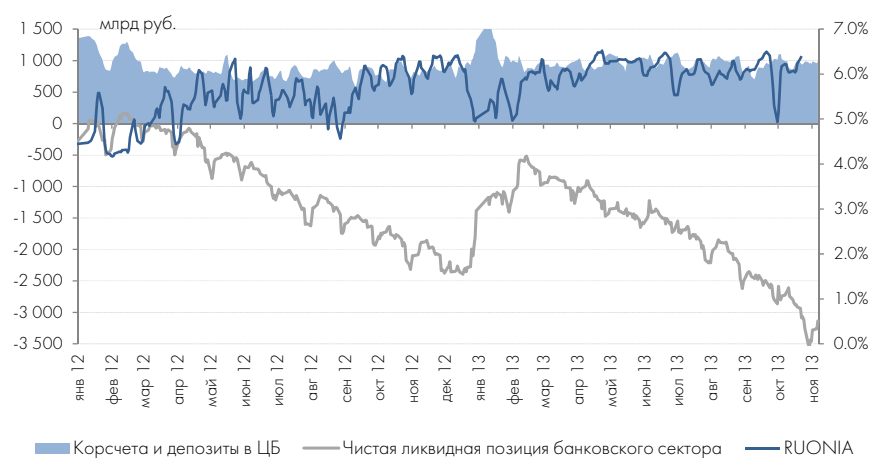


Ликвидность: выйдут ли ставки за рубеж?

Короткие ставки МБК находятся на повышенном уровне

Короткие ставки денежного рынка к концу октября хотя и не превысили 6,5% (верхнюю границу таргетируемого ЦБ процентного коридора), все же находятся на повышенном уровне. Очевидно, встает вопрос относительно того, будет ли напряженная ситуация с ликвидностью в банковском секторе осложняться в дальнейшем, и какие последствия это может иметь для стоимости межбанковского кредитования.

Динамика ликвидности банковского сектора и ставок денежного рынка



Источник: ЦБ, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

Нововведения ЦБ, как мы ожидали, полностью не решили проблему, лишь "затормозили" рост ставок

Еще летом мы прогнозировали, что ставки могут выйти за пределы целевого коридора Банка России (4,5%-6,5%), если регулятор не предпримет смягчающих монетарных мер. Из наших выводов полностью реализовалось то, что при решении данной проблемы в качестве инструмента ЦБ выберет кредиты под нерыночные активы. Прошедшие аукционы по более низкой плавающей ставке (мин. 5,75%, что >75 б.п. ниже ставки по фиксированным операциям), как мы и ожидали, стали главной причиной удешевления средней стоимости рефинансирования ЦБ в этот период и помогли коротким ставкам удержаться ниже 6,5%. Напомним, что с 29 июля за счет данного инструмента банки смогли получить около 800 млрд руб. И хотя поддержка со стороны Казначейства в эти месяцы была весомой (+290 млрд руб.), особая заслуга дебютных аукционов кредитов под нерыночные активы в том, что они стали новым мощным источником среднесрочной рублевой ликвидности, тогда как депозиты Казначейства хотя и пополняют ее на протяжении всего года, но краткосрочно, т.к. в конце 2013 г. значительная их часть должна будет возвращена (подробности далее).

Уровень задолженности банков перед ЦБ и Минфином на 1 ноября 2013 г. значительно выше, чем год назад

Но, несмотря на весь позитивный эффект от более оперативной реакции ЦБ на ухудшение ситуации с ликвидностью, следует признать, что, как мы и опасались, нововведения регулятора позволили лишь "затормозить" дальнейший рост ставок. Такое развитие событий объясняется тем, что, по нашим оценкам, объем предоставляемой Банком России дополнительной ликвидности через новые инструменты лишь "поспевал" за ростом потребности банков в новом госрефинансировании.

Если сопоставить текущее состояние ликвидности с ситуацией за аналогичный период прошлого года, следует признать, что ноябрь 2013 г. банковская система встречает со значительно более высоким уровнем задолженности перед ЦБ и Минфином, и, что немаловажно, особенно заметен ее рост по залоговым инструментам.

Табл. 1. Сопоставление изменения уровня задолженности по основным инструментам рефинансирования ЦБ и Минфина за последние 12 мес.

млрд руб.	1 ноября 2012 г.	1 ноября 2013 г.	прирост
РЕПО с ЦБ	1 560	2 270	710
Кредиты под нерыночные активы и поручительства	728	864	136
Депозиты Казначейства РФ	621	931	310
Всего	2 909	4 065	1 156
В % от активов банковской системы	6,2%	7,5%*	1,3 п.п.

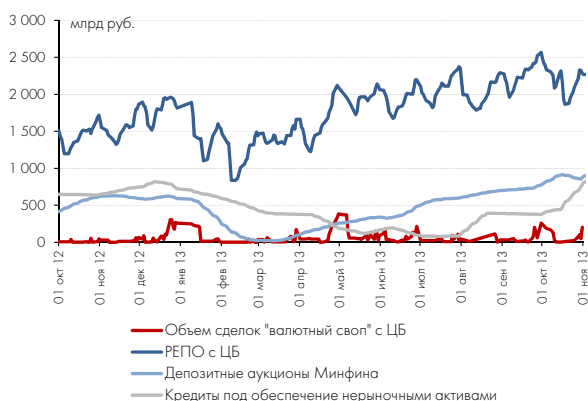
Источник: ЦБ, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

*рассчитано исходя из значения активов банковской системы на 01.10.2013 г., т.к. более поздняя статистика отсутствует

РЕПО в 2013 г. достигло абсолютного исторического максимума в 2,6 трлн руб.

Так, по сравнению с прошлым годом в 2013 г. задолженность по РЕПО с ЦБ выросла до абсолютного исторического максимума в 2,6 трлн руб. в сентябре и составляла на 1 ноября 2013 г. 2,3 трлн руб. (+700 млрд руб. с 1 ноября 2012 г.). Причем, даже учитывая тот факт, что прежний "пороговый" уровень задолженности по РЕПО (2,3 трлн руб., достигая которого банки начинают активно использовать более дорогостоящие валютные свопы) мог вырасти до 2,6-2,7 трлн руб., это не отменяет той проблемы, что при общем имеющемся в распоряжении у банков залоге по РЕПО в 4,4 трлн руб. (по данным ЦБ на 1 августа, более поздняя статистика отсутствует), банкам на практике трудно нарастить объем РЕПО с ЦБ выше данного "порогового" уровня.

Рост задолженности по инструментам рефинансирования ЦБ и Минфина

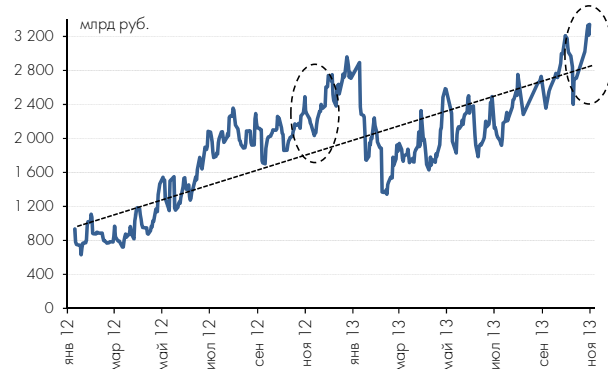


Источник: ЦБ, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

Задолженность банков перед Казначейством РФ также достигает беспрецедентных 931 млрд руб.

Кроме того, мы отмечаем резкий рост задолженности банков по депозитам Казначейства РФ: на 1 ноября 2013 г. она на 310 млрд руб. превышает соответствующий показатель 1 ноября 2012 г. и достигает беспрецедентных 931 млрд руб. И это при том, что возможности Казначейства по размещению временно свободных средств в прошлом году были значительно шире: 1) профицит федерального бюджета был выше на фоне более быстрого роста экономики, 2) из-за возможности пополнения Резервного фонда (трансферт 700 млрд руб. в начале февраля 2013 г.) Казначейство могло полностью использовать данную сумму трансферта для временной пролонгации большей части оставшихся в конце 2012 г. депозитов до января 2013 г. - опцию, которая в этом году из-за бюджетных рисков остается под вопросом.

Рост общего залогового рефинансирования банковского сектора в ЦБ



Важно определить причины такого значительного ухудшения ситуации с ликвидностью за год. Согласно нашим наблюдениям за последние годы, спрос на госрефинансирование со стороны банков достигает своего пика к 20 декабря каждого года, в то время как в последние дни года и в начале следующего ощущается временное облегчение в связи с притоком значительного объема бюджетных средств. Таким образом, логично оценивать масштаб оттока не за календарный год (т.е. на 1 января), а с 20 декабря предшествующего года по 20 декабря текущего.

За последние 12 мес. из системы "утекло" 900 млрд руб. и до 20 декабря 2013 г. предстоит еще отток в 700 млрд руб. ...

Согласно нашим расчетам, общий нетто-отток ликвидности из банковского сектора с 20 декабря 2012 г. по 1 ноября 2013 г. составил около 900 млрд руб. Основной его причиной стала нетто-продажа валюты Центробанком в рамках интервенций (-670 млрд руб.) и размещение госбумаг (-200 млрд руб.), в то время как эффект от роста наличности в обращении и бюджета в целом не был таким значительным. "Ушедший" из системы столь существенный объем ликвидности ничем, кроме заимствований банков у госсектора, не компенсировался и не уменьшится до 20 декабря 2013 г., т.к. в оставшиеся до этой даты дни мы прогнозируем дополнительный чистый отток ликвидности около 700 млрд руб. Источники данного оттока представлены в следующей таблице.

Табл. 2. Прогноз факторов формирования ликвидности с 1 ноября по 20 декабря 2013 г.

млрд руб.	с 1 ноября по 20 декабря 2013 г.
Сальдо консолид. бюджета ("-" профицит)	400
Изменение наличности в обращении ("-" рост наличности)	-450
Интервенции ЦБ ("-" продажи иностр. валюты)	-200
Чистое размещение госбумаг ("-" чистое привлечение)*	-150
Изменение задолженности по депозитам Казначейства РФ ("-" погашение депозитов банками)	-300
Итого изменение ликвидности	-700

*С учетом ГСО и погашений

Источник: ЦБ, Минфин, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

Как видно из наших расчетов, главными факторами формирования ликвидности (по степени их влияния на уровень ликвидности) в рассматриваемый период (1 ноября - 20 декабря 2013 г.) будут прирост наличности в обращении и погашение депозитов Казначейства РФ.

... он мог бы быть и больше, если бы Казначейство не могло пролонгировать часть депозитов на 2014 г.

Если изъятие средств из системы за счет прироста наличности достаточно хорошо прогнозируется, то основным источником риска в отношении оттока ликвидности в оставшийся период будут являться средства, которые банкам нужно будет вернуть Казначейству в рамках погашений депозитов. На сегодняшний день таких депозитов ~900 млрд руб. и, если состояние бюджета не улучшится по сравнению с тем, что заложено в последних бюджетных корректировках, не исключено, что банкам придется погасить всю эту сумму до конца года. Однако, все же, по нашим оценкам, в действительности ситуация будет не столь драматична, и банкам необходимо будет погасить из них лишь около 300 млрд руб.

Последние данные по сбору налогов говорят в пользу того, что официальный прогноз по дефициту бюджета объясняется "подстраховкой" Минфина на случай ухудшения внешней и внутренней конъюнктуры. В этой связи, высока вероятность, что фактически бюджет может оказаться в 2013 г. и бездефицитным ввиду менее пессимистичной, чем заложено в бюджетных корректировках, ситуации с нефтяными поступлениями.

Мы считаем, что есть потенциал пролонгации в 600 млрд руб.

Если это будет так, то все ранее планируемые источники финансирования дефицита (госзаимствования, приватизация) могут быть использованы для переноса крупной части депозитов на январь 2014 г. Суммарно мы оцениваем потенциал пролонгации депозитов на следующий год в существенные 600 млрд руб. (расчеты см. ниже), что, как мы уже упоминали, при нынешнем объеме депозитов в ~900 млрд руб. означает необходимость их погашения до конца года только на ~300 млрд руб. Такой сценарий должен существенно сократить общую оценку спроса на рефинансирование от ЦБ в оставшиеся месяцы.

600 млрд руб.* \cong 400 млрд руб. (нетто-размещение госбумаг: ОФЗ, ГСО, евробонды на 1 ноября 2013 г.) + 150 млрд руб. (прогноз нетто-размещений госбумаг до конца года) + 60 млрд руб. (прогноз поступлений в бюджет от приватизации)

* 1) поскольку бюджетные остатки прошлого года в 2013 г. сравнительно небольшие, в нашем прогнозе мы предполагаем, что Казначейство РФ не будет использовать данные средства для пролонгации депозитов

2) возможное решение о направлении в бюджет дивидендов Роснефтегаза в объеме ~160 млрд руб. оказало бы нейтральное воздействие на ликвидность до января 2014 г., поскольку сначала эти средства были бы изъяты на счета Казначейства ("ушли" из банковской системы), а затем размещены на депозитах банков.

Прогнозируемый нами отток в 700 млрд руб. до 20 декабря 2013 г. создает серьезные риски для ставок МБК. Для его компенсации банкам придется использовать в основном дорогостоящие валютные свопы с ЦБ

Согласно нашим расчетам, нетто-прирост потребности банков в рефинансировании от ЦБ в период с 1 ноября 2013 г. по 20 декабря 2013 г. должен составить ~700 млрд руб. (см. Табл. 2.). Часть этого оттока банки, возможно, могут компенсировать за счет РЕПО (однако, по нашим наблюдениям, реальные возможности по его наращиванию уже совсем невелики, несмотря на сравнительно небольшой коэффициент утилизации). Исходя из этого, основную сумму дополнительного спроса придется покрывать с помощью дорогостоящих сделок валютного свопа с ЦБ. Причем столь крупных объемов свопов в новейшей истории еще не было (макс. 400 млрд руб. в 2013 г., пик в 550 млрд руб. в кризис, но тогда спрос сдерживался лимитами), но, по нашим грубым оценкам, у банковского сектора все же есть возможность привлечь столь весомую сумму через данный инструмент (до 700 млрд руб.). Если же банки не смогут покрыть весь новый спрос за счет свопов, то это создает риски превышения ставками МБК верхнего ориентира ЦБ (6,5%). Такое развитие событий выглядело бы особенно нежелательным для Банка России, который совсем недавно окончательно упорядочил целевой коридор процентных ставок (4,5%-6,5%) и обозначил новую ключевую ставку в 5,5% (стоимость недельных аукционных операций РЕПО). Поэтому во избежание роста ставок логично ожидать выхода ЦБ с внеплановым годовым аукционом по кредитам под нерыночные активы (лимит по нему тогда должен быть не <500 млрд руб.).

Мы видим риски превышения о/п ставками 6,5% к 20 декабря и не ожидаем, что они могут быть сильно <6,5% при благоприятном сценарии

Какой бы из данных сценариев не реализовался, мы считаем, что в ближайшее время короткие ставки МБК не претерпят сильных изменений. А вот основной "удар" по ставкам придется на 20-е числа декабря, когда, по нашим ожиданиям, ставки не смогут опуститься существенно ниже 6,5%.

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
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
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		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.