

Ликвидность: когда придут деньги?

Выводы

Ухудшение ликвидности с середины сентября было ожидаемым. Однако сохранение дефицита средств в течение всего октября постепенно становится проблемой как для компаний, ограничивая им доступ к кредитам, так и для банков, вынужденных повышать депозитные ставки. Эмитенты воспользовались открывшимся «окном» для проведения заимствований на долговом рынке. Такое поведение демонстрирует опасения, что нехватка средств будет более продолжительной, чем ожидалось.

Рост расходов бюджета к концу года поможет восстановить уровень средств в банковской системе лишь при благоприятном внешнем фоне. В противном случае, деньги уйдут на валютный рынок (по прогнозу ЦБ резервы к концу года сократятся на \$20 млрд).

Осеннее снижение ликвидности – практика российского рынка. Традиционно для российских бизнес-циклов, снижение рублевой ликвидности начинается с середины лета. Однако для самих участников системы заметен этот процесс становится в сентябре, когда налоговые выплаты приводят к дефициту рублевых средств, выливаясь в рост ставок денежного рынка и спрос на фондирование в ЦБ. Улучшение ситуации зависит от того, когда Минфин проведет последние расходы бюджета – как правило, это происходит после 15 ноября.

В 2011г – две причины ухудшения ликвидности: жесткая бюджетная политика плюс внешний фон. С начала 2011г Минфин проводил достаточно жесткую бюджетную политику. Основной объем заимствований через ОФЗ пришелся на 1П2011 – Минфин стремился успеть занять по низким ставкам. При этом бюджет оставался профицитным, достигнув 2,6 трлн руб к настоящему времени. В сентябре, помимо исполнения бюджета, отток средств ускорился за счет ухода с российского рынка нерезидентов, сокращавших активы по всем развивающимся странам на фоне развития кризиса в Еврозоне.

Дефицит ликвидности затягивается. Первоначально проблемы с ликвидностью – как банками, так и на официальном уровне, – воспринимались как временные трудности и не вызывали серьезного беспокойства. Представители власти выказывали готовность поддержать банки при необходимости. В частности, ЦБ готов предоставить до 5 трлн руб фондирования. В свою очередь, нехватка рублевых средств не привела к активным распродажам долговых активов, поскольку, в отличие от 2008-09 гг, основная часть торгуемых бумаг входит в Ломбардный список и может быть использована банками для рефинансирования.

Однако к концу ноября затянувшийся дефицит рублевых средств стал ощутим для бизнеса. Компании начали сталкиваться с проблемами кредитования, банки повышают депозитные ставки и активно пользуются возможностью привлечь средства на долговом рынке.

Когда придут деньги? Улучшение ликвидности безусловно произойдет до конца года. Однако ключевым вопросом остается – когда Минфин начнет наращивание расходов. В 2010 г основной объем средств поступил в банковскую систему лишь в конце декабря. Однако в этом году мы ожидаем более раннего и постепенного наращивания бюджетных расходов – со второй половины ноября.

Куда пойдут свободные средства? – Ответ на данный вопрос во многом зависит от внешней конъюнктуры. После саммита ЕС 26 октября оптимизм инвесторов позволил ожидать хотя бы кратковременной передышки и появления интереса к рублевым активам в том числе – со стороны нерезидентов. Эмитенты спешно воспользовались открывшимся окном для размещений. Однако «греческий сюрприз» резко изменил настрой инвесторов. В случае сохранения негатива – поступившие из бюджета средства могут перетечь на валютный рынок, оказывая давление на рубль. Не случайно ЦБ понизил прогноз по золотовалютным резервам на конец года на \$20 млрд. Если же позитивный фон восстановится, – мы увидим дальнейший шквал первичного предложения, невзирая на возросшую стоимость заимствований.

Инвестиционный анализ

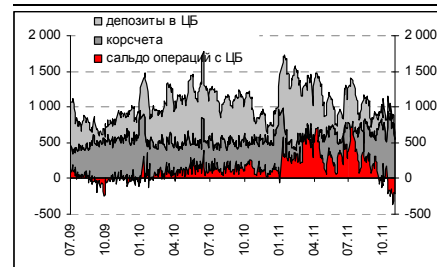
Российский рынок облигаций 2 ноября 2011 г.

Динамика ставок и объемов 1-дневного РЕПО с ЦБ



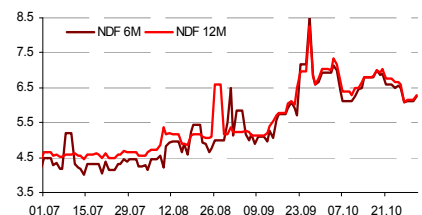
Источник: Данные ЦБ РФ

Структура банковской ликвидности



Источник: Данные ЦБ РФ

Динамика ставок NDF



Источник: Данные ЦБ РФ

Избыточная ликвидность банков на депозитах в ЦБ и в ОБР, млрд руб

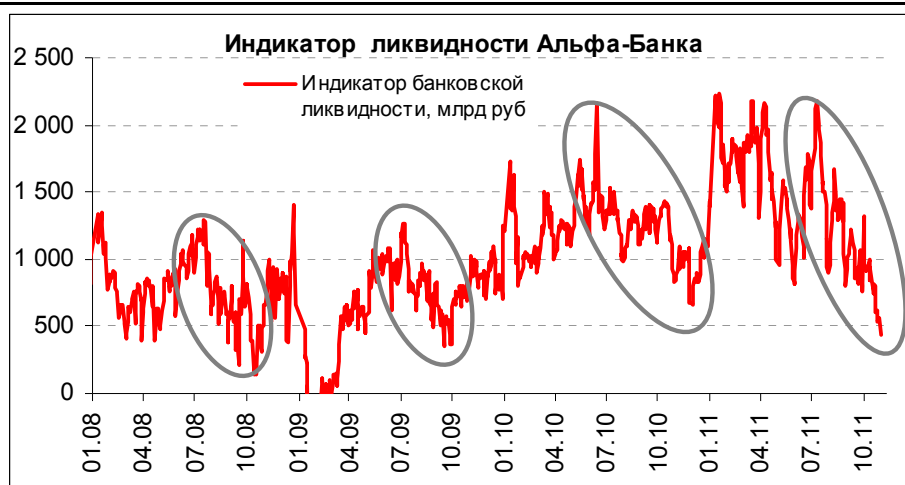
	Госбанки	Частные	Иностр.
1 янв	827	257	89
1 окт	83	87	18

Источник: Данные ЦБ РФ, отдел исследований Альфа-Банка

Снижение ликвидности – в рамках ожиданий

Проблема дефицита ликвидности в осенний период – не является сюрпризом для российского рынка. Динамика свободных средств внутри года носит циклический характер – достигая пиковых значений в начале года и сокращаясь, начиная с июля. Процесс сокращения становится «видимым» для банковской системы, как правило, к сентябрю. Ускорение расходования средств бюджета в IV квартале стабилизирует ситуацию на денежном рынке в конце ноября – декабре. Эти циклы связаны с графиком доходов/расходов бюджета, который носит неравномерный характер. Традиционно, примерно треть расходов бюджета приходится на последний квартал, насыщая банковскую систему избыточной ликвидностью, которая, в значительной мере, сохраняется на счетах в течение всего первого полугодия.

Илл. 1: Динамика Индикатора ликвидности Альфа-Банка



Источник: Данные ЦБ, расчеты Альфа-Банка

Факторы снижения ликвидности в 2011 г

Несмотря на «закономерность» снижения ликвидности, дефицит свободных средств в текущем году носит особенно острый характер, ряд показателей достигли кризисных уровней 2008-2009 гг. В частности, объем привлечения средств через РЕПО с Банком России впервые с начала 2009 г превысил 500 млрд руб (700 млрд руб – с учетом 7-дневного РЕПО), а Индикатор ликвидности, рассчитываемый Альфа-Банком, опускался ниже отметки в 500 млрд руб.

Мы видим несколько причин, усиливших дефицит рублевых средств в текущем году:

- 1. Основной объем заимствований Минфина в 2011 г пришелся на первую половину года, когда бюджет был профицитным. Таким образом, изъятие ликвидности шло «про запас».**

К настоящему времени нетто-привлечение Минфина составляет 800 млрд руб – эти средства изъяты из системы на счета в ЦБ (фактически, в резервный фонд). Причина ускоренного исполнения программы заимствований – благоприятная рыночная конъюнктура в начале года, и опасения роста ставок во втором полугодии.

Расчет Минфина оправдался. Хотя ожидался рост ставок, связанный с ускорением инфляции и ужесточением монетарной политики в развитых

странах, на деле мы наблюдаем рост доходностей в связи с очередным витком кризиса – на этот раз, в Еврозоне. Тем не менее, ситуация для проведения заимствований с начала августа была неблагоприятной. И если в августе-сентябре большинство предложений Минфина по размещению ОФЗ не встречало интереса инвесторов, то с конца сентября еженедельные аукционы отменялись. Размещение прошло лишь 26 октября – 4-летний выпуск ОФЗ Минфин разместил на 110 б.п. выше по доходности, чем на аукционе 27 июля.

2. Жесткое исполнение бюджета Минфином в 2011 г.

Если первоначальный бюджетный план предполагал дефицит бюджета в текущем году на уровне 3,6% ВВП (1,8 трлн руб), то с осени чиновники заговорили о возможности бездефицитного исполнения бюджета. Позднее прозвучали фразы о возможности даже небольшого профицита по итогам года. Причиной столь удачного исполнения бюджета в текущем году служат как высокие цены на нефть, так и более сильные потребительские тренды, способствовавшие росту ненефтяных поступлений в бюджет (прежде всего, НДС). В результате, средства, привлеченные через ОФЗ, предполагавшиеся для покрытия бюджетного дефицита, останутся в Резервном фонде.

Кроме того, неравномерность расходования средств бюджета в текущем году выглядит чрезмерной, избыточно перекошенной в пользу перенесения основной части расходов на IV квартал. Так, на последние 3 месяца 2011 г, по прогнозу, придется порядка 40% годовых расходов в случае, если профицит бюджета (2,6 трлн руб за 9М11 по нашим оценкам) будет снижен до нуля.

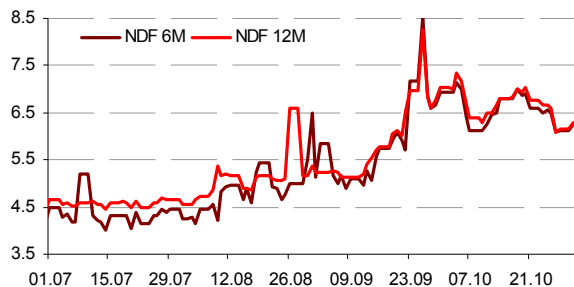
Вместе с тем, мы предполагаем, что исполнение бюджета в этом году может остаться профицитным. В настоящее время, порядка 1,4 трлн из бюджетного профицита размещены на банковских депозитах (т.е. находятся внутри банковской системы). Ранее мы ожидали изъятия этой суммы с депозитов и обратного поступления их в систему в виде роста по корпоративным счетам. Однако недавно Минфин несколько изменил свои планы как минимум на ноябрь – в текущем месяце планируется, что объем изымаемых депозитов будет совпадать с объемом вновь размещенных средств. В случае сохранения проблем ликвидности в банковской системе к началу декабря, Минфин может сохранить эту практику до конца года. В любом случае, эти средства останутся в банковской системе (либо – как депозиты, либо – как прирост корпоративных счетов). Таким образом, дополнительный приток средств в банковскую систему (нетто-поступления) оценивается нами на уровне около 1,0-1,2 трлн руб.

3. Сокращение вложений нерезидентов в рублевые активы.

Резкое обострение ситуации в Еврозоне с начала сентября вызвало рост ставок и ухудшение ситуации с ликвидностью у европейских банков. На этом фоне наблюдался отток средств иностранных инвесторов со всех развивающихся рынков, что оказывало дополнительное давление на цены активов и ослабление национальных валют.

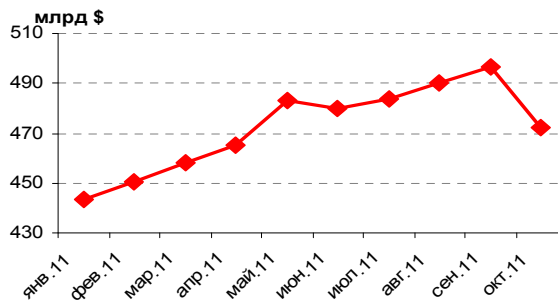
В России объем интервенций ЦБ в сентябре составил порядка \$10 млрд, что эквивалентно изъятию рублевой массы на 300 млрд руб. В свою очередь, рост ставок NDF, сигнализирующий об уходе с рынка иностранных инвесторов составлял 150-200 б.п.

Илл. 2: Динамика ставок NDF



Источник: Bloomberg

Илл. 3: Динамика валютных резервов ЦБ



Источник: ЦБ РФ

Дефицит ликвидности – есть ли повод для паники?

В результате воздействия описанных факторов, уровень рублевой ликвидности в сентябре-октябре упал до кризисных значений – последний раз такие показатели наблюдались в 2009 г. Тем не менее, первоначально это не вызвало панических настроений ни у регуляторов, ни у банков. Причина проста – состояние российской экономики пока достаточно крепкое, и она способна выдержать, как минимум, первый шторм из Европы. Как продемонстрировали власти в период кризиса 2008 г – они способны предпринимать своевременные и решительные меры для поддержки банковской системы. Необходимый инструментарий – также всем известен и проработан.

По заявлениям представителей ЦБ – Банк России готов обеспечить ликвидностью банковскую систему на сумму до 1 трлн руб через операции РЕПО и на сумму до 4 трлн руб – через другие кредиты под залог активов. Если же этих объемов будет недостаточно – ЦБ всегда может возобновить кризисную практику беззалоговых кредитов. Однако, надеемся, до этого не дойдет.

Возросшие с 2008 г возможности рефинансирования в ЦБ и являются главной причиной спокойствия банков, поскольку подтверждается реальным наполнением их портфелей. Структура долгового рынка после кризиса в значительной степени изменилась. Компании 3-го эшелона, мусорные облигации – доля которых была высока в корпоративных бумагах в середине 2008 г, – фактически ушли с рынка. Первичный рынок, в полной мере восстановившись для эмитентов 1-2-го круга, так и остался практически полностью закрытым для менее качественных эмитентов. Таким образом, портфели банков в настоящее время, преимущественно, состоят из облигаций, входящих в Ломбардный список ЦБ. Именно поэтому нехватка рублевых средств, возникшая в сентябре-октябре, не транспонировалась в массовые продажи долговых обязательств. Банкам не имело смысла продавать облигации по заниженным ценам (в т.ч., – снижая свою переоценку портфеля), тогда как они могли получить необходимый объем средств в РЕПО.

Однако в течение всего октября показатели денежного рынка демонстрировали сохранение проблем. Улучшения не наблюдалось даже в «безналоговый» период. В результате к середине октября как банки, так и компании стали испытывать проблемы с долгосрочным финансированием. Первыми проблемы ощутили компании, многим из которых отказали в кредитных ресурсах (в той или иной форме). К концу месяца сразу несколько российских банков заявили о повышении депозитных ставок (включая Сбербанк, Альфа-Банк, ХКФ-Банк, РСХБ,

Связь-Банк). Кроме того, и те, и другие – активно воспользовались открывшейся возможностью привлечения средств на публичном долговом рынке. К настоящему моменту объем запланированных на ноябрь размещений достиг 85 млрд руб (в т.ч. – свыше 50 млрд руб приходится на банковские облигации).

Стремление успеть занять на рынке, невзирая на резко возросшую по сравнению с июлем стоимость привлечения, а также повышение депозитных ставок банков свидетельствует о том, что надежда на краткосрочность проблем с ликвидностью стремительно тает. Банки не ожидают улучшения в этом направлении и снижения ставок как минимум – до конца года.

Куда пойдут бюджетные средства?

Безусловно, снижение профицита бюджета в конце года позитивно отразится на банковской ликвидности, добавив в систему свыше 1 трлн руб. Однако есть два ключевых момента – когда придут бюджетные деньги и куда они будут использованы.

Приход бюджетных средств, как и в прошлом году, может затянуться до последних чисел декабря. В этом случае признаки улучшения ситуации в банковской системе мы увидим лишь в начале следующего года. Видимо данный сценарий подразумевают банки, повышая депозитные ставки. Наши ожидания более оптимистичны – мы считаем, что наращивание расходов в этом году стартует до конца ноября и будет носить более равномерный характер.

Что касается использования свободных ресурсов – в зависимости от развития международной ситуации они могут быть направлены как на восстановление рынков, так и выступить угрозой их стабильности.

Так, после саммита ЕС, внесшего наконец определенность в решение кризисных вопросов, международные инвесторы были настроены крайне оптимистично. Однако это продлилось буквально пару дней. Уже в понедельник премьер-министр Греции поверг рынки в хаос, предложив провести референдум в стране по вопросу принятия помощи ЕС, что сводит на нет все достигнутые договоренности. Остаток ноября будет бурным на политические события, способные кардинальным образом изменить настрой инвесторов в ту или иную сторону.

Поэтому, при благоприятных условиях, мы ожидаем, что эмитенты воспользуются образовавшимися возможностями для привлечения, тогда как при негативном сценарии поступающие средства банки перенаправят на валютный рынок, оказывая давление на рубль. Тревожным с этой точки зрения выглядит измененный прогноз Банка России по объему золотовалютных резервов на конец года: по оценке ЦБ объем резервов составит \$495 млрд (ранее - \$515 млрд). Учитывая, что на 21 октября объем резервов составлял \$514,6 млрд, их сокращение на \$20 млрд приведет к изъятию рублевой ликвидности на сумму порядка 500-600 млрд руб (в зависимости от переоценки). Таким образом, половина эффекта от поступающих в систему бюджетных расходов будет аннулирована.

Эмитенты на низком старте

Начиная с августа, рынок первичных размещений оказался закрыт. Первоначально новым размещениям препятствовала низкая активность инвесторов в «сезон отпусков» и огромный объем уже купленных бумаг

(объем размещения в корпоративном секторе за 7М11 достиг 680 млрд руб, оказавшись ровно вдвое больше аналогичного периода 2010 г). Затем ухудшение внешнего фона и нарастание дефицита рублевой ликвидности – стали препятствиями для возобновления активности эмитентов на рынке публичных заимствований.

Тем временем, потребность в привлечении средств через рынок корпоративного долга чрезмерно высока. Так, «навес» размещений, т.е. объем уже зарегистрированных выпусков, превышает 2 трлн руб, включая программы заимствований таких «гигантов» как Газпром, Газпром-Капитал, Газпром Нефть (суммарно 360 млрд руб), Транснефть (119 млрд руб), Газпромбанк и Интер РАО (по 100 млрд руб), РЖД и ФСК (по 85 млрд руб), Райффайзенбанк (69 млрд руб), Вымпелком (60 млрд руб), Энеп ОГК-5, Юникредит Банк (по 50 млрд руб), АИЖК (44 млрд руб), ММК, РусГидро, Татнефть, ТМК, Промсвязьбанк (по 40 млрд руб), НорНикель (35 млрд руб), ВТБ, Мегафон, Росбанк, Русал Братск (30 млрд руб).

Поэтому неудивительно, что как только появился маленький «просвет» в негативной конъюнктуре – эмитенты ринулись на первичный рынок. В течение 3 дней после саммита ЕС объем заявленных на ноябрь размещений достиг 85 млрд руб. Поведение инвесторов также было довольно необычно: невзирая на рекордные показатели дефицита ликвидности, спрос на новые выпуски был колоссальным. Объяснение простое – игроки хотели пополнить портфели высокодоходными новыми выпусками (в отличие от так и не прошедших окончательную переоценку бумаг вторичного рынка).

Однако ситуация изменилась столь же быстро: обвал международных рынков в понедельник-вторник заставил игроков задуматься о целесообразности покупки новых бумаг, даже по высоким ставкам. В случае сохранения негатива, мы ожидаем, что часть эмитентов будут вынуждены отложить/перенести размещения облигаций.

Вместе с тем, события на международной арене, запланированные на конец этой недели, - саммит G-20, заседания ЕЦБ и ФРС, данные по рынку труда, – могут вновь вернуть рынкам позитивный настрой. В этом случае, объем первичного предложения будет нарастать, составив 120-140 млрд руб в ноябре и превысив 200 млрд руб в декабре. Причем, несмотря на высокую конкуренцию, стоимость привлечения будет снижаться, постепенно выравнивая доходности первичного и вторичного рынков. Дополнительным фактором постепенного снижения ставок при таком развитии событий станет нормализация ликвидности в результате прихода бюджетных средств (в отличие от нынешней ситуации, когда размещения проходят на фоне серьезного дефицита ликвидности). Поэтому эмитенты, откладывающие размещение на конец ноября – декабрь, – могут оказаться в выигрыше.

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896
Торговые операции	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, директор по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 783-50 29 Ольга Паркина, вице-президент по продажам (7 495) 785-74 09 Егор Романченко, специалист по продажам (7 495) 786-48 97
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 974-25 15 (доб. 8523) Татьяна Цилюрик, аналитик по внешнедолговым рынкам (7 495) 974-25 15 (доб. 7669) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47 Станислав Боженко, Ph.D старший кредитный аналитик (7 495) 974-25 15 (доб. 7121)
Долговой рынок капитала	Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала (7 495) 974-2515 доб. 6368/3437 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2011 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alforta Capital Markets, Inc. (далее – «Alforta»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alforta несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alforta в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.