


Динамика чистой ликвидной позиции банков, млрд руб


Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

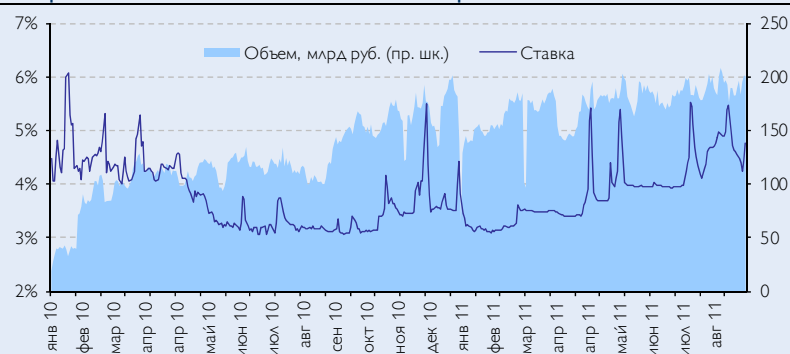
Признаки обострения ситуации с ликвидностью на российском денежном рынке появились в последнем летнем месяце, когда стоимость однодневного междилерского РЕПО под залог облигаций начала повышаться уже в первых числах августа и за период выросла на 135 бп – до 5,46%. К концу месяца чистая ликвидная позиция банков (разница между ликвидными активами и ликвидными пассивами) в результате налоговых выплат сократилась до 50 млрд руб. – минимального с ноября 2009 г. значения. Доходности облигаций вернулись на уровень марта 2011 г.

На наш взгляд, оснований полагать, что ситуация может кардинально улучшиться до сезонного роста ликвидности в декабре – нет. Неопределенности может также добавить необходимость вернуть Минфину 638 млрд руб. с банковских депозитов до конца текущего года, что ощутимо для уровня ликвидности. В прошлом году задолженность по депозитам в это время составляла всего 130 млрд руб.

При сохранении поддержки со стороны регулирующих органов (ЦБ, Минфина) мы полагаем, что факторы, обеспечивающие приток и отток ликвидности, будут более или менее сбалансированы на горизонте до конца года, с традиционным снижением в периоды налоговых выплат и ростом в конце года. С учетом осуществляемой ЦБ ДКП, мы полагаем, что коридор колебаний стоимости заимствования на рынке МБК может сузиться до 3,75–5,25%, а ставки по операциям однодневного РЕПО будут ограничены 4,25–5,75%.

В случае реализации неблагоприятного сценария развития ситуации на денежном рынке временный рост доходностей ОФЗ может составить порядка 50–75 б.п. для коротких выпусков и 25–50 б.п. – для 3–5-летних. Среди корпоративных бумаг больше всего пострадают не входящие в ломбардный список облигации.

По итогам сентября может стать понятно, какой сценарий реализуется с большей вероятностью.

Диаграмма 1. Ставки и объемы однодневного междилерского РЕПО с облигациями на ММВБ


Источник: ММВБ

Прогнозируемое нетто-изменение ликвидности в банковской системе РФ до конца года

Источник	Дата	Сумма, млрд руб.
Погашение ОФЗ-25070	28.09.2011	45
Погашение ОБР-20	14.10.2011	10,3
Погашение ОФЗ-25063	09.11.2011	30
Размещение ОФЗ на срок 4-10 лет	сен.-дек.	-110
Выплаты купонов по ОФЗ	сен.-дек.	32,8
Бюджет, нетто-поступления	сен.-дек.	700-750
Возврат средств Минфину	см. график погашений	-638,1
Итого до конца года		≈ +100

Источник: Минфин, расчеты Газпромбанка

Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00, доб. 54085
Anna.Bogdyukovich@gazprombank.ru

Алексей Демкин, CFA
+7 495 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru



А теперь немного подробнее о факторах, совокупность которых, на наш взгляд, будет определять уровень ликвидности на горизонте до конца года.

Бюджетная политика правительства

По предварительной оценке, за 8 месяцев текущего года бюджет был исполнен с профицитом в размере 759 млрд руб., или 2,3% ВВП, то есть, по сути, являлся нетто-абсорбентом ликвидности. Однако, согласно озвученному главой Минфина прогнозу, бюджет по итогам 2011 г. будет исполнен с нулевым балансом, а небольшой профицит (в пределах 0,5% ВВП) может быть зафиксирован только в случае улучшения конъюнктуры мировых рынков энергоносителей. Однако подобный сценарий представляется нам не очень вероятным из-за переносов планов правительства по приватизации долей в госпредприятиях с 2011 г. на более поздний срок. Таким образом, нетто-приток ликвидности за счет госсектора в текущем году может составить около 700–750 млрд руб. Отметим, что при анализе сезонных колебаний ликвидности в банковской системе мы пришли к выводу, что позитивный эффект от госрасходов ощущается, как правило, только в декабре: в период с 2003 г. средний прирост остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ за последний календарный месяц составил 328,2 млрд руб., и при этом не было зафиксировано ни одного снижения.

Бюджет, скорее всего, будет поставщиком ликвидности

Диаграмма 2. Динамика помесечных изменений суммы остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ (красным обозначено снижение, синим — рост), млрд руб.



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Политика ЦБ на валютном рынке

На протяжении первого полугодия ЦБ проводил активные интервенции на валютном рынке с целью противодействия чрезмерному укреплению национальной валюты под влиянием внешних факторов (рост цен на нефть). В результате с февраля по июль 2011 г. ЦБ купил на рынке 27,3 млрд долл., а значение индекса свободы рубля ЕМР (подсчитанного нами на основании волатильности курса бивалютной корзины и объемов валютных интервенций ЦБ) не превышало 16,2 пунктов (значение на уровне 100 предполагает абсолютную свободу курсообразования, ноль указывает на фиксированный режим обменного курса).

Подобная политика ЦБ в целом позитивно сказывалась на денежном рынке, поскольку накопление ЗВР происходило за счет рублевой эмиссии. В августе ситуация изменилась, и рубль оказался под давлением — на этот раз, в сторону ослабления. Сохранение столь же высокой степени присутствия ЦБ на валютном рынке создавало бы риски сокращения рублевой ликвидности, однако данные по интервенциям за август указывают, что регулятор препятствует ослаблению российской валюты с гораздо меньшей охотой: хотя темпы прироста рублевой ликвидности, безусловно, существенно снизились, сокращения денежной массы не произошло. Объем валютных интервенций ЦБ в августе текущего года оказался минимальным (по абсолютной величине) за всю историю подсчета (с августа 2008 г.): нетто-покупка составила всего 489 млн долл. Индекс свободы рубля при этом побил все рекорды, взлетев до 86,8 пунктов.

Станет ли валютная политика ЦБ источником ликвидных средств — зависит от внешней конъюнктуры и динамики рубля

Хотя одного наблюдения (за август), недостаточно, чтобы говорить о смене приоритетов ЦБ (на наш взгляд, это, скорее, адаптация политики к

изменению внешних условий), это позволяет надеяться на то, что валютная политика Центробанка не станет инструментом абсорбирования ликвидности. Хотя мы допускаем, что при достижении определенных уровней (30,5–31,0 руб. за доллар и/или 35,3–35,5 руб. за бивалютную корзину) ЦБ все же может вмешаться и продать часть ЗВР.

В то же время Банк России может попытаться воздействовать на курс рубля не за счет прямых интервенций на валютном рынке, а за счет изменений ставок по рублевым инструментам. На вероятность подобного сценария указывает решение повысить с 15 сентября депозитную ставку на 25 б.п., несмотря на ослабление инфляционных рисков.

Станет ли ЦБ поставщиком ликвидности – по большому счету зависит от внешней конъюнктуры и динамики рубля. Вероятность укрепления российской валюты представляется нам крайне невысокой, несмотря на стабильно высокий уровень цен на нефть. Мы полагаем, что для этого существует две основных причины:

- ▶ Хотя профицит торгового баланса продолжает обеспечивать стабильный приток экспортной выручки, сальдо финансового счета остается отрицательным. В первом полугодии 2011 г. чистый отток капитала из частного сектора составил 31,2 млрд дол., несмотря на рост долговых обязательств за тот же период на 41,3 млрд дол. (практически до докризисных уровней). Это указывает на опережающий рост зарубежных активов по сравнению с вложениями иностранцев в РФ. Отметим также, что если в первом полугодии отток капитала покрывался превышающим его профицитом внешней торговли (102,5 млрд дол.), то в августе, судя по динамике рубля, перевес сложился пользу сальдо финансового счета.
- ▶ Высокий уровень неприязни к риску у иностранных инвесторов на фоне происходящего в Европе провоцирует спрос на относительно «безрисковые» активы: в частности, на US Treasuries, золото.

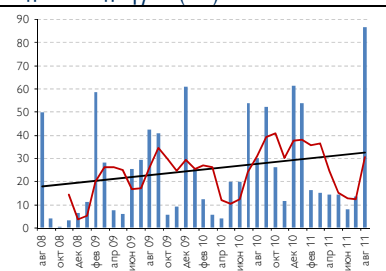
График погашения долга перед Минфином

Еще одним фактором риска для российского денежного рынка является высокая задолженность перед Минфином, большая часть которой должна быть погашена до конца года. С начала года депозитные аукционы Минфина были наиболее привлекательным инструментом рефинансирования для банков в силу относительно низких ставок (по сравнению со стоимостью привлечения денег в ЦБ). В результате объем временно свободных средств, размещенных на депозитах в коммерческих банках, по состоянию на 15 сентября достиг 668 млрд руб. (год назад порядка 130 млрд руб.). Это практически 100% всех краткосрочных привлеченных средств, и более чем на 70% финансирует ликвидные активы банков (при этом среднее значение показателя с начала года составляет 26,7%).

Только в сентябре банкам предстоит вернуть Минфину с депозитов около 110 млрд руб., что в добавление к налоговым выплатам (порядка 450–500 млрд руб.) может стать довольно существенным бременем для финансовой системы. Мы уверены, что ни Минфин, ни ЦБ не заинтересованы в эскалации дефицита ликвидности на рынке, поэтому отток средств с депозитов, вероятно, будет рефинансирован за счет расширения предложения на аукционах Минфина. Отметим, что в последнее время ведомство начало предоставлять средства на более длительный срок, в том числе – с погашением в следующем году. В предыдущие годы значительная часть депозитов обычно возвращалась банками Минфину до конца года. Будут ли изменены правила в этом году – может стать понятно уже 21 сентября (возвращаются 40 млрд руб.) и 28 сентября (70 млрд руб.).

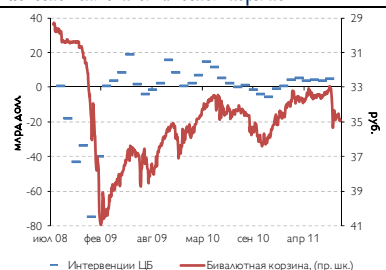
Спрос на средства ЦБ появится только в том случае, если предлагаемых Минфином денег не хватит для удовлетворения краткосрочных потребностей банковской системы в ликвидности, или же если ставки по депозитам вырастут. В настоящее время суммарная задолженность по всем инструментам рефинансирования ЦБ не превышает 200 млн руб.

Индекс свободы рубля (EMR)



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Объем интервенций ЦБ и динамика курса рубля по отношению к бивалютной корзине

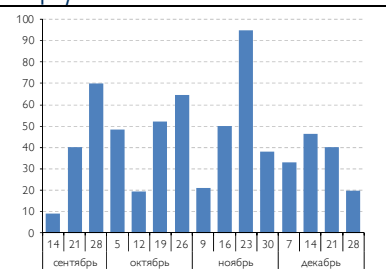


Источник: ЦБ РФ, Bloomberg

Фактором риска для российского денежного рынка является высокая задолженность перед Минфином, большая часть которой должна быть погашена до конца года

Вероятно, «минфиновские» депозиты будут рефинансированы за счет расширения предложения на ближайших аукционах Минфина

График возврата бюджетных средств с депозитов Минфину



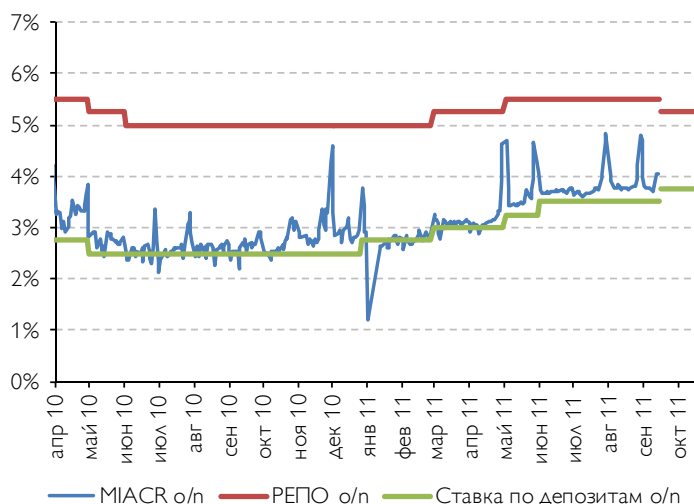
Источник: ЦБ РФ



Ставки денежного рынка – меньше простора для маневра, но больше волатильности?

В периоды нормального функционирования рынка МБК равновесная стоимость заимствования на нем (прежде всего, на короткий срок) колеблется в диапазоне между ставками по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности ЦБ, т. е. между ставкой по депозитам в ЦБ и минимальной ставкой однодневного РЕПО на аукционной основе. По итогам последнего заседания Совета директоров ЦБ диапазон был сужен с 3,5–5,5% до 3,75–5,25%.

Диаграмма 3. Динамика ключевых ставок ЦБ



Источник: ЦБ РФ

Однако в случае возникновения дефицита ликвидности ставки могут довольно быстро приблизиться к верхней границе обозначенного коридора, и даже перевалить за нее. В особенно непростой ситуации в таком случае окажутся мелкие и средние банки, доступ которых к инструментам рефинансирования ЦБ и Минфина может быть существенно ограничен (как соображениями прибыльности, так и, к примеру, недостатком высокого качества портфеля облигаций для обеспечения залога по кредитам регуляторов). Отметим, что за первые 7 месяцев текущего года почти 60% размещенных Минфином средств осели на депозитах в нескольких крупнейших банках страны.

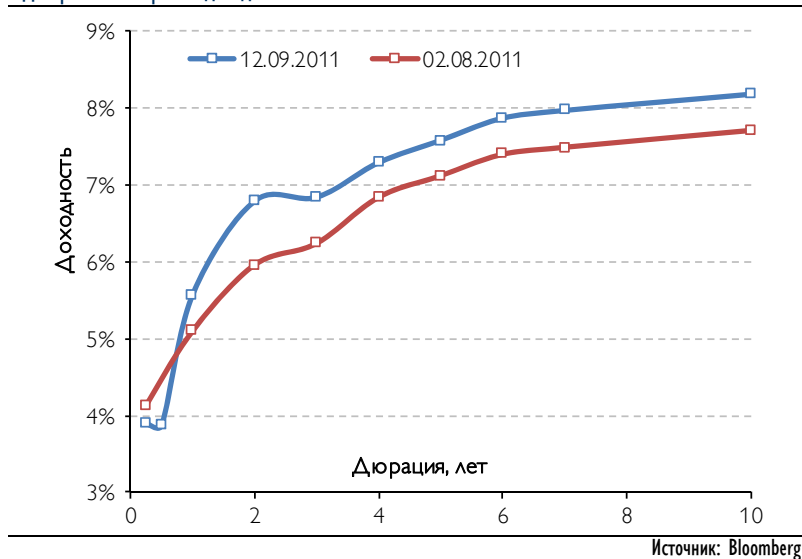
В целом даже при прекращении практики депозитных аукционов Минфина ситуация не выглядит катастрофично: воздержавшись от вложений в ОФЗ, банки могут завершить год с остатками на корсчетах и депозитах примерно на текущем уровне (около 850–900 млрд руб.). Однако «запас прочности» в таком случае опускается практически до нуля, особенно учитывая неравномерность распределения поступления ликвидных средств по времени.

Мы полагаем, что стоимость заимствования на рынке МБК (ставки по кредитам o/n для банков первого круга) в течение ближайших нескольких месяцев будет постепенно повышаться. Потенциал роста ставок при условии активного участия Минфина в рефинансировании краткосрочных обязательств банков мы оцениваем в 50–100 бп, при этом в периоды налоговых выплат ставки могут достигать 5,5–6,0%. Если Минфин воздержится от расширения предложения на депозитных аукционах, ставки МБК могут подбираться к отметке 5,5% и в отсутствие налоговых платежей. Отметим также, что повышение депозитной ставки ЦБ, вероятно, поднимет нижнюю планку для ставок МБК: мы полагаем, что уровни ниже 4,0% по ставкам o/n для банков первого круга будут практически недостижимы.

Доходность облигаций – не пора ли остановиться?

Что касается рынка ОФЗ, то здесь ситуация складывается следующим образом. С одной стороны, острой необходимости в заимствованиях у правительства в данный момент нет, учитывая прогнозы по исполнению бюджета в этом году. Отметим, что Минфин сократил программу предложения ОФЗ на текущий год. В частности, до конца сентября планируется привлечь 20 млрд руб. – в 4 раза меньше, чем планировалось ранее. А в четвертом квартале объем предложения бумаг составит 90 млрд руб. В случае сохранения напряженной ситуации с ликвидностью значительная часть данной суммы может остаться нерасмещенной.

Диаграмма 4. Кривая доходности ОФЗ



В случае реализации неблагоприятного сценария развития ситуации на денежном рынке рост доходностей ОФЗ может составить порядка 50–75 б.п. – для коротких выпусков и 25–50 б.п. – для 3–5-летних.

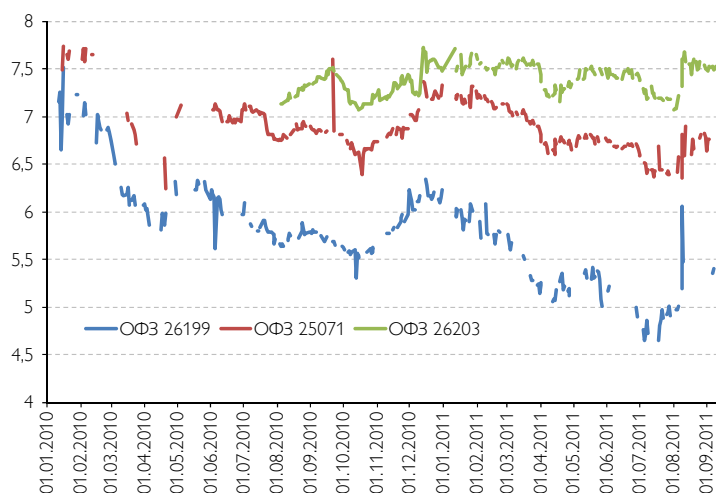
Минимальных значений процентные ставки на рублевом рынке достигли в середине июля текущего года. Доходность по однолетним составила порядка 4,66%, по 3-летним – в районе 6,3%, 5-летним – 7,05%. К середине сентября 2011 г. ставки подросли на 70–80 б.п. для одно и двухлетних бумаг и на 30–35 б.п. для 3- и 5-летних, вернувшись на уровни марта текущего года.

По уровню ставок междилерского РЕПО и уровню остатков на корреспондентских и депозитных счетах в ЦБ ситуация на рынке близка к февралю–марту 2010 г. Но тогда ставки были на нисходящем тренде и долговые проблемы Греции только начинали обостряться, а сейчас – ставки имеют тенденцию к росту.

Мы полагаем, что уровни доходностей ОФЗ, которые мы видели полтора года назад, могут служить ориентиром на случай дальнейшего ухудшения ситуации с ликвидностью, минимальный объем которой может прийти на октябрь–ноябрь текущего года. Первый тест будет пройден в 20-х числах сентября, когда предстоит не только выплата налогов, но и возврат депозитов Минфину. По нашим оценкам, в случае *реализации неблагоприятного сценария развития* ситуации на денежном рынке временный рост доходностей на рынке облигаций может составить порядка 50–75 б.п. для коротких выпусков и 25–50 б.п. – для 3–5-летних. В декабре мы ожидаем традиционного увеличения объемов ликвидности, что должно положительно сказаться на доходностях рублевого рынка облигаций за счет их снижения, чему в немалой степени может способствовать пролонгация значительной части депозитов на сроки свыше 4 месяцев.



Диаграмма 5. Динамика доходности ОФЗ



Источник: Bloomberg

В «зоне риска» — корпоративные выпуски, не входящие в ломбардный список

На рост волатильности в начале августа корпоративные выпуски отреагировали расширением кредитных спредов на 50–100 б.п., однако затем устремились к своим средним с начала года значениям. Спреды корпоративных заемщиков 1-го эшелона практически вернулись к своим средним уровням, но превысили наблюдавшиеся в июне-июле т.г. Спреды 2-го эшелона лишь отчасти компенсировали недавнее расширение. Наименьшее сужение продемонстрировали спреды бумаг, не входящих в ломбардные списки ЦБ, которые остаются на 50–70 б.п. шире зафиксированных в конце июля 2011 г. значений.

В случае роста доходностей ОФЗ мы ожидаем незначительного изменения спредов (могут расширяться) для бумаг 1-го и 2-го эшелонов. Скорее всего, разница в спреде будет объясняться такими техническими факторами, как разница в дисконтах бумаг при операциях РЕПО. Более резкий рост спреда можно ожидать для бумаг, которые не входят в ломбардный список.

Диаграмма 6. Динамика спреда РЖД БО-1 к ОФЗ-25072



Источник: Bloomberg



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов

Анна Богдокевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00 доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдокевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодниккина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Денис Войничонис

+7 (495) 983 74 19

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

Трейдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принса

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 – 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.