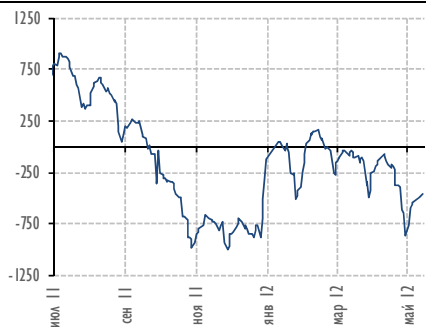



**ГАЗПРОМБАНК**

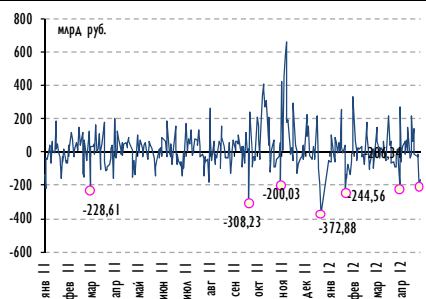
## Денежный рынок в мае: в плену глобальной волатильности

### Динамика чистой ликвидной позиции



Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

### Чистое кредитование банковского сектора со стороны ЦБ (без учета валютных интервенций)



Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

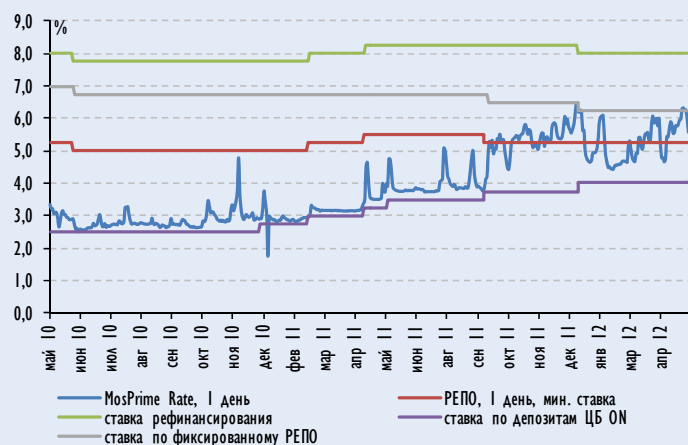
### Объем торгов на рынке междилерского РЕПО



Источник: ММВБ-РТС

- ▶ Последняя неделя апреля и первая декада мая 2012 г. привнесли много неопределенности на денежный рынок. Именно в эти периоды банки все чаще стали обращаться к фиксированному РЕПО с ЦБ. Как расценивать данные эпизоды: как рыночный шум, или как сигналы, предвещающие новые, небывалые до этого, глубины дефицита ликвидности?
- ▶ По состоянию на 15 мая чистая ликвидная позиция опустилась до -0,46 трлн руб. С учетом ожидаемых притоков и оттоков денежных средств, мы полагаем, что на конец мая обязательства банков перед ЦБ и Минфином превысят их наиболее ликвидные активы (корсчета и депозиты в ЦБ) на 1,1 трлн руб. Подобная ситуация была характерна для наиболее напряженных месяцев 2011 г.: октябрь - декабрь.
- ▶ В мае-месяце будут наиболее ощутимы оттоки, связанные с уплатой федеральных налогов (1,3 трлн руб. в базовом варианте прогноза), которые далеко не в полной мере могут быть компенсированы притоком госрасходов (около 0,9 трлн руб. – к уточненной росписи федерального бюджета). Значимость валютного канала поступления рублевой ликвидности может ослабнуть вследствие большого числа выходных дней и девальвации рубля.
- ▶ Процентные ставки рынков МБК и междилерского РЕПО могут выйти на 5-ти месячный максимум и приблизиться к значениям декабря 2011 г. (6,0–6,25% - овернайт для банков первого круга; 6,50–6,60% – РЕПО под обеспечение ОФЗ и облигаций первого эшелона для банков второго круга). Наибольший рост ставок придется на 25–30 мая (300 млрд руб. – расчеты по акцизам, НДС, 380 млрд руб. – уплата налога на прибыль, 10,7 млрд руб. – возврат Минфину, 35 млрд руб. – аукцион новой ОФЗ).
- ▶ Тактика регулятора будет направлена на снижение волатильности денежного рынка, что требует поддержания объемов недельного РЕПО на уровне 800–850 млрд руб. при увеличении лимитов по 1-дневному РЕПО (в периоды пиковых выплат) до 150–200 млрд руб. Как раз сегодня ЦБ предложил банкам в общей сложности 940 млрд руб. (при спросе 704,1 млрд руб.), что позволило не только компенсировать оттоки ликвидности, связанные с выплатами по страховым взносам (около 350 млрд руб.), но и способствовало небольшому снижению ставок междилерского РЕПО (на 5 б.п.)

### Динамика процентных ставок денежного рынка



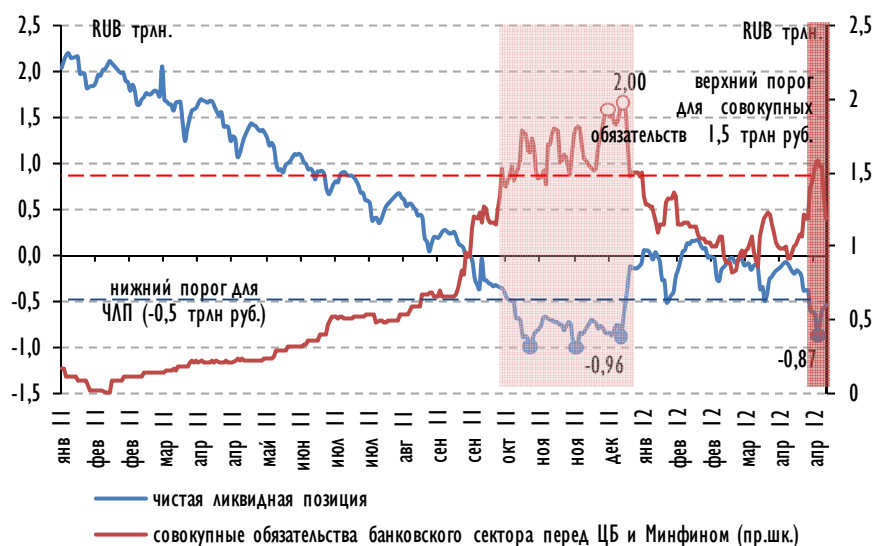
Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка



## Чистая ликвидная позиция: двукратный провал?

Апрель и первая декада мая прошли под знаком возросшей волатильности денежного рынка. К сожалению, ситуация складывается таким образом, что дефицит ликвидности только продолжает усиливаться. С начала апреля чистая ликвидная позиция колебалась в диапазоне от -0,6 трлн руб. до -0,2 трлн руб., оставаясь все время в отрицательной области (см. Диаграмму 1).

Диаграмма 1. Динамика чистой ликвидной позиции и совокупных обязательств банков, янв 2011 – май 2012



Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

К началу налогового периода текущего месяца совокупные обязательства банковского сектора превышают его ликвидные активы почти на 500 млрд руб. – ситуация, характерная для наиболее напряженных с ликвидностью месяцев 2011 г. (октябрь–декабрь). Напомним, что в указанный период ставки рынка МБК для банков первого круга не опускались ниже 4,75–5,00%, а основная масса операций приходилась на диапазон 5,25–5,50%. Максимальные котировки (5,75–6,00%) выставлялись в дни, когда чистая ликвидная позиция «проваливалась» ниже -0,8 трлн руб. В декабре 2011 г. ситуация была исправлена значительным притоком госрасходов (2,1 трлн руб.). В мае 2012 г. расходы федерального бюджета ожидаются на уровне 0,9 трлн руб., а налоговые платежи составят около 1,3 трлн руб. При этом на фоне усиления оттока капитала и ослабления рубля ЦБ может перейти от покупки валюты к ее продаже. Иными словами, общий объем рублевой ликвидности рискует сжаться до рекордно низкого уровня, и чистая ликвидная позиция может опускаться ниже минимумов 2011 г.

В апреле текущего года уже появлялись первые сигналы для критического развития событий: 28-го числа – когда банкам надо было рефинансировать 390 млрд руб. по 1-дневному РЕПО с ЦБ и выплатить около 400 млрд руб. по налогу на прибыль. Кроме того, необходимо было зарезервировать 504 млрд руб. для исполнения 2 мая второй части недельного РЕПО. Установленного в тот день лимита по аукционам с ЦБ (850 млрд руб.) не хватило для покрытия потребностей в объеме, эквивалентном 450 млрд руб. В результате утром 28 апреля банки первого круга выставляли котировки на рекордно высоком уровне (6,65–6,75%). От негативного сценария в тот момент денежный рынок спасла благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура. В целом за апрель ЦБ продал около 110 млрд руб. В мае ситуация складывается принципиально иным образом.



## Факторы формирования ликвидности: вся надежда на ЦБ

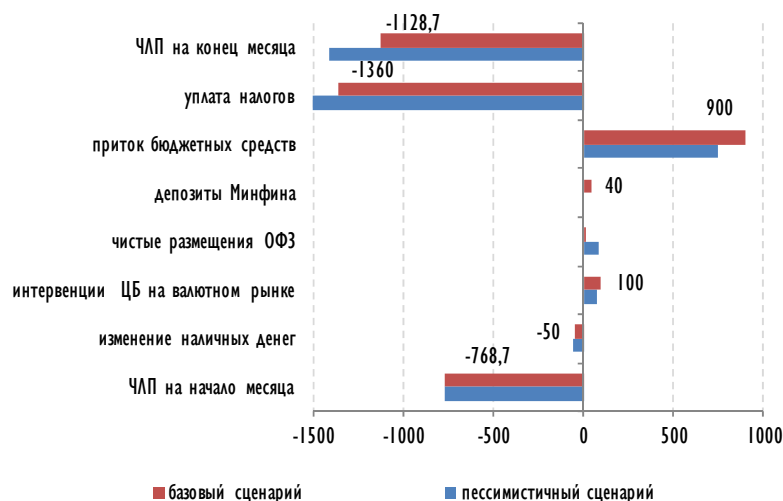
Динамика чистой ликвидной позиции и отдельных ее составляющих до конца мая (см. табл. 1) будет определяться такими факторами, как общий уровень ликвидности банковского сектора, рефинансирование ЦБ на уровне прироста совокупных обязательств банков перед государством, объемы налоговых выплат, потоки ликвидности, связанные с исполнением консолидированного бюджета, валютные интервенции и изменение денежной базы.

Таблица 1. Прогноз показателей чистой ликвидной позиции на май 2012 (базовый сценарий)

	на начало месяца			минимум			максимум			на конец месяца		
	млрд руб.	изм. к апр 12	изм. к маю 11	млрд руб.	изм. к апр 12	изм. к маю 11	млрд руб.	изм. к апр 12	изм. к маю 11	млрд руб.	изм. к апр 12	изм. к маю 11
корсчета + депозиты	706,4	-24%	-20%	646,4	-8%	-16%	1 200	-7%	-7%	650	-5%	-12%
совокупные обязательства перед ЦБ и Минфином	1 531,1	34%	542%	1 180	29%	440%	1 900	20%	537%	1 900	21%	557%
чистая ликвидная позиция	-768,7			-1 100			-768,7			-1 100		

Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

Диаграмма 2. Прогноз основных факторов формирования ликвидности в мае 2012, млрд руб.



Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

Прогноз основных факторов формирования ликвидности в мае (см. Диаграмму 2) строился, исходя из следующих базовых предположений и сценарных условий:

1. объем сжатия денежной базы соответствует удержанию годовой инфляции на уровне 3,6–3,8%;
2. валютные интервенции ЦБ будут осуществляться в том случае, если рубль к бивалютной корзине находится в пределах диапазона 32,6–33,6 руб.;
3. расходы консолидированного бюджета составят 6–7% к годовой росписи, что характерно для бюджетной дисциплины на протяжении последних трех лет;
4. суммы налогов, подлежащие перечислению в федеральный бюджет, будут находиться на уровне тренда 2011 г. с учетом факторов сезонности;
5. по плану Минфина, чистые размещения ОФЗ составят около 84,5 млрд руб. (с учетом купонных выплат и амортизации), однако, принимая во внимание относительно неудачные аукционы апреля (35,5% от заявленного объема эмиссии) и возможное ухудшение конъюнктуры долгового рынка, мы не исключаем, что реальные объемы размещений окажутся ниже;



6. в базовом сценарии Минфин может увеличить объем бюджетных средств, размещенных на депозитах банков, до 40 млрд руб. в связи с необходимостью сглаживания напряженности на денежном рынке. В случае реализации пессимистичного сценария банки возвращают 37,7 млрд руб., не получая ничего взамен.

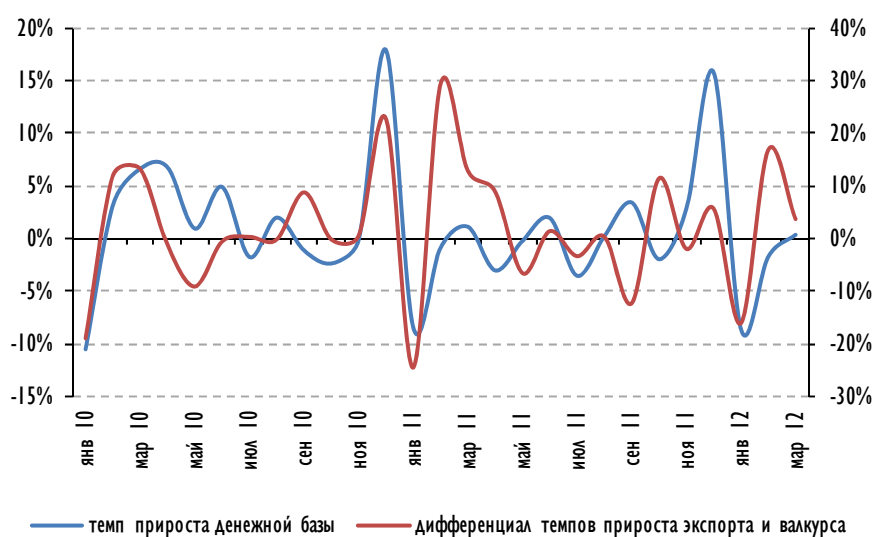
Для базового сценария значение чистой ликвидной позиции на конец месяца составит примерно -1,1 трлн руб., для пессимистичного -1,4 трлн руб. При этом возможно, что в обоих случаях ситуация на денежном рынке будет напоминать наиболее тяжелые месяцы 2011 г. – ноябрь–декабрь.

Мы полагаем, что при таком положении вещей Банк России должен выделить больше средств на сглаживание волатильности денежного рынка. В терминах основных операций рефинансирования это означает поддержание объемов недельного аукционного РЕПО с ЦБ на уровне 800–850 млрд руб. В периоды пиковых оттоков лимиты по 1-дневному РЕПО должны быть увеличены до 150–200 млрд руб.

### Денежная база

Динамика денежной базы (в широком определении) во многом носит сезонный характер. Однако на протяжении всего 2012 г. она достаточно стремительно сокращалась. Это обусловлено желанием регулятора сдерживать нарастающие инфляционные риски и подготовить некоторый «запас прочности» перед июльской индексацией тарифов. В целом предложение денег в России определяется за счет внешнеэкономических факторов. Эмиссия наличных денег в обращении учитывает прирост экспортной выручки, а также чистый приток капитала (см. Диаграмму 3).

Диаграмма 3. Механизм формирования предложения денег, январь 2010 – май 2012



Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

По итогам майского заседания совета директоров ЦБ известно, что нормативы обязательных резервов оставлены без изменения. Соответственно этот фактор можно не учитывать при прогнозировании денежной базы. Кроме того, мы полагаем, что соотношение между массой наличных денег и вкладов до востребования будет оставаться постоянным (0,28–0,30), а доля наличных денег в составе денежной базы будет находиться на линии тренда с учетом сезонности.

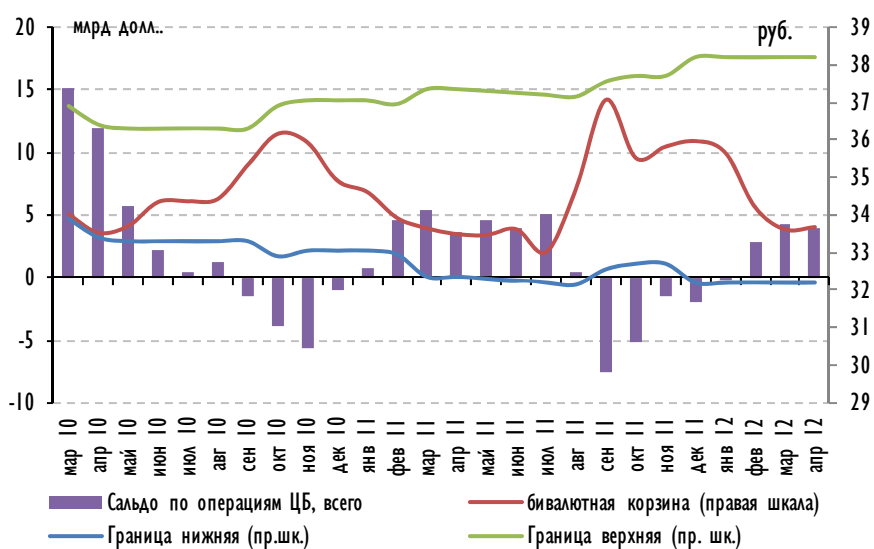
Учитывая основные тенденции платежного баланса, мы прогнозируем сезонное сокращение денежной базы по итогам мая 2012 г. на 1,5–2,0%, в т.ч. за счет уменьшения объема наличных денег в обращении на 1% или 50–60 млрд руб.



## Операции Банка России на внутреннем валютном рынке

Жесткая денежно-кредитная политика в условиях дефицита ликвидности усиливает давление на обменный курс рубля (в сторону повышения). Принимая во внимание текущие границы операционного интервала для бивалютной корзины, ЦБ осуществляет покупки валюты в объеме 130–180 млн долл. ежедневно, если стоимость корзины находится в интервале 32,6–33,6 руб. При приближении к границам интервала дополнительно изымается еще 50 млн долл. в виде накопленных интервенций. В течение анализируемого периода корректировка границ операционного интервала не осуществлялась. В соответствии с официальными данными за апрель, ЦБ обеспечил приток рублевой ликвидности через валютный канал на общую сумму 110,0 млрд руб.

**Диаграмма 4. Динамика стоимости бивалютной корзины и сальдо по валютным интервенциям ЦБ в период с марта 2010 по апрель 2012**



Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

Фактическая динамика валютных курсов в апреле-мае способствовала дальнейшему наращиванию международных резервов ЦБ с 513,0 млрд долл. до 523,0 млрд долл. При этом роль валютного канала притока рублевой ликвидности за указанный период возросла.

На сегодняшний день существует высокая вероятность давления со стороны внешних негативных факторов, способных девальвировать рубль (глобальное неприятие риска, падение цен на нефть). В этом случае покупки иностранной валюты ЦБ сменятся ее продажей. При реализации негативного сценария для рубля и при дальнейшем усилении оттока капитала (в апреле он ориентировочно составил -8,0 млрд долл.) баланс по операциям ЦБ с валютой может стать отрицательным. Дефицит денежного рынка обострится.

В базовом варианте мы прогнозируем, что Банк России обеспечит приток рублевой ликвидности на сумму порядка 50-80 млрд руб. за счет операций на внутреннем валютном рынке.

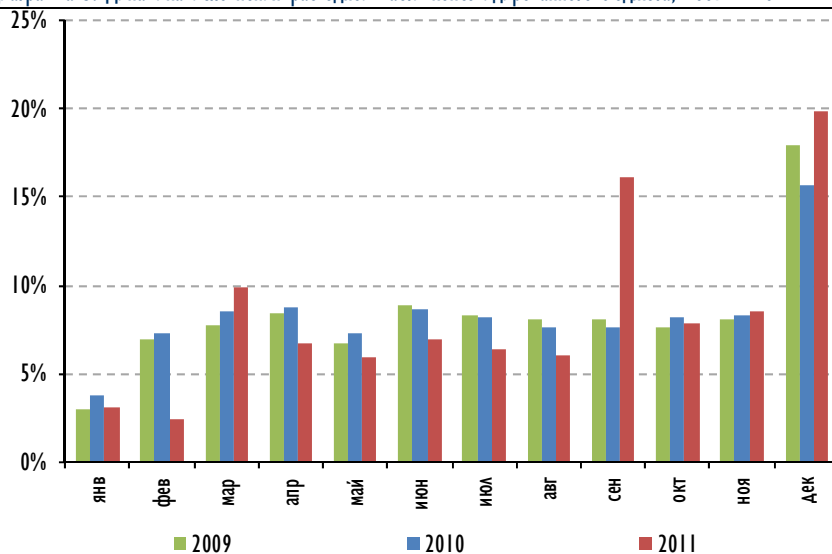
## Расходы госбюджета

Завершение предвыборной кампании-2012 оказало существенное влияние на величину дефицита федерального бюджета: по итогам 1-го квартала он оказался равен 121,3 млрд руб. или 0,9% ВВП. Первичный дефицит составил 9,9 млрд руб. (0,1% ВВП) против первичного профицита, эквивалентного 2,2% ВВП, в 2011 г. Столь существенная разница в балансе бюджета объясняется более высоким уровнем расходов в первые два месяца текущего года.



Учитывая бюджетную дисциплину, характерную для последнего месяца весны, мы прогнозируем расходы консолидированного бюджета на уровне 2 трлн руб., из которых около 45% (или 900 млрд руб.) придется на федеральный уровень.

Диаграмма 5. Динамика исполнения расходной части консолидированного бюджета, 2009 – 2011



Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

### Оттоки, связанные с уплатой налогов

Величина налоговых платежей в мае традиционно ниже аналогичных показателей предыдущего месяца. Принимая во внимание ухудшение конъюнктуры внешних рынков, мы полагаем, что сократятся поступления от экспорта. В совокупности доходы от внешнеэкономической деятельности обеспечивают около 60% бюджета. Со стороны внутренней экономики также существуют определенные проблемы, связанные с замедлением промышленного производства. Впрочем, отмеченные явления не являются критическими, и мы полагаем, что налоговые поступления в бюджет останутся на уровне тренда последних трех лет с учетом факторов сезонности, и прогнозируем следующие величины налоговых выплат на май 2012 г.:

1. 15 мая – уплата страховых взносов на обязательное страхование (350 млрд руб.);
2. 21 мая – уплата 1/3 НДС за 1 квартал 2012 г. («внутренний» НДС составит порядка 180 млрд руб.);
3. 25 мая – уплата акцизов и НДСПИ (в совокупности 280–300 млрд руб., без учета акцизов при ввозе);
4. 28 мая – уплата налога на прибыль (380 млрд руб.).

### Финансирование дефицита федерального бюджета

Важными событиями долгового рынка в текущем месяце будут анонсированные аукционы нового 10-летнего (16 мая, объем предложения – 20,0 млрд руб.) и 5-летнего выпусков ОФЗ (30 мая, 35 млрд руб.), а также размещение 23 мая 7-летнего ОФЗ-26208 объемом 35,0 млрд руб. При этом запланированы выплаты по ГСО-ФПС 39002 в размере 1,26 млрд руб. В случае удачных размещений чистое связывание ликвидности за счет ОФЗ должно составить 84,5 млрд руб., но если ситуация сложится аналогично апрельским аукционам (когда удалось разместить только 35,5% от заявленного объема эмиссии), то планы Минфина на май следует скорректировать до 30 млрд руб.



### Прочие факторы формирования ликвидности

Среди прочих факторов оттока ликвидности остаются возвраты денег Минфину с банковских депозитов. Всего до конца месяца предстоит вернуть 37,7 млрд руб. Более всего рынок ощутит воздействие этих оттоков 16 мая, когда накануне будут погашены обязательства по уплате страховых взносов на обязательное страхование. В базовом варианте мы рассчитываем на рефинансирование возвратов на уровне не ниже 40,0 млрд руб.

Влияние денежных потоков, связанных с размещением средств Фонда содействия реформированию ЖКХ и госкорпорации «РОСНАНО», несущественно, поскольку указанные организации, как правило, рефинансируют возвраты денег с банковских депозитов.

### Прогноз динамики ставок денежного рынка

Налоговый период мая будет крайне непростым для денежного рынка, прежде всего потому, что текущие значения чистой ликвидной позиции находятся вблизи отметки -0,5 трлн руб. Несмотря на то, что прогнозируемые оттоки в мае будут скромнее предшествующих двух месяцев, они все же ощутимым образом скажутся на ставках денежного рынка.

Безусловно, эскалация напряженности во многом будет зависеть от тактики ЦБ в области регулирования лимитов по 1-дневному аукционному РЕПО. В этой связи особенно примечательной была ситуация, сложившаяся 10 мая, когда вместо ожидаемых 100–150 млрд руб. регулятор предложил всего 10 млрд руб., что мгновенно отразилось на ставках рынков МБК и междилерского РЕПО. Однако существуют основания полагать, что в мае подобная ситуация не повторится. Сегодня (15 мая) регулятор выставил совокупный лимит по операциям РЕПО на уровне 940 млрд руб., что явно превысило потребности банковского сектора, имеющиеся на этот день. Регулятор тем самым перестраховался и способствовал общему снижению ставок денежного рынка (в частности, междилерское РЕПО подешевело на 5 б.п.).

Учитывая, что совокупные притоки от консолидированного бюджета не смогут снизить напряженность денежного рынка, а масштабы оттока капитала остаются достаточно высокими, мы полагаем, что до конца месяца MosPrime будет подниматься до уровня 6,3–6,4%. По отношению к текущим уровням ставки потенциал роста составляет 40–50 б.п. Аналогичная ситуация будет наблюдаться со ставками рынка междилерского РЕПО, при этом мы не исключаем, что в отдельные моменты они могут приближаться к декабрьским максимумам 2011 г. (6,57%).

Мы также не исключаем, что ситуация к концу месяца может развиваться драматичным образом. Глобальное неприятие риска девальвирует рубль до уровня конца декабря 2011 г. (около 32,0 руб./долл.), что заставит ЦБ осуществлять изъятия рублевой ликвидности с целью сглаживания волатильности валютного рынка. Банки в этом случае будут активно обращаться к альтернативным инструментам рефинансирования ЦБ: фиксированному РЕПО и кредитам, обеспеченным нерыночными активами или поручительствами. Следствием этого будет структурный сдвиг динамики процентных ставок междилерского РЕПО на новых «высотах»: от 6,80% и выше. Фактически национальный денежный рынок рискует стать заложником глобальной волатильности.



## Газпромбанк

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

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, СГА

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

### Управление анализа фондового рынка

#### Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

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

#### Редакторская группа

#### Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

#### Макроэкономика

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00 доб. 54074

#### Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

#### Потребительский сектор

Витаалий Баикин

+7 (495) 983 18 00 доб. 54072

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

#### 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

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

### Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, СГА

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

#### Стратегия

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00 доб. 54074

#### Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00, доб. 21417

### Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+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 Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

#### Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войничонис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

### 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 Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

#### Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

### Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, СГА

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

### Управление электронной торговли

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

#### Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

### Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, СГА

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 – 2012. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (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 ГПБ (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 ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (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.