



2 декабря 2015 г.

Денежный рынок: декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

Из-за нетипичной динамики факторов ликвидности крупный бюджетный приток в декабре 2015 г. под вопросом

В отличие от прежних лет сейчас бюджет не изымает, а наполняет ликвидность - объем вливаний в январе-ноябре ~900 млрд руб.

Рекордную активизацию госрасходов мы связываем, в т.ч. с возможностью их финансирования из Резервного фонда

В последние годы наблюдается существенное облегчение ситуации с рублевой ликвидностью после 20-х чисел декабря, когда в банковскую систему поступает ставший уже привычным значительный объем бюджетных вливаний. Обычно это вызывает резкое снижение ставок в самые последние дни декабря и в январе, когда рынок возвращается к работе после длительных праздников. Участники рынка уже начали воспринимать это событие как данность. Но с самого начала этого года бюджетные потоки и другие факторы ликвидности ведут себя нетипично. В связи с этим возникает вопрос, стоит ли по-прежнему рассчитывать на сильный приток из бюджета в декабре?

"Бюджетный навес" в конце года связан с тем, что из-за неравномерного расходования бюджетных средств непропорционально большая доля госрасходов приходится на декабрь (около 18-20% годовых расходов). Из них основная часть - на 25-31 декабря. Прежде из-за этого консолидированный бюджет, начиная с января и вплоть до декабря, был профицитным (налоговые платежи в бюджет превышали приток госрасходов), что означало нарастание изъятий средств из банковского сектора на бюджетные счета. В этом году ситуация обратная, то есть до декабря бюджет не изымал, а наполнял систему ликвидностью (см. Рис. 1.). С самого начала 2015 г. (январь-ноябрь) бюджет исполнен с дефицитом, причем объем связанных с этим вливаний впечатляет – по нашим оценкам, около 900 млрд руб.

Мы отмечаем, что дефицит консолидированного бюджета возник только из-за рекордного для последних лет дефицита федерального бюджета, тогда как сальдо субъектов, напротив, оставалось положительным. Это нетипичное явление (обычно в 1-3 кв. федеральный бюджет профицитный) произошло из-за неожиданного всплеска федеральных госрасходов уже в начале года: за 4 мес. были израсходованы рекордные 36% годового плана, за январь-октябрь - 79%. Такую активизацию госрасходов мы, в том числе, связываем с тем, что с первых месяцев года Минфин мог финансировать бюджетные расходы за счет средств Резервного фонда, тогда как ранее на достижение такой же скорости расходования бюджетных средств у ведомства могли уйти месяцы: для их обеспечения Минфину сначала необходимо было бы накопить достаточный объем поступлений от налогов.

Рис. 1. Динамика профицита/дефицита консолидированного бюджета

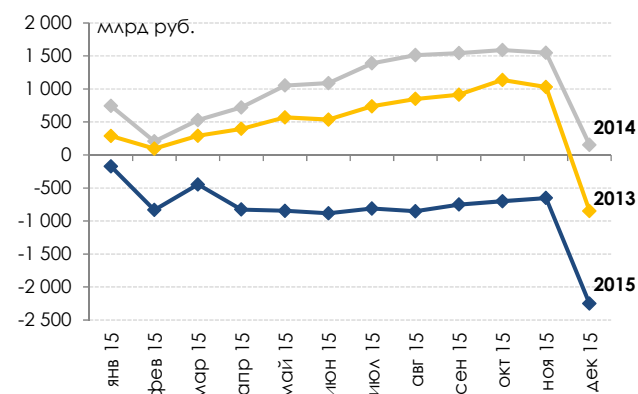
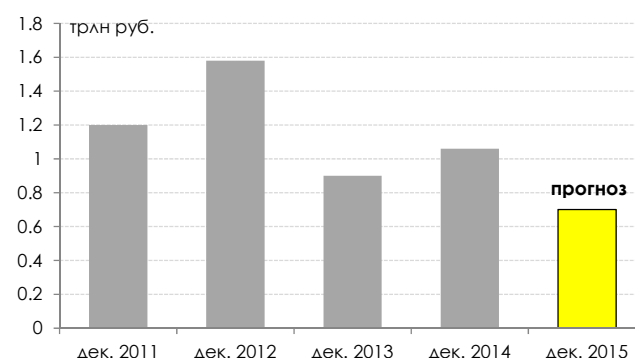


Рис. 2. Динамика нетто-притока ликвидности, связанного с бюджетными операциями



Источник: ЦБ, Минфин, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

Учитывая сколько госрасходов было реализовано на текущий момент, в декабре 2015 г. в банковскую систему должен поступить существенно меньший приток рублевой

В декабре 2015 г. в банковскую систему теперь должен поступить гораздо меньший приток из бюджета: около +700 млрд руб. с учетом госбумаг и погашения депозитов Казначейства

При сезонном оттоке 750 млрд руб. из-за роста наличности, в итоге нетто-притока ликвидности в декабре не будет

ликвидности, чем в прошлые годы. По нашим оценкам, приток бюджетных средств в декабре 2015 г. должен составить около 1,7 трлн руб. в сравнении с 1,9 трлн руб. в декабре 2014 г. Но итоговые бюджетные поступления будут гораздо меньше: из этой суммы необходимо вычесть объем погашений задолженности по депозитным аукционам с Казначейством и результат размещения госбумаг. Учитывая, что дефицит бюджета сейчас покрывается в основном за счет средств Резервного фонда, в декабре 2015 г. банкам необходимо будет погасить весь текущий объем задолженности по депозитным аукционам Казначейства (около 1 трлн руб.), так как ведомству нужно будет вернуть ранее размещенный объем средств для обеспечения крупных госрасходов. Нетто-размещение госбумаг сейчас минимально, а вот 1 трлн руб., который будет потрачен на погашение депозитов перед Казначейством, сократит итоговой приток от операций с бюджетом в банковскую систему в декабре 2015 г. до 700 млрд руб. - это абсолютный минимум за последние 5 лет (см. Рис. 2.).

Кроме того, в декабре есть еще один фактор, существенно снижающий уровень ликвидности - сезонное увеличение наличности в обращении: население снимает со счетов зарплаты и премии, создает запас наличности перед новогодними праздниками, активизирует покупки. Ранее изъятия рублевой ликвидности через этот канал полностью перекрывались бюджетными поступлениями, поэтому не создавали сильного негативного эффекта для ставок. Но в декабре этого года увеличение наличности, по нашим оценкам, может изъять из банковского сектора порядка 750 млрд руб. Это больше, чем оцениваемый нами оставшийся чистый бюджетный приток в размере 700 млрд руб., а значит, по итогам декабря никакого притока рублевой ликвидности не будет.

Таблица 1.

| Млрд руб. | Приток средств из бюджета (1) | Изменение наличности в обращении (2) | Нетто-приток (1)+(2) |
|------------------------------|-------------------------------|--------------------------------------|----------------------|
| 26-31 декабря 2012 г. | 1300 | -370 | 930 |
| 26-31 декабря 2013 г. | 1060 | -340 | 720 |
| 18-25 декабря 2014 г. | 580 | -710* | -130 |
| 25-31 декабря 2014 г. | 940 | 80* | 1020 |
| 25-31 декабря 2015 г. | 750 | -400 | 350 |
| декабрь 2015 г. | 1700 | -750 | -50** |

* для декабря 2014 г. мы включили дополнительный период, поскольку наблюдаемый 18-25 декабря 2014 г. ранний всплеск спроса на наличность (в том числе из-за активных изъятий депозитов населением) сильно исказил привычную сезонность

** также с учетом погашения 1 трлн руб. задолженности банков по депозитам Казначейства

Источник: ЦБ, Минфин, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

Таким образом, большую часть декабря ситуация с рублевой ликвидностью будет ухудшаться. По нашим оценкам, с 1 до 25 декабря будет наблюдаться чистый отток рублевой ликвидности из банковского сектора, который может составить около 400 млрд руб. Приток произойдет только 25-31 декабря 2015 г., да и то будет в разы меньше, чем в предыдущие годы - по нашим расчетам, только 350 млрд руб. против 1 трлн руб. 25-31 декабря 2014 г. и 900 и 700 млрд руб. в эти дни в 2012-2013 гг. (см. Таблицу 1).

Расширение лимитов недельного РЕПО решит проблему не полностью, давление на о/п ставки МБК останется

Безусловно, отток средств, который возникнет до 25 декабря из-за погашения задолженности по депозитным аукционам Казначейства и других факторов ликвидности, может быть компенсирован расширением ЦБ лимитов недельного РЕПО. Однако даже сейчас при довольно комфортной с точки зрения остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ ситуации с рублевой ликвидностью (~1,9 трлн руб.) короткие ставки МБК остаются на 50-60 б.п. выше ключевой ставки ЦБ. Мы склонны связывать это с неравномерностью

2 декабря 2015 г.

В начале 2016 г.
"бюджетного навеса",
который прежде мог
превышать 500 млрд руб.,
не будет

распределения рублевой ликвидности по банковской системе. Поэтому мы полагаем, что даже в условиях возможности получения банками нового рефинансирования от регулятора оцениваемый нами отток средств до 25 декабря (-400 млрд руб.) способен создать существенное давление на ставки денежного рынка. При этом ожидаемый в конце декабря нетто-приток (350 млрд руб.) будет значительно меньше, чем в предыдущие годы и не сможет создать значительного позитивного эффекта на ставки.

Мы учитываем, что в январе-феврале 2016 г. на фоне снижения уровня наличности в обращении существенная часть рублевых средств может вернуться в банковский сектор. Однако нужно понимать, что такого переходящего через год "бюджетного навеса", который прежде мог превышать 500 млрд руб., теперь уже не будет.

Мария Помельникова
maria.pomelnikova@raiffeisen.ru
+7 495 221 9845



#RAIF: Macro Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес 119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон (+7 495) 721 9900
Факс (+7 495) 721 9901

Аналитика

| | | |
|--------------------|------------------------|------------------------------|
| Анастасия Байкова | research@raiffeisen.ru | (+7 495) 225 9114 |
| Денис Порывай | | (+7 495) 221 9843 |
| Мария Помельникова | | (+7 495) 221 9845 |
| Антон Плетенев | | (+7 495) 221 9801 |
| Ирина Ализаровская | | (+7 495) 721 99 00 доб. 8674 |

Продажи

| | | |
|-----------------------|---------------------|-------------------|
| Антон Кеняйкин | sales@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9978 |
| Анастасия Евстигнеева | | (+7 495) 721 9971 |
| Александр Христофоров | | (+7 495) 775 5231 |
| Александр Зайцев | | (+7 495) 981 2857 |

Торговые операции

| | | |
|-------------------|--|-------------------|
| Вадим Кононов | | (+7 495) 225 9146 |
| Карина Клевенкова | | (+7 495) 721-9983 |
| Илья Жила | | (+7 495) 221 9843 |

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

| | | |
|----------------|--|-------------------|
| Олег Гордиенко | | (+7 495) 721 2845 |
|----------------|--|-------------------|

Выпуск облигаций

| | | |
|--------------------|---------------------|-------------------|
| Олег Корнилов | bonds@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 2835 |
| Александр Булгаков | | (+7 495) 221 9848 |
| Михаил Шапедько | | (+7 495) 221 9857 |
| Елена Ганушевич | | (+7 495) 721 9937 |

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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 и другие финансовые инструменты. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.