

СЕЗОН РУБЛЕВЫХ ДОЖДЕЙ

Михаил Никитин
mnikitin@raiffeisen.ru
(+7 495) 721-9934

Максим Раскоснов
mraskosnov@raiffeisen.ru



Сезон рублевых дождей

- Огромное предложение ликвидности связано с притоком капитала и высокими ценами на сырье. По нашим прогнозам, массивный приток средств в банковскую систему будет продолжаться, поэтому мы не ожидаем существенного сжатия ликвидности в течение 2007 г.
- Необходимость удерживать инфляцию, скорее всего, подтолкнет ЦБ к дальнейшему укреплению рубля, т.к. все остальные меры денежной политики в настоящий момент менее эффективны.
- Мы полагаем, что ЦБ практически не имеет возможности повышать ставки по рублевым инструментам, т.к. этот шаг может вызвать дополнительный приток спекулятивного капитала.
- Аукционы по ЮКОСу сгенерировали огромный объем «виртуальной» ликвидности, которая в основном изолирована на депозитах в Банке России. Расчеты с кредиторами не повлияют на реальный объем доступных денег в системе.
- После расчетов с кредиторами ЮКОСа, деньги начнут постепенно возвращаться в систему за счет дополнительных расходов бюджета, что приведет к дальнейшему росту рублевого предложения.
- В итоге, все факторы, влияющие на состояние денежной системы, по нашему мнению, будут поддерживать рублевую ликвидность на высоком уровне. Вероятность сжатия денежного предложения крайне невысока и связана со стрессовыми сценариями на внешнем рынке.
- Мы ожидаем дальнейшей позитивной динамики цен на рынке рублевого долга в связи с низкими ставками и тенденцией к укреплению рубля.

Дневник наблюдений:

- **Ливень первый: Сбербанк и ВТБ** – стр. 3
- **Ливень второй: продажа активов ЮКОСа** – стр. 6
- **Внешние метеоусловия: приток капитала и укрепление рубля** – стр. 9

Наши рекомендации

- Мы не рекомендуем поддаваться панике в случае краткосрочного роста ставок денежного рынка, который возможен в конце июня-начале июля.
- Мы рекомендуем пользоваться возможным «проседанием» цен рублевых бумаг как возможностью для покупки.
- На наш взгляд, лучший потенциал роста сохраняют качественные бумаги 2^{го} и 3^{го} эшелонов. Однако мы рекомендуем внимательно подходить к оценке кредитного риска.
- Первый эшелон в любом случае остается привлекательным, т.к. его доходность превышает ставки денежного рынка.

Инфляция определяет эффективность денежно-кредитной политики

Основной задачей денежно-кредитной политики в России является устойчивое снижение инфляции, при этом в течение последних лет целевой ориентир по инфляции каждый раз снижается на 0.5-1 п.п. На наш взгляд, именно инфляция является главным фактором, который определяет действия денежных властей в области регулирования валютного курса и ставок денежного рынка.

Низкая инфляция в начале 2007г. создала «запас прочности»...

В начале 2007 г. темпы инфляции оказались заметно ниже, чем за аналогичный период 2006 г.: по итогам первых двух месяцев текущего года рост потребительских цен замедлился почти на 2% по сравнению с прошлым годом. Поскольку зимние месяцы исторически обеспечивают до 40% прироста потребительских цен за год, удачный старт 2007 года давал основания надеяться на выполнение годовой цели по инфляции (8%) без необходимости резкого укрепления рубля.

...однако инфляционное давление резко усилилось из-за притока капитала

Весной инфляционное давление усилилось за счет увеличения притока иностранного капитала. Инфляция за 5 месяцев составила 4.7% против 5.9% за аналогичный период 2006 года, однако снижение произошло благодаря «запасу», созданному в начале года (в апреле инфляция составила 0.6% против 0.4% в апреле 2006г., в мае – 0.6% против 0.5%). Поступление денежных средств в банковскую систему оказалось крайне неравномерным, что было обусловлено, прежде всего, непропорционально крупными объемам нескольких «разовых» сделок – допэмиссии акций Сбербанка, IPO ВТБ, а также аукционов по продаже активов ЮКОСа.

Ливень первый: Сбербанк и ВТБ

Дополнительное размещение акций (SPO) Сбербанка стало первым событием 2007 года, которое существенно повлияло на ликвидность банковской системы и ставки денежного рынка.

Ключевые параметры допэмиссии Сбербанка:

- привлеченный объем средств – 230.2 млрд руб.;
- сроки размещения – 20.02.2007-29.03.2007г.
- стоимость акций, купленных Банком России – 79.4 млрд руб.;
- стоимость акций, выкупленных нерезидентами – 51.5 млрд руб.

SPO вызвало колебаниям денежного рынка вследствие использования накопительного счета...

Механизм допэмиссии акций Сбербанка был построен таким образом, что поступающие средства блокировались на накопительном счете в Центральном банке до момента регистрации отчета об итогах выпуска. При этом процесс поступления денежных средств в оплату акций допэмиссии был растянут более чем на месяц. В результате средства, поступающие в оплату акций, были на несколько недель выведены из банковской системы.

...и невозможность валютной оплаты

На рублевую ликвидность в период SPO также повлияло и другое требование, установленное для желающих купить акции: в оплату принимались только рубли. Данное требование означало для большинства инвесторов-нерезидентов необходимость конвертации значительных сумм в иностранной валюте непосредственно перед размещением.

Блокирование средств на накопительном счете и конвертация валюты для участия в SPO оказались разнесены во времени. Специфика схемы проведения SPO спровоцировала резкие колебания процентных ставок на денежном рынке в течение всего периода размещения:

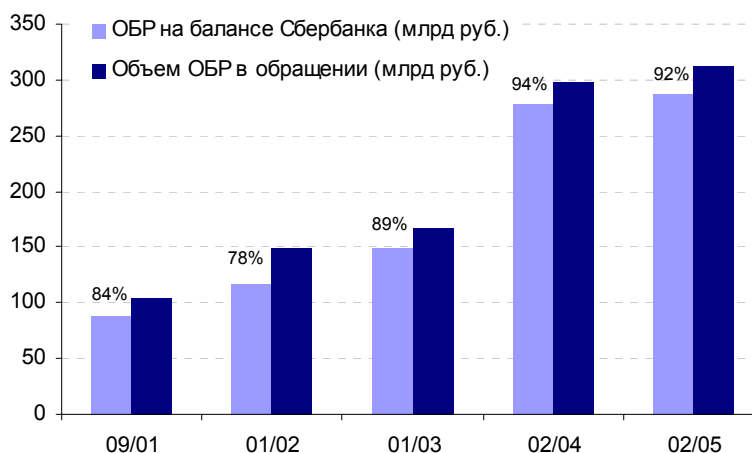
- за несколько дней до начала размещения активные продажи валюты нерезидентами создали избыток ликвидности;
- далее, как следствие «эффекта накопительного счета», средства на общую сумму 230 млрд руб. были почти на месяц выведены из системы;
- по завершении процесса SPO ликвидность вернулась в банковскую систему, только теперь уже в виде остатков на рублевом корсчете Сбербанка.

Средства, полученные от доэмиссии, были стерилизованы путем выпуска ОБР

Банк России вмешался в ситуацию, объявив о размещении ОБР на сумму 250 млрд руб. в середине марта. По нашему мнению, выпуск ОБР был продиктован необходимостью стерилизовать избыточную ликвидность. Такой шаг выглядел оправданным, особенно с учетом того факта, что преимущественный выкуп Центральным банком акций Сбербанка на 79.4 млрд руб. (34% от суммы размещения) был профинансирован за счет чистой денежной эмиссии. Иными словами, *денежные средства, полученные Сбербанком от ЦБ в оплату доэмиссии, попросту вернулись в Банк России (Рис. 1).*

Поскольку основной целью доэмиссии Сбербанка было решение проблемы достаточности капитала, а не привлечение реального фондирования под определенные активы, размещение полученных средств в инструменты Банка России стало вполне логичным решением.

Рис. 1 - ОБР на балансе Сбербанка в 2007г.



Источники: ЦБР, отчетность Сбербанка РФ

IPO ВТБ не вызвало столь же серьезных последствий в момент размещения...

SPO Сбербанка стало своеобразной проверкой денежного рынка на прочность: в отдельные дни ставки межбанковских депозитов овернайт достигали 8-10%. Поскольку сразу после размещения акций Сбербанка началось IPO ВТБ, Банк России принял решение отменить требование о блокировании средств на накопительном счете до регистрации итогов выпуска. Во многом благодаря этому решению IPO ВТБ не оказало столь же существенного влияния на рублевую ликвидность непосредственно в период оплаты акций.

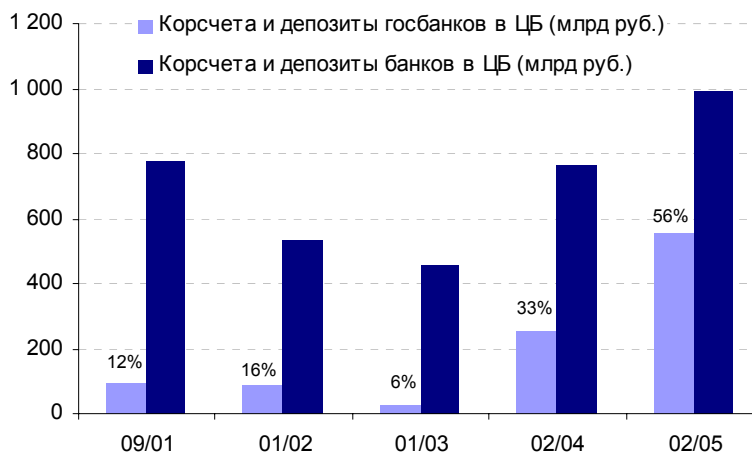
... но все же увеличил денежное предложение после конвертации валютной части

ВТБ завершил первичное размещение акций в начале мая, собрав порядка 205 млрд руб. В отличие от SPO Сбербанка, инвесторы могли оплачивать акции как в рублях, так и в долларах. На российских площадках было размещено около 35% от общей суммы, а Банк России акции допэмиссии не покупал, поэтому приток средств от IPO ВТБ не оказал столь же существенного влияния на рублевую ликвидность. Однако мы полагаем, что для соблюдения нормативов открытой валютной позиции ВТБ конвертировал основную часть валюты, полученной в результате допэмиссии, в рубли. Таким образом, в конечном итоге IPO ВТБ все же вызвало рост рублевой ликвидности, который мы оцениваем примерно в 70 млрд руб.

Приток капитала оказался крайне неравномерным

Важным следствием неравномерности притока капитала стала очень высокая концентрация свободных денежных средств банковской системы в крупнейших банках. Доля Сбербанка, ВТБ и Газпромбанка в совокупном объеме остатков на корсчетах и депозитах в Банке России увеличилась за текущий год с 12% до 56% (Рис.2). При столь высокой концентрации общепринятый индикатор рублевой ликвидности может вводить участников рынка в заблуждение: денег в системе действительно очень много, однако для большинства средних и мелких банков доступ к ним весьма ограничен.

Рис. 2 – Доля трех крупнейших банков в суммарном объеме остатков на корсчетах и депозитах в Банке России в 2007г.



Источники: ЦБР, отчетность банков

Объем депозитов в ЦБ не означает избыток денег для всех участников рынка

Неравномерность распределения денежных средств в банковской системе является, по нашему мнению, основной причиной локальных взлетов процентных ставок. В условиях сокращения рублевой ликвидности переток денег от крупных банков-«доноров» к банкам 2-го и 3-го круга будет ограничен размерами кредитных межбанковских лимитов. Поэтому достаточно легко представить ситуацию, при которой формальный показатель ликвидности – объем средств, размещенных в Банке России – будет очень высоким, но львиная доля этих денег окажется фактически изолированной на счетах крупнейших банков. Это может привести к существенному росту процентных ставок для мелких и средних банков, в то время как крупнейшие игроки по-прежнему будут ощущать избыток ликвидности.

Большая часть ликвидности приходится на три крупнейших банка

В текущей ситуации в качестве «большой тройки», на которую приходится более половины средств на корсчетах и депозитах в ЦБ, выступают Сбербанк, ВТБ и Газпромбанк. Для первых двух банков источником притока денежных средств в начале 2007 года стали их допэмиссии, а Газпромбанк аккумулировал значительные средства в ходе процедуры банкротства и продажи активов ЮКОСа.

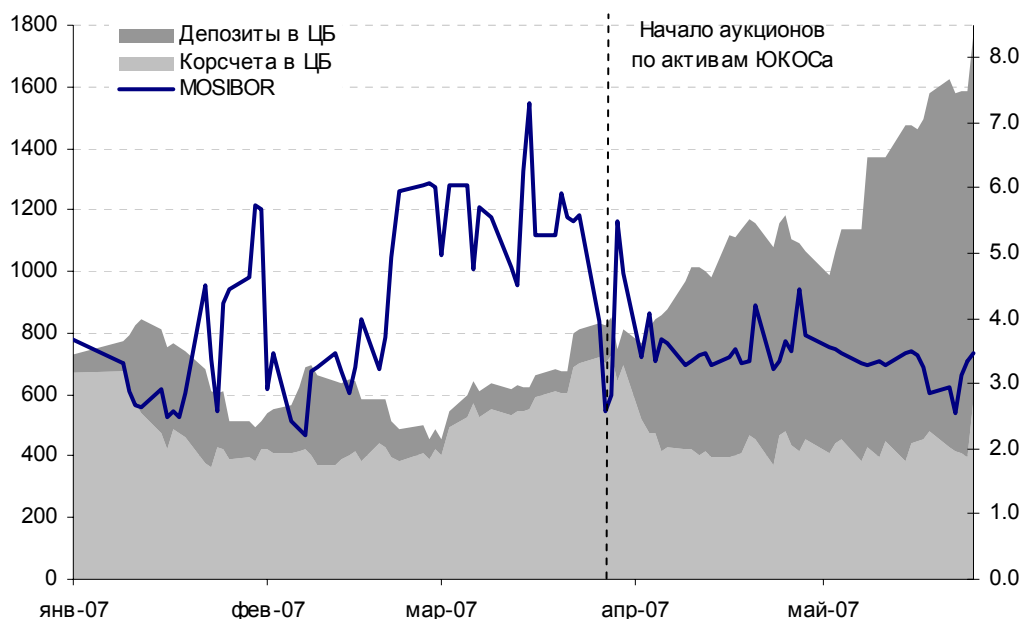
Ливень второй: продажа активов ЮКОСа

Аукционы по продаже активов ЮКОСа стали следующим событием разового характера, сильно повлиявшим на рублевую ликвидность сразу после того как «фактор SPO Сбербанка» был нейтрализован действиями Банка России.

Характеристики конкурсной массы ЮКОСа по состоянию на середину мая:

- суммарный объем требований кредиторов ЮКОСа - 709.5 млрд руб.;
- требования ФНС - 429 млрд руб. (60% от общего объема);
- требования Роснефти - 245 млрд руб. (35% от общего объема).

Рис. 3 – Динамика корсчетов и депозитов в Банке России, ставки Mosibor



Источники: ЦБР, НВА

Цикл оплаты активов ЮКОСа влияет на рублевую ликвидность...

Имущество ЮКОСа разделено на неравные лоты, которые последовательно выставляются на продажу в течение апреля-июня 2007 г. С точки зрения ликвидности каждый аукцион запускает своеобразный «цикл» аккумуляции средств и оплаты выигранного лота:

- *1й этап:* все участники аукциона вносят задаток на рублевый счет ЮКОСа в Газпромбанке в размере 20% от стартовой суммы единым платежом не позднее даты окончания приема заявок;
- *2й этап:* победитель аукциона перечисляет средства на тот же рублевый счет в течение 14 дней после даты подписания договора купли-продажи;
- *3й этап:* конкурсный управляющий распределяет полученные средства в пользу кредиторов ЮКОСа.

...так как средства неравномерно аккумулируются на счете конкурсного управляющего

При кажущейся простоте сценария спрогнозировать потоки денежных средств оказалось достаточно сложно. Поскольку сроки и очередность перечисления средств в пользу кредиторов не были четко определены ни в одном нормативном документе, денежные средства могут находиться на счете в Газпромбанке в течение неопределенного времени.

Дополнительный фактор – привлечение валютных кредитов для покупки активов

Внесение задатка, по нашему мнению, могло и не оказывать влияния на совокупную ликвидность системы, т.к. участники аукционов имели возможность привлечь для этой цели краткосрочное финансирование российских банков. А вот в периоды оплаты полной суммы наблюдался значительный рост объема торгов в валютной секции ММВБ, поскольку для оплаты лота победителям (включая Роснефть) нередко приходилось продавать очень большой объем долларов. Рублевые средства поступили на счет в Газпромбанке и с тех пор находятся в полном распоряжении конкурсного управляющего.

Мы считаем, что аналогичным образом происходило движение средств по всем основным лотам. В приведенной выше таблице (Рис.4) сведены данные об аукционах, позволяющие приблизительно оценить их воздействие на денежный рынок.

Рис. 4 – Аукционы по продаже активов ЮКОСа

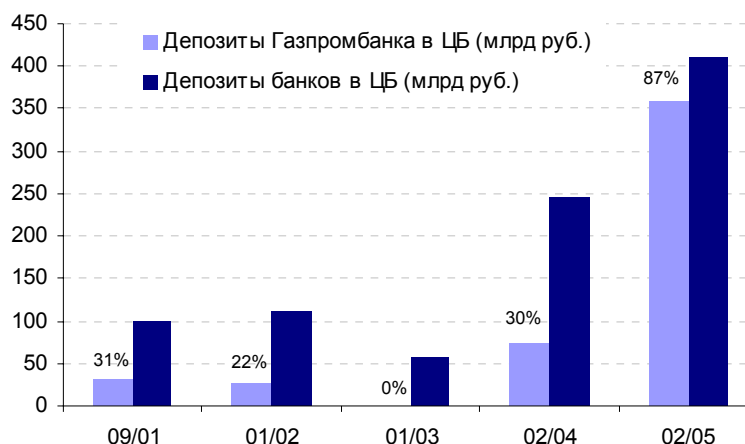
Дата	Лот	Описание активов	Цена продажи, млрд руб	Победитель
27.03.07	1	9.44% акций Роснефти	197.8	Роснефть
04.04.07	2	20% акций Газпромнефти и газовые активы Юкоса	151.5	ООО «Энинефтегаз»
04.04.07	3	Научно-исследовательские активы	-	Заявок не подано
17.04.07	4	3.2% акций ТГК-4, 25.7% акций Белгородэнерго, 25.2% Тамбовэнерго и др	3.6	ООО «Монте-Валле»
18.04.07	5	Сервисные предприятия	1.0	Роснефть
19.04.07	6	ЧОП «Гранит» и т.п.	-	Заявок не подано
25.04.07	7	7.7% акций VTB Bank Deutschland	0.2	VTB Bank Europe plc
26.04.07	8	2% акций Ханты-Мансийского Банка	0.3	ООО «Джей Пи Ви Инвест»
03.05.07	9	100% Ставропольнефтепродукт, 26% Кубаньэнерго	4.9	ЗАО «Промрегион холдинг» (результаты аукциона оспорены ФАС)
03.05.07	10	Томскнефть, АНК, Ачинский НПЗ, ВСНК и др.	175.7	Роснефть
10.05.07	11	Самаранефтегаз, три НПЗ в Поволжье	154.1	Роснефть
10.05.07	12	Сбытовые активы, в т.ч. более 1 тыс АЗС	7.7	ООО «Юнитекс»
10.05.07	13	Офисные здания и торговые компании	100.1	ООО «Прана»
16.05.07	14	Сервисные компании	1.8	Роснефть
07.06.07	15	4.9% акций банка «Солидарность»	0.2	ООО «ЦентрИнвестТрейдинг»
07.06.07	16	Транспортные активы	8.9*	Заявок не подано
		<u>ОБЩАЯ СУММА</u>	<u>798.9</u>	

* - стартовая цена

**Газпромбанк
размещает средства
на депозитах в ЦБ**

На сегодняшний день у нас нет информации о ходе выплат кредиторам, но поскольку существенного снижения депозитов в Банке России пока не наблюдалось, мы предполагаем, что средства продолжают находиться на счете конкурсного управляющего в Газпромбанке. Так, к концу апреля общая сумма «нераспределенных» денежных средств от продажи активов ЮКОСа могла достигнуть 350 млрд руб., что точно соответствует объему размещенных Газпромбанком депозитов в Банке России на 1 мая 2007г. (Рис. 5).

Рис. 5 – Депозиты, размещенные Газпромбанком в Банке России



Источники: отчетность Газпромбанка, ЦБР

**Совокупный объем
средств от продажи
активов ЮКОСа – 710
млрд руб**

Последние крупные аукционы по восточно-сибирским и самарским активам, проведенные 3 и 10 мая, прибавили порядка 330 млрд руб., аукционы по менее крупным лотам – еще около 110 млрд руб. Таким образом, общая сумма средств, вырученных от продажи активов ЮКОСа, составила около 800 млрд руб. Вполне вероятно, что денежные средства в полном объеме будут находиться в распоряжении конкурсного управляющего как минимум до момента получения средств от победителя последнего аукциона, т.е. ориентировочно до 21 июня 2007г.

**Когда начнутся
выплаты крупнейшим
кредиторам – пока
неизвестно**

Пока мы не видим никаких подтверждений тому, что конкурсный управляющий намерен осуществить выплаты кредиторам до того, как будут определены покупатели всех лотов. В сообщении агентства Интерфакс-АНИ от 7 мая приводятся слова г-на Ребгуна о том, что выплаты не могут начаться «пока не будет полной ясности с координатами кредиторов», и поэтому «требуется подтверждения от кредиторов их реквизитов». Кроме того, по мнению конкурсного управляющего ЮКОСа, выплаты нужно производить «разово».

**Общая сумма
требований – не
окончательна**

Также необходимо отметить, что сумма требований к ЮКОСу не может считаться окончательной, пока продолжатся судебные разбирательства относительно включения в реестр новых требований. Крупнейшим рассматриваемым спором является иск компании Yukos Capital s.a.r.l. на сумму 128.8 млрд руб. (производство приостановлено до 28 июня). Кроме того, 7 июня кредиторы сформировали новый лот из имущества на 11 участках принадлежащих ЮКОСу недр, что может еще больше затянуть процесс.

**Роснефть не
заинтересована в
затягивании выплат**

По нашему мнению, Роснефть должна быть заинтересована в скорейшем получении выплат, так как компания приобретала активы ЮКОСа за счет кредитной линии иностранных банков размере \$22 млрд. Часть кредитов будет рефинансирована в июле за счет выпуска еврооблигаций на \$5 млрд, однако мы полагаем, что выплаты Роснефти как кредитор ЮКОСа изначально рассматривались как основной источник погашения. Мы не видим причин, по которым Роснефть могла бы согласиться на длительное блокирование причитающихся ей средств на счете конкурсного управляющего. Поэтому мы считаем, что конец июня – это наиболее вероятный срок начала выплат *при одном важном условии – что результаты аукционов не будут по тем или иным причинам пересматриваться.*

Что же касается интересов государства как крупнейшего кредитора ЮКОСа, то его заинтересованность в начале выплат не столь очевидна, поскольку у Правительства нет необходимости в экстренном финансировании каких-либо бюджетных расходов.

Выплаты по налоговой задолженности будут направлены на расходы федерального бюджета...

На сегодняшний день государство определилось только по вопросу централизации выплат по налоговой задолженности ЮКОСа в федеральном бюджете. Соответствующие поправки в бюджет были одобрены Советом Федерации 25 мая. Целью законопроекта является использование налогового долга ЮКОСа для финансирования программ дорожного строительства и реконструкции ветхого жилья. Предложения Правительства по направлениям расходования средств будут внесены отдельным федеральным законом после их фактического зачисления в федеральный бюджет.

...но государство может и не спешить с распределением этих денег

Таким образом, денежные средства, которые получит бюджет в рамках конкурсного производства, не будут полностью выведены из оборота, а, в соответствии с поручением Президента, постепенно спишутся на расходы федерального бюджета. Мы не видим причин для того, чтобы Минфин был заинтересован в скорейшем получении средств в свое распоряжение. Напротив, блокирование денег на счете конкурсного управляющего против депозитов в Банке России временно нейтрализует один из потенциальных источников увеличения денежной массы.

Внешние метеоусловия: приток капитала и укрепление рубля

Сальдо торгового баланса позволяет быстро наращивать золотовалютные резервы

Устойчивый рост цен на нефть и другие энергоносители позволяет России в течение нескольких лет поддерживать положительное сальдо по текущему счету на уровне 10% от ВВП и быстро наращивать золотовалютные резервы. Изъятие значительной части доходов от экспорта сырья позволяет абсорбировать значительную часть экспортных поступлений. Однако резервы формируются в значительной мере за счет скупки Банком России поступающей в страну валюты за рубли, что приводит к росту рублевой денежной массы и инфляционного давления.

В последнее время резко возросла роль капитальных операций

Золотовалютные резервы достигли в мае 2007 года рекордной отметки в \$400 млрд. Однако мы наблюдаем изменение тенденции: в отличие от предыдущих лет, рост резервов связан уже не столько с экспортными операциями, сколько с беспрецедентным притоком иностранных инвестиций. Чистый приток капитала за 5 месяцев 2007г. составил порядка \$60 млрд, т.е. больше, чем за весь 2006 год (\$42 млрд).

Приток капитала ускоряет рост денежной массы

Торговые операции обеспечили менее 40% прироста золотовалютных резервов с начала 2007 года. Таким образом, роль главной причины роста рублевой денежной массы переходит от профицита счета текущих операций к счету движения капитала.

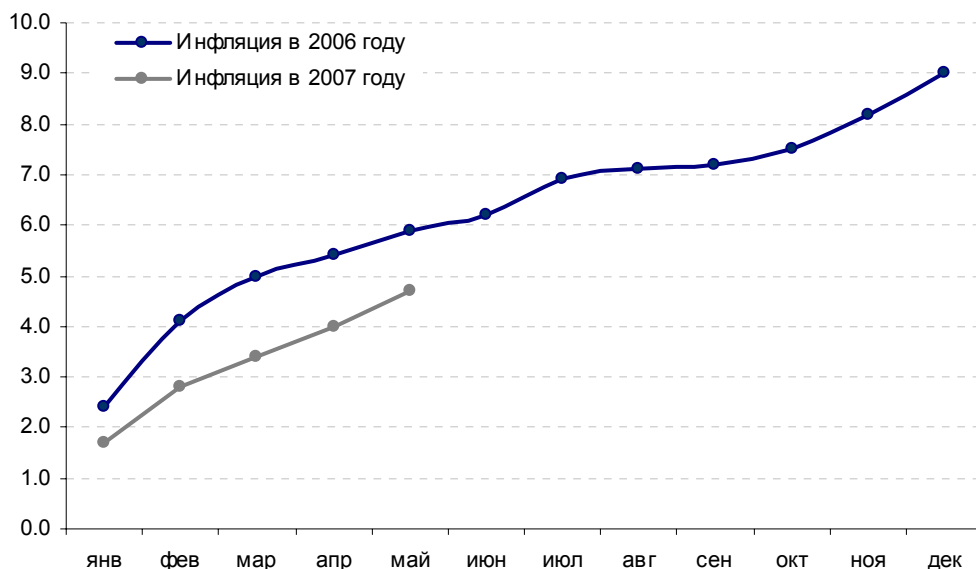
Главные факторы – IPO крупнейших компаний и внешние корпоративные заимствования

Мы отмечаем гораздо более высокую волатильность притока средств по капитальному счету, который в значительной степени зависит от рыночной конъюнктуры и уязвим к спекулятивным настроениям инвесторов. Наибольшее воздействие на масштабы притока капитала в Россию оказывают приобретение акций российских компаний инвесторами-нерезидентами в ходе IPO и привлечение российскими компаниями средств на зарубежных долговых рынках, включая выпуск облигаций, а также двусторонние и синдицированные кредиты.

Объем IPO может достигнуть в 2007г. \$30 млрд

По объему и количеству первичных размещений акций крупнейших российских компаний (прежде всего, госбанков и предприятий электроэнергетики) текущий год станет рекордным – совокупный объем средств, привлеченных посредством IPO, может более чем в 2 раза превысить результат 2006 года и достигнуть \$30 млрд. Одновременно растет и объем иностранных корпоративных заимствований: за 2006 год внешний долг банков и корпораций увеличился на \$77 млрд. С учетом новых крупных заимствований нефтегазового сектора в 2007 году ожидается дальнейший рост корпоративного долга. Соответственно, именно приток капитала будет оказывать определяющее влияние на темпы роста денежной массы.

Рис. 6 – Инфляция YTD



Источник: ЦБР

Рост денежной массы ставит под угрозу ориентиры по годовой инфляции

С политической точки зрения, задача контроля над инфляцией является приоритетной. Кроме того, уровень инфляции традиционно воспринимается в качестве объективного показателя эффективности работы экономических ведомств. Проблема ускорения инфляции и избыточного денежного предложения стала очевидной с появлением макроэкономической статистики за первые 4 месяца 2007 г.: в апреле инфляция превысила показатель за аналогичный период 2006 года на 0.2%, в мае – на 0.1%) Мы полагаем, что в условиях беспрецедентного роста денежной массы целевой ориентир по годовой инфляции 8% может быть достигнут только путем укрепления рубля.

В сложившейся ситуации государство располагает следующим арсеналом антиинфляционных мер (в порядке возрастания вероятности их применения):

- внесение изменений в валютное законодательство, восстанавливающих жесткие ограничения на приток спекулятивного капитала;
- повышение Банком России нормативов обязательного резервирования (ФОР);
- выпуск ОФЗ или ОБР, повышение процентных ставок по инструментам Банка России с целью связывания избыточной ликвидности;
- ревальвация рубля – прямая или через изменение структуры бивалютной корзины.

Возврат к валютным ограничениям маловероятен

Мы считаем, что возврат к использованию валютных ограничений маловероятен по политическим причинам: во-первых, это потребует внесения существенных изменений в законодательство, а во-вторых, может нанести урон российскому фондовому рынку. Поэтому мы рассматриваем этот вариант только в качестве крайней меры.

Повышение ставки ФОР – также не эффективно

Незначительное повышение нормативов отчислений в Фонд обязательного резервирования, которое вступает в силу с 1 июля, вряд ли способно существенно повлиять на объем денежного предложения. Стерилизующий эффект увеличения норматива резервирования на 1 п.п. для рублевых вкладов физических лиц и на 0.5 п.п. для остальных депозитов составит, по нашим оценкам, всего около 80 млрд руб. Более радикальное увеличение норматива ФОР привело бы к ухудшению конкурентных позиций российских банков, а для некоторых средних и небольших банков такие меры могут спровоцировать серьезные финансовые затруднения.

Потенциал ОБР и депозитов ЦБ ограничен из-за чувствительности рынка к процентным ставкам

Выпуск ОБР, возможно, является наиболее эффективным способом краткосрочной стерилизации ликвидности. У Банка России уже есть опыт использования собственных облигаций для связывания денежных средств, полученных Сбербанком в результате SPO. На июнь назначена дополнительная эмиссия ОБР в размере 350 млрд руб., которая может быть предназначена, например, для временной стерилизации средств, полученных от IPO ВТБ. Однако при размещении большого объема бумаг Банка России, безусловно, существует риск вызвать обратный эффект, т.е. за счет завышенных ставок привлечь дополнительный спекулятивный спрос.

Повышение процентных ставок может привлечь спекулятивный капитал

Мы полагаем, что естественным ограничителем для рублевых ставок является т.н. «ставка по бивалютной корзине» - комбинация базовых ставок в евро и долларах США в соответствии с весами валют в валютной корзине ЦБ. Выше этого уровня инструменты Банка России могут стать предметом агрессивного спекулятивного спроса и, соответственно, перестать выполнять функцию стерилизации избыточной рублевой массы. Арбитраж в данном случае строится на разнице между рублевыми процентными ставками и определенным диапазоном ожидаемого изменения ставки по бивалютной корзине (Рис.7).

Ориентир – «ставка по бивалютной корзине»

Ставка по бивалютной корзине составляла на начало июня 4.57%. Повышение Европейским центральным банком базовой ставки с 3.75% до 4% прибавит около 11 б.п. к ставке по корзине. В текущем году существенное изменение ставок ФРС и ЕЦБ – как в сторону повышения, так и в сторону понижения - маловероятно. Поэтому значительные колебания ставки по корзине (за пределы диапазона 4.6% плюс-минус 20 б.п.) возможны, с нашей точки зрения, только в случае изменения пропорций самой корзины.

Рис. 7 – Диапазон изменения ставки по бивалютной корзине; ставки ОБР



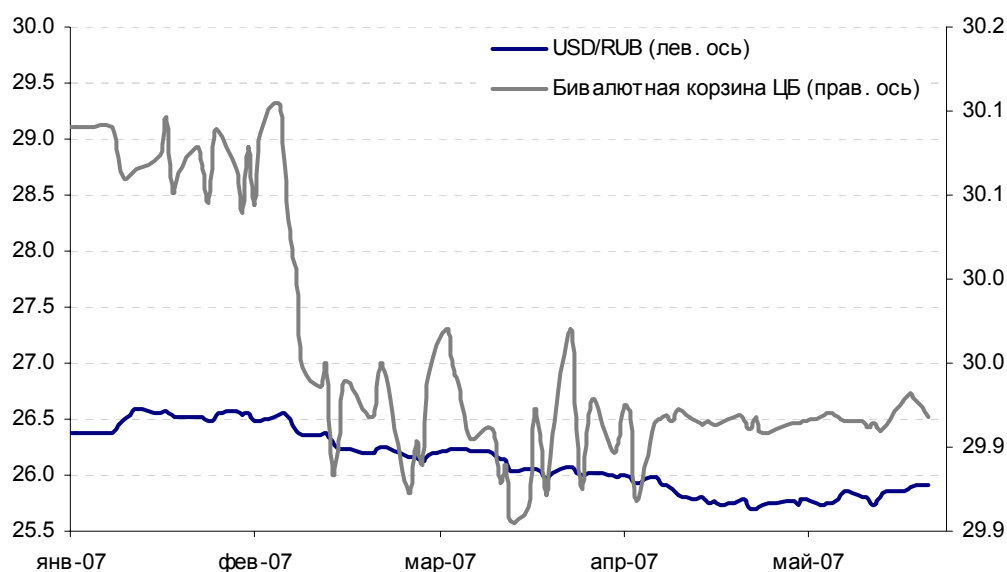
Источники: ЦБР, оценки Райффайзенбанка

Таким образом, Банк России имеет достаточно узкое пространство для маневра по процентным ставкам и зависит в этом смысле от глобальной конъюнктуры. По сообщению Reuters от 4 июня, г-н Игнатьев подтвердил, что Банк России не намерен существенно повышать процентные ставки по собственным инструментам именно из-за опасений вызвать новый приток спекулятивного капитала.

**Укрепление рубля –
единственный
эффективный
инструмент**

В результате валютный курс остается единственным эффективным инструментом борьбы с инфляцией. Это также подтверждается словами г-на Игнатьева о том, что Банк России «очень тщательно» изучит возможность дальнейшего номинального укрепления рубля. По нашему мнению, в качестве предупредительной меры ЦБ может укрепить рубль по отношению к бивалютной корзине уже в августе-сентябре. Дальнейшее укрепление рубля создает предпосылки для дополнительного притока капитала, и соответственно, продолжения периода высокой ликвидности и низких ставок.

Рис. 8 – Курс рубля к доллару США и к бивалютной корзине



Источник: ЦБР, оценки Райффайзенбанка

**Еще один источник
ликвидности –
«замедленное»
исполнение
бюджетных расходов**

Еще одним фактором, влияющим на уровень ликвидности в системе, является *бюджетная политика*. В 1-м полугодии 2007г. кассовое исполнение расходов существенно отстает от плана, заданного бюджетной росписью, причем разница между профинансированными расходами и их кассовым исполнением намного превышает прошлогодний уровень.

**Кассовое исполнение
отстает от
выделения
финансирования...**

Финансирование бюджетных расходов означает перевод средств на счета бюджетополучателей в казначействе или коммерческих банках. Кассовое исполнение подразумевает непосредственную оплату расходов за счет средств бюджета. Разрыв между финансированием и кассовым исполнением по сути представляет собой объем средств, которые уже поступили на счета бюджетополучателей, но еще не были израсходованы ими.

**... причем разрыв
растет гораздо
быстрее, чем год
назад**

По нашим оценкам, объем профинансированных, но неисполненных расходов бюджетополучателей, составил за 1-й квартал 2007г. около 270 млрд руб., а за апрель этот разрыв увеличился сразу на 510 млрд руб. и достиг 780 млрд. Мы отмечаем, что в 2007 г. разрыв растет на порядок быстрее, чем в 2006 г.: в прошлом году сумма неисполненных расходов по итогам 1-го полугодия составила лишь 266 млрд руб.

Выделенные денежные средства могут накапливаться на банковских счетах...

Денежные средства, уже выделенные из бюджета, но ожидающие кассового исполнения, обычно менее подвижны и имеют тенденцию оседать на банковских счетах (за исключением той части, которая остается на счетах в казначействе). Поэтому мы считаем, что увеличение разрыва между финансированием и кассовым исполнением бюджетных расходов может приводить к росту ликвидности банковской системы.

... и тем самым увеличивать избыток ликвидности в системе

Пропорция между средствами, перечисляемыми на счета в казначействе, и средствами, которые сразу попадают в банковскую систему, неизвестна. По этой причине невозможно оценить реальный рублевый приток ликвидности за счет «замедленного» использования бюджетных средств. Тем не менее, резкий рост неисполненных расходов в 2007 году позволяет предположить, что объем доступных банковской системе бюджетных ресурсов также вырос в абсолютном выражении и может вносить существенный вклад в избыток ликвидности на рублевом рынке.

Резюме:

- Роль главной причины роста рублевой денежной массы перешла от профицита счета текущих операций к счету движения капитала. Приток капитала достиг в 2007 году рекордных значений как следствие масштабных IPO российских компаний (прежде всего, допэмиссий Сбербанка и ВТБ) и роста внешних корпоративных заимствований. Однако приток капитала в значительной степени зависит от рыночной конъюнктуры и спекулятивных настроений инвесторов, поэтому *мы не исключаем возможности сильных кратковременных колебаний рублевой ликвидности и процентных ставок.*
- Дополнительным фактором избыточной ликвидности стали аукционы по продаже активов ЮКОСа. Денежные средства, полученные конкурсным управляющим от победителей аукционов, формируют свыше 80% от банковских депозитов в ЦБ РФ. Резкий отток этих денег вполне возможен уже в июне, но он вызовет скорее психологический эффект: средства ЮКОСа и сейчас изолированы на депозитах в ЦБ, поэтому их отток вряд ли способен существенно повлиять на реальный уровень ликвидности. В то же время, *негативная реакция рынка на резкое снижение депозитов вполне может вызвать рост процентных ставок на межбанковском рынке.*
- Профицит платежного баланса России останется фактором устойчивого роста рублевой денежной массы. При относительно высоких ценах на энергоносители сокращение ликвидности представляется маловероятным. При этом *сжатие ликвидности будет иметь краткосрочный характер.*
- Беспрецедентный рост денежной массы ставит под угрозу ориентиры Правительства и Банка России по годовой инфляции. Мы полагаем, что укрепление рубля остается единственным эффективным инструментом борьбы с инфляцией. *Дальнейшее укрепление рубля создает предпосылки для дополнительного притока капитала, и соответственно, продолжения периода высокой ликвидности и низких ставок.*

Мы считаем, что макроэкономическая ситуация в целом благоприятна для рынка рублевых облигаций. Даже в случае резких колебаний ставок на фоне движений внешнего рынка, мы рекомендуем воспользоваться снижением цен для новых покупок. В среднесрочной перспективе мы ожидаем продолжения укрепления рубля и не видим существенных причин для роста процентных ставок.

 ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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

Аналитика

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

 Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

 Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@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

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.