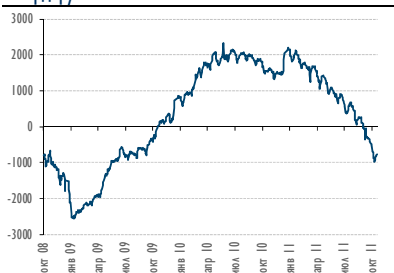



**ГАЗПРОМБАНК**

## Рублевый рынок: когда 1 трлн руб. – больше чем 1 трлн руб.

Динамика чистой ликвидной позиции банков, млрд руб.



Источник: ЦБ РФ, Минфин, расчеты Газпромбанка

Похоже, ситуация с рублевой ликвидностью обретает большую ясность. На прошлой неделе Минфин заявил о том, что «ноябрьские» депозиты будут пролонгированы – по нашему мнению, как минимум на месяц. Вчера был подписан указ о внесении изменений в закон о бюджете на 2011 г., который должен свестись «в ноль», что с учетом накопленного за первые 9 месяцев профицита предполагает нетто-поступления из бюджета на уровне 1 трлн руб., что примерно соответствует сумме задолженности перед Минфином.

Неизвестными штрихами пока остаются операции ЦБ на валютном рынке, а также объем средств Минфина на депозитах, который будет перенесен на следующий год (в дополнение к уже пролонгированным 370 млрд руб.).

В данном комментарии мы обращаем внимание на те факторы, которые могут усилить положительный эффект от роста трат бюджета на рублевую ликвидность до конца года, несмотря на то, что значительная часть нетто-расходов бюджета уйдет на замещение депозитов и задолженности по РЕПО. К ним мы в первую очередь относим:

- ▶ **Более дешевый источник фондирования.** Значительная часть расходов осядет на текущих счетах компаний и физических лиц в банках. Процентная ставка по данным счетам не превышает 1-2%, в то время как ставка по месячным депозитам составляла 6,5% (средневзвешенная ставка по портфелю депозитов – 6,09%).
- ▶ **Более равномерное распределение ликвидности.** Доступ к депозитным аукционам имеют 34 российских банка. Активно пользуются данной возможностью порядка 8–10 представителей сектора: на них приходится порядка 86–90% привлеченных депозитов (по данным 101-й формы, ежемесячно публикуемой на сайте ЦБ РФ), при этом около 2/3 – на 4 ведущих банка. Судя по всему, не всем банкам удастся заместить депозиты приходом денег из бюджета. Возможно, им придется воспользоваться РЕПО, но нельзя исключить варианта, что до конца года СД ЦБ примет решение о возобновлении беззалоговых аукционов. Это, помимо прочего, может служить аргументом в пользу того, что еще часть депозитов будет пролонгирована на будущий год, что в свою очередь поспособствует росту остатков на корсчетах и депозитах.
- ▶ **Более длинные деньги?** Неоднозначно. С одной стороны, банки получают депозит Минфина на фиксированный период (средневзвешенный оставшийся срок составляет 1,3 месяца), с другой стороны, им придется ориентироваться на средние остатки по счетам клиентов при прогнозировании своей ликвидной позиции и ожидать традиционного снижения остатков в первые месяцы следующего года в период налоговых платежей.

### Прогнозируемое нетто-изменение ликвидности в банковской системе РФ до конца года\*

Источник	Дата	Сумма, млрд руб.
Погашение ОФЗ-25063	09.11.2011	30
Размещение ОФЗ на срок 4-10 лет	ноя.-дек.	0-50
Выплаты купонов по ОФЗ	ноя.-дек.	11,9
Бюджет, нетто-поступления	ноя.-дек.	900-1100
Возврат средств Минфину	см. график погашений	-648,6
Прирост наличности	дек.	-(250-400)
<b>Итого до конца года</b>		<b>+(60-100)</b>

\*без учета операций РЕПО с ЦБ

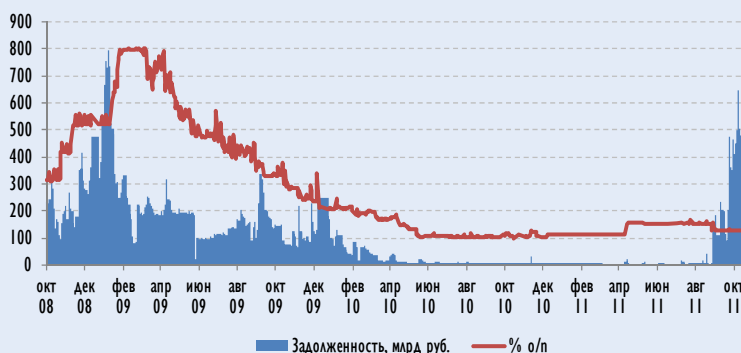
Источник: Минфин, оценки Газпромбанка

Анна Богдюкевич  
+7 (495) 983 18 00, доб. 5 40 85  
Anna.Bogdyukovich@gazprombank.ru

Алексей Демкин, CFA  
+7 495 980 43 10  
Alexey.Demkin@gazprombank.ru



## Ставки и объемы задолженности по операциям однодневного прямого РЕПО с ЦБ



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

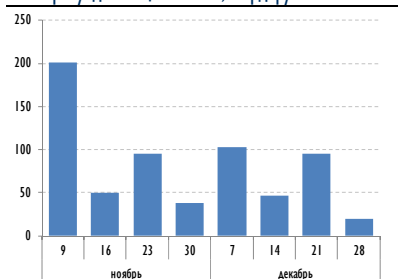
**Приток ликвидности за счет бюджета окажется на 719 млрд руб. больше прогнозируемого благодаря росту доходов правительства**

Президент РФ Д. Медведев вчера утвердил изменения в федеральный бюджет. Согласно поправкам, принятым Госдумой 21 октября и одобренным Советом Федерации 26 октября, по итогам 2011 г. ожидается нулевой дефицит бюджета: иными словами, увеличение доходов за счет более высоких, чем ожидалось, цен на нефть практически в полном объеме пойдет на покрытие прогнозируемого ранее дефицита. В предыдущей редакции закона о бюджете правительство ожидало итогового превышения расходов над доходами в размере 719 млрд руб., что сопровождалось бы эквивалентным сокращением рублевой ликвидности в банковской системе.

**Динамика помесечных изменений суммы остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ (красным обозначено снижение, синим – рост)**

Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

График возврата бюджетных средств с депозитов Минфину до конца 2011 г., млрд руб.



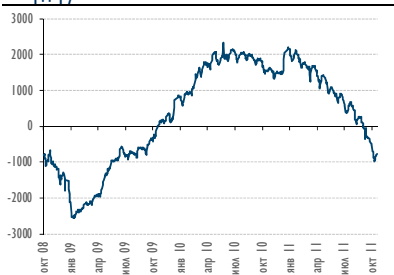
Источник: Минфин

Согласно последним данным, федеральный бюджет РФ в январе – сентябре 2011 г. был исполнен с профицитом в 1,09 трлн руб. Таким образом, в октябре – декабре в финансовую систему должна поступить ликвидность в сопоставимом объеме. Учитывая, что в октябре увеличения темпов расходования государственных средств не наблюдалось, основной приток (по нашим оценкам – около 1,0 трлн руб.), по всей видимости, придется на два последних месяца года.

Стоит отметить следующее: временно свободные средства федерального бюджета (по сути – накопленный и еще не потраченный профицит) практически в полном объеме размещены на депозитах в коммерческих банках: задолженность кредитных организаций перед Минфином составляет 1,02 трлн руб., из которых более 370 млрд руб. будут погашены только в 2012 г. При этом Минфин планировал на протяжении ноября рефинансировать погашаемые депозиты в необходимом объеме (до конца месяца

банкам предстоит привлечь порядка 385 млрд руб. для выплаты бюджетных депозитов Минфина). Отметим, однако, что средства, скорее всего, будут предоставляться на короткий срок. В частности, в рамках сегодняшнего аукциона ведомство предоставило банкам 180,7 млрд руб. до 14 декабря. Таким образом, ближе к концу года, по всей видимости, произойдет замещение одного источника ликвидности (бюджетных аукционов Минфина) другим (бюджетными расходами).

**Динамика чистой ликвидной позиции банков, млрд руб**



Источник: ЦБ РФ, Минфин, расчеты Газпромбанка

Подобное замещение одного источника ликвидности другим все же может быть выгодным для банковской системы. Так, чистая ликвидная позиция банков (которая в настоящий момент находится в глубоком минусе и составляет около -760 млрд руб.) может существенно улучшиться, поскольку пополнение остатков на корсчетах будет сопровождаться сокращением задолженности перед Министерством финансов. Так, даже при сохранении текущего уровня остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ (708,7 млрд руб. по состоянию на утро 8 ноября), сопоставимое сокращение задолженности перед Минфином (-650 млрд руб. до конца года – см. график погашений) приведет к росту ЧЛП до -110 млрд руб.

Кроме того, распределение ликвидности между кредитными организациями может стать более равномерным: средства в рамках аукционов Минфина привлекались преимущественно банками первого эшелона, в то время как список банков, в которых открыты счета предприятий, являющихся реципиентами бюджетных средств, может быть значительно шире. Стоит, однако, отметить, что средний срок нахождения средств на корсчетах кредитных организаций с трудом поддается прогнозированию, в связи с чем спрос на инструменты рефинансирования – теперь уже со стороны ЦБ – может оставаться высоким из-за необходимости активного управления ликвидностью. В частности, наибольшим спросом среди инструментов ЦБ пользуется прямое РЕПО: задолженность по нему на протяжении последних полутора месяцев колебалась в интервале от 100 до 650 млрд руб.

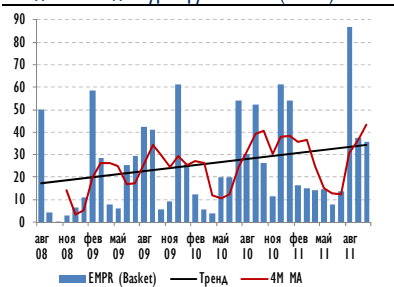
### Политика ЦБ на валютном рынке

Политика ЦБ на валютном рынке в первые два месяца осени стала инструментом абсорбирования ликвидности. После практически нулевых интервенций на валютном рынке в августе, в результате чего рубль находился фактически в свободном плавании, объем нетто-продаж валюты за сентябрь-октябрь составил 12,6 млрд в долларовом эквиваленте. При среднем курсе российской валюты по отношению к доллару на уровне 31 руб. за соответствующий период, это эквивалентно оттоку рублевой ликвидности из банковской системы в объеме 390 млрд руб.

Таким образом, ЦБ пока не торопится отказываться от валютного таргетирования, хотя политика постепенно смещается в сторону большей свободы курсообразования. Так, индекс свободы рубля (EMPR Basket) в сентябре – октябре составлял 36–37 п. (из возможных 100, эквивалентных полному отсутствию вмешательства со стороны регулятора), что выше среднего значения индикатора к моменту начала его подсчета (25,3 п.), но по-прежнему невысоко.

Мы полагаем, что в случае отсутствия внешнего давления на рубль в сторону ослабления политика ЦБ на валютном рынке перестанет быть инструментом абсорбирования рублевой ликвидности, однако источником средств она сможет стать только в случае существенного укрепления рубля, что в текущих условиях представляется нам маловероятным. Наш прогноз по курсу доллара на конец года – 30 руб. Отметим также, что, согласно уточненному прогнозу ЦБ, отток капитала в 2011 г. составит 73,6 млрд дол., при этом по итогам 9 месяцев текущего года этот показатель почти достиг 50 млрд дол. Иными словами, в четвертом квартале из страны может «уйти» еще 24,3 млрд дол. В результате продажа валюты ЦБ может оказать давление на рублевую ликвидность.

**Индекс свободы курса рубля EMPR (Basket)**



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, расчеты Газпромбанка



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

### Управление анализа фондового рынка

#### Стратегия на фондовом рынке

**Андрей Богданов**

**Анна Богдокевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Металлургия

**Наталья Шевелева**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21448

**Сергей Канин**

+7 (495) 988 24 06

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

#### Технический анализ рынков и акций

**Владимир Кравчук, к. ф.-м. н**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

#### Банковский сектор

**Андрей Клапко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

#### Макроэкономика

**Анна Богдокевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Транспорт и машиностроение

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

**Татьяна Андриевская**

+7 (495) 287 62 78

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**

+7 (495) 980 43 89

**Александр Назаров**

+7 (495) 980 43 81

#### Электроэнергетика

**Дмитрий Котляров**

+7 (495) 913 78 26

#### Телекоммуникации и медиа

**Андрей Богданов**

+7 (495) 988 23 44

**Анна Курбатова**

+7 (495) 913 78 85

### Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

**Алексей Демкин, CFA**

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

### Кредитный анализ

**Яков Яковлев**

+7 (495) 988 24 92

**Юрий Тулинов**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

### Департамент рынков фондового капитала

**Константин Шапшаров**

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

**Мария Братчикова**

+7 (495) 988 24 03

**Артем Спасский**

+7 (495) 989 91 20

**Светлана Голодкина**

+7 (495) 988 23 75

#### Трейдинг

**Александр Питалефф**

+7 (495) 988 24 10

**Денис Войниконис**

+7 (495) 983 74 19

**Антон Жуков**

+7 (495) 988 24 11

### Управление рынков фондового капитала

**Алексей Семенов, CFA**

директор

+7 (495) 989 91 34

### Управление электронной торговли

**Максим Малетин**

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

#### Продажи

**Александр Лежнин**

+7 (495) 988 23 74

**Анна Нифанова**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

#### Трейдинг

**Денис Филиппов**

+7 (495) 428 49 64

**Дамир Терентьев**

+7 (495) 983 18 89

**Тимур Зубайраев, CFA**

+7 (495) 913 78 57

#### Региональные продажи

**Александр Погодин**

+7 (495) 989 91 35

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

### Управление рынков заемного капитала

**Игорь Ешков**

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

### Управление торговли и продаж долговых инструментов

**Андрей Мионов**

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

**Илья Ремизов**

+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Кузнецов**

+7 (495) 428 49 80

**Вера Ярышкина**

+7 (495) 980 41 82

**Себастьян де Принсак**

+7 (495) 989 91 28

**Роберто Пещименти**

+7 (495) 989 91 27

#### Трейдинг

**Елена Капица**

+7 (495) 988 23 73

**Дмитрий Рябчук**

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 – 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.