

Ренессанс  
Капитал

Алексей Моисеев  
+7 (495) 258 7946  
AMoisseev@rencap.com

## Денежный рынок России Конец года: бюджетное Эльдорадо уже близко

- Недавний дефицит ликвидности на российском денежном рынке был обусловлен традиционными для конца месяца налоговыми платежами и неблагоприятной внешней конъюнктурой.
- Снижение курса евро относительно доллара вызвало рост внутренних процентных ставок в результате оттока краткосрочных инвестиций из рублевых инструментов.
- В абсолютном выражении объем таких позиций невелик по сравнению с положительным сальдо текущего счета, поэтому когда курс USD/EUR стабилизируется или все эти позиции будут закрыты, ставки денежного рынка должны снизиться.
- Кроме того, бюджетный фактор обычно оказывает положительное воздействие в последние два месяца года, поскольку получатели бюджетных средств стремятся израсходовать все выделенные средства.
- В ноябре и декабре, как правило, наблюдается чрезвычайно благоприятная конъюнктура финансовой системы при высоком уровне ликвидности. Однако в 2005 г. в это время произошел отток ликвидности в связи с крупной корпоративной сделкой (покупка Газпромом Сибнефти).
- Если в этом году не будет заключена аналогичная сделка, мы уверены, что ставки денежного рынка уменьшатся уже на следующей неделе и останутся на очень низком уровне до конца года.

Рисунок 1. Индекс РК по рублевым облигациям



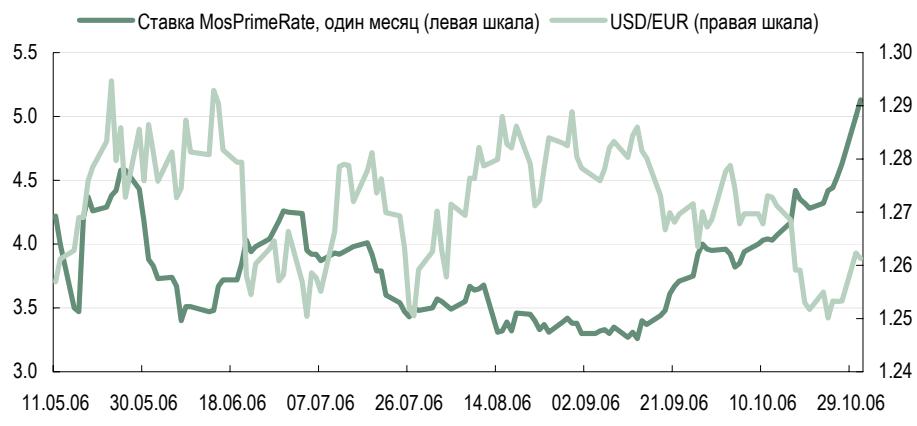
За последние недели ставки денежного рынка в России значительно выросли. По нашему мнению, это временное явление, и ставки вернутся на прежний уровень не позднее середины будущей недели. В настоящем отчете мы рассмотрим причины последних случаев аномального повышения ставок, а также приведем аргументы, почему мы считаем ноябрь-декабрь особенно благополучным периодом для ставок денежного рынка.

Вторая половина октября была неблагоприятной для денежного рынка России. Межбанковские процентные ставки overnight приблизились к отметке 10% впервые с 2004 г. По нашему мнению, это произошло по ряду причин. Самая очевидная – традиционный для конца месяца дефицит ликвидности, связанный с налоговыми платежами. Однако такой дефицит ликвидности наблюдается каждый месяц, и, несмотря на все опасения, каждый месяц ситуация вновь нормализуется. В остальное время наблюдается устойчивое избыточное предложение ликвидности, из-за которого ставки денежного рынка держатся на очень низком уровне в последние годы. Причина этого хорошо известна (см. наш отчет «Ревальвация рубля – скоро и намного» от четвертого апреля): Банк России регулярно проводит интервенции на валютном рынке, чтобы предотвратить номинальное укрепление рубля.

Однако в последнее время этот процесс стал еще менее стабильным, так как впервые с 1998 г. на ситуацию на денежном рынке начали влиять потоки средств по счету движения капитала. Судя по статистике платежного баланса, российские банки за первые шесть месяцев 2006 г. привлекли USD14.3 млрд в виде кредитов и депозитов. По нашему мнению, значительная часть этих потоков привлекается для финансирования позиций в рублевых инструментах на денежном рынке или на рынке долговых обязательств. Объем этих потоков пока остается небольшим по сравнению с высоким положительным сальдо текущего счета (USD56 млрд). Упомянутая «значительная часть» притока средств по счету движения капитала не была преобладающей, поскольку большой объем этих средств был затем направлен на финансирование кредитного бума, в частности, розничного кредитования (к сожалению, выяснить точное соотношение не представляется возможным). Таким образом, хотя в долгосрочном и даже среднесрочном периоде эти потоки не оказывают влияние на монетарные показатели, в краткосрочной перспективе они играют определенную роль.

Кроме того, инвесторы в российскую валюту уже привыкли к тесной корреляции рубля с евро, поэтому неудивительно, что устойчивое снижение курса евро относительно доллара приводит к оттоку краткосрочных инвестиций из рублевых позиций. В последнее время этот отток все сильнее ощущается на денежном рынке, и сейчас его уже можно отслеживать по динамике рублевых ставок (рис. 2).

Рисунок 2. Ставка MosPrime Rate (за один месяц) и курс USD/EUR



Проведенный нами регрессионный анализ продемонстрировал наличие явной зависимости между курсом USD/EUR и межбанковской ставкой overnight. Пятидневное скользящее среднее курса USD/EUR (которое позволяет исключить ежедневные шумы) имеет высокую статистическую значимость в прогнозировании межбанковской ставки overnight. При этом коэффициент указывает на обратную связь: чем слабее евро, тем выше ставка.

Ослабление евро в сочетании с дефицитом ликвидности конца месяца привело к более серьезному повышению ставок денежного рынка в конце октября, чем обычно. Тем не менее, мы считаем, что ситуация в ближайшее время изменится, и ликвидность вернется на комфортный уровень, а рублевые ставки вновь станут очень низкими.

После резкого ухудшения конъюнктуры в связи с дефицитом ликвидности мы ожидаем мощного позитивного воздействия на уровень ставок. Влияние курса USD/EUR не может быть длительным – даже если евро продолжит снижаться, объем краткосрочных инвестиций, связанных с динамикой USD/EUR, является ограниченным и небольшим по сравнению с объемом постоянного притока средств по текущему счету.

Кроме того, даже бюджетный фактор, который вызывает регулярный дефицит ликвидности в связи с налоговыми платежами, на этот раз окажет благотворное влияние на ситуацию с ликвидностью в банковском секторе, а значит, и на ставки денежного рынка. Согласно российскому законодательству, все бюджетные средства, выделенные конечным получателям за финансовый год (который совпадает с календарным), должны быть использованы до конца года. Неиспользованные средства возвращаются в федеральный бюджет. Получатели бюджетных средств как рациональные субъекты экономики стремятся израсходовать все выделенные средства до наступления нового года. В то же время многие из них либо сознательно формируют резервы на случай непредвиденных обстоятельств, либо просто не способны равномерно расходовать выделенные средства в течение года по различным причинам. Из-за этого возникает разрыв между суммами, выделенными федеральным бюджетом (расходы по произведеному финансированию), и фактически потраченными (расходы по кассовому исполнению). Средства хранятся на счетах Федерального казначейства в Банке России и не оказывают влияния на денежную массу, однако при расходовании в конце года они поступают в финансовую систему. Это происходит каждый год, и объем этих средств является значительным (табл. 1).

**Таблица 1. Расходы бюджета по кассовому исполнению и по финансированию**

млрд руб.	1-3 кв. 2003	1-3 кв. 2004	1-3 кв. 2005	1-3 кв. 2006
Расходы по кассовому исполнению	1669	1831	2509	2872
Расходы по финансированию	1772	1947	2915	3190
Сальдо	103	115	406	319

Источник: Министерство финансов

Как видно из рис. 3, динамика рублевой ликвидности и ставок денежного рынка в последние два месяца года всегда была весьма благоприятной, и мы считаем, что в ноябре-декабре 2006 г. ситуация будет такой же.

**Рисунок 3. Ликвидность в банковской системе и ставки денежного рынка**



Источник: Bloomberg, Reuters, Банк России

Важно отметить, что в 2005 г. «благоприятного» бюджетного эффекта конца года фактически не было. По нашему мнению, для этого была веская причина. В тот период Газпром оплачивал покупку Сибнефти, используя в том числе и отечественные источники финансирования, что вызвало серьезное сокращение рублевой ликвидности. Таким образом, опыт прошлого года иллюстрирует главный фактор риска в нашем сценарии: возможность заключения крупной корпоративной сделки, которая вызовет отток ликвидности из российской банковской системы. Мы не можем исключить такую возможность в ближайшие месяцы, однако нам не известно о предстоящих сделках такого рода до конца текущего года. По нашему мнению, в ближайшую неделю-две процентные ставки overnight нормализуются и вернутся на уровень 2.5-3.5%.

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собирательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

# Ренессанс Капитал

## Ренессанс Капитал

125009, Москва

Вознесенский переулок, 22

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

[www.rencap.com](http://www.rencap.com)

## Аналитическое управление

### Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш

+ 7 (495) 258 7916

Rnash@renkap.com

### Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский

+ 7 (495) 258 7904

Aburgansky@renkap.com

### Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

Nzagvozdina@renkap.com

### Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

Amoisseev@renkap.com

#### Аналитики

##### Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7746

Дэвид Нангл

Dnangle@renkap.com

Светлана Ковальская

##### Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

Amoisseev@renkap.com

Павел Мамай

Николай Подгузов

Дмитрий Поляков

Петр Гришин

Наргиз Садыхова

Валентина Крылова

Олеся Черданцева

##### Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930

Владимир Пантишин

Vrantyushin@renkap.com

Олеся Черданцева

##### Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216

Юлия Попова

Jpoprova@renkap.com

##### Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906

Ованес Оганисян

Ooganian@renkap.com

Александр Фомичев

Евгений Кудрин

##### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261

Александра Волдман

Awaldman@renkap.com

Патриция Сомервиль

Джулия Белл

##### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова

Emalakhova@renkap.com

Оксана Бутурлина

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Anna Kovtun

##### Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

Nzagvozdina@renkap.com

Алексей Языков

Иван Николаев

##### Металлургия

+ 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

Redwards@renkap.com

Юрий Власов

##### Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес

Alandes@renkap.com

+ 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

Aburgansky@renkap.com

Елена Савчук

Роман Елагин

Ирина Елиневская

##### Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

Akazbegi@renkap.com

Анна Куприянова

##### Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7903

Екатерина Малофеева

Kmalofeeva@renkap.com

Файл Байрамов

Светлана Дрыгуш

Юлия Голеусова

Владислав Носик

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производственные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100