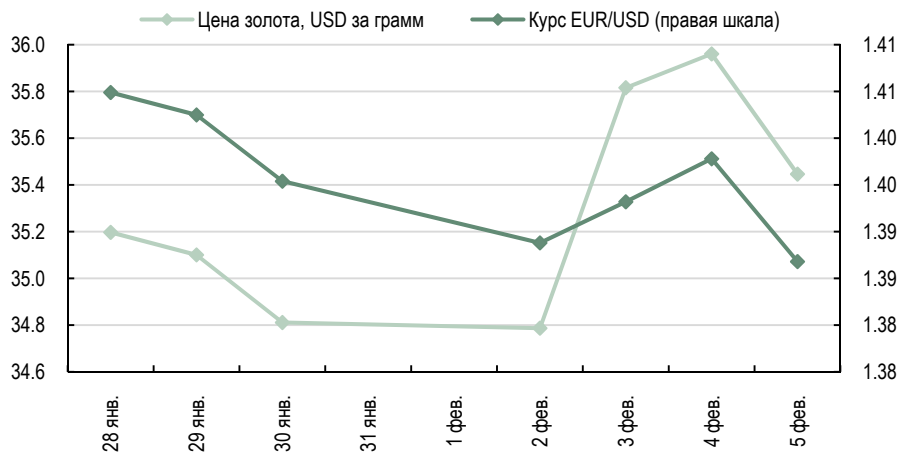


## Резервы Банка России Недельная динамика не показательна

- До недавнего времени данные об изменении международных резервов Банка России, публикуемые на еженедельной основе, широко использовались участниками рынка для определения масштаба интервенций Банка России на валютном рынке.
- В последние месяцы, однако, такой подход зачастую дает искаженные результаты, которые значительно отличаются от реального объема интервенций регулятора.
- В настоящем отчете мы делаем вывод, что искажения вызваны высокой волатильностью остатков на валютных корреспондентских счетах коммерческих банков в Банке России.
- В дальнейшем мы собираемся оценивать объем интервенций Банка России на валютном рынке, основываясь на рыночных сигналах и данных об изменении международных резервов за месяц.

Рисунок 1. Динамика цены на золото и курса евро к доллару США с 28 января по 5 февраля 2010 г.



Источник: Банк России

До недавнего времени еженедельные данные об изменении золотовалютных резервов Банка России (с учетом переоценки резервных активов) служили достаточно точным индикатором интервенций центрального банка на валютном рынке. Однако с тех пор, как коммерческие банки получили право размещать иностранную валюту на корреспондентских счетах в Банке России, недельная динамика резервов потеряла свою релевантность для оценки масштабов рыночных интервенций регулятора. В дальнейшем в оценке интервенций мы будем исходить из результатов собственного анализа, а также ежемесячной (а не еженедельной) статистики по резервам.

За неделю с 29 января по 5 февраля золотовалютные резервы Банка России уменьшились на USD3.9 млрд и составляли в конце недели USD433.2 млрд. Столь значительное изменение за неделю не объясняется традиционной методологией переоценки активов по текущей стоимости и интервенциями. Отметим следующее:

- За указанную неделю золото подорожало с USD35.10 до USD35.44 за грамм (*рис. 1*), что предполагает увеличение стоимости золотых резервов на USD0.4 млрд.
- В этот период доллар США укреплялся по отношению к другим мировым валютам: индекс стоимости американской валюты вырос с 79.46 пункта 29 января до 80.20 пункта к закрытию торгов пятого февраля, причем наиболее значительно курс доллара подрос по отношению к евро (+1.1%). Официальные курсы валют Банка России претерпели менее значительные изменения (+0.6%), поэтому переоценка валютной составляющей резервов оказалась отрицательной. Исходя из структуры валютных резервов регулятора, мы оцениваем, что в результате валютной переоценки Банк России потерял USD1.8 млрд резервов.

Базовый подход к оценке недельной динамики резервов допускает, что изменение может объясняться рядом факторов.

- **Чистые интервенции центрального банка.** В конце ноября прошлого года Банк России приступил к реализации новой стратегии интервенций на валютном рынке, в рамках которой, как мы полагаем, регулятор покупает иностранную валюту при стоимости бивалютной корзины (операционного ориентира Банка России) на уровне 36.5 руб. и менее и продает при стоимости выше 37.5 руб.; максимальный дневной объем интервенций установлен в USD200 млн. В течение все той же недели стоимость корзины находилась в диапазоне 35.15-35.75 руб., а значит, плановые покупки не могли превысить USD1 млрд.
- **Изменение рыночной стоимости ценных бумаг.** Значительную часть международных резервов Россия хранит в высоколиквидных ценных бумагах с низким уровнем риска (в том числе суверенных облигациях США, Германии и Великобритании), которые оцениваются по текущей курсовой стоимости на дату публикации статистики. В прошлом месяце Банк России опубликовал состав резервов на конец первой половины 2009 г. Фактическая доля государственных обязательств в резервах составляла 84.4% (*рис. 2*). На фоне неопределенности вокруг ситуации в Греции, во время отчетного периода доходности среднесрочных КО США снизились на 10 б. п. На 15 б. п. снизилась и доходность долговых инструментов Германии, поэтому переоценка международных резервов Банка России по текущим рыночным ценам в отчетный период была положительной. Однако мы предполагаем, что Банк России в основном инвестирует в более короткие инструменты, поэтому положительная оценка, по нашим расчетам, вряд ли превысила USD500 млн.

Рисунок 2. Распределение резервных активов по регионам



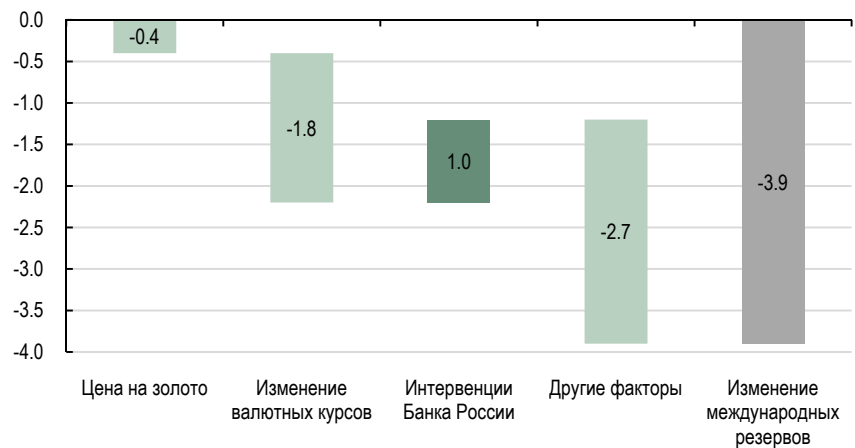
Источник: Банк России

До недавнего времени мы имели возможность достоверно определить факторы, влияющие на недельную динамику резервов, опираясь на такие предположения. В последние месяцы официальные данные редко соответствовали результатам, которые давал традиционный базовый подход к расчетам (использующийся многими участниками рынка). Так, факторы, отличные от перечисленных выше, уменьшили на прошлой неделе международные резервы на USD3-3.5 млрд. Мы предполагаем, что широко применяемый ранее подход стал несостоятельным в оценке изменения резервов на еженедельной основе после появления фактора корреспондентских счетов коммерческих банков в Банке России, номинированных в иностранной валюте. Отметим следующее.

- В декабре 2008 г., на пике массивной покупки банками иностранной валюты, спровоцированной девальвацией рубля, Банк России ввел для коммерческих банков систему корреспондентских счетов в долларах США и евро. Таким образом регулятор де-факто потребовал от банков хранить излишнюю валютную ликвидность в Банке России, а не только на счетах в крупнейших зарубежных банках. Данная мера ставила целью обеспечение дополнительного контроля за движением валюты, но не запрет на ее покупку банками. К концу января 2009 г. средства на валютных счетах достигли USD50 млрд, а в последующие месяцы постепенно уменьшались. С июля прошлого года ограничения были сняты, следствием чего стал колоссальный единовременный переток денег с валютных счетов банков в Банке России на их счета за границей. Оттоку средств также способствовал тот факт, что спектр операций, которые можно проводить через корсчета в Банке России весьма ограничен (отсутствует возможность проведения клиентских платежей и начисление процентов на остатки). Однако некоторые банки продолжают пользоваться валютными счетами.
- Хотя данное решение, очевидно, носило чисто технический характер, оно оказало заметное влияние на отдельные макроэкономические показатели и кредитно-денежную статистику. По методологии регулятора средства на валютных счетах банков в Банке России не исключаются из расчета золотовалютных резервов, тогда как покупка долларов и евро на эти счета не отражается по счету операций с капиталом. Когда после отмены ограничений в июле прошлого года финансовые организации вывели деньги с валютных корсчетов в Банке России, регулятор отчитался о техническом оттоке капитала (USD23 млрд в третьем квартале). Средства, переведенные за границу (но не направленные на покупку валюты), считаются оттоком капитала (см. статью «Показатели платежного баланса за третий квартал» в еженедельном обзоре экономики от 12 октября 2009 г.).

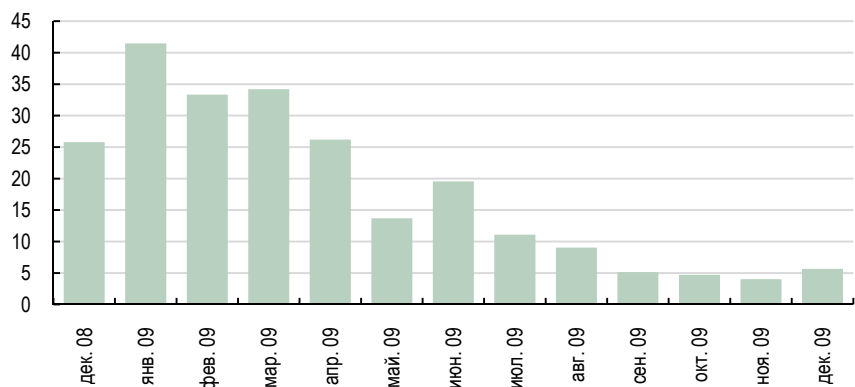
- Ситуация с валютными счетами в Банке России еще более существенно искажила еженедельную статистику по международным резервам ввиду высокой волатильности остатков на счетах. Например, значительную часть своей ликвидности на валютных счетах в Банке России обычно хранит Национальный клиринговый центр (клиринговый центр по валютным торгам на ММВБ). Схожая картина наблюдается в финансовой отчетности Росбанка. Согласно нашим расчетам, недельное колебание остатков на валютных счетах этих организаций в Банке России может достигать USD2-4 млрд.

Рисунок 3. Факторы, влияющие на недельную динамику золотовалютных резервов



Источник: Банк России

Рисунок 4. Остатки средств на корреспондентских счетах коммерческих банков в иностранной валюте, USD млрд



Источник: Банк России

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета, с целью предоставления информации общего характера об эмитенте или эмитентах (собирательно «Эмитент»), ценных бумагах и рынках, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что в отношении Эмитента, ценных бумаг и рынков настоящий отчет был подготовлен независимо от Эмитента и все суждения, изложенные в настоящем отчете, точно отражают его или ее личные взгляды касательно Эмитента и всех без исключения указанных ценных бумаг и рынков. С целями сбора, анализа и синтеза рыночной информации каждый аналитик и/или лица, связанные с каким-либо аналитиком, могли находиться во взаимодействии с сотрудниками Управления по торговле акциями и Управления по работе с клиентами. В случае если дата отчета отличается от сегодняшней, мнения и содержание могут не отражать актуальные суждения аналитиков.

Каждый аналитик также подтверждает, что никакая часть полученного им или ею вознаграждения не была и не будет связана прямо или косвенно с определенными рекомендациями, прогнозами, расчетами, мнениями или суждениями, изложенными в настоящем отчете. Вознаграждение аналитиков определяется на основании деятельности и услуг, направленных на получение выгоды инвесторами, которые являются клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited и всех дочерних и зависимых компаний («Ренессанс Капитал»). Как и все сотрудники Ренессанс Капитала, аналитики получают вознаграждение в зависимости от доходности деятельности Ренессанс Капитала, которая включает выручку прочих.

# Ренессанс Капитал

## Ренессанс Капитал

123317, Москва

Пресненская набережная, 10

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

## Аналитическое управление

### Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш

+ 7 (495) 258 7916

RNash@rencap.com

### Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский

+ 7 (495) 258 7904

ABurgansky@rencap.com

### Начальник отдела макроэкономики и анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

AMoiseev@rencap.com

### Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

NZagvozdina@rencap.com

### Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

RNash@rencap.com

Томас Манди

Ованес Оганисян

### Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

DNangle@rencap.com

Милена Иванова-Вентурини

Армен Гаспарян

### Медиа и ИТ, сектор недвижимости + 7 (495) 258 4350

Дэвид Фергусон

DFerguson@rencap.com

### Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

REdwards@rencap.com

Борис Красноженов

### Нефть и газ + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

ABurgansky@rencap.com

Ирина Елиневская

Ильдар Давлетшин

Татьяна Калачева

### Потребительский сектор и сельское хозяйство + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

NZagvozdina@rencap.com

Ульяна Ленвальская

### Телекоммуникации и транспорт + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

AKazbegi@rencap.com

Иван Ким

### Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова

MAlexeenkova@rencap.com

### Электрэнергетика

+ 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг

DWeaving@rencap.com

Владимир Скляр

### Макроэкономика и рынок долговых обязательств + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

AMoiseev@rencap.com

Николай Подгузов

Петр Гришин

Максим Раскоснов

Андрей Марков

Анастасия Головач

Антон Никитин

Илья Жила

### Рынок Средней Азии + 7 (727) 244 1544

Милена Иванова-Вентурини

Татьяна Калачева

### Рынок Украины

+ 38 (044) 492 7383

Анастасия Головач

### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 258 7785

Александра Волдман

AWaldman@rencap.com

Патриция Сомервилль

Мичико Фокс

Марк Портер

Иван Алешин

### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7770 x4001

Екатерина Малахова

EMalakhova@rencap.com

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун

### Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216

Юлия Попова

Екатерина Лизунова

© 2010 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.