
24 сентября 2010

Денежный рынок: «Избыточная ликвидность никуда не исчезнет»

В последнее время некоторые аналитики высказывают мнение, что в связи с активными внутренними заимствованиями Минфина, а также не слишком позитивной ситуацией на валютном рынке, в 2011 году избыточная банковская ликвидность может исчезнуть, и краткосрочные ставки начнут расти. Мы решили проверить, насколько обоснованы такие опасения.

Сначала опишем вводные условия наших расчетов:

- Избыточная ликвидность банковской системы (ОБР + большая часть депозитов) сейчас находится на уровне 1.3 трлн. руб.
- Объем Резервного фонда составляет 1.2 трлн. руб.
- Еще около 0.7 трлн. руб., по нашим оценкам, Минфин может потратить с единого счета казначейства – фактически это те средства, которые были конвертированы из Резервного фонда, но еще не израсходованы.
- Предельный объем чистых внутренних заимствований на 2010 год установлен на уровне 0.9 трлн. руб. (на 22 сентября реализовано около 0.3 трлн. руб.), на 2011 год - 1.5 трлн. руб. (валовой выпуск ОФЗ 1.7 трлн. руб.), внешних - 0.3 и 0.1 трлн. руб., соответственно.

Мы попытались смоделировать ситуацию, при которой к середине 2011 года в банковской системе не останется избыточной ликвидности. И вот какие предпосылки у нас получились:

- Бюджет 2010 и 2011 годов будет выполняться значительно лучше, чем планирует Минфин, при этом программа заимствований будет реализована в полном объеме.
- В результате, объем Резервного фонда останется на текущем уровне, хотя избыточные средства со счета казначейства будут тратиться. Кроме того, в связи с неравномерностью расходования средств, в первой половине 2011 года образуется временный профицит бюджета в размере 0.3 трлн. руб.
- Программа заимствований будет осуществляться равномерно, таким образом, в первой половине 2011 года чистые внутренние заимствования составят 0.75 трлн. руб., внешние - 0.05 трлн. руб.
- За рассматриваемый период произойдет серьезный отток капитала, который перекроет сальдо текущего счета, ЦБ продаст \$10 млрд. (300 млрд. руб.).
- Темпы роста наличной рублевой массы остаются на текущем уровне – 20% в год. В результате из банковской системы за октябрь 2010 - июнь 2011 будет изъято около 1 трлн. руб. (электронные деньги превратятся в бумажные).

Описанный выше сценарий предполагает, что, во-первых, бюджетный навес в конце 2010 года не приведет к серьезному росту ликвидности, так как он будет в большой степени профинансирован за счет размещения ОФЗ. Кроме того, в первой половине 2011 года за счет профицита бюджета и внутренних заимствований Минфина банковская система лишится 1 трлн. руб., которые временно осядут на едином счете казначейства.

Таким образом, **избыточная банковская ликвидность на конец 1 пол.2011 =**

= текущий уровень ликвидности + средства казначейства – профицит бюджета в 1 пол.2011 – внутренние заимствования в 1 пол.2011 – продажи валюты ЦБ - наличная валюта =

= 1.3 + 0.7 – 0.3 – 0.75 - 0.3 – 1.0 = - 0.35 трлн. руб.

Мы решили проверить, насколько обоснованы опасения по поводу того, что избыточная ликвидность в 2011 может исчезнуть...

... по причине активных внутренних заимствований Минфина и негативной ситуации на валютном рынке

Мы попытались смоделировать подобную ситуацию

Для этого нам пришлось принять достаточно смелые предпосылки: профицитный бюджет в 1 пол.2011, равномерное размещение ОФЗ, серьезный отток капитала

В этом случае к концу 1 пол.2011 возникнет дефицит банковской ликвидности

Безусловно, описанные выше предпосылки не включают всех возможных негативных факторов для ликвидности. Так, мы не рассматриваем возможности нерационального поведения самих банков, например, если они «проворонят» снижение ликвидности и «зависнут» в ОБР, или начнут массово возвращать субординированные кредиты ЦБ и ВЭБа, что приведет к дефициту рублевых средств. Но в целом наш сценарий, хоть и достаточно грубо, но описывает все те риски для ликвидности, которые можно вывести из двух утверждений: «Минфин будет активно занимать на внутреннем рынке» и «ситуация на валютном рынке ухудшается».

Необходимо заметить, что даже в рассмотренном нами негативном сценарии предполагается, что во втором полугодии 2011 избыточная ликвидность вновь появится на денежном рынке, так как в этот период Минфин начнет активно тратить привлеченные ранее средства. Более того, невооруженным взглядом можно увидеть, насколько несостоятельны некоторые из перечисленных выше предпосылок и как низка вероятность их одновременной реализации.

Перечислим наши главные возражения против описанного выше сценария:

- Исходя из прошлого опыта и здравого смысла, маловероятно, что в первом полугодии 2011 Минфин разместит половину запланированного объема ОФЗ в ситуации, когда эти деньги ему не нужны.
- Даже если подобное произойдет, то, скорее всего, Минфин будет активно размещать лишние средства на депозитах банков. Для них это не слишком дешевый ресурс, однако, и не очень дорогой. Так, в сентябре Минфин размещал трехмесячные деньги под 4.4%, что на 40 б.п. выше, чем доходность ОБР.
- Несмотря на очень удачные аукционы ОФЗ в сентябре (120 млрд. руб. за 22 дня) нам все же представляется маловероятным успешное размещение госбумаг на 1.7 трлн. руб. в 2011 году. Если Минфин реально задается целью привлечь столь значительный объем средств, то ему придется искать их у нерезидентов, а в этом случае оттока рублевой ликвидности не произойдет.
- Исполнение бюджета значительно лучше прогнозов Минфина означает неожиданное увеличение доходов, так как очевидно, что расходы в предвыборный год сокращаться точно не будут. В России такая удача, прежде всего, может быть связана с ростом цен на нефть, а это ведет к дополнительному притоку долларов и улучшению ситуации на валютном рынке.
- В целом мы не верим в слишком пессимистичный сценарий для валютного рынка в среднесрочной перспективе (см. наш обзор от 13.09.10). Безусловно, происходящее сейчас с бивалютной корзиной является для нас сюрпризом. Мы не ожидали, что она так долго будет находиться в зоне плановых продаж ЦБ. Однако мы видим основную причину этого в том, что объем этих продаж оказался ниже наших оценок. А это означает лишь, что ожидаемая нами нормализация ситуации произойдет чуть позже.

Таким образом, придуманный нами сценарий скорого исчерпания избыточной ликвидности является маловероятным. Для его осуществления нам пришлось заложить слишком много нереалистичных предпосылок, которые, в дополнение ко всему, не очень хорошо стыкуются друг с другом. Однако главная причина такой несостоятельности в том, что безосновательны сами опасения по поводу влияния долговой политики на денежный рынок, ведь заимствования Минфина на внутреннем рынке для финансирования дефицита (в отличие от докризисных лет, когда эти средства фактически поступали в Резервный фонд) не ведут к перманентному изъятию ликвидности.

Более вероятным нам кажется сценарий, при котором а) Резервный фонд будет медленно, но все же тратиться, и к концу 2011 года будет исчерпан, и б) ЦБ продолжит покупать валюту, объем интервенций в следующем году вряд ли будет меньше \$30 млрд. В этом случае уровень избыточной ликвидности к середине 2011 года, если и сократится, то незначительно. В такой ситуации краткосрочные ставки денежного рынка будут большую часть года находиться на уровне ставок по депозитам ЦБ.

Но даже в этом маловероятном сценарии дефицит будет временным

Некоторые из представленных предпосылок несостоятельны, а вероятность их совместной реализации предельно низка

Заимствования для финансирования дефицита не ведут к перманентному изъятию ликвидности, а отток капитала в \$40-\$50 млрд. маловероятен

Поэтому мы считаем, что в 2011 избыточная ликвидность никуда не исчезнет и краткосрочные ставки будут на уровне депозитной ставки ЦБ

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко		(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
------------------	-----------------------	-------------------

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

Никита Патрахин	npatrahin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	-------------------------	-------------------

Выпуск облигаций		
Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Аналитика

Операции на рынке облигаций

Организация облигационных займов

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.