

Ольга Лапшина

Olga.A.Lapshina@bspb.ru

Денежный рынок РФ в настоящее время становится более зависимым от бюджетной эмиссии, нежели от рефинансирования от ЦБ РФ. Технически это означает, что для выполнения планов по инфляции (4% к концу 2017 года) регулятор сокращает объемы выдаваемого банкам рефинансирования, а ликвидность преимущественно поступает на рынок от Минфина через бюджетный дефицит. Учитывая объемы поступающих средств и тот факт, что предоставляются они на безвозвратной основе, это может стать выраженным инфляционным фактором в 2016 и 2017 годах. Но разберемся во всем по порядку.

СХЕМА ПОТОКОВ ЛИКВИДНОСТИ

В укрупненном виде потоки ликвидности на российском денежном рынке в 2015 году приводим на схеме.

Схема 1. Потоки ликвидности на российском денежном рынке в 2015 году.



Источник: данные ЦБ РФ, собственные расчеты.

Таким образом на 1 января 2016 года первичное денежное предложение на 50% формировалось за счет рефинансирования от ЦБ РФ, тогда как на 1 января 2015 года доля регулятора составляла 77%. Таким образом, за год доля бюджета возросла на 36%. В 2016 году роль его может еще усилиться из-за эмиссионного характера финансирования дефицита бюджета. Мы говорим об эмиссионном характере финансирования дефицита, т.к. основным источником являются средства Резервного фонда. Напомним, что Резервный фонд фактически числится в составе золотовалютных резервов ЦБ РФ. Но когда Минфин забирает средства из Резервного фонда под финансирование дефицита бюджета, ЗВР не уменьшаются на величину изъятия – ЦБ на этот объем “печатает” рубли. Фактически Минфин сегодня тратит средства, сэкономленные в докризисные годы, когда денежная эмиссия была существенной, рост денежных агрегатов происходил темпами 40+%, а экономика роста темпами свыше 7% в год.

В чем будет эффект от подобного изменения для денежного рынка? В целом, финансирование от ЦБ РФ имеет принципиальное отличие от ликвидности, которая поступает через бюджетный канал, т.к. оно является платным. Фактически 11% от объемов рефинансирования возвращаются регулятору в качестве платы за пользование ресурсами. К примеру, в 2015 году среднегодовая задолженность банков перед ЦБ составила порядка 6,7 трлн. рублей, а среднегодовая ключевая ставка – 12,7%. Таким образом, за год банки заплатили ЦБ процентов на сумму в 850 млрд. руб. Эти средства уходили обратно регулятору и изымались из обращения.

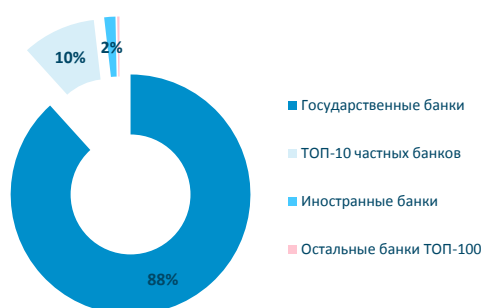
Таким образом, при переходе к эмиссии преимущественно через бюджет банки, в которых сосредоточены счета компаний первичных бюджетополучателей, получают дополнительные выгоды в виде роста остатков на счетах клиентов юридических лиц. Фактически это удешевляет фондирование для банков, в которых преимущественно обслуживаются компании-бюджетополучатели. Данные отчетности показывают, что 88% таких компаний обслуживаются в группе государственных банков (см. Диаграмму 1).

Понятно, что часть полученных из бюджета средств компании положат в банки не на расчетные счета, а на депозиты, т.е. фактически для банков данный ресурс будет не бесплатен. Оценить каким будет объем платных и бесплатных средств крайне сложно. Но важно понимать, что начисляемые проценты по данным вкладам будут увеличивать объем средств у предприятий частного сектора экономики, при этом, как мы уже отметили выше, при кредитовании от ЦБ уплаченные за пользование деньгами проценты просто выводились из обращения, т.к. перечислялись в Центральный банк. Поэтому общее предложение денег увеличивается на величину процентов в случае бюджетного финансирования.

Таким образом, Минфин наращивает бюджетную эмиссию и выдает экономике «бесплатные деньги». Каким может быть ответ ЦБ?

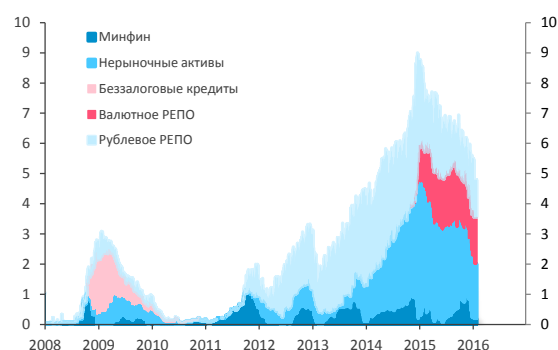
Посмотрим на объемы суммарной задолженности банков перед ЦБ РФ по всем видам кредитов и перед Минфином по депозитным аукционам. Легко заметить, что весь прошедший год ЦБ снижал предоставление ликвидности. Суммарный объем задолженности перед ЦБ и бюджетным аукционам Минфина снизился за год на 3,2 трлн. руб. При этом дефицит федерального бюджета в 2015 году вырос к 2014 году на 1,62 трлн. руб., покрыв, таким образом, половину снижения. Пока у нас нет данных о размере дефицита консолидированного бюджета в 2015 году. Весьма вероятно, что он будет близок к обозначенному выше суммарному сокращению задолженности перед ЦБ и Минфином. Иными словами, ЦБ уступает первую скрипку Минфину и постепенно уходит с рынка.

Диаграмма 1. Объемы средств связанных с государством компаний в пассивах различных групп российских банков (без учета средств Минфина).



Источник: данные Fitch Ratings DataWatch, собственные расчеты.

Диаграмма 2. Задолженность банков перед ЦБ РФ и Минфином, трлн. руб.

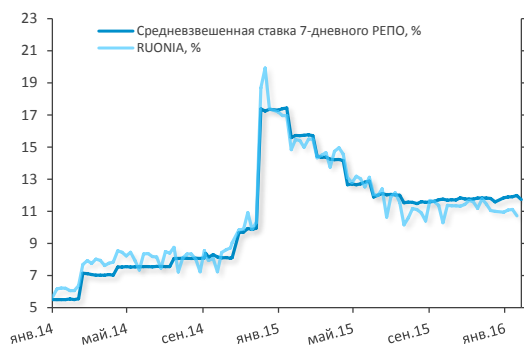


Источник: данные ЦБ РФ, собственные расчеты.

Итак, в настоящее время изменяется основной источник предоставления ликвидности для рынка. Что еще это будет означать для ЦБ? Фактически это некоторое снижение его роли в регулировании ставок, т.к. Минфин на сегодняшний день осуществляет эмиссию в таком масштабе, что ставки денежного рынка весьма близки или даже ниже ключевой ставки регулятора. На Диаграмме 3 и 4 приводим динамику ставки денежного рынка RUONIA и средневзвешенную ставку на аукционах недельного РЕПО с ЦБ.

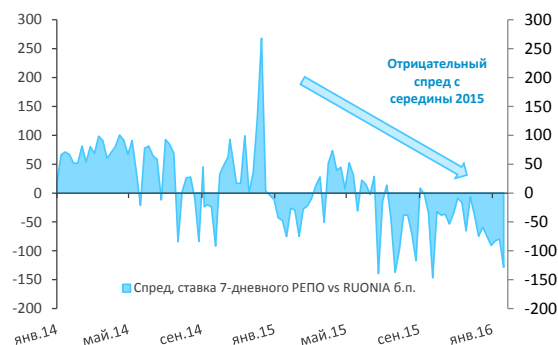
Таким образом, Минфин локально подменяет и функцию ЦБ РФ по регулированию ставок и в последние полгода снижает ставку, наполняя рынок ликвидностью из бюджета.

Диаграмма 3. Динамика средневзвешенной ставки на 7-дневных аукционах ЦБ и ставки RUONIA.



Источник: данные ЦБ РФ, собственные расчеты.

Диаграмма 4. Спред средневзвешенной ставки на 7-дневных аукционах ЦБ и ставки RUONIA.



Источник: данные ЦБ РФ, собственные расчеты.

ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА ПРИ РАЗЛИЧНЫХ СЦЕНАРИЯХ

В связи с описанными выше трендами важным параметром для прогнозирования параметров денежного рынка и инфляции в 2016 году становится уровень дефицита бюджета. Мы внимательно следим за новостями по данной теме, однако объем этого дефицита является сейчас весьма неопределенной величиной, т.к. утвержденный бюджет выглядит уже слишком оптимистичным (см. в Таблицу 1), а параметры пересмотра пока только готовятся и обсуждаются в министерствах и Правительстве.

При различных уровнях среднегодовой цены на нефть объем дефицита может существенно отличаться. Если при \$50/барр. дефицит бюджета уже запланирован на уровне 3% ВВП, то при \$30/барр. даже с учетом 10%-ого сокращения расходов бюджета он составит не менее 7% ВВП. В среднем сценарии, т.е. при цене на нефть в \$40/барр., дефицит составит порядка 5% ВВП. Это оценочные параметры, сделанные исходя из имеющихся на данный момент вводных. Дефицит в 5% ВВП означает **чистую бюджетную эмиссию порядка 6+ трлн. рублей в 2016 году**. Сократить объемы рефинансирования на такую сумму ЦБ РФ не сможет, поэтому в случае, если экономический рост в этом году не запустится, это может стать значимым инфляционным фактором.

Тем не менее, окончательных решений по бюджету 2016 пока нет. Мы полагаем, что в условиях четких целей по снижению инфляции в 2016-2017 годах Минфин не допустит избыточного разрастания дефицита бюджета. Кроме того, источники финансирования дефицита из Резервного фонда и ФНБ не безграничны, а возможности заимствований конечны. Стоит учитывать и необходимость сохранения части резервных фондов Минфина на предвыборный 2017 год. Мы будем и далее следить за ситуацией, пока наш прогноз инфляции на текущий год остается без изменений. В случае реализации сценария среднегодовой нефти на уровне \$40/барр. мы прогнозируем инфляцию в 9,0% на конец 2016 года.

Таблица 1. Сценарии по нефти и дефициту федерального бюджета РФ в 2016 году.

Параметры	утверждено	сценарий 1	сценарий 2
Нефть, \$/барр.	50	30	40
Курс рубль/доллар	63	75	70
Доходы, трлн. руб.	13,7	8,5	11,7
Оценка дополнительных доходов, трлн. руб.	-	1,5	1,5
Всего доходы, трлн. руб.	13,7	10,0	13,2
Расходы, трлн. руб.	16,1	14,5	16,1
Дефицит (без доп. доходов), трлн. руб.	-2,4	-6,0	-4,4
Дефицит (без доп. доходов), % ВВП	3%	-7%	-5%

Источник: данные Минфина, СМИ, собственные расчеты.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ**ПАО «Банк «Санкт-Петербург»**

195112, Санкт-Петербург, Малоохтинский пр. д.64. лит. А
<http://www.bspb.ru/>

Круглосуточная справочная служба: 8 (800) 555-50-50, 8(812) 329-50-50

Аналитическое управление**Дмитрий Шагардин**, начальник Аналитического управления

email: Dmitry.V.Shagardin@bspb.ru

phone: +7 (812) 332-79-23

Ольга Лапшина, зам. начальника Аналитического управления

email: Olga.A.Lapshina@bspb.ru

phone: +7 (812) 325-36-80

Андрей Кадулин, аналитик

email: Andrey.A.Kadulin@bspb.ru

phone: +7 (812) 329-50-00 доб. 8378

Данный аналитический и информационный материал подготовлен работниками ПАО «Банк «Санкт - Петербург».

Просим Вас обратить внимание на следующие существенные факты и обстоятельства относительно того, что настоящий материал:

1. Не является рекламой;
2. Не носит характер любой оферты (предложения);
3. Не имеет в качестве основной цели продвижение любых ценных бумаг и/или финансовых инструментов, и/или финансовых услуг;
4. Не содержит какого-либо обещания выплат и/или доходов;
5. Не включает любых гарантий, обещаний или прогнозов роста;
6. Не направлен на побуждение приобретать ценные бумаги, финансовые инструменты и/или финансовые услуги;
7. Должен рассматриваться исключительно в качестве информации или частного мнения и не может являться основанием для предъявления требований к ПАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, а также к третьим лицам.

Представленный материал, как полностью, так и частично, носит исключительно информационный характер.

Вся информация и сведения, содержащиеся в материале, получены из открытых публичных источников, которые ПАО «Банк «Санкт-Петербург» рассматривает в качестве достоверных, актуальных и точных, не составляющих коммерческую или иную охраняемую тайну. Несмотря ни на что, проверка информации не проводилась и ПАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не делают никаких заявлений и не дают никаких гарантий ни в прямой, ни в косвенной форме относительно достоверности, актуальности или точности информации и материала. ПАО «Банк «Санкт-Петербург», включая его органы и работников, не несет ответственность за действия (бездействия) третьих лиц и за любые убытки, а также за любой ущерб, возникший в связи с любым использованием материала, информации и/или сведений, размещенных в нем, а также за неточность или отсутствие какой-либо информации или сведений.

Любая информация, содержащаяся в представленных материалах, может быть изменена и/или дополнена ПАО «Банк «Санкт-Петербург» в любое время без предварительного уведомления, однако, ПАО «Банк «Санкт - Петербург» не имеет каких-либо обязательств по внесению в материал исправлений или изменений и не несет какой-либо связанной с этим ответственности.

ПАО «Банк «Санкт-Петербург» не дает заверений, что материал предназначен для всех его получателей, при этом, операции с ценными бумагами, связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Информация в материале подвержена влиянию факторов различных рисков, неопределенности, иных факторов, которые находятся вне пределов контроля и возможности точного прогнозирования, вследствие чего заявленные данные, результаты и информация могут не соответствовать заявленному.

Материал не заменяет консультации и не должен использоваться вместо неё.

Распространение, воспроизведение и копирование, внесение изменений в материал, не допускается без получения предварительного письменного разрешения ПАО «Банк «Санкт-Петербург». ПАО «Банк «Санкт-Петербург» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с несоблюдением приведенных ограничений.

© 2015 ПАО «Банк «Санкт-Петербург».