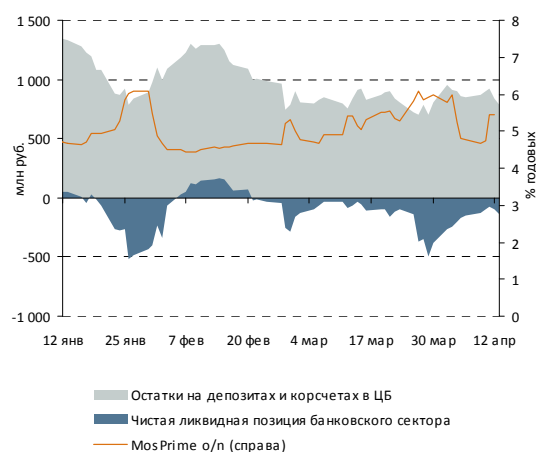


## Денежный рынок — ликвидность не фонтан

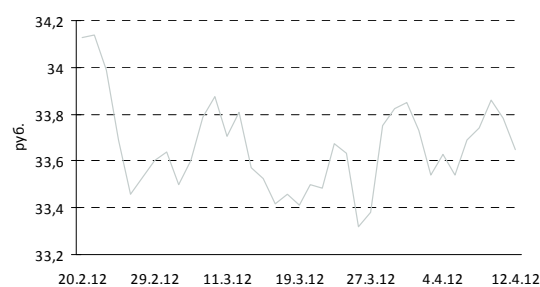
### Ключевые моменты

- С наступлением апреля ликвидность банковского сектора и ставки денежного рынка не спешат восстанавливаться: чистая ликвидная позиция сохраняется в отрицательной зоне, а стоимость фондирования успела совершить рывок к уровням в 6% годовых.
- Нетрадиционному взлету ставок в начале месяца способствовали, в том числе, явно недостаточные лимиты ЦБ на аукционах прямого РЕПО, в то время как в разгар мартовских платежей лимиты регулятора, напротив, чрезмерно превышали величину фактического спроса участников.
- В марте ставки денежного рынка преодолели уровень в 6% годовых, несмотря на активные покупки валюты Банком России. В апреле ситуация на валютном рынке складывается уже не в пользу отечественной валюты, и ликвидность может лишиться дополнительной поддержки в виде интервенций регулятора.
- Изменение системы проведения недельных аукционов ЦБ не добавляет ясности в механизм рефинансирования регулятора и может создать дополнительные трудности участникам рынка в период уплаты апрельских платежей.
- По итогам последнего заседания Банка России регулятор отчетливо выразил обеспокоенность среднесрочными инфляционными рисками, что повышает вероятность превентивного ужесточения ДКП ближе ко 2-му полугодю 2012 г.
- Мы полагаем, что к моменту перечисления налога на прибыль в апреле ставкам денежного рынка вполне по силам повторить мартовскую судьбу и преодолеть уровни в 6% годовых.

Показатели ликвидности в 2012 г.



Стоимость бивалютной корзины.



Источники: ЦБ РФ, Bloomberg; оценка: Велес Капитал



## Обзор денежного рынка

С окончанием мартовского налогового периода и наступлением апреля ликвидность банковского сектора не спешит восстанавливаться. По состоянию на 13 апреля чистая ликвидная позиция банков продолжала находиться в отрицательной зоне, превышая уровень в 100 млрд руб. Вместе с тем ставки денежного рынка хоть и с опозданием, но уже совершили основную часть пути вниз — к уровням начала марта. В целом же ситуация на середину апреля несущественно отличается от мартовской, когда к очередному налоговому периоду банки подходили с отрицательной величиной чистой ликвидности, а ставки денежного рынка и вовсе превышали текущие уровни.

Вместе с тем, отметим несколько важных моментов, которые могут оказать дополнительное давление на ставки во второй половине апреля. В марте объем чистых покупок доллара Банком России составил 3,9 млрд против 2,6 млрд долл. в феврале. Если непосредственно на валютный рынок интервенции ЦБ и оказали влияние, затормозив укрепление рубля, то ситуация с рублевой ликвидностью все равно оставалась напряженной, а покупки ЦБ лишь тормозили отток рублевой ликвидности. В последних числах марта баланс сил на валютном рынке явно изменился, и рубль уже отступал перед корзиной валют, курс которой в первой половине апреля забирался на уровень 34 руб. Такая ситуация вполне может сохраниться до конца апреля, лишив рублевую ликвидность дополнительной поддержки от валютных интервенций.

Вторым моментом, вызывающим, на наш взгляд, беспокойство, является, как ни странно, последнее решение ЦБ об изменениях в системе инструментов ДКП. Напомним, что регулятор отказался от безусловного проведения аукционов прямого РЕПО на 7 дней и со следующей недели будет проводить по вторникам либо аукцион РЕПО на 7 дней либо депозитный аукцион на тот же срок, оставляя за собой право выбора с учетом собственной оценки ситуации с ликвидностью.

Отметим, что в целом регулятор исправно снабжает кредитные организации необходимыми объемами ликвидности, однако в отдельные дни лимиты на аукционах ЦБ явно не согласовывались с потребностями рынка. Так, в конце марта ЦБ предложил банкам 600 млрд руб. на семидневном аукционе, при том что привлекли участники менее трети из данного лимита. В то же время 2-го апреля после окончания налогового периода ЦБ выставил максимальный лимит о/п на 210 млрд руб., а спрос по итогам аукционов превысил отметку в 400 млрд руб., что помогло ставкам РЕПО задержаться в районе 6% годовых, несмотря на

→ Теперь ЦБ сам решает, есть ли у банков ликвидность на неделю.



начало нового месяца. На следующий день регулятор выставил уже более щедрый лимит — в совокупности на 1 и 7 дней чуть более 0,5 трлн руб. Однако и на этот раз средств всем явно не хватило ни на день, ни на неделю, так как совокупный спрос со стороны участников немногим не дотянул до 0,7 трлн руб. В итоге ставки денежного рынка нетрадиционно взлетели для начала месяца, в том числе средневзвешенная ставка РЕПО на ММВБ под залог облигаций ломбардного списка «забралась» на уровень 6,1% годовых, превысив таким образом максимальный уровень в период уплаты налогов в конце марта.

Вышеупомянутое изменение в механизме проведения недельных аукционов, на наш взгляд, явно не добавляет ясности в политику рефинансирования ЦБ и на первых порах может создавать определенные неудобства для участников рынка, в особенности в налоговый период. Возможно по этой причине в минувший вторник на аукционе по семидневному РЕПО еще по старой схеме банки предпочли перестраховаться и сократить задолженность, рефинансировав лишь 73,4 млрд руб. из более чем 300 млрд руб., взятых на аукционе РЕПО неделей ранее.

Наконец, важным моментом в отношении дальнейшей судьбы ставок денежного рынка являются результаты последнего заседания Банка России, а главным образом — сопутствовавшие комментарии регулятора. По итогам заседания ЦБ принял решение оставить ключевые процентные ставки без изменения, так как пока сочетание текущих темпов экономического роста и инфляции устраивают регулятора. Вместе с тем Банк России отчетливо дал понять, что обеспокоен в отношении среднесрочных инфляционных рисков, обусловленных отложенным на второе полугодие 2012 г. повышением тарифов. Вероятно, одной из причин этому собственно и стало введение депозитного аукциона на 1 неделю (с максимальной ставкой 4,75% годовых) — по сути нового инструмента по абсорбированию ликвидности, так как ранее регулятор проводил подобные аукционы сроком на 1 месяц. Расширение линейки инструментов по абсорбированию ликвидности хотя и нельзя назвать действием по ужесточению ДКП, однако с приближением 2-го полугодия нельзя исключать вероятности и непосредственного повышения ставки по одному из ключевых инструментов в качестве превентивных мер.

Таким образом, мы полагаем, что в период последних налоговых платежей в апреле индикативные ставки денежного рынка вполне могут повторить мартовскую судьбу и забраться выше уровня в 6% годовых.

Иван Манаенко, Юрий Кравченко  
[bonds@veles-capital.ru](mailto:bonds@veles-capital.ru)

→ Изменения в механизме недельных аукционов не добавляет ясности в политику рефинансирования.



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.

© Велес Капитал 2012 г.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



## Управление по работе с долговыми обязательствами

---

Екатерина Писаренко  
начальник управления  
[EPisarenko@veles-capital.ru](mailto:EPisarenko@veles-capital.ru)

Оксана Теличко  
зам. начальника управления  
[OSolonchenko@veles-capital.ru](mailto:OSolonchenko@veles-capital.ru)

Евгений Шиленков  
зам. начальника управления  
[EShilenkov@veles-capital.ru](mailto:EShilenkov@veles-capital.ru)

Антон Павлючук  
начальник отдела по работе с облигациями  
[APavlyuchuk@veles-capital.ru](mailto:APavlyuchuk@veles-capital.ru)

Алена Шеметова  
[AShemetova@veles-capital.ru](mailto:AShemetova@veles-capital.ru)  
зам. нач. отдела по работе с облигациями

Оксана Степанова  
зам. нач. отдела по работе с облигациями  
[OStepanova@veles-capital.ru](mailto:OStepanova@veles-capital.ru)

Елена Рукинова  
специалист по работе с облигациями  
[ERukinova@veles-capital.ru](mailto:ERukinova@veles-capital.ru)

Мурад Султанов  
специалист по работе с еврооблигациями  
[MSultanov@veles-capital.ru](mailto:MSultanov@veles-capital.ru)

Михаил Мамонов  
начальник отдела по работе с векселями  
[MMamonov@veles-capital.ru](mailto:MMamonov@veles-capital.ru)

Ольга Боголюбова  
специалист по работе с векселями  
[OBogolubova@veles-capital.ru](mailto:OBogolubova@veles-capital.ru)

Юлия Шабалина  
специалист по работе с векселями  
[YShabalina@veles-capital.ru](mailto:YShabalina@veles-capital.ru)

Тарас Ковальчук  
специалист по работе с векселями  
[TKovalchuk@veles-capital.ru](mailto:TKovalchuk@veles-capital.ru)

## Управление анализа долгового рынка

---

Иван Манаенко,  
начальник управления  
[IManaenko@veles-capital.ru](mailto:IManaenko@veles-capital.ru)

Юрий Кравченко  
аналитик по банковскому сектору и денежному  
рынку  
[YKravchenko@veles-capital.ru](mailto:YKravchenko@veles-capital.ru)

Анна Соболева,  
аналитик долговых рынков  
[ASoboleva@veles-capital.ru](mailto:ASoboleva@veles-capital.ru)

Иван Лубков  
Программист  
[ILubkov@veles-capital.ru](mailto:ILubkov@veles-capital.ru)

## Управление доверительных операций

---

Бейшен Исаев  
начальник управления  
[BIsaev@veles-capital.ru](mailto:BIsaev@veles-capital.ru)

Станислав Бродский  
инвестиционные продукты  
[SBrodsky@veles-capital.ru](mailto:SBrodsky@veles-capital.ru)

Вадим Лабед  
работа с инвесторами  
[VLabed@veles-capital.ru](mailto:VLabed@veles-capital.ru)

---

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989  
[www.veles-capital.ru](http://www.veles-capital.ru)

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20  
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251  
[www.veles-capital.ua](http://www.veles-capital.ua)