Денис ПОРЫВАЙ,
аналитик по долговому рынку, Райффайзенбанк

Валютная ликвидность становится вновь дефицитной

Восстановление цен на нефть, предоставление ЦБ РФ дешевой валютной ликвидности и регулярная продажа выручки экспортерами в начале года сформировали большой запас валютной ликвидности в банковской системе. Избыток валютной ликвидности обусловил ралли на рынке российских евробондов и был одним из основных факторов сильного укрепления рубля (с 58 руб. до 47 руб. за доллар). Ситуация начала меняться во втором квартале, когда ЦБ ужесточил условия валютного рефинансирования (повышение его стоимости и урезание лимитов), а затем начал покупать валюту на открытом рынке. По нашим оценкам, с середины апреля до конца июня это привело к оттоку валютной ликвидности из системы в размере $8.7 млрд. На основании банковской статистики мы оценили остающийся запас валютной ликвидности, после исчерпания которого произойдет повышение стоимости валюты на междилерском рынке.

Помимо валютных операций ЦБ, на состояние ликвидности влияют кредитно-депозитные операции банков, в частности движение валюты по счетам клиентов. Так, в мае (на момент написания статьи данные за июнь отсутствовали) сократился приток средств по депозитам физлиц (+$1.3 млрд против +$3.6 млрд в апреле), что, скорее всего, стало естественной реакцией на снижение ставок по валютным депозитам (на 1.5–2 п.п. у некоторых крупных банков). Со счетов юрлиц (депозитов и расчетных счетов) усилился отток валюты: всего компании в мае забрали $6.5 млрд против $1.2 млрд месяцем ранее. Такой отток выглядит высоким в сравнении с объемом погашений внешнего долга, приходящегося на май (согласно графику ЦБ, около $2.6 млрд). Возможно, этот отток обусловлен следующими факторами:
1) финансированием капитальных вложений (закупкой импортного оборудования),
2) некоторые компании могли досрочно выплатить свой внешний долг (так, в июне должно быть погашено $6.5 млрд).
Кроме того, мы не исключаем, что некоторые компании конвертировали свои валютные средства в рубли (для выплаты налогов или из опасений еще большего

укрепления рубля). Иностранные банки вывели также относительно большой объем средств — порядка $3.3 млрд (против $0.5 млрд в апреле). В итоге валютные обязательства банков РФ по упомянутым выше статьям в мае сократились на $8.5 млрд. Отметим, что в валютное кредитование ушло всего $1.2 млрд.

Несмотря на то что в результате кредитно-депозитных операций произошел отток валютной ликвидности, в мае банки сократили задолженность перед ЦБ на $1.7 млрд (до $36.4 млрд). В результате, по нашим оценкам, накопленный в апреле избыток валюты (порядка $6.5 млрд) был полностью израсходован, при этом сократился и общий запас ликвидных валютных активов: остатки на корсчетах у банков-нерезидентов снизились на $5.7 млрд (до $37.9 млрд).

Мы рассчитали индекс, отражающий состояние валютной ликвидности в банковской системе, как сумму чистого притока/оттока ликвидности по кредитно-депозитным операциям с клиентами, по пассивным счетам банков-нерезидентов, открытых у российских банков, а также по операциям рефинансирования ЦБ. Например, если банк выдал валютные кредиты на сумму, превышающую приток валюты по депозитам, то мы считаем, что произошел отток валюты и на эту величину уменьшается значение индекса. В то же время увеличение валютной задолженности перед ЦБ вносит положительный вклад в значение индекса. На начало июня значение этого индекса составило –$2.5 млрд (то есть объем ликвидности в системе на эту величину ниже, чем был в начале 2014 года), что на $2.1 млрд больше в сентябре-октябре 2014 года, в момент острого дефицита ликвидности. Это не значит, что в случае оттока из системы всего $2 млрд стоимость валюты на локальном рынке повысится до уровня сентября-октября 2014 года, поскольку тогда присутствовал спекулятивный спрос на валюту, связанный с устойчивым ослаблением рубля. Кроме того, с того периода банки увеличили долю высоколиквидных активов (в том числе за счет сокращения позиции в ценных бумагах): чистый объем МБК, размещенных у нерезидентов, вырос на $14 млрд, до $36 млрд. При этом общий объем ликвидных активов (к которым мы относим ценные бумаги и МБК у нерезидентов) превышает $80 млрд.

По нашим оценкам, для образования дефицита, который наблюдался в сентябре-октябре 2014 года, из банковской системы должно уйти еще как минимум $10 млрд. Тем не менее для удорожания валютной ликвидности на междилерском рынке (расширения базиса или спреда между ставками MosPrime и FX Swap) достаточно, чтобы из системы ушло примерно $4 млрд, что может произойти уже в июле (на погашение внешнего долга банков и компаний приходится $2.8 млрд и $3.6 млрд соответственно). Мы считаем, что ЦБ не станет увеличивать лимит по своим инструментам валютного рефинансирования до тех пор, пока стоимость валюты на междилерском рынке (сейчас около 1% на срок 1–3 месяца) не достигнет уровня ставок ЦБ (2.2%).

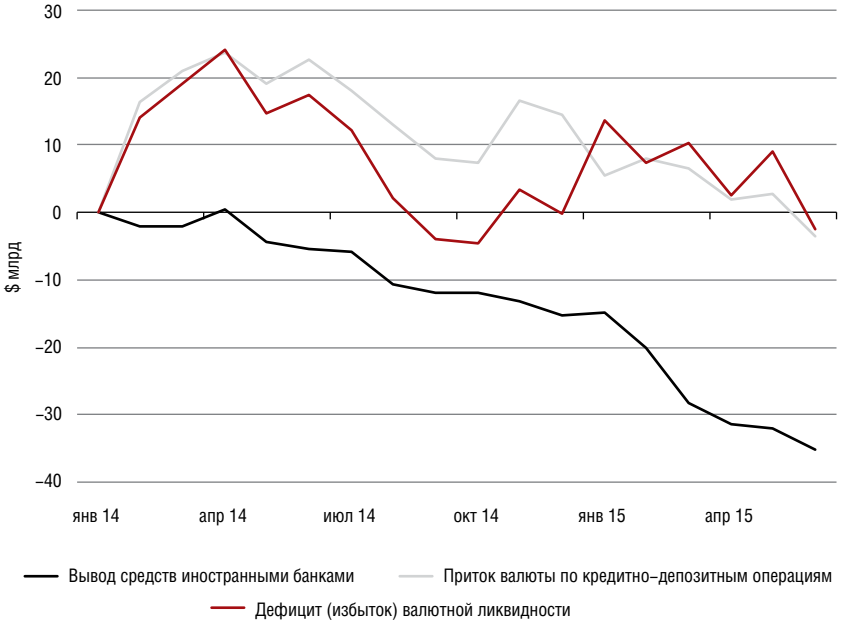

Рисунок 1
Индекс валютной ликвидности на спаде

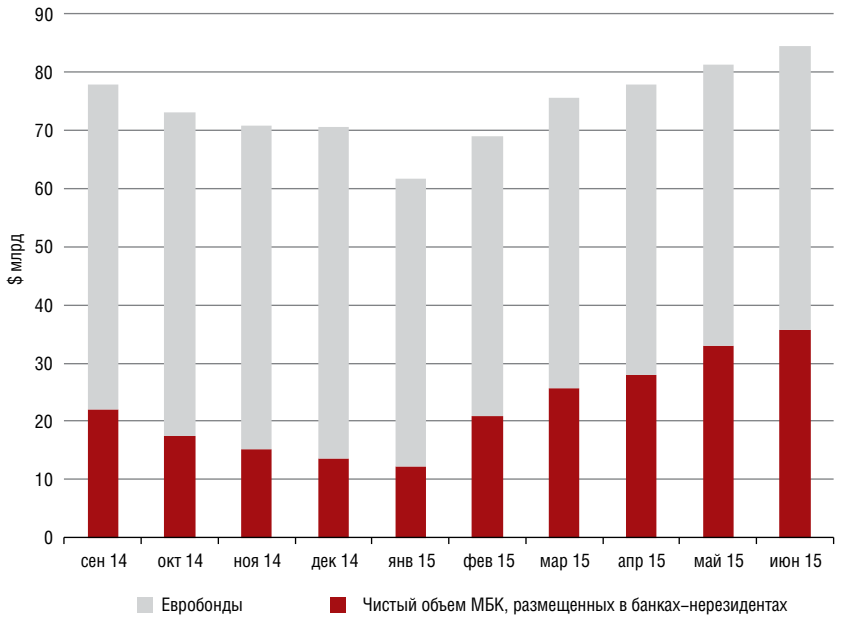

Рисунок 2
Динаминка высоколиквидных активов