

Павел Пикулев
 +7 (495) 983 18 00, ext. 2 14 26
 Pavel.Pikulev@gazprombank.ru

Вчера были опубликованы официальные данные по валютным интервенциям ЦБ за апрель. Общий объем интервенций снизился по сравнению с мартовским примерно на 1,8 млрд долл. до 3,6 млрд долл. При этом объем целевых интервенций в апреле снизился примерно на 700 млн долл. до 3,35 млрд долл. Публикация этих данных позволяет нам сделать очередной «апдэйт» относительно состояния денежно-кредитной политики и курса рубля. Ниже даны основные выводы.

Если обобщить, то в апреле, по нашим оценкам, как процентная политика ЦБ, так и состояние валютного рынка по-прежнему свидетельствовали о том, что валютный курс является ключевым приоритетом регулятора. Тем не менее в мае начали появляться свидетельства того, что фокус политики ЦБ начал смещаться в сторону борьбы с инфляцией. Насколько решительно в действительности ЦБ настроен бороться с инфляцией, пусть даже ценой более дорогого рубля, можно будет понять по тому объему целевых валютных интервенций, которые ЦБ назначит себе в мае.

Теперь подробнее.

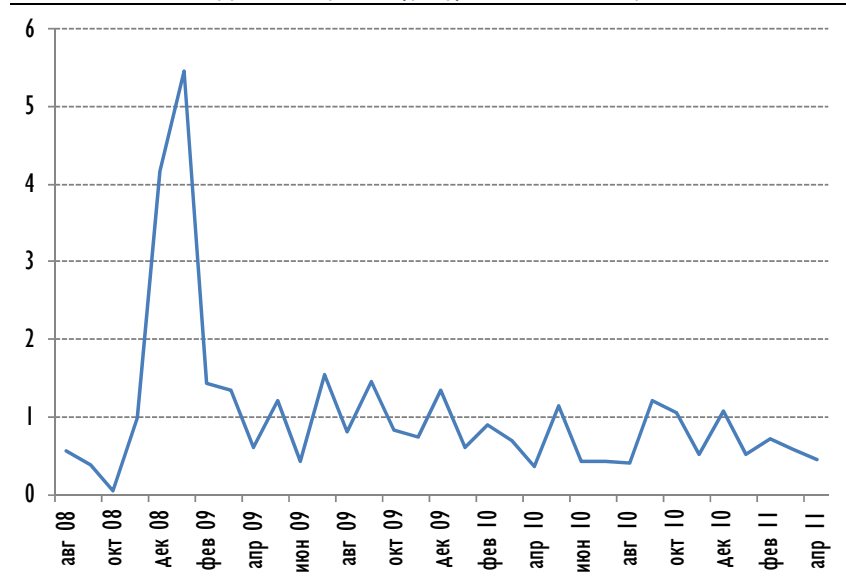
1. Изменение методологии расчета индексов EMPR и ITIR

Мы решили несколько пересмотреть нашу методологию индексов свободы курса рубля семейства EMPR и ITIR.

Первоначально мы рассчитывали индексы свободы рубля на основе соотношения объема месячных валютных интервенций ЦБ и процентного изменения курса рубля к корзине и доллару за месяц (подробнее см. наш специальный обзор «Насколько свободен курс рубля?» от 10 марта 2011 г.). Однако анализ индекса в течение двух месяцев выявил следующий недостаток данного подхода. В случае месяцев с сильной волатильностью курса рубля, но незначительными итоговыми его изменениями (как в марте) значение индексов свободы рубля занижается. В случае же низкой волатильности валютного курса, но относительно большого его процентного изменения по итогам месяца (как в апреле) значение индекса свободы рубля завышается.

Для того, чтобы устранить этот недостаток, мы стали рассчитывать индекс свободы рубля на основе соотношения объема интервенций и месячного коэффициента вариации курса рубля (стандартное отклонение курса от среднего значения за месяц / среднее значение за месяц). Коэффициент вариации отражает волатильность курса, но не подвержен искажениям, которые могут создавать начальное и конечное положения курса рубля в данном конкретном месяце.

Помесячное значение коэффициента вариации курса рубля к бивалютной корзине, %



Источник: Газпромбанк

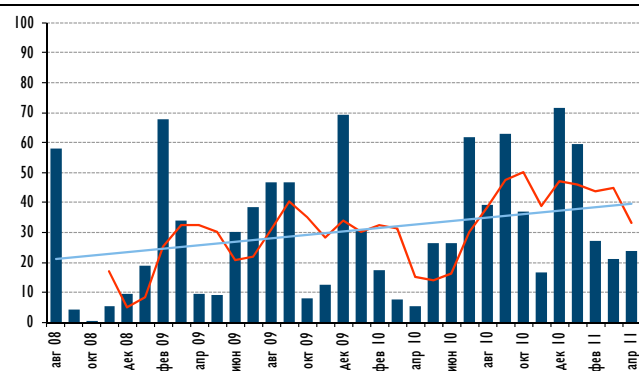
2. Интервенции ЦБ сократились, но рубль не стал более свободным

Несмотря на снижение объема валютных интервенций в апреле, наш индекс свободы рубля к корзине EMPR Basket, рассчитанный по новой методологии, показал лишь минимальный рост – с 21 до 23 пунктов. Напомним: значение индекса в 100 пунктов соответствует полностью свободному рублю при отсутствии интервенций, а 0 означает жесткую привязку к корзине (нулевая волатильность курса).

Такая динамика индекса объясняется тем, что большую часть апреля волатильность курса рубля к корзине (коэффициент вариации, график выше) находилась на минимумах с 2008 г. На этом фоне ЦБ требовалось гораздо меньше интервенций, чтобы полностью контролировать валютный курс. В целом степень контроля ЦБ над валютным курсом остается очень высокой с февраля 2011 г., то есть с тех пор как рост цен на нефть привел к увеличению интереса инвесторов к рублю и появился риск его избыточного укрепления.

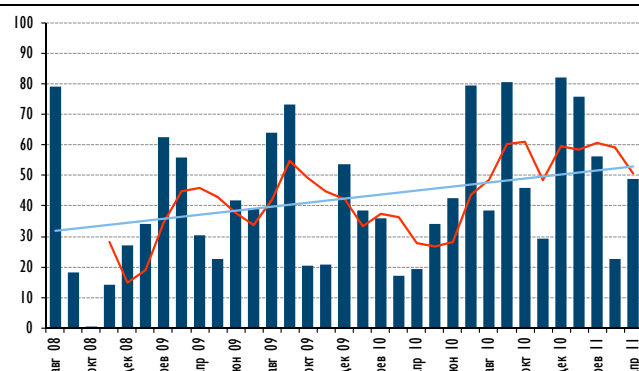
Стоит отметить, что по старой методологии индекс EMPR Basket в апреле показал бы заметный рост (с 22 до 48 пунктов), что объясняется теми искажениями, о которых мы упоминали выше.

Индекс свободы рубля к корзине EMPR Basket (новая методология)



Источник: Газпромбанк

Индекс свободы рубля к корзине EMPR Basket (старая методология)



Источник: Газпромбанк

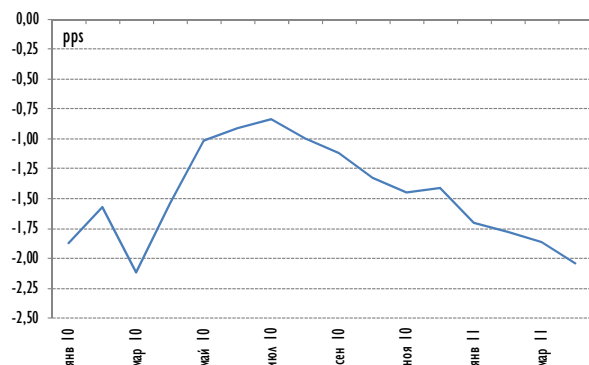
3. Фактическое смягчение денежно-кредитной политики в апреле продолжилось

Несмотря на то, что ЦБ в апреле в очередной раз повысил свои ставки, а в марте – резервные требования, фактические ставки, складывавшиеся в этом месяце на межбанковском рынке, указывали на то, что монетарные условия продолжили смягчаться. В частности, средний за месяц 3-месячный MOSPRIME опустился с 3,98% в марте до 3,82% в апреле – это минимум с ноября 2010 г.

Между тем сохраняющаяся высокая инфляция (на уровне 9,6% г/г) и практически нулевой гэлп ВВП требовали дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики. В результате спред между той ставкой, которую требовало в апреле инерционно-скорректированное правило Тейлора (по нашим расчетам – 5,86%), и реальными ставками денежного рынка в апреле превысил 2 п. п. – максимальный разрыв с марта 2010 г.

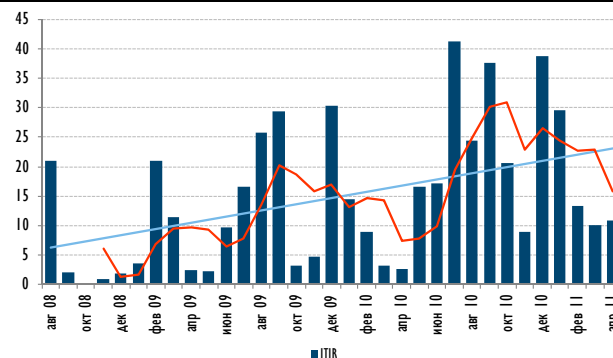
Таким образом, вплоть до самого конца апреля приоритетной целью процентной политики ЦБ все еще являлся курс рубля, а точнее – предотвращение разбалансировки спроса и предложения на валютном рынке, которое бы произошло в случае роста ставок и потребовало бы от ЦБ наращивания объема валютных интервенций. Это демонстрирует ИТР – наш индекс свободы рубля, поправленный с учетом состояния процентной политики, – который держится на минимумах с весны 2010 года.

Отклонение фактических ставок денежного рынка от правила Тейлора



Источник: Газпромбанк

Индекс свободы рубля к корзине с поправкой на состояние процентной политики ITIR



Источник: Газпромбанк

4. Что дальше? Внимание на целевые интервенции!

Хотя все апрельские данные указывают на то, что недопущение укрепления курса рубля по-прежнему является главным приоритетом ЦБ, с момента последнего его заседания по ставкам 29 апреля появились основания полагать, что фокус регулятора начал смещаться в сторону борьбы с инфляцией, пусть даже ценой более сильного курса рубля. Об этом свидетельствует апрельское повышение депозитных ставок, а также, как мы подозреваем, снижение объема целевых валютных интервенций в мае.

К сожалению, из-за роста негативных настроений на мировых рынках, в частности, из-за падения цен на нефть, указанные выше изменения пока невозможно проследить в динамике курса рубля. Однако мы подозреваем, что если бы не «бегство в качество», то мы бы сейчас увидели довольно серьезное укрепление курса рубля к корзине (возможно, до значения 32 RUB/Bkt).

На наш взгляд, ключевое значение для понимания приоритетов нынешней политики ЦБ будет иметь тот объем целевых валютных интервенций, который он назначит для себя в мае. Если этот объем окажется гораздо меньше, чем в марте и апреле (при условии что на глобальных рынках не случится катастрофы), это будет означать, что ЦБ решил заняться инфляцией всерьез.

В таком случае нас может ожидать крепкий рубль (при неизменных ценах на нефть), а также более дефицитная ликвидность и дальнейшее повышение регулятивных ставок (в любом случае).



Газпромбанк

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

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

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

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 983 18 00 доб. 21476

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикунев

+7 (495) 983 18 00 доб. 21426

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Туминов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+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

Трејдинг

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Алексей Семенов

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Трејдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

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) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трејдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 – 2011. «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.