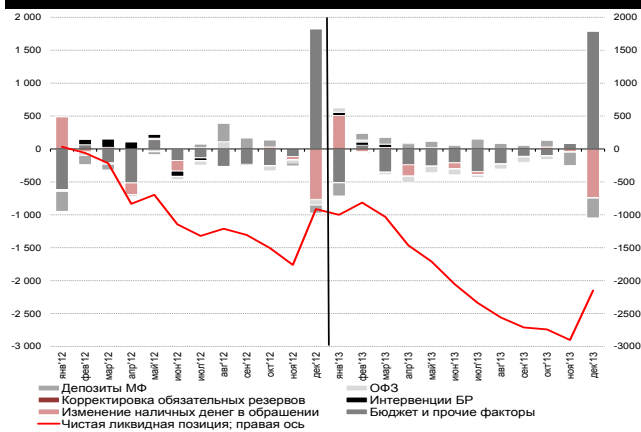


Ликвидность банковского сектора

Бюджет лишь временно смягчил стресс на денежном рынке

Прогноз динамики основных факторов ликвидности, млрд руб.



Источник: Банк России, Росбанк

Сезонный декабрьский рост расходов бюджета и возврат наличных денежных средств на банковские счета привели к значительному снижению дефицита ликвидности в начале года.

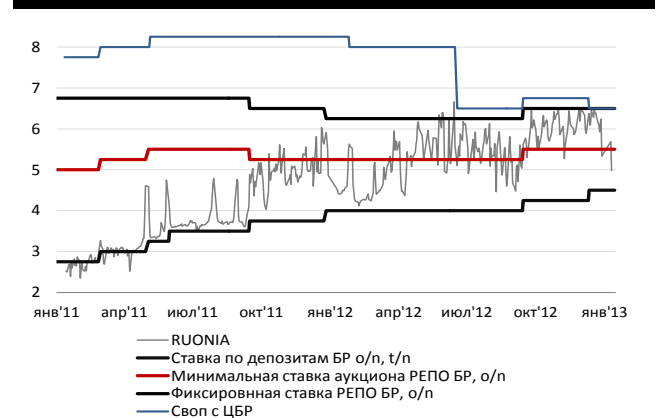
Однако сохранение структурного дефицита ликвидности, превышающего, на настоящий момент, 750 млрд руб., продолжит поддерживать ставки в верхней части процентного коридора Банка России.

Более того, отток свободных денежных средств в течение года, наиболее вероятно, увеличит дефицит ликвидности банковского сектора до новых пиковых значений, вновь обострив проблему нехватки обеспечения, сгладить которую может только изменение системы рефинансирования Банка России.

Рост бюджетных расходов в конце года и возврат наличных денежных средств на банковские счета ослабили дефицит ликвидности, однако отток свободных денежных средств в течение года повысит дефицит ликвидности банковского сектора до новых пиковых значений.

В середине декабря вследствие накопления профицита консолидированного бюджета и эмиссии наличных

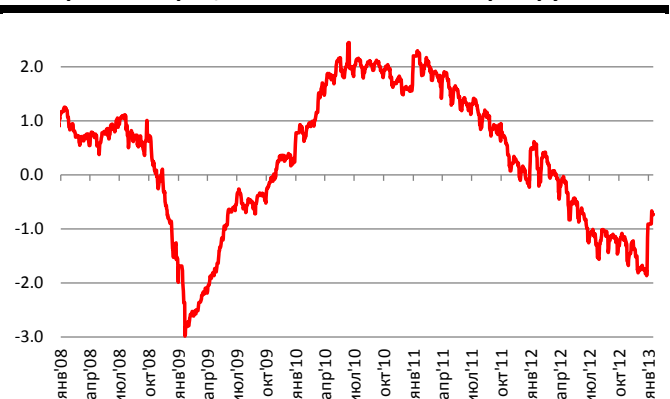
Динамика ключевых процентных ставок Банка России и ставок денежного рынка



Источник: Банк России, Росбанк

денежных средств нехватка свободных денежных средств на межбанковском рынке достигла максимальных значений с момента окончания плавной девальвации 2009 года, а дефицит чистой ликвидной позиции банков по операциям с ЦБР превысил 1.85 трлн руб.

Динамика чистой ликвидной позиции банковского сектора по операциям с Банком России, трлн руб.*

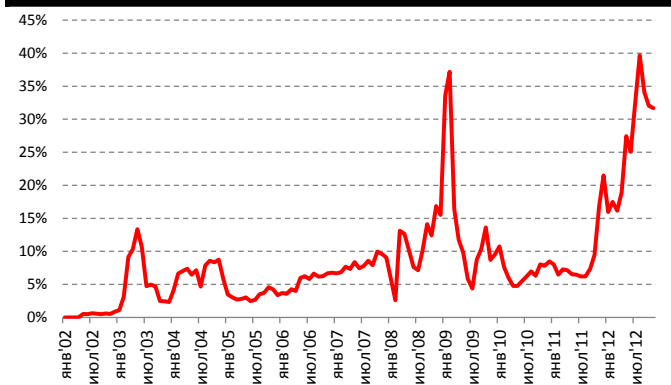


* Рассчитывается как сальдо ликвидных активов банковского сектора на счетах в ЦБР (КС+ДЕПО+ОБР) и задолженности по операциям рефинансирования

Источник: Банк России, Росбанк

При этом рост потребности банков в свободных денежных средствах обозначил ключевую структурную проблему – проблему достаточности залогового обеспечения.

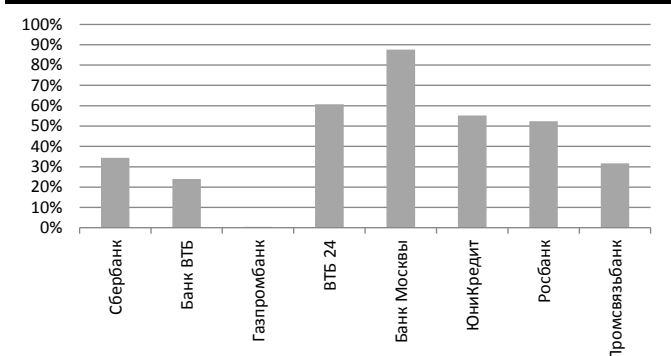
Доля долговых бумаг, заложенных в РЕПО, %



Источник: Банк России, Росбанк

По данным Банка России в августе-ноябре «коэффициент утилизации рыночного обеспечения» (отношение задолженности по операциям прямого РЕПО с ЦБ к имеющемуся в наличии рыночному обеспечению) достигал 30-40%. Мы полагаем, что в условиях высокой неоднородности распределения обеспечения и высокой степени сегментированности денежный рынок имеет предельный коэффициент утилизации на уровне 60%, и, следовательно, уже близок к «критической» зоне.

Доля долговых бумаг, заложенных в РЕПО, по состоянию на 01.12.2012



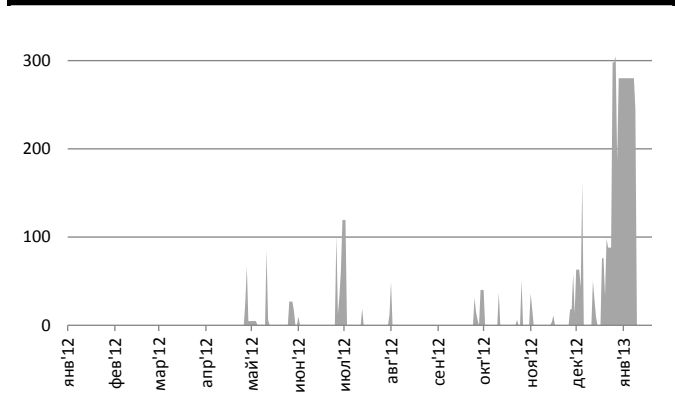
*ТОР 10 банков за исключением Альфа-Банка и РСХБ

Источник: Банк России, Росбанк

В условиях искаженного трансмиссионного механизма все попытки ЦБ вернуть ставки межбанковского рынка в середину процентного коридора (на уровень ставки аукционного РЕПО, 5.50%) с помощью расширенных лимитов РЕПО выглядели безуспешными. Однако некоторого положительного эффекта удалось достичь благодаря понижению ставок по операциям валютный своп с ЦБ. С формальной точки зрения принятое в декабре решение регулятора снизить ставку по рублевой части свопового контракта до уровня фиксированного РЕПО (6.50%) позволило унифицировать верхнюю границу процентного коридора. Однако на деле это повысило привлекательность инструмента фондирования с большой залоговой базой и тем самым

дополнительно ограничило волатильность ставок денежного рынка.

Динамика задолженности по операциям валютный своп, млрд руб.



Источник: ЦБР, Росбанк

Масштабный приток бюджетных средств в банковский сектор, пришедшийся на последние дни ушедшего года (начиная с 26 декабря в день поступало 200-400 млрд руб.) и возврат в банковскую систему изъятых перед праздниками наличных денежных средств (9-10 января поступило 330 млрд руб.), безусловно, позволили смягчить дефицит ликвидности и снизить ставки денежного рынка в начале января. Однако данные факторы не позволят полностью восполнить дефицит ликвидности, который на момент написания отчета превышает 750 млрд руб. Тем самым ставка по аукционным операциям Банка России останется значительным препятствием, ограничивающим снижение ставок МБК.

Более того, согласно нашему прогнозу (приводимому ниже) отток свободных денежных средств в ходе следующего года, наиболее вероятно, приведет к росту дефицита ликвидности банковского сектора до новых пиковых значений и вновь обострит проблему нехватки обеспечения. Сгладить ее может только реформирование системы рефинансирования Банка России (см. наш обзор [«Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП»](#)).

Прогноз основных факторов банковской ликвидности мы приводим в Приложении.

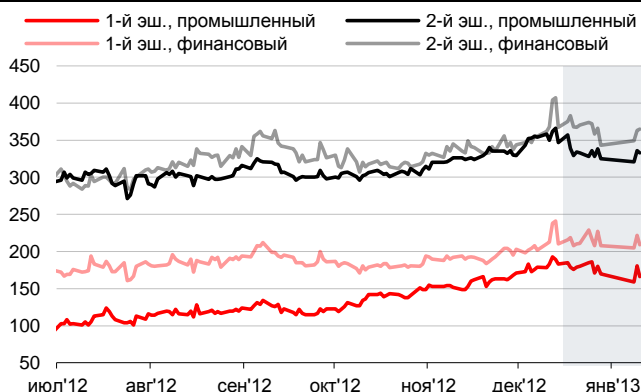
Временное ослабление напряжения на денежном рынке, отразившееся на снижении краткосрочных ставок денежного рынка, пошло на пользу рынку рублевых облигаций, однако вступающие в силу с февраля 2013 года нормативы регулирования рыночного риска могут изменить баланс сил между сегментами.

Рассматривая текущую ситуацию на рынке рублевых облигаций, а также перспективу ее развития в ближайшие месяцы с нескольких сторон, далеко не последнюю роль мы отводим фактору доступности свободной ликвидности.

Отправной точкой роста котировок рублевых долговых инструментов в конце 2012 года стала скорая перспектива упрощения иностранным инвесторам доступа к локальному рынку облигаций. Предварительное накопление длинных позиций в облигациях, безусловно, позитивно сказалось на их котировках: игнорируя нехватку ликвидности в ноябре-декабре, сегмент государственных облигаций отразил падение доходностей бенчмарковых выпусков средней и длинной дюраций на 50-70 бп.

Тем не менее, субфедеральный и корпоративный сектора демонстрировали отстающую динамику в рамках общего восходящего тренда, формируя потенциал их ускорения при наступлении более благоприятных условий. Продиктованные улучшением настроений на мировых финансовых площадках благодаря ряду политических решений и повышению «степеней свободы» локального денежного рынка в контексте снижения краткосрочных депозитных ставок и индикативных ставок валютных и процентных свопов (на 20-50 бп на интервале до 1 года), такие условия были сформированы в начале 2013 года. В результате чего отставание в терминах спредов к базовой кривой ОФЗ было сокращено на 20-30 бп.

Спреды корпоративных облигационных индексов к ОФЗ, бп

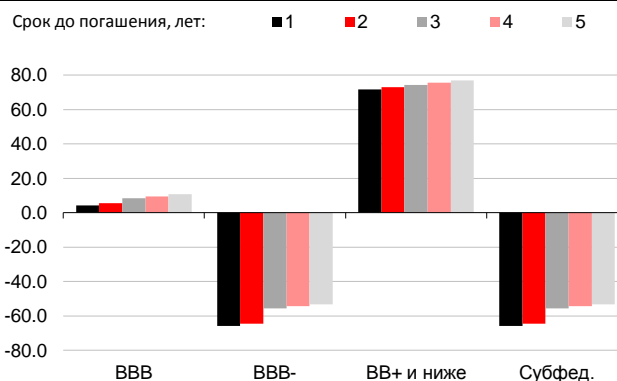


Источник: Росбанк

Мы полагаем, что приток иностранного капитала как минимум позволит восстановить предшествовавший агрессивному росту ОФЗ баланс между секторами. Однако, несмотря на значимость фактора либерализации для общего рыночного тренда, взгляд на рынок через призму банковского регулирования открывает

относительные преимущества одних секторов перед другими. Изменение Банком России правил расчета коммерческими банками величины рыночного риска, вступающее в силу с 1 февраля 2013 года, способствует повышению привлекательности облигаций компаний с кредитным рейтингом от международных рейтинговых агентств не ниже ВВВ- и облигаций субфедеральных и муниципальных заемщиков за счет снижения рисков коэффициентов, используемых при расчете достаточности собственного капитала банков.

Изменение коэффициентов рыночного риска, бп



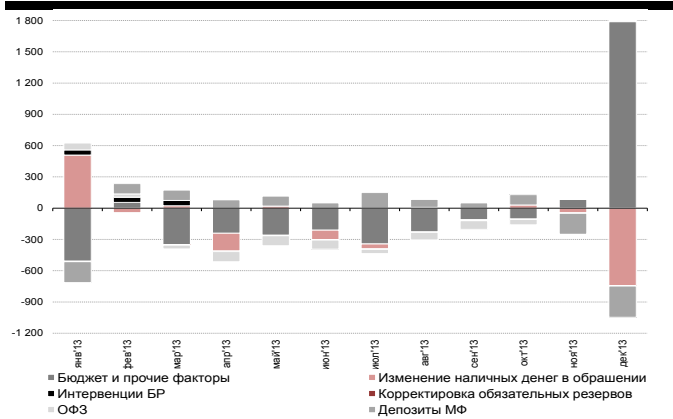
Источник: Банк России, Росбанк

Вводимое одновременно повышение рисков требований к вложениям в облигации с кредитным рейтингом ВВ+ и ниже потребует от банков дополнительных мер по поддержанию достаточности собственного капитала в пределах нормативов. Таким образом, в отношении данной группы бумаг мы ожидаем в первую очередь повышения давления со стороны продавцов, тогда как наиболее качественные корпоративные и региональные облигации, напротив, будут пользоваться повышенным спросом. Во второй половине года на фоне обострения структурного дефицита ликвидности эффект расхождения между секторами может усилиться, однако мы надеемся, что Банк России своевременно прибегнет к изменению механизма рефинансирования, что позволит «денежному» фактору изменить полярность.

Подводя итоги, приток ликвидности оказал положительную поддержку рынку рублевых облигаций, позволив корпоративным облигациям ликвидировать часть отставания от гособлигаций, значительно ускорившихся на ожиданиях скорого открытия рынка для иностранных инвесторов. Однако регулятивные меры Банка России, вступающие в силу в феврале 2013 года, окажут сдерживающее влияние на наименее качественные облигации корпоративного сектора. Субфедеральные облигации и облигации наиболее качественных заемщиков, напротив, получат весомые конкурентные преимущества.

Приложение: прогноз основных факторов ликвидности

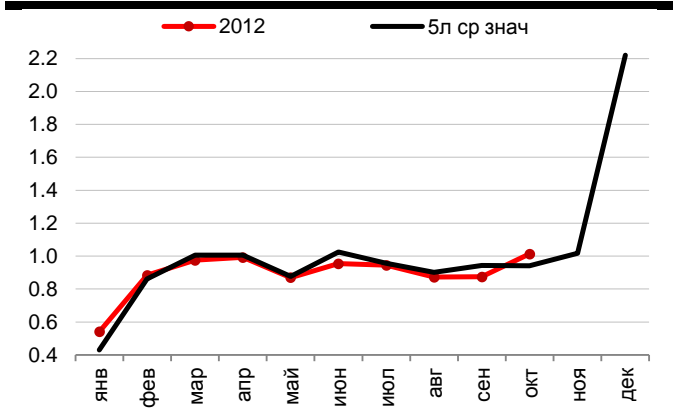
Прогноз динамики основных факторов ликвидности, млрд руб.



Источник: ЦБР, Казначейство РФ, Росбанк

Бюджетные платежи. Руководствуясь бюджетным правилом, мы предполагаем, что годовые изъятия ликвидности со стороны бюджета (сальдо бюджетных потоков и размещение облигаций) составят около 900 млрд руб.

Сезонность исполнения расходов консолидированного бюджета



Источник: Казначейство РФ, Росбанк

При этом мы полагаем, что в 2013 году дефицит консолидированного бюджета (т.е. эмиссия ликвидности) составит около 200 млрд руб. Однако вследствие высокой неравномерности расходования госсредств в течение года, бюджетный канал по-прежнему будет являться основным фактором стерилизации свободных банковских средств.

Прогноз динамики доходов/расходов бюджета

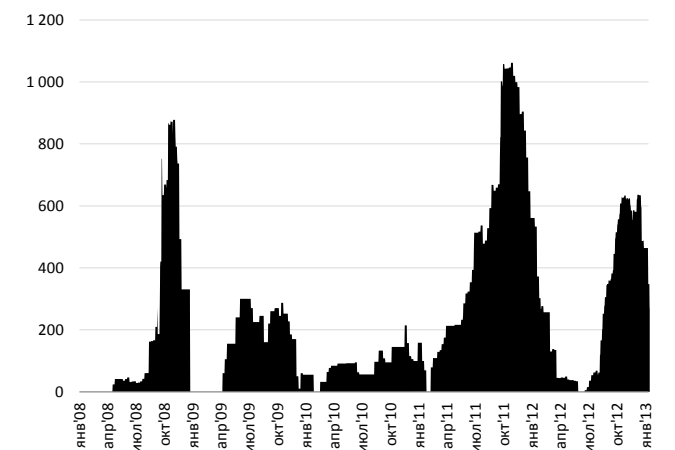
	янв	фев	мар	апр	май	июн
Доходы	1 631	1 719	2 314	2 239	2 003	2 131
Расходы	1 122	1 833	2 022	2 058	1 803	1 979
Влияние на ликвидность	-509	56	-351	-241	-259	-211
	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Доходы	2 243	1 978	1 866	2 145	1 810	2 580
Расходы	1 958	1 809	1 812	2 100	1 954	4 428
Влияние на ликвидность	-344	-227	-112	-104	85	1 790

Размещение облигаций на внутреннем рынке. Согласно закону о бюджете, в целях финансирования дефицита бюджета и перечисления средств в Резервный фонд Минфин России посредством размещения облигаций на внутреннем долговом рынке планирует привлечь порядка 450 млрд руб. сверх предстоящих в 2013 году погашений. Кроме того, размещение облигаций субъектами РФ, включающее в себя обширную программу заимствований г. Москвы, может привести к дополнительным изъятиям ликвидности в объеме около 200 млрд руб.

Доходы от приватизации федерального бюджета в 2013 году согласно плану Правительства составят 380 млрд руб. Совместно с программами приватизации регионов, приватизация государственных активов может дополнительно стерилизовать до 450 млрд руб.

Размещение временно свободных средств федерального бюджета призвано частично компенсировать стерилизацию ликвидности на бюджетных счетах в ЦБР. Согласно заявлению первого заместителя председателя ЦБ Алексея Улюкаева, около половины средств бюджета, стерилизуемых на счетах в ЦБ, может быть возвращено в коммерческие банки Казначейством РФ посредством размещения срочных депозитов. В таком случае к октябрю 2013 года объем задолженности коммерческих банков по депозитам перед Казначейством РФ может достичь 1 трлн руб. Однако готовящиеся поправки к механизму размещения Казначейством свободных бюджетных средств с целью ограничения объема получаемых Минфином рисков контрагентов, вероятнее всего, обозначат объем беззалоговых депозитов в пределах 500 млрд руб. Тогда как, по депозитам сверх этого лимита потребуют от банков дополнительного обеспечения в виде ОФЗ, что в свою очередь, снизит доступность инструментов рефинансирования ЦБ.

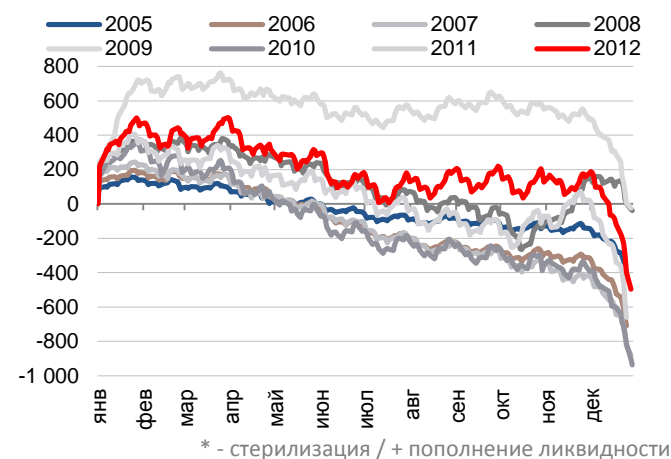
Динамика объема средств федерального бюджета, размещенных на депозитах банков, млрд руб.



Источник: Банк России, Росбанк

Наличные деньги. Хотя по итогам 2012 года изъятие ликвидности, вызванное эмиссией денежных средств в обращение, составило значительную величину (около 610 млрд руб.), мы отмечаем заметное замедление темпов роста наличности в обращении от года к году (660 млрд руб. в 2011 году; 938 млрд руб. в 2010 году).

Изъятие ликвидности, вызванное эмиссией денежных средств, накопленным итогом с начала года, млрд руб.*



Источник: Банк России, Росбанк

Развитию этого фактора способствует более активное использование кредитных карт, а также повышение альтернативных издержек хранения наличных денежных средств вследствие повышения ставок по депозитам. Повсеместное внедрение платежных систем, а также привлекательный уровень депозитных ставок, на наш взгляд, способны в 2013 году поддержать тренд снижения объемов денежной эмиссии до 550 млрд руб.

Прогноз эмиссии наличных денежных средств

	янв	фев	мар	апр	май	июн
Влияние на ликвидность	499	-45	24	-171	20	-90
	июл	авг	сен	окт	ноя	дек
Влияние на ликвидность	-47	8	-3	30	-45	-742

Обязательные резервы. Изменение нормативов по обязательным резервам может быть направлено как на предоставление, так и на стерилизацию банковской ликвидности. Однако мы полагаем, что ЦБ рассматривает этот механизм преимущественно в качестве макроprudенциальной меры регулирования кредитной активности банков и не стремится к его смягчению в целях управления ликвидностью. В этой связи, корректировка ФОР окажет лишь незначительное влияние на объем свободных банковских средств.

Валютные интервенции Банка России. Совокупность факторов, включающая в себя улучшенные рискованные настроения на финансовых рынках, приток средств на локальный облигационный рынок в свете его

предстоящей либерализации, а также сезонный профицит текущего счета, указывает на укрепление роста рубля в 1к'13. Предполагая, в этой связи, снижение котировок бивалютной корзины в коридор интервенционных покупок Банка России, мы ожидаем пополнения ликвидности по валютному каналу в объеме 50 млрд руб. в месяц в течение всего квартала. В дальнейшем мы ожидаем небольшого ослабления курса рубля, что обусловит возврат бивалютной корзины в безинтервенционный коридор Банка России и нейтрализацию влияния валютного канала на ликвидность.

В итоге чистый эффект вышеописанных факторов способен привести к значительному росту дефицита ликвидности, а его величина к ноябрю 2013 года может достичь 3.0 трлн руб.

Владимир Колычев
+7 (495) 725-56-37
VKolychev@mx.rosbank.ru

Владимир Цибанов
+7 (495) 662-1300, доб. 14834
VNTsibanov@mx.rosbank.ru

Евгений Кошелев, CFA, FRM
+7 (495) 662-1300, доб. 14838
EKoshelev@mx.rosbank.ru

Последние публикации

Брифинг долговых рынков	Экономика	Специальные обзоры
Понедельник, 14 января (Недельная инфляция, Акрон)	Январское заседание ЦБР (рус)	Россия в фокусе, ноябрь (рус / eng)
Пятница, 11 января	Инфляция в декабре (рус / eng)	Квартальный экономический прогноз - Россия: в борьбе со встречными ветрами (рус / eng)
Четверг, 10 января	Экономика в ноябре (рус / eng)	Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП (рус / eng)
Вторник, 25 декабря	Промышленное производство в ноябре (рус / eng)	Новации ЦБР помогут «расчистить» канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики (рус / eng)
Понедельник, 24 декабря	Итоги декабрьского заседания ЦБР (рус / eng)	Комментарий к первичному размещению: Внешпромбанк БО-2 (рус)
Пятница, 21 декабря	Декабрьское заседание ЦБР (рус)	Россия в фокусе, октябрь (eng)
Четверг, 20 декабря	Инфляция в ноябре (рус / eng)	
Среда, 19 декабря (ММК, Мечел)	Экономика в октябре (рус / eng)	
Вторник, 18 декабря (Промышленное производство)	Промышленное производство (рус / eng)	
Понедельник, 17 декабря	Ликвидность банковского сектора (рус)	
Пятница, 14 декабря	Итоги ноябрьского заседания ЦБР (рус / eng)	
Четверг, 13 декабря (Мечел)	Ноябрьское заседание ЦБР (рус / eng)	
Среда, 12 декабря	Инфляция в октябре (рус)	
Вторник, 11 декабря	Экономика в сентябре (рус / eng)	
Понедельник, 10 декабря (Мечел)	Промышленное производство в сентябре (рус / eng)	
Пятница, 7 декабря (Татнефть)		

Команда

Исследования и аналитика	Трейдинг	Продажи финансовым учреждениям	Корпоративные продажи	Инвестиционно-банковские услуги
Владимир Кольчев VKolychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	Борис Брук BBruck@rosbank.ru +7 (495) 232-9828	Марина Петухова MPetukhova@rosbank.ru +7 (495) 725-5477	Владимир Мацко vladimir.matsko@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Михаил Афонский MAfonsky@rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Попов, CFA APopov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14836	Василий Королев VKorolev@rosbank.ru +7 (495) 234-0986	Вера Шаповаленко VASHapovalenko@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Роман Воронин roman.voronin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Виктория Якимова Yakimova@rosbank.ru +7 (495) 725-5494
Евгений Кошелев, CFA, FRM EKoshelev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14838	Александр Ройко ARoiko@rosbank.ru +7 (495) 604-7461	Павел Малявкин PVMalvavkin@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Евгений Курочкин evgeniy.kurochkin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Татьяна Амброжевич TAmbrozhevitch@mx.rosbank.ru +7 (495) 956-6714
Владимир Цибанов VNTsibanov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14834	Михаил Петушков MAPetushkov@rosbank.ru +7 (495) 604-7461	Александра Павлова avpavlova@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	Юрий Новиков YSNovikov@mx.rosbank.ru +7 (495) 234-0974	
Александр Сычев ASychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14837	Дмитрий Зайцев DZaitsev@rosbank.ru +7 (495) 721-9557	Роман Будаев roman.budaev@socgen.com +7 (495) 725-57-44		
Алексей Думнов ADumnov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14835		Андрей Галкин aagalkin@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44		

Настоящий обзор предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, Росбанк не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни Росбанк, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ОАО АКБ «РОСБАНК», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © Росбанк 2013