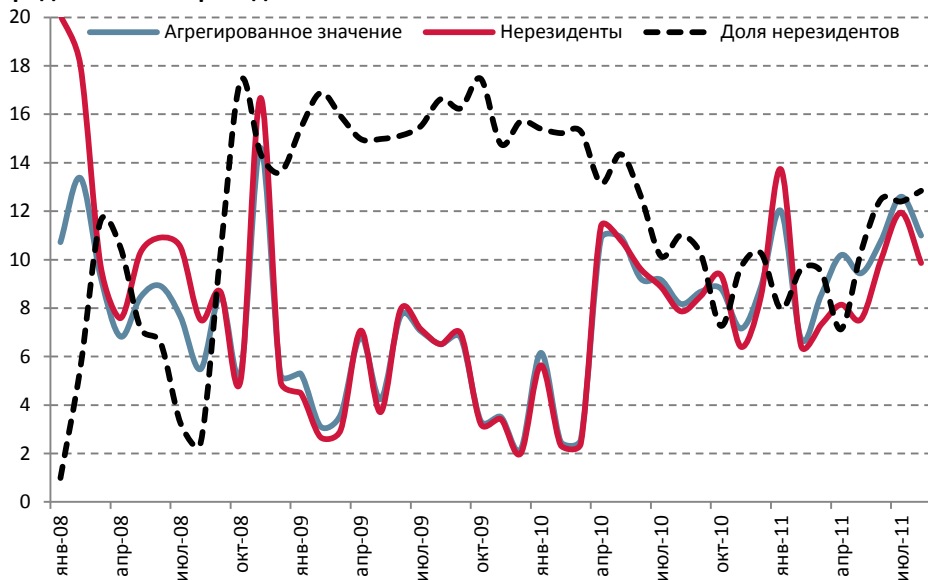
График 5. Доля FOB на рынке межбанковского кредитования



Источники: ЦБ РФ, оценка Атона

Более детальный анализ операций FOB демонстрирует, что начиная с апреля текущего года доля их кредитов нерезидентам (т.е. материнским компаниям) на рынке межбанковского кредитования повысилась с чуть больше 60% почти до 80%.

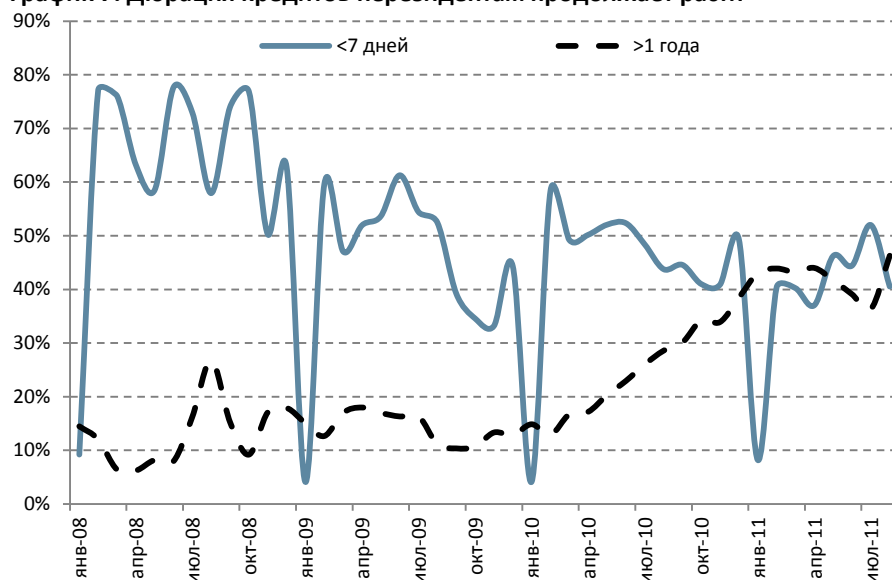
График 6. Межбанковское кредитование FOB – локомотивом выступает кредитование нерезидентов



Источники: ЦБ РФ, оценка Атона

Мы хотели бы привлечь внимание читателей к интересному факту: пики кредитования нерезидентов очень близки к концам кварталов, времени публикации отчетности материнскими компаниями и датам, когда регуляторы особенно внимательно следят за банками. Еще один интересный момент – средняя дюрация кредитов банкам-нерезидентам поступательно повышалась со второго полугодия 2009 г. Доля долгосрочных (более года) кредитов увеличилась с 10% в сентябре 2009 г. до 46% в августе 2010 г., что повышает риски расхождений по срокам погашения активов и обязательств и делает FOB более зависимыми от материнских компаний.

График 7. Дюрация кредитов нерезидентам продолжает расти

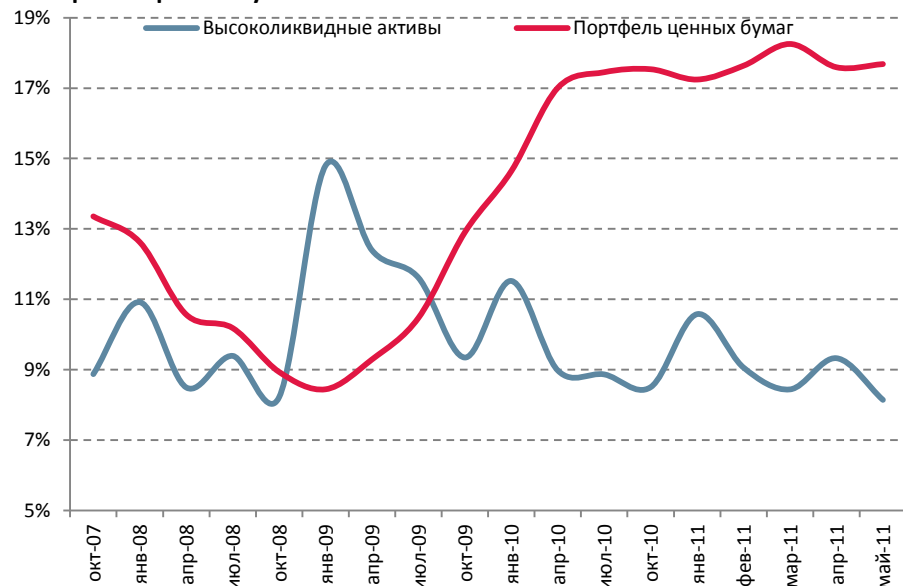


Источники: ЦБ РФ, оценка Атона

Насколько это плохо?

Пока мы не видим большой проблемы в том, что активность на рынке РЕПО превосходит средние значения, а ставки денежного рынка испытывают локальные скачки. Потенциально доступный объем ликвидности остается высоким – доля высоколиквидных активов составляет около 7% всех активов, а доля ценных бумаг (по преимуществу бондов) близка к 18%. Поэтому, даже если принять очень жесткий вариант падения стоимости портфеля ценных бумаг на 50% (что возможно при апокалиптическом сценарии), доступная ликвидность составляет 17% активов сектора.

График 8. Потенциальный уровень ликвидности в российском банковском секторе по-прежнему высок



Источники: ЦБ РФ, оценка Атона

Более того, если судить по последнему заявлению премьер-министра России Владимира Путина, налицо политическая воля к обеспечению достаточной ликвидности, если возникнет такая необходимость. Также, если основываться на политике ЦБ РФ и Минфина, они располагают техническими возможностями и резервами, которые могут быть предоставлены. Поэтому мы считаем, что реакция на потенциальную нехватку ликвидности на внутреннем денежном рынке будет быстрой и недвусмысленной.

Впрочем, мы призываем инвесторов к бдительности ввиду того, что (1) низко ликвидная среда благотворна для волатильности ставки денежного рынка, и (2) повышение ставок денежного рынка, вероятно, приведет к усилению давления на рынок ценных бумаг. Как показывают исторические данные, при текущих уровнях ликвидности (сумма остатков средств на корреспондентских и депозитных счетах в ЦБ РФ составляет 800 млрд руб. +/- 100 млрд руб.), вероятность скачка ставки денежного рынка более чем на 100 б.п. составляет 20%. Вероятность роста ставки на 50-100 б.п. - 15%. В целом, мы ожидаем, что волатильность денежного рынка будет оставаться высокой.

График 9. Вероятность скачков, б.п.

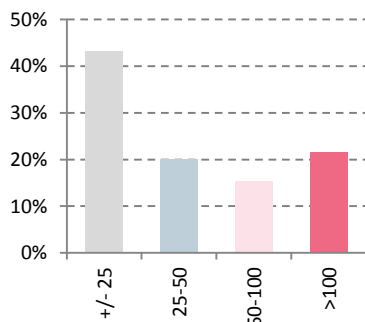
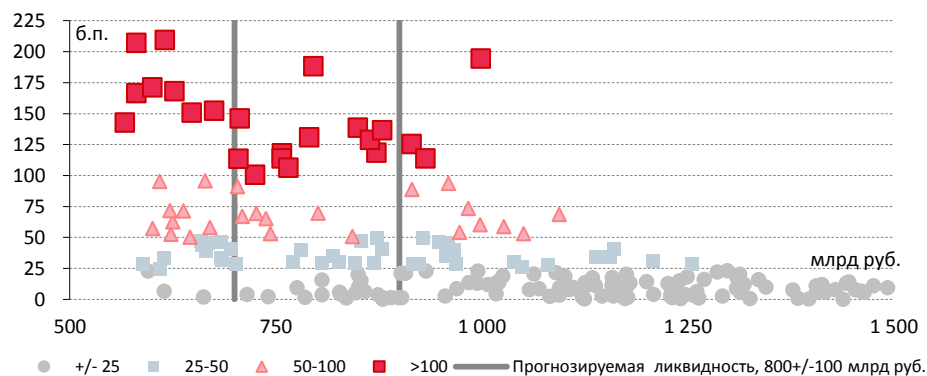


График 10. Повышение ставок денежного рынка, б.п. при различных уровнях ликвидности, млрд руб.



Источники: ЦБ РФ, оценка Атона

В отношении второй проблемы следует отметить, что высокий спрос на ликвидность со стороны FOB продолжит оказывать давление на ставки денежного рынка, подталкивая их вверх. Это давление еще усилится, если проблемы европейской банковской системы углубятся. Для других российских банков это сделает рынок межбанковского кредитования сравнительно менее привлекательным путем для получения дополнительной ликвидности. Таким образом, потенциальный откат на рынке ценных бумаг при появлении первых признаков нехватки ликвидности в системе или ухудшения условий на мировом рынке будет довольно быстрым.

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2010. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или пригласения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описание любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и представляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвесторов, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.

ООО "АТОН"

115035 Москва, Овчинниковская наб., дом 20, строение 1
Тел. +7 (495) 777 9090; +7 (495) 777 8877 Факс +7 (495) 777 8876
АТОН <GO> (Bloomberg)
www.aton.ru www.atonbroker.com
Участник торгов РТС, ММВБ, член НАУФОР

Atonline Limited

Юридический адрес: 5, Темистокли Дерви, ЭЛЕНИОН БИЛДИНГ; 2 этаж, Р.С. 1066, Никосия, Кипр
Офис: 20, Кириаκος Матсис Авеню, 4 этаж, CY-1096, Никосия, Кипр
Тел. +357 (22) 680015 Факс +357 (22) 680016
Действует в соответствии с правилами Комиссии по ценным бумагам и биржам Республики Кипр (лицензия № CIF 104/09)

Департамент торговли	Отдел продаж акций зарубежным клиентам	Отдел продаж акций российским клиентам	Аналитический департамент	Управление по работе с долговыми инструментами
Павел Грёнбьерг +7 (495) 287 8650 pavel.gronbjerg@aton.ru	Мартин Голлнер +44 20 7011 9662 martin.gollner@atonint.com	Антон Снобков +7 (495) 287 9280 anton.snobkov@aton.ru	Алексей Языков +7 (495) 213 0340 alexei.yazikov@aton.ru	Павел Душин +7(495) 705-99-42 pavel.dushin@aton.ru

АНАЛИТИКИ АТОНА
Стратегия и экономика

Питер Вестин
+7 (495) 213 0341
peter.westin@aton.ru

Эндрю Риск
+7 (495) 777 9090 x2641
andrew.risk@aton.ru

Сергей Колоколов
+7 (495) 777 9090 x2671
sergey.kolokolov@aton.ru

Электроэнергетика

Илья Купреев
+7 (495) 213 0335
ilya.koupreyev@aton.ru

Алексей Евстратенков
+7 (495) 777 9090 x2679
alexey.evstratenkov@aton.ru

Павел Ластовкин
+7 (495) 777 6677 x2683
pavel.lastovkin@aton.ru

Металлургия

Диннур Галиханов
+7 (495) 213 0338
dinnur.galikhano@aton.ru

Илья Макаров
+7 (495) 777 9090 x2644
ilya.makarov@aton.ru

Специальные ситуации

Михаил Пак
+7 (495) 213 0337
mikhail.pak@aton.ru

Никита Мельников
+7 (495) 213 0336
nikita.melnikov@aton.ru

Телекоммуникации и медиа

Станислав Юдин
+7 (495) 213 0339
stanislav.yudin@aton.ru

Ирина Скворцова
+7 (495) 777 9090 x2675
irina.skvortsova@aton.ru

Нефть и газ

Елена Савчик
+7 (495) 213 0343
elena.savchik@aton.ru

Вячеслав Буньков
+7 (495) 213 0344
slava.bunkov@aton.ru

Анна Лакейчук
+7 (495) 777 9090 x2661
anna.lakeychuk@aton.ru

Потребительский сектор

Иван Николаев
+7 (495) 213 0334
ivan.nikolaev@aton.ru

Марина Гутнева
+7 (495) 777 9090 x2645
marina.gutneva@aton.ru

Банки

Ринат Кирдань
+7 (495) 213 0342
rinat.kirdan@aton.ru

Иван Качковский
+7 (495) 705 9232
ivan.kachkovski@aton.ru

Сергей Казарян
+7 (495) 777 9090 x2674
sergey.kazaryan@aton.ru

Редакционно-издательский отдел

Лорен Мэнди
+7 (495) 777 9090 x2648
lauren.mandy@aton.ru

Томас Лавракас
+7 (495) 777 9090 x2686
thomas.lavrakas@aton.ru

Анна Богданова
+7 (495) 777 9090 x2657
anna.bogdanova@aton.ru

Анна Мартынова
+7 (495) 777 9090 x2678
anna.martynova@aton.ru

Долговые инструменты: аналитика

Ринат Кирдань
+7 (495) 213 0342
rinat.kirdan@aton.ru

Андрей Бобовников
+7 (495) 287 8648
andrey.bobovnikov@aton.ru

Юрий Нефедов
+7 (495) 777 6677 x2643
yury.nefedov@aton.ru

Долговые инструменты: продажи

Михаил Авербах
+7 (495) 287 8649
mikhail.averbakh@aton.ru

Максим Бевза
+7 (495) 287 8652
maxim.bevza@aton.ru

Долговые инструменты: трейдинг

Мурат Берсеков
+7 (495) 777 6677 x2333
murat.bersekov@aton.ru

Илья Кузнецов
+7 (495) 777 6677 x2304
ilya.kuznetsov@aton.ru

Рынки капитала

Мансур Гусейнов
+7 (495) 777 6677 x2332
mansur.guseynov@aton.ru

Технический анализ

Елена Кожухова
+7 (495) 777 9090 x2672
elena.kozhukhova@aton.ru