

РЫНОК НЕ УГАДАЛ, ЧТО ЦБ ПОСТАВИЛ НА ОГРАНИЧЕНИЕ КАПИТАЛА, НО ЭТО И К ЛУЧШЕМУ

ЛЕОНИД ИГНАТЬЕВ +7 495 647-2360
leonid.ignatiev@trust.ru

МАРИЯ ПОМЕЛЬНИКОВА +7 495 789 35 94
maria.pomelnikova@trust.ru

Решение о сохранении ключевых ставок для нас и, насколько мы понимаем, для большинства участников рынка стало неожиданностью, но скорее неожиданностью приятной.

Выбрав в качестве инструмента ужесточения денежно-кредитной политики повышение норм резервирования, ЦБ РФ дал понять, что всерьез обеспокоен возможностью возобновления притока «горячих денег» в страну. Опасения регулятора более чем оправданы в свете повышения цены на нефть и связанного с этим роста интереса к сырьевым валютам, в число которых входит и рубль. Соответственно, увеличение нормативов резервирования полностью объясняет отказ от ожидаемого нами использования депозитных ставок (более подробно см. специальный обзор «Рынок и ЦБ делают ставки - мы ставим на депозитные» от 27 января 2010 г.), так как их повышение, напротив, стимулировало бы спекулятивный приток капитала.

Помимо подавления капитальных потоков в страну, что «обезопасит» курс рубля от чрезмерного укрепления, повышение норм резервирования позволит выполнить основную задачу регулятора - противостоять росту цен. Увеличение отчислений по резервам, по сути является мерой по стерилизации избыточной ликвидности, оттого способно постепенно ослабить монетарное инфляционное давление на экономику.

Опираясь на исторические данные, повышение нормативов резервирования на 1 п.п. по обязательствам перед нерезидентами и на 0.5 п.п. по иным обязательствам нельзя назвать жесткой мерой. Так, подъем Банком России аналогичных ставок с 30 апреля 2009 г. на те же 0.5-1 п.п. в месяц в ходе постепенного отказа от антикризисных мер прошел для денежного рынка незаметно. Нынешнее повышение нормативов обязательных резервов, по нашим оценкам, способно «оттянуть» из банковской системы лишь около RUB70 млрд. ликвидности (RUB30 млрд. по обязательствам перед нерезидентами, RUB40 млрд. – по прочим обязательствам). В сравнении с чистым запасом свободных средств в банковской системе в размере RUB1.8 трлн., подобное изъятие ликвидности слишком мало, чтобы оказать сколько-нибудь заметное давление на ставки.

Тем не менее, стоит отметить, что в отличие от повышения депозитных ставок, которое стерилизует ликвидность за счет наращивания депозитов, увеличение отчислений в фонд обязательного резервирования подавляет рост денежной массы с помощью сокращения кредитных возможностей. Учитывая условный потолок по средней ставке отчислений в ФОР в 8.5%, потенциал повышения нормы резервирования составляет до 5.5 п.п., что эквивалентно изъятию ликвидности порядка RUB400 млрд. Это означает, что подними Банк России сегодня нормативы обязательных резервов не на 0.5-1 п.п., а скажем, на 4-5 п.п., то разумно было бы ожидать и заметного удорожания кредитных ресурсов и на рынке МБК, и в корпоративном и розничном сегментах. Тем не менее, во избежание нанесения вреда кредитованию, вряд ли ЦБ в полной мере воспользуется этим арсеналом, тем более что риски притока «горячих денег» в страну остаются умеренными. По нашим оценкам, приток капитала в 2011 г. не превысит USD10 млрд.

Мы полагаем, что раскручивание инфляции, обусловленное уже в том числе и монетарными факторами, вынудит ЦБ на дальнейшие шаги по ужесточению денежно-кредитной политики. Мы подтверждаем наш прогноз, согласно которому в конце февраля регулятор начнет цикл повышения всех ставок с шагом на 0.25 п.п. в месяц, всего на 0.75-1 п.п. до конца первого полугодия. Вместе с тем, учитывая повышенные опасениями ЦБ РФ относительно притока капитала в страну, мы корректируем наши ожидания по росту депозитных ставок в сторону уменьшения на 0.25 п.п. По нашему мнению, подъем депозитных ставок может ограничиться в 1К 2011 г. 0.5 п.п., - по 0.25 п.п. в месяц, в то время как вероятность повышения кредитных ставок только возрастает. Вдобавок, в свете последних событий Банк России может продолжить повышение норм обязательных резервов, но, скорее не более чем на 0.5-1 п.п. в месяц.

Влияние сегодняшнего решения ЦБ РФ на рублевый облигационный рынок мы оцениваем как умеренно позитивное. Мы ожидаем, что неизменность ставок в феврале окажет поддержку российским рублевым облигациям, в особенности рынку ОФЗ.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Департамент макроэкономики и стратегии

Торговые операции

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Департамент кредитного анализа

Клиентские продажи

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90

Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

sales@trust.ru

Татьяна Андриевская

Николай Порохов

research.debtmarkets@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.