

Экономика

ЦБР «расчистит» канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики

Выступая в конце прошлой недели перед Государственной Думой, заместитель председателя совета директоров ЦБР Сергей Швецов дал некоторые пояснения о планах регулятора по совершенствованию системы рефинансирования. Мы считаем, что при надлежащей реализации предлагаемые изменения (i) позволят повысить эффективность трансмиссионного механизма монетарной политики и (ii) фактически приведут к существенному смягчению монетарной политики; что полностью соответствуют нашим прогнозам на следующий год.

Кроме того, мы отдаем должное стремлению регулятора проводить более сбалансированную и целенаправленную политику, нацеленную на решение разнородных проблем. Смягчение условий на финансовых и кредитных рынках вследствие реализации мер по усовершенствованию системы рефинансирования должно способствовать оздоровлению инвестиционной активности, в то время как ужесточение макро-пруденциального регулирования позволит сдерживать излишний рост потребительского кредитования, а в совокупности это обеспечит более сбалансированный со структурной точки зрения рост экономики в следующем году.

Настала пора «расчистить» канал процентных ставок в трансмиссионном механизме монетарной политики. Мы неоднократно говорили о том, что канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики работает неэффективно (см., к примеру, наш [комментарий](#) после последнего заседания совета директоров или раздел «Денежный рынок и ставки» в первом номере нашего обзора [«Россия в фокусе»](#)).

Об этом свидетельствуют как неизменно высокая волатильность ставок денежного рынка, так и чрезвычайная крутизна начального участка кривой процентных ставок (при том, что консенсус прогноза роста

ставок в течение следующих шести месяцев не превышает 25 бп).

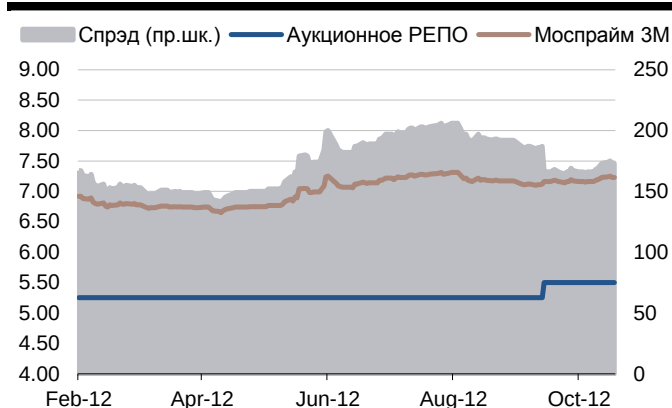
Волатильность ставок денежного рынка остается неизменно высокой



Источник: Банк России, Росбанк

Процентные ставки на денежном рынке (и в экономике в целом) находятся на гораздо более высоком уровне, чем можно было бы предположить, основываясь на рыночных ожиданиях динамики ключевых процентных ставок ЦБР. При этом форма кривой отражает множество параметров — от опасений недостатка приемлемого для сделок РЕПО обеспечения до полного разворота в политике ЦБР (возврата к фиксированному валютному курсу), — но только не ожидаемую динамику ключевых процентных ставок.

Недоверие к политике ЦБР препятствует работе трансмиссионного механизма



Источник: Банк России, Росбанк

Очевидно, что в такой ситуации канал процентных ставок трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики правильно работать не может. К примеру, «внезапное» повышение ставок ЦБР в сентябре практически не повлияло на уровень ставок в экономике, разве что предоставило Сбербанку удобный предлог, чтобы поднять депозитные ставки в попытке сохранить базу розничного фондирования в условиях жесткой конкуренции на депозитном рынке.

Низкую эффективность канала процентных ставок трансмиссионного механизма можно объяснить множеством как фундаментальных, так и технических причин, однако в широком смысле она вызвана недоверием. К примеру, участники рынка не всегда понимают механику определения лимитов по аукционам РЕПО (что усиливает волатильность овернайт ставок). Но что более важно, на рынке широко распространены опасения того, что «естественное» ухудшение ситуации с ликвидностью (что само по себе результат повышения спроса на наличность по мере роста экономики или бюджетного профицита, или возможных покупок ЦБР валюты для смягчения падения курса рубля в случае снижения цен на нефть) может в конечном итоге привести к тому, что банки останутся без приемлемого залогового обеспечения по инструментам РЕПО с ЦБР.

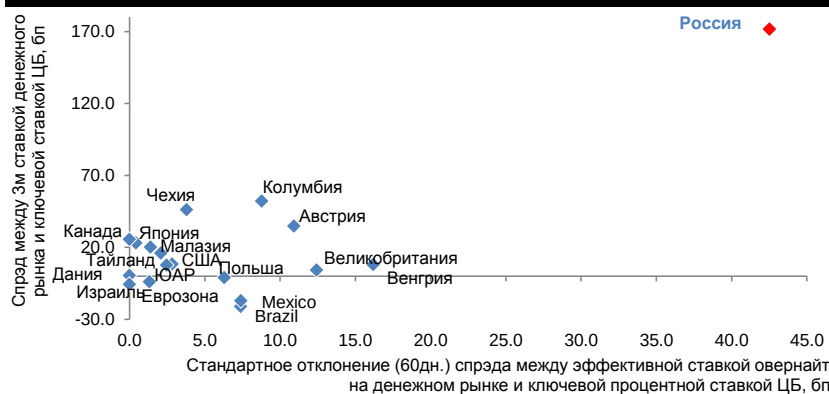
Меры ЦБР направлены точно в цель. Вне всякого сомнения, чтобы обеспечить нормальную работу канала процентных ставок, необходимо найти решение, способное внушить рынку доверие к надежности и устойчивости операционной системы рефинансирования.

Повышение прозрачности и, в более широком смысле, совершенствование коммуникационной политики в этом контексте является совершенно необходимым элементом, однако его возможности ограничены, особенно если учесть относительно стойкое недоверие участников рынка, наученных горьким опытом длительного периода повышенной инфляции и валютного таргетирования, к действиям ЦБР. Поэтому

регулятору, вероятно, придется предпринимать более «агрессивные» действия на пути завоевания доверия участников рынков. Представляется целесообразным,

что основные усилия, по крайней мере на текущем этапе, следует сосредоточить как раз на улучшении двух указанных выше параметров эффективности работы трансмиссионного канала процентных ставок (волатильность

Эффективность канала процентных ставок в трансмиссионном механизме ДКП в международном контексте



Источник: Bloomberg, Росбанк

ставок овернайт и крутизна кривой процентных ставок денежного рынка).

1) Разумеется, самый простой способ сдерживания чрезмерной волатильности ставок овернайт (RUONIA) — это сужение коридора ключевых процентных ставок. Согласно основным направлениям ДКП, ЦБР и сам считает существующий коридор (225 бп) слишком широким; поэтому **мы ожидаем сужения коридора процентных ставок до 100 бп.**

2) Кроме того, в целях снижения крутизны начального участка кривой процентных ставок регулятор, похоже, рассматривает поистине элегантное решение. Выступая перед Государственной Думой в конце прошлой недели, Сергей Швецов отметил, что **процентные ставки по среднесрочным (до одного года) инструментам рефинансирования ЦБР могут быть привязаны к ставке RUONIA** (овернайт ставка денежного рынка, которая должна стать основным операционным ориентиром ЦБР). В настоящее время процентные ставки по этим инструментам зафиксированы на запретительно высоком уровне (от 3-мес. ставки 7.0% до годовой 8.25% по сравнению со ставкой недельного аукционного РЕПО на уровне 5.5%), что отчасти объясняет крутизну кривой ставок денежного рынка. При надлежащей реализации (заметим, между прочим, что с точки зрения имплементации было бы куда проще увязать ставки по среднесрочным инструментам рефинансирования с их краткосрочными аналогами, к примеру, со ставкой по недельным аукционам РЕПО) переход на такой «плавающий» механизм приведет к весьма заметному выравниванию кривой процентных ставок на коротком участке.

Новый механизм определения ставок должен также распространиться и на инструменты рефинансирования под залог «нерыночных» активов (согласно положению ЦБР №312-П), что должно развеять опасения рынка относительно дефицита/неравномерного распределения приемлемого по сделкам рефинансирования с регулятором залогового обеспечения. Согласно данным ЦБР, в настоящее время на балансе коммерческих банков имеется около 3 трлн руб. (с поправкой на дисконты ЦБР) приемлемого по операциям прямого РЕПО залогового обеспечения. В то же время «коэффициент утилизации рыночного обеспечения» (отношение задолженности по операциям прямого РЕПО с ЦБР к имеющемуся в наличии обеспечению) превышает 50% при том, что «критический» порог может быть намного ниже 100% (учитывая высокую концентрацию).

Таким образом, в условиях повышенных рисков возможного дефицита обеспечения в будущем, ставки денежного рынка на сроки свыше одной недели скорее отражают стоимость заимствования по альтернативным

инструментам рефинансирования (депозиты Минфина или 312-П), а не ожидаемую динамику центральной ставки регулятора (недельное аукционное РЕПО). Учитывая значительный размер корпоративного кредитного портфеля (около 20 трлн руб., что вчетверо больше облигационного портфеля банков), приемлемого по операциям 312-П залогового обеспечения должно быть достаточно для обеспечения стабильного функционирования системы рефинансирования, а привязка ставки к краткосрочной RUONIA существенно увеличит востребованность инструмента среди участников рынка.

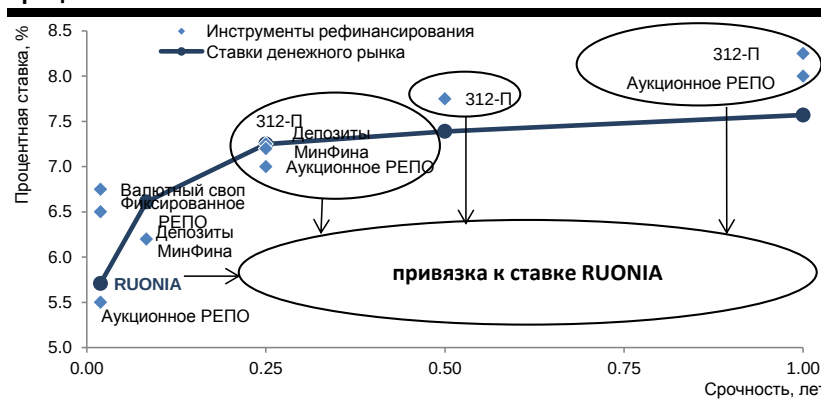
Последствия на макроуровне – существенное смягчение денежно-кредитной политики и более сбалансированная политика регулятора. В целом мы рассматриваем предлагаемые инициативы, равно как и общие усилия по организации более устойчивой и эффективной системы рефинансирования, как еще один важный шаг на пути к инфляционному таргетированию. Мы считаем, что реализация этих мер может привести к

существенному выравниванию кривой процентных ставок денежного рынка и, в более широком смысле, смягчению ситуации на рынке банковского фондирования.

Мы ожидаем, что после внесения предлагаемых изменений ставки денежного рынка могут опуститься примерно на 80-100 бп, что, по сути, представляет собой значительное смягчение денежно-кредитной политики (что может показаться противоречивым, учитывая недавнее повышение ставок). На наш взгляд, осенние меры по ужесточению ДКП принимались ЦБР главным образом в целях укрепления доверия рынков к антиинфляционной политике регулятора и сдерживания инфляционных ожиданий в условиях роста цен на продукты питания и повышения тарифов. Кроме того,

мы, так или иначе, ожидали, что этот мини-цикл ужесточения процентной политики развернется в обратном направлении в 2013 году, и предполагаемые сроки реализации нового механизма рефинансирования,

Изменение механизма рефинансирования должно выровнять кривую процентных ставок



Источник: Банк России, Росбанк

пожалуй, служат хорошим подтверждением нашего прогноза. Предлагаемые изменения вступят в силу только после того, как в первом квартале 2013 г. будут внесены необходимые изменения в рыночную инфраструктуру. Следовательно, их последствия должны проявиться в полном объеме во втором квартале 2013 года, т.е. именно тогда, когда, согласно нашим прогнозам, инфляционная ситуация должна улучшиться, открыв дорогу для смягчения денежно-кредитной политики.

Что касается ожидаемого повышения эффективности работы трансмиссионного канала процентных ставок, мы также предвидели эту тенденцию, предполагая снижение трехмесячной ставки Mosprime к концу 2013 года до 6.15%, (см. наши прогнозы на последней странице публикации [«Россия в фокусе»](#)), однако более медленными темпами. Соответственно, более быстрое, чем мы ожидали раньше, снижение ставок денежного рынка может избавить ЦБР от необходимости снижать ключевую процентную ставку.

Отдельно хотелось бы отметить стремление ЦБР проводить более сбалансированную и целенаправленную политику, направленную на решение разнородных проблем. Смягчение условий на финансовых и кредитных рынках вследствие реализации мер по усовершенствованию системы рефинансирования должно способствовать оздоровлению инвестиционной активности, в то время как ужесточение макро-пруденциального регулирования позволит сдерживать излишний рост потребительского кредитования, а в совокупности это обеспечит более сбалансированный со структурной точки зрения рост экономики в следующем году.

Владимир Кольчев
+7 (495) 725-56-37
VKolychev@mx.rosbank.ru

Владимир Цибанов
+7 (495) 662-1300, доб. 14834
VNTsibanov@mx.rosbank.ru

Последние публикации

Брифинг долговых рынков	Экономика	Специальные обзоры
Вторник, 23 октября (РусГидро, ТМК, Мечел)	Экономика в сентябре (rus / eng)	Новации ЦБР помогут «расчистить» канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики (eng)
Понедельник, 22 октября (ММК)	Промышленное производство в сентябре (rus / eng)	Комментарий к первичному размещению: Внешпромбанк БО-2 (rus)
Пятница, 19 октября (НЛМК, Евраз)	Ликвидность банковского сектора (rus)	Россия в фокусе, октябрь (eng)
Четверг, 18 октября (Индикаторы внутреннего спроса, недельная инфляция)	Итоги октябрьского заседания ЦБР (rus / eng)	
Среда, 17 октября	Инфляция в сентябре (rus / eng)	

Команда

Исследования и аналитика	Трейдинг	Продажи финансовым учреждениям	Корпоративные продажи	Инвестиционно-банковские услуги
Владимир Кольчев VKolychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	Борис Брук BBruck@rosbank.ru +7 (495) 232-9828	Марина Петухова MVPetukhova@rosbank.ru +7 (495) 725-5477	Владимир Мацко vladimir.matsko@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Михаил Афонский MAfonsky@rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Попов, CFA APopov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14836	Василий Королев VKorolev@rosbank.ru +7 (495) 234-0986	Вера Шаповаленко VAShapovalenko@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Роман Воронин roman.voronin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Виктория Якимова Yakimova@rosbank.ru +7 (495) 725-5494
Евгений Кошелев, CFA, FRM EKoshelev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14838	Александр Ройко ARoiko@rosbank.ru +7 (495) 604-7461	Павел Малявкин PVMalyavkin@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Евгений Курочкин evgeniy.kurochkin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Татьяна Амброжевич TAmbrozhevitch@mx.rosbank.ru +7 (495) 956-6714
Владимир Цибанов VNTsibanov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14834	Михаил Петушков MAPetushkov@rosbank.ru +7 (495) 604-7461		Александра Павлова avpavlova@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	Юрий Новиков YSNovikov@mx.rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Сычев ASychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14837	Дмитрий Зайцев DZaitsev@rosbank.ru +7 (495) 721-9557		Роман Будаев roman.budaev@socgen.com +7 (495) 725-57-44	
Алексей Думнов ADumnov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14835			Андрей Галкин aagalkin@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	

Настоящий обзор предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, Росбанк не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни Росбанк, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ОАО АКБ «РОСБАНК», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © Росбанк 2012