


ГАЗПРОМБАНК

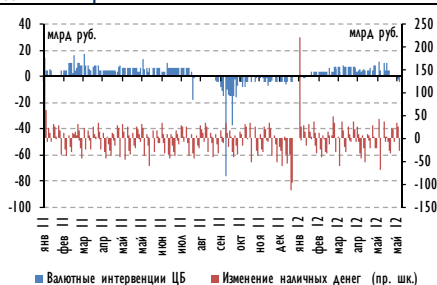
Денежный рынок в июне: время для отладки механизмов монетарной политики

Динамика чистой ликвидной позиции



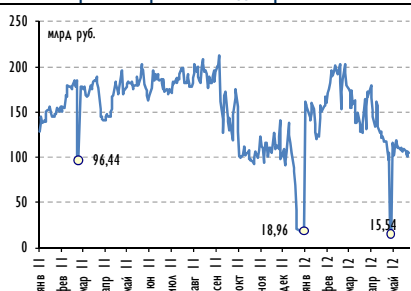
Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

Валютные интервенции ЦБ и изменение наличных денег в обращении



Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

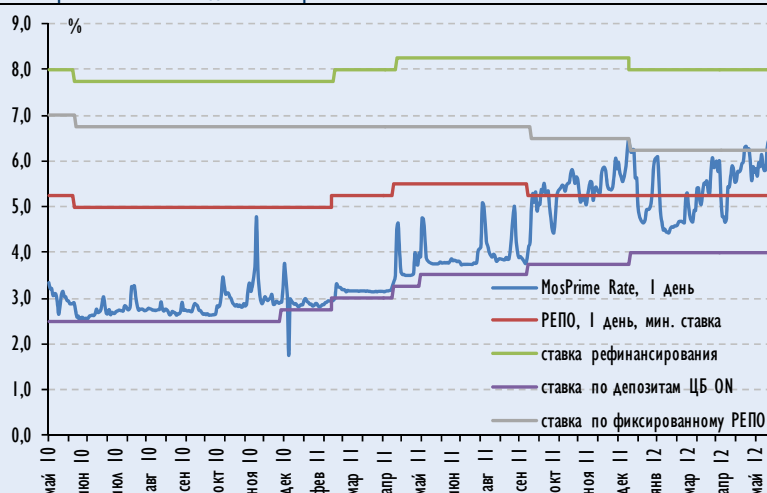
Объем торгов на рынке междилерского РЕПО



Источник: ММВБ-РТС

- ▶ Факторы глобальной волатильности продолжают довить над российским денежным рынком. В первой декаде июня динамика процентных ставок по всем сегментам пока еще остается в комфортном для банковского сектора диапазоне. Фактически рынок остывает после майской «горячки», когда ставки МБК и междилерского РЕПО превышали максимумы наиболее напряженных месяцев 2011 г. (6,7-6,9% против 6,5-6,6% соответственно).
- ▶ В июне могут реализоваться риски дальнейшего ухудшения конъюнктуры глобальных рынков (неопределенность вокруг Греции и Испании, замедление экономического роста в Китае, отсутствие ясности в отношении стабилизационных мер американской экономики). Любой из этих триггеров может спровоцировать новую волну «бегства в качество», что российские финансовые рынки ощутят в полной мере. Основным проводником нестабильности на денежный рынок снова рискует стать канал валютного курса.
- ▶ Важным фактором, определяющим динамику процентных ставок, остаются девальвационные ожидания. Ситуация, сложившаяся в мае (с 1 мая по 8 июня доллар укрепился на 12%), свидетельствует, по нашему мнению, о том, что каналы перераспределения ликвидности внутри банковского сектора работают неэффективно. Как мы понимаем, большие объемы предложения денег со стороны ЦБ (в мае лимиты по РЕПО достигли 1,3 трлн руб.) в основном уходили на валютный рынок. Возможно, это повод для отладки механизма денежно-кредитной политики ЦБ.
- ▶ Мы все же полагаем, что в июне ситуация с ликвидностью принципиально не изменится, но в отдельные дни налогового периода (25-28 июня) напряженность на денежном рынке может быть сильнее, чем в мае. Наша оценка чистой ликвидной позиции на конец месяца: -700 млрд руб. (т.е. примерно на уровне конца мая). На наш взгляд, ситуация монетарной рестрикции сохранится и в среднесрочной перспективе. Последнее означает неизбежность устойчивого повышения среднемесячного значения процентных ставок, прежде всего на рынке МБК.
- ▶ Наш базовый прогноз на июнь по ставкам междилерского РЕПО (1 день, облигации) для нижней границы – 5,50%, для верхней – 6,50%. Мы полагаем, что избыточное предложение ликвидности со стороны ЦБ будет способствовать снижению стоимости коротких денег, и она не превысит локальные рекорды мая.

Динамика процентных ставок денежного рынка



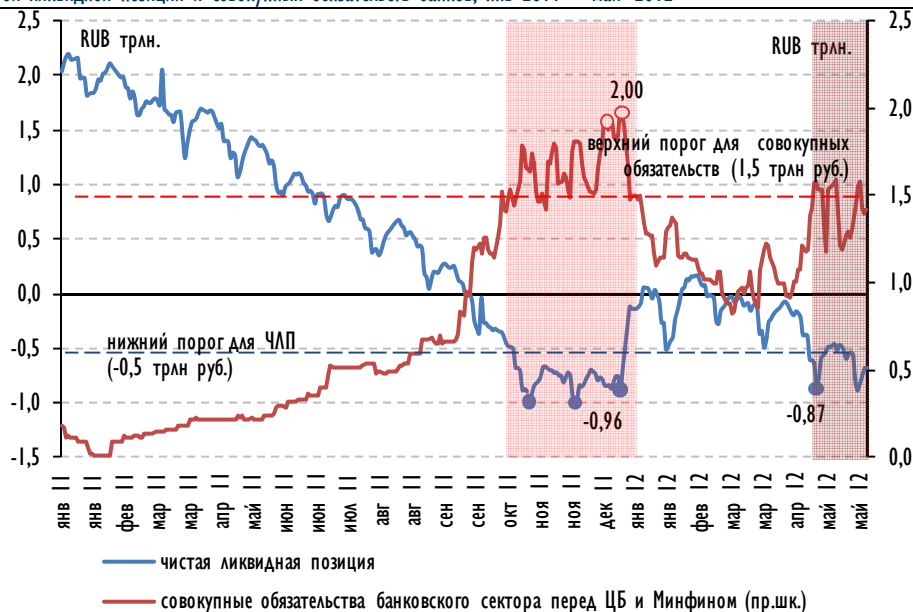
Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка



Чистая ликвидная позиция: колебания в пределах замкнутого контура

В течение мая ситуация на денежном рынке оставалась крайне неоднородной. Чистая ликвидная позиция колебалась в пределах от -890 до -460 млрд руб. (см. Диаграмму 1). В апреле размах колебаний был значительно больше от -870 до -70 млрд руб. Сравнение двух месяцев позволяет заключить, что эффект госрасходов (значительная часть которых была перенесена на начало года) окончательно исчерпал себя еще в первой декаде апреля.

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



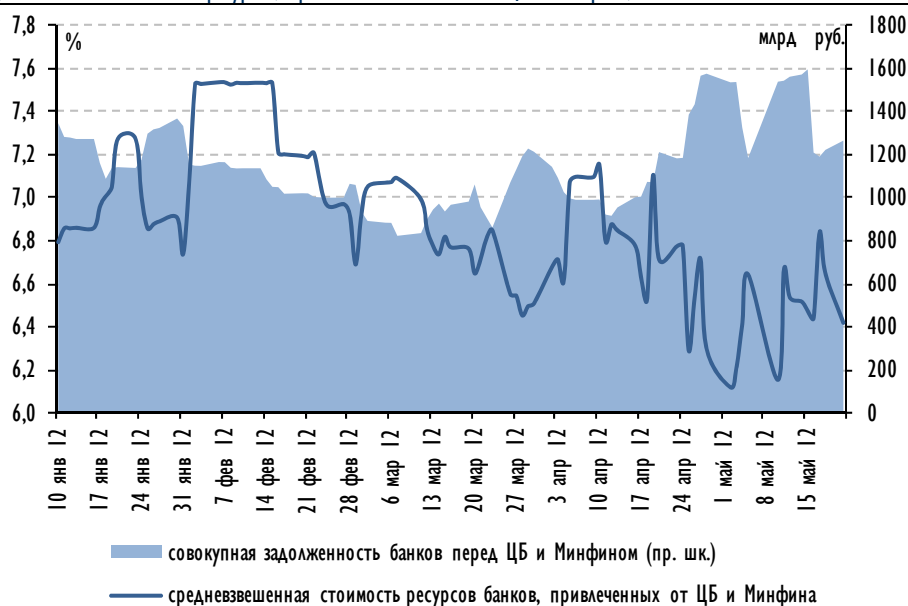
Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

В мае основным фактором, определяющим динамику чистой ликвидной позиции, было избыточное предложение ликвидности со стороны ЦБ. Следует отметить, что на фоне неизменных процентных ставок по ключевым операциям рефинансирования объемные индикаторы денежно-кредитной политики достаточно существенно расширились. Средний уровень задолженности банков перед ЦБ и Минфином вырос почти на 280 млрд руб. Если в апреле он составлял 1,13 трлн руб., то в мае уже достиг 1,41 трлн руб. Основной вклад в прирост был обеспечен за счет наращивания сделок по операциям аукционного РЕПО: средний дневной уровень задолженности по данной группе инструментов рефинансирования вырос с 590 млрд руб. до 995 млрд руб. При этом заметно уменьшился объем средств, привлеченных посредством более дорогих обеспеченных кредитов ЦБ: с 490 млрд руб. до 370 млрд руб.

Примечательно, что волатильность средневзвешенной стоимости кредитных ресурсов, привлеченных банками от ЦБ и Минфина, немного снизилась. В мае она колебалась от 6,12% до 6,84% (в апреле 5,15–6,50%). Дальнейшее ее снижение во многом зависит от сохранения больших объемов лимитов по операциям аукционного РЕПО. В этом случае у банков будет меньше причин обращаться к более дорогим инструментам рефинансирования.



Диagramma 2. Динамика средневзвешенной стоимости ресурсов, привлеченных банками от ЦБ и Минфина, янв 2011 – май 2012

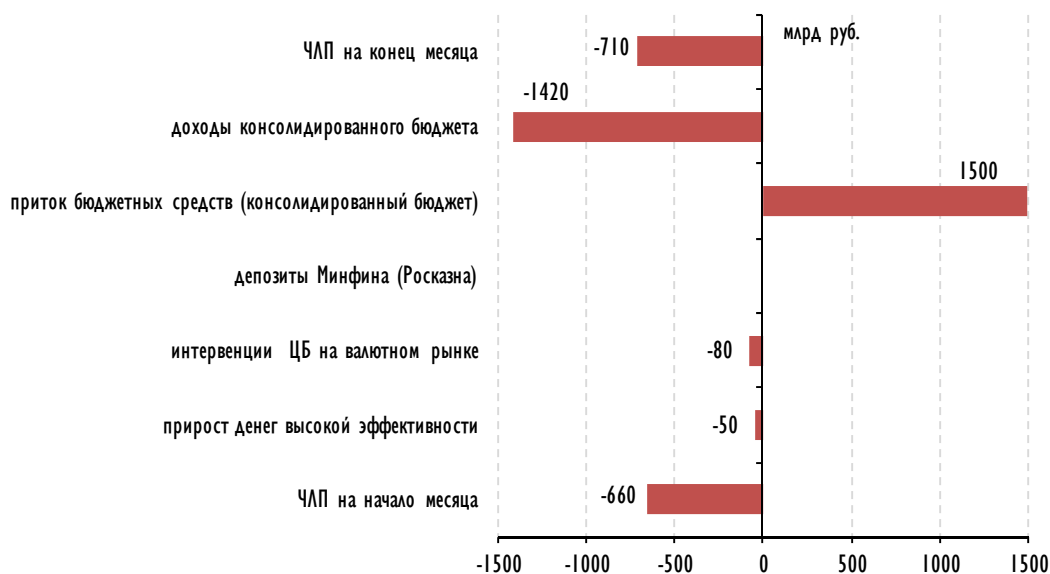


Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

Факторы формирования ликвидности: валютные интервенции сыграют свою роль

Динамика чистой ликвидной позиции до конца июня будет определяться такими факторами, как рефинансирование ЦБ на уровне, превышающем прирост совокупных обязательств банков перед государством, потоки ликвидности, связанные с исполнением консолидированного бюджета, валютные интервенции Банка России и изменение количества денег высокой эффективности (наличные деньги + обязательные резервы). Наш базовый прогноз по чистой ликвидной позиции на конец месяца – примерно -700 млрд руб. (см. Диаграмму 3). При этом мы не исключаем, что в отдельные дни июня совокупные обязательства банков превысят их высоколиквидные активы на 900-1000 млрд руб.

Диagramma 3. Прогноз основных факторов формирования ликвидности в июне 2012 (базовый сценарий)

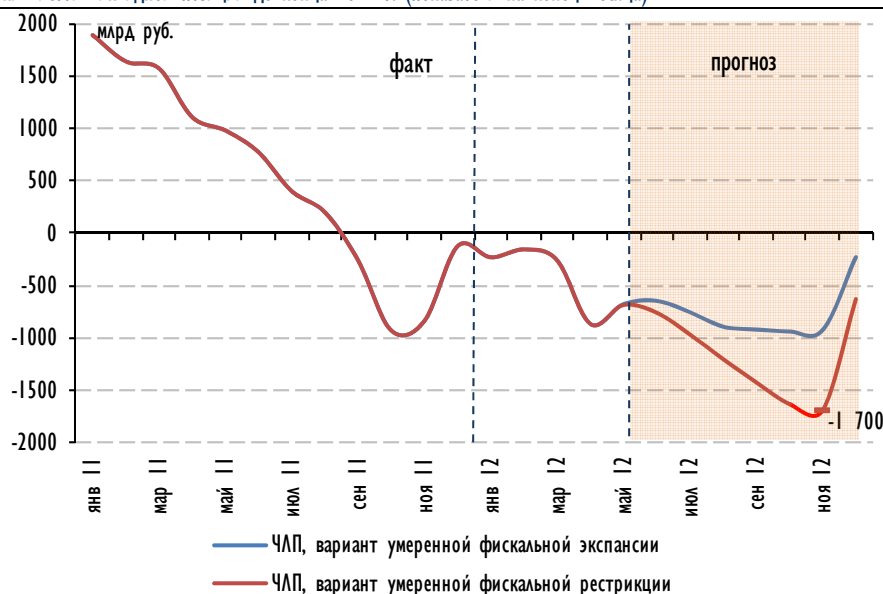


Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка



До конца года мы рассматриваем два варианта развития событий. **Первый (базовый)** – продолжение умеренной фискальной экспансии, дефицит федерального бюджета на конец года около 900 млрд руб., что весьма близко к старой редакции закона о бюджете. **Второй вариант** в основном соответствует новой редакции бюджета, утвержденной Государственной думой 25 мая. Он предполагает сокращение бюджетного дефицита до 70-100 млрд руб. Основным источником консолидации будет увеличение рублевого эквивалента доходов государства. Бюджетная дисциплина поспособствует снижению удельного веса федеральных расходов 3 и 4 кварталов (кроме декабря) в обще годовом показателе на 1%, в конце года образуется «навес».

Диаграмма 4. Варианты динамики чистой ликвидной позиции до конца 2012 г. (показатели на конец месяца)



Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

В соответствии с первым вариантом развития событий ситуация с ликвидностью будет умеренно напряженной, при этом значения чистой ликвидной позиции на конец месяца будут находиться примерно на одном и том же уровне (с незначительным ухудшением осенью). Конечно, к концу декабря рынок почувствует приток бюджетных расходов, и обязательства банков практически уравниваются с их высоколиквидными активами.

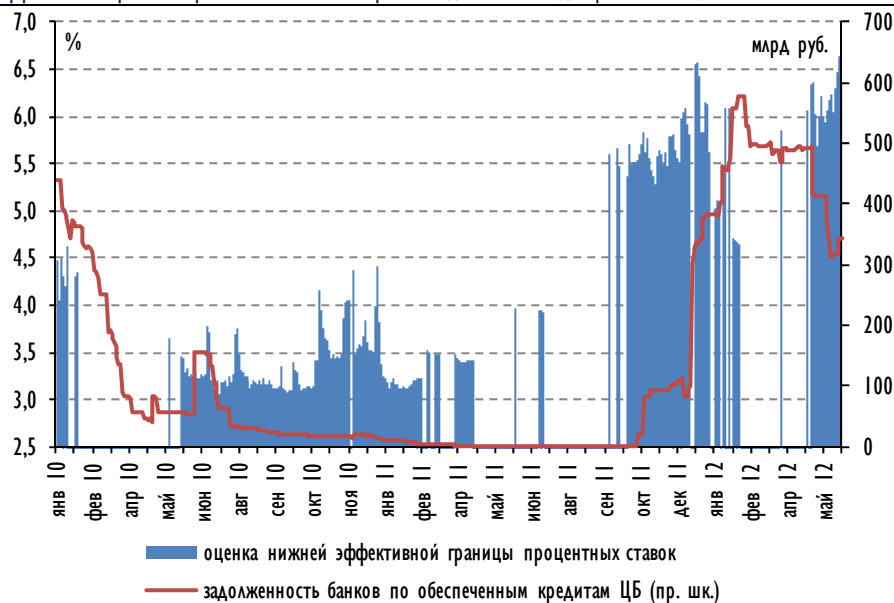
Итогом второго варианта развития событий является ухудшение ситуации на денежном рынке, в ноябре чистая ликвидная позиция может «провалиться» до -1,7 трлн руб. Вероятность реализации данного сценария зависит от изменения конъюнктуры валютного рынка и сопряженных объемов валютных интервенций ЦБ. Предполагается, что до конца года рыночная конъюнктура будет умеренно негативной, и продажи валюты регулятором будут дополнительным фактором абсорбирования ликвидности.

Процентные ставки: риски динамической несогласованности

В мае степень напряженности на разных сегментах рынка была крайне неоднородной. Банк России предлагал рекордные объемы ликвидности на аукционах прямого РЕПО (максимум – 1,3 трлн руб., 29 мая). Тот факт, что лимиты, как правило, не выбирались, говорит об избыточном предложении и отсутствии дефицита ликвидности среди банков, имеющих доступ к инструментам рефинансирования ЦБ.



Диаграмма 5. Оценка нижней эффективной границы процентных ставок на рынке 1-дневного междилерского РЕПО, 2010-2012 гг.

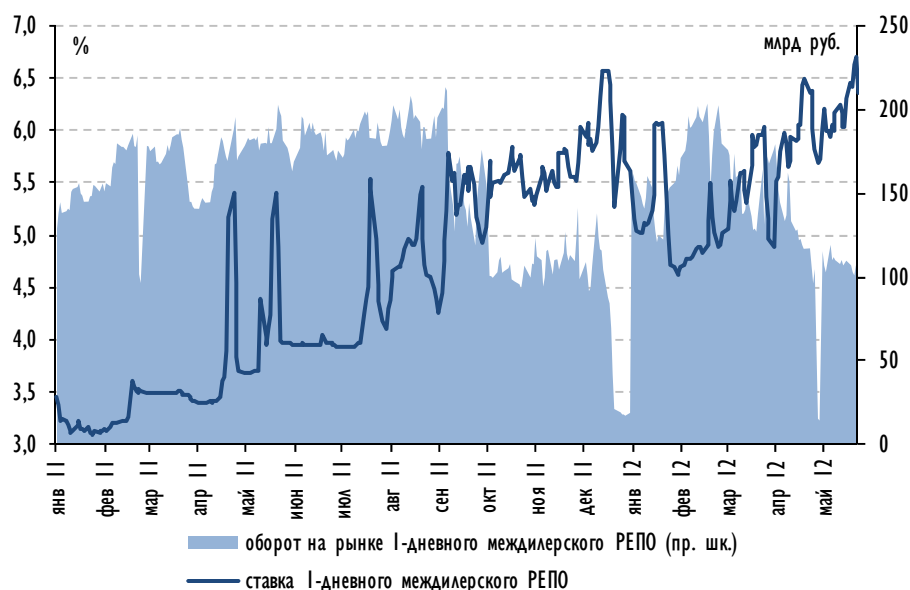


Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

По итогам мая сложилась серьезная диспропорция: ставки по аукционному РЕПО чаще всего были ниже отметки 5,6% (1 сессия, где выбирается основной объем лимита), а стоимость междилерского РЕПО при этом выходила за пределы верхней границы процентного коридора (6,25%). Таким образом, сложившаяся ситуация существенно отличалась от самых напряженных месяцев 2011 г. (ноябрь-декабрь), когда переспрос на аукционах ЦБ зашкаливал за 200%.

Средневзвешенная стоимость кредитных ресурсов, привлеченных банками от ЦБ и Минфина, остается достаточно волатильной (см. Диаграмму 2). В то же время нижняя эффективная граница ставок междилерского РЕПО демонстрирует склонность к росту (см. Диаграмму 5).

Диаграмма 6. Динамика фактических ставок и оборот торгов на рынке 1-дневного междилерского РЕПО, 2010-2012 гг.



Источник: ЦБ РФ, данные Газпромбанка

В конце мая – начале июня денежный рынок столкнулся с особым типом волатильности – рост ставок на фоне усиления девальвационных ожиданий (см. Диаграмму 6). За последние несколько дней курс доллара пробил максимумы последних 3 лет, в понедельник (4 июня) превысив отметку 34,00 руб./долл.

В последнюю неделю мая денежный рынок выполнял функцию вспомогательного механизма для перераспределения ресурсов между ЦБ и валютным рынком. Фактически каналы трансмиссии денежно-кредитной политики были недееспособны. Кроме того, в связи с неблагоприятной конъюнктурой долгового рынка были отменены все плановые аукционы ОФЗ. Соответственно, избыточный уровень ликвидности, предлагаемый ЦБ в форме биржевого РЕПО, не был стерилизован Минфином.

Подобная ситуация не могла не озаботить регулятора. По этой причине мы ожидаем, что основные усилия монетарных властей будут направлены на устранение сложившихся диспропорций. Следует иметь в виду, что в случае дальнейшего сокращения объемов размещений ОФЗ в июне, может возникнуть динамическая несогласованность процентных ставок денежного рынка. Иными словами, снижение стоимости биржевого РЕПО с ЦБ не будет способствовать симметричному отклику со стороны рынка междилерского РЕПО.

Таблица. Ставки денежного рынка (базовый вариант)

		Май 2012	Июнь 2012	Прогноз	
				Июль 2012	Август 2012
Глобальный денежный рынок	Ставка ФРС	0,25	0,25	0,25	0,25
	Ставка ЕЦБ	1,00	1,00	1,00	1,00
	LIBOR USD 3M	0,47	0,4-0,5	0,4-0,5	0,4-0,5
	LIBOR EUR 3M	0,60	0,6-0,8	0,6-0,8	0,6-0,8
Российский денежный рынок	Ставка рефинансирования	8,00	8,00	8,00	8,00
	Ставка по депозитам ЦБ, 1 день	4,00	4,00	4,00	4,00
	Равновесная ставка аукционного РЕПО с ЦБ	5,35	5,40	5,45	5,45
	Mosprime 3M	7,04	7,00	7,25	7,25
	MosPrime 6M	7,31	7,25	7,50	7,50
	Нижняя эффективная граница ставок междилерского РЕПО под обеспечение облигаций, 1 день*	5,85	6,00	6,25	6,25
	Нижняя граница ставок междилерского РЕПО под обеспечение облигаций, 1 день	5,72	5,50	5,60	5,60
	Верхняя граница ставок междилерского РЕПО под обеспечение облигаций, 1 день	6,71	6,50	6,60	6,60

* - нижняя эффективная граница рассчитывается, исходя из среднего за год ежедневного оборота торгов

Источник: данные Газпромбанка

Мы ожидаем, что в июле – августе 2012 г. ключевые процентные ставки по операциям рефинансирования ЦБ останутся без изменений. При этом средний уровень ставок денежного рынка будет демонстрировать склонность к росту. Это обусловлено сохранением тенденции сжатия денежной базы относительно денежной массы, темпы роста которых отстают от темпов прироста ВВП. К примеру, в экономике нормальной является ситуация, при которой рост денежной базы опережает рост номинального ВВП в пределах 8–15%. Количество денег высокой эффективности при этом должно прирастать на 4,0–5,0% в год. В России за период январь-апрель 2012 г. денежная база сократилась на 11,0%, а в годовом выражении (апрель 2012/апрель 2011) прирост составил 6,0%, что является серьезным аргументом в пользу продолжающейся монетарной рестрикции и повышения среднего уровня процентных ставок.

Наш базовый прогноз на июнь по ставкам междилерского РЕПО (1 день, облигации) заключается в пределах диапазона 5,50-6,50%. Мы полагаем, что избыточное предложение ликвидности со стороны ЦБ будет способствовать снижению стоимости коротких денег, и она не превысит локальные рекорды последнего месяца весны.



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.