

# Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП

## Ключевые моменты

- Канал кредитных ставок трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики России функционирует неэффективно. ЦБР хорошо об этом знает и собирается [модифицировать инструментарий рефинансирования](#).
- Внесение предлагаемых изменений в систему рефинансирования должно привести к существенному выравниванию кривой процентных ставок денежного рынка и, в более широком смысле, смягчению финансового давления в банковской системе.
- Осознавая риск того, что до фактической реализации этих мер в 1-2к'13 немедленной реакции может и не наблюдаться, мы, тем не менее считаем разумным подготовиться к таким переменам, открыв несколько позиций на российском рынке ставок, особенно учитывая ограниченный потенциал убытков и относительно привлекательный кэрри.

## Рекомендации

1. Получать годовую ставку IRS. Уровень открытия позиции: 7.61%, целевой уровень: 6.70%, стоп-лосс: 8.00%, кэрри/ролл: +3 бп в месяц.
2. Платить по двухлетнему контракту кросс-валютного базиса. Уровень открытия позиции: -138 бп, целевой уровень: -35 бп, стоп-лосс: -170 бп, кэрри/ролл: +1 бп в месяц.

## ЦБР твердо намерен отрегулировать канал процентных ставок трансмиссионного механизма ДКП

### Волатильность ставок денежного рынка остается высокой



Источник: ЦБР, Росбанк

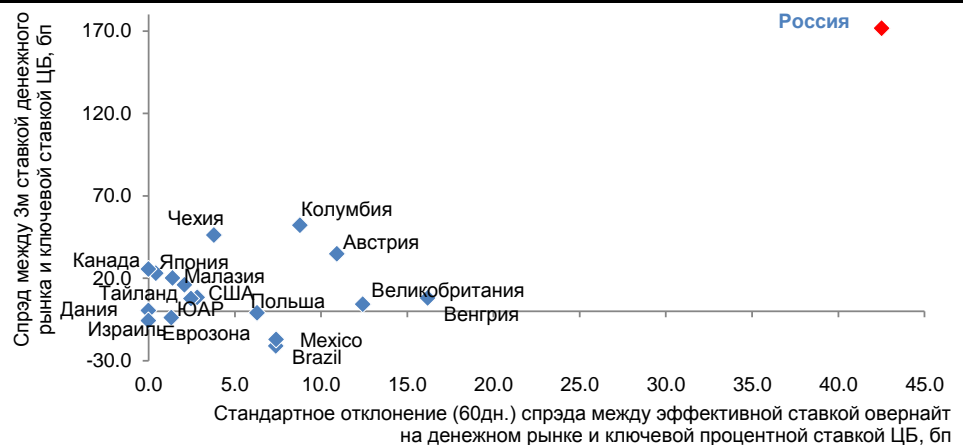
### Дефицит доверия ухудшает работу трансмиссионного механизма



Источник: ЦБР, Bloomberg, Росбанк

Настала пора разблокировать канал кредитных ставок в трансмиссионном механизме монетарной политики России. Мы неоднократно говорили о том, что канал кредитных ставок в трансмиссионном механизме монетарной политики России не работает. Об этом свидетельствуют как неизменно высокая волатильность денежных ставок, так и чрезвычайная крутизна начального участка кривой процентных ставок денежного рынка (при том, что консенсус-прогноз роста ставок в течение следующих шести месяцев составляет лишь 25 бп).

### Эффективность канала процентных ставок в трансмиссионном механизме ДКП в международном контексте



Источник: Bloomberg, Росбанк

Процентные ставки денежного рынка (и в экономике в целом) намного выше, чем можно было бы предположить, основываясь на ожиданиях динамики ключевых процентных ставок. 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.

**ЦБР готовится отрегулировать канал трансмиссионного механизма.** Вне всякого сомнения, для нормальной работы канала процентных ставок необходимо найти решение, способное внушить рынку доверие к надежности и устойчивости операционной системы рефинансирования. ЦБР хорошо знает об этом и, наконец, готовится раз и навсегда отрегулировать канал трансмиссионного механизма. Рассматриваются две ключевые меры:

1. *Коридор процентных ставок* (нижняя граница которого формируется ставкой по депозитным операциям, а верхняя — ставкой по фиксированному РЕПО, при том что ключевая процентная ставка — ставка по аукционному РЕПО — находится в центре) *будет сужаться, что позволит сдержать ненужную волатильность ставок овернайт денежного рынка (RUONIA).* Согласно недавно опубликованным основным направлениям денежно-кредитной политики на 2013-2015 гг., ЦБР считает существующий коридор процентных ставок (225 бп) слишком широким, поэтому мы ожидаем его сужения до 100 бп к концу следующего года.
2. По словам зампреда ЦБР Сергея Швецова, *начиная с 1к'13 регулятор планирует перевести среднесрочное (3-12 мес.) рефинансирование с фиксированных на плавающие ставки.*

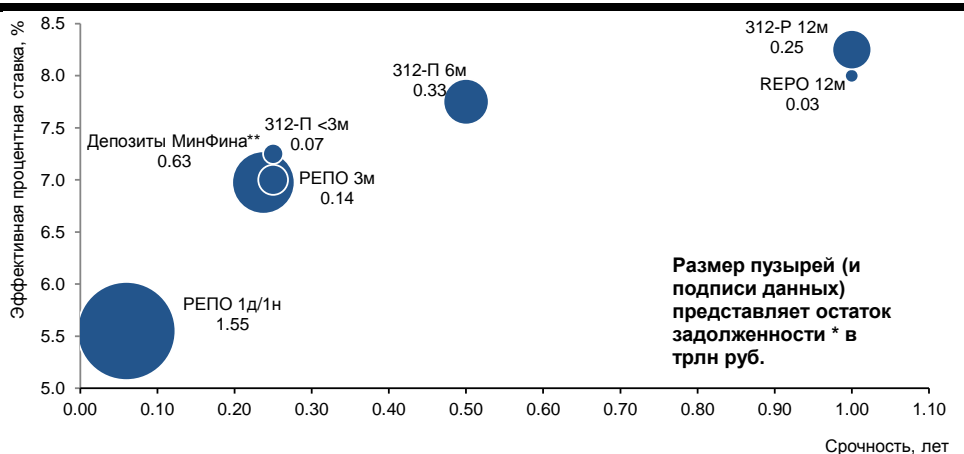
**Повышение эффективности трансмиссионного механизма монетарной политики должно привести к снижению ставок денежного рынка.** Последствия сужения коридора процентных ставок вполне очевидны (уменьшение волатильности подразумевает снижение риска), в отношении второго пункта необходимо некоторое пояснение. Идея заключается в том, чтобы увязать процентную ставку по среднесрочным инструментам рефинансирования со ставкой RUONIA (ставкой овернайт денежного рынка, которая должна стать целевым операционным ориентиром процентной политики ЦБР) или ключевой процентной ставкой (ставкой по аукционному РЕПО) плюс определенный спред. Мы считаем, что при надлежащей реализации это решение *может решить две наиболее острые и серьезные проблемы для рынка, а в конечном счете привести к ощутимому выравниванию короткой части кривой процентных ставок денежного рынка.*

Во-первых, **ставки по долгосрочному (более одной недели: 3-12 мес.) РЕПО должны существенно снизиться**, поскольку фиксированная минимальная ставка (устанавливаемая ЦБР) по этим инструментам сейчас запретительно высока: от 7.0% на 3 месяца до 8.0% на 12 месяцев по сравнению с тридцатидневной скользящей средней ставки RUONIA и ключевыми процентными ставками (по однодневным и недельным аукционам РЕПО), составляющим 5.8% и 5.5%, соответственно. Ставка по «новому» долгосрочному РЕПО будет зависеть от уровня спреда к базовой ставке (RUONIA или 1д/н РЕПО ЦБР), который должен определяться в ходе аукциона и будет в конечном итоге зависеть от размера установленных регулятором лимитов. Зампред ЦБР С. Швецов заметил, что такой спред может быть равен нескольким бп, а объем долгосрочного рефинансирования увеличится многократно (в настоящее время он находится на уровне немного выше 0.8 трлн руб. при общей сумме рефинансирования со стороны ЦБР и Минфина в объеме 3.0 трлн руб.); это означает, что по этим инструментам ЦБР будет предлагать довольно щедрые лимиты. Тем не менее мы придерживаемся консервативной позиции и предполагаем, что спред окажется на уровне около 50 бп, что должно снизить стоимость долгосрочного РЕПО до 6.3-6.5% (по сравнению с текущими 7.0-8.0%), таким образом, повысив его доступность для банковской системы.

Во-вторых, что не менее (а по нашему мнению намного более) важно, **аналогичный механизм определения ставок, увязанный с RUONIA/РЕПО, будет применяться к инструментам рефинансирования под залог нерыночных активов (312-П).** Основное различие между РЕПО и 312-П сводится к типу активов, которые ЦБР требует от банков в качестве обеспечения. Согласно правилам РЕПО, банки обязаны передавать ЦБР ликвидные облигации и акции, в то время как по схеме 312-П банки могут получить рефинансирование в обмен на «нерыночные» активы (кредиты, поручительства). Поскольку местный рынок облигаций остается относительно слабо развитым, существуют широко распространенные (и обоснованные, на наш взгляд) опасения, что «естественное» ухудшение ситуации с ликвидностью может в конечном итоге привести к тому, что банки останутся без облигаций и акций, принимаемых в качестве обеспечения по операциям РЕПО. Так, «коэффициент утилизации рыночного обеспечения» (отношение задолженности по операциям прямого РЕПО с ЦБР к имеющемуся в наличии обеспечению) сегодня превышает 50%, тогда как, учитывая высокую концентрацию, «критический» порог может быть намного ниже 100% (последние события на денежном рынке указывают на то, что критический порог недалек от 60%). Как только банк остается без обеспечения РЕПО, ему приходится искать альтернативные источники рефинансирования (в основном 312-П и депозиты Минфина), которые сегодня обходятся намного дороже. В настоящее время процентные ставки по схеме 312-П установлены регулятором на запретительно высоком уровне (от 7.25% на 3 месяца до 8.25% на 12 месяцев), но даже при таких ставках существует высокий спрос (общая сумма задолженности

составляет 0.65 трлн руб., тогда как общий объем долгосрочных инструментов РЕПО, несмотря на немного меньшую ставку, равен всего 0.15 трлн руб.), что весьма красноречиво свидетельствует об опасениях по поводу обеспечения. Таким образом, ввод в действие механизма плавающих ставок не только снизит ставку по текущим обязательствам, но и значительно расширит базу доступного обеспечения (корпоративный кредитный портфель вчетверо больше облигационного портфеля банков), поскольку стоимость финансирования по схемам РЕПО и 312-П будет сведена воедино. Мы не исключаем, что в конечном итоге ЦБР объединит эти два инструмента в один (правда, для этого потребуются немало усилий) и, таким образом, вместо множества действующих ныне схем и инструментов рефинансирования создаст единый и универсальный инструмент предоставления ликвидности, что поможет упростить и упорядочить операционную структуру системы рефинансирования.

### Стоимость рефинансирования при существующей системе



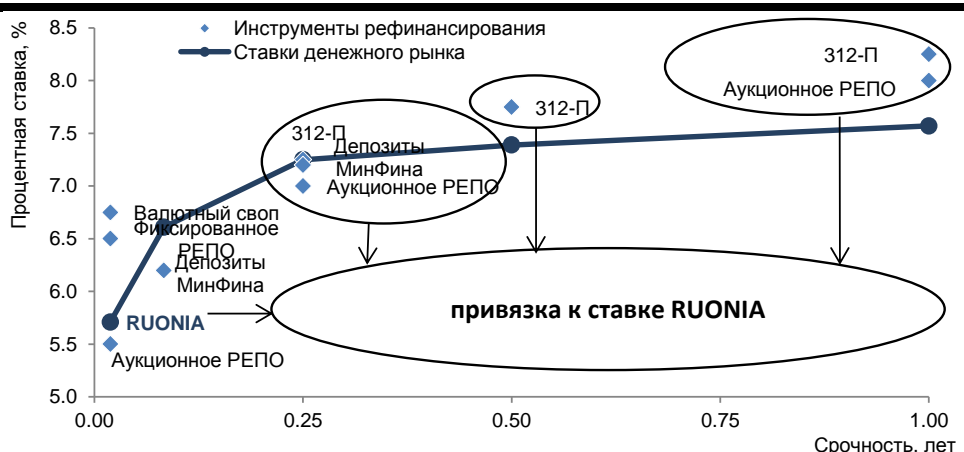
\* по состоянию на 30 октября 2012 г.

\*\* средневзвешенный срок погашения

Источник: ЦБР, Bloomberg, Росбанк

Подытоживая сказанное, мы считаем, что после перевода среднесрочных инструментов (РЕПО, 312-П) на плавающую основу эффективная стоимость рефинансирования по ним станет намного ниже и доступнее для банков. Это должно естественным образом снизить ставки рублевого денежного рынка. Мы ожидаем, что после реализации этих мер ставка Mosprime на три месяца может снизиться на 80-100 бп и «притянуть» к новым уровням всю кривую IRS.

### Изменение механизма среднесрочного рефинансирования должно выровнять кривую денежного рынка



Источник: ЦБР, Bloomberg, SG / Росбанк, Economics

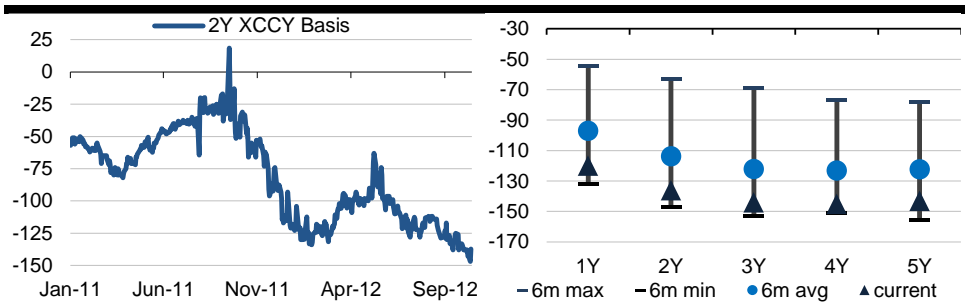
## Торговые рекомендации — снижение кривой IRS и сужение ХССУ базиса

Реализация предлагаемых модификаций инструментов рефинансирования планируется после того, как в 1к'13 будут внесены необходимые изменения в рыночную инфраструктуру; таким образом, результаты, вероятно, станут заметны лишь во 2к'13. Осознавая риск того, что до фактического осуществления этих мер немедленной реакции может не наблюдаться, мы, тем не менее, считаем разумным подготовиться к таким переменам, открыв несколько позиций на российском рынке ставок, особенно учитывая **ограниченный потенциал убытков** и относительно привлекательный кэрри.

Прежде всего, **мы рекомендуем получать ставки процентных свопов IRS:** поскольку мы предполагаем снижение трехмесячной ставки Mosprime вслед за стоимостью среднесрочного рефинансирования ЦБР, то же должно произойти со всей кривой процентных свопов IRS (привязанной к трехмесячной Mosprime). Сточки зрения кэрри нам импонирует годовой контракт (+3 бп в месяц), и мы устанавливаем целевой уровень 6.70%, а стоп-лосс на уровне 8.0%. Учитывая спред между котировками на покупку и продажу (10 бп), соотношение ожидаемого вознаграждения к риску составляет примерно 3:1. Мы считаем, что риски по данной позиции ограничены, поскольку ставки денежного рынка уже слишком высоки и ЦБР наверняка смягчит риторику после достижения инфляцией пика в 1к'13.

Тем, кто предпочитает более осторожную стратегию, **мы рекомендуем обратить внимание на кросс-валютный базис.** Снижение кривой доходности IRS не должно оказать существенного влияния на кривую ХССУ, поэтому после того как новая система рефинансирования заработает в полную силу, ХССУ базис должен сузиться (стать менее негативным). Короткая позиция по ХССУ базису также должна давать относительно неплохие результаты (по сравнению с прямым получением ставки IRS) в условиях рыночного стресса, поскольку кривая ХССУ обычно более чувствительна к рисковому настроению. Кроме того, такая позиция покажет неплохие результаты и при маловероятном сценарии, если ЦБР повысит ключевые процентные ставки (1д/1н РЕПО) в целях компенсации ожидаемого влияния от перехода к инструментам с плавающей ставкой на среднесрочные ставки денежного рынка (т.е. трехмесячной Mosprime). Мы рекомендуем платить ставку по 2-годичному контракту кросс-валютного базиса, поскольку он демонстрирует относительно привлекательный кэрри и с меньшей вероятностью может быть затронут хеджевыми операциями корпоративных заемщиков (которые обычно больше влияют на участок 3-5 лет). Мы устанавливаем целевой уровень -35 бп (сегодня: -138 бп) и стоп-лосс на уровне -170 бп. С учетом спреда между котировками спроса и предложения (+10 бп), соотношение ожидаемого вознаграждения к риску составляет примерно 3:1. С нашей точки зрения, риски расширения базиса представляются приемлемыми, поскольку он находится на исторически очень высоком уровне, вследствие влияния хеджевых операций корпоративных заемщиков. Мы считаем, что потенциал снижения кривой ХССУ ограничен, поскольку кривая на участке до трех лет уже приобрела инвертированную форму, и, кроме того, ситуация с ликвидностью на рублевом рынке обеспечивает естественное ограничение для короткого отрезка кривой ХССУ.

**Базис ХССУ, вероятно, сузится после исторических минимумов**



Источник: SG / Росбанк

**Основные риски**

- 1) Основными опасностями, как всегда, являются обвал цен на нефть и сокращение склонности инвесторов к риску, поскольку эти факторы могут привести к повышению ставок. Хотя указанный сценарий не является базовым, заметим, что при таком развитии событий рекомендуемая позиция по ХССУ базису должна принести хорошие результаты, поскольку кривая кросс-валютных свопов более чувствительна к рисковому и девальвационным настроениям.
- 2) Непредвиденное инфляционное давление или значительное усиление экономической активности также могут повлиять на ставки денежного рынка. Хотя это вряд ли изменит планы ЦБР по улучшению системы рефинансирования, это может заставить регулятора поднять ключевые процентные ставки (1д/1н РЕПО), что ограничит потенциал снижения кривой IRS. Вновь отмечаем, что в такой ситуации короткая позиция по ХССУ базису должна принести хороший результат.
- 3) Денежные потоки, обусловленные хеджированием риска корпорациями могут негативно повлиять на динамику базиса. Рынок еврооблигаций остается открытым для российских эмитентов, и, кроме того, после недавнего сужения кредитных спредов на международных рынках, мы практически не видим арбитражных возможностей привлечения денег на местном рынке (относительно международного). Кроме того, наша рекомендация относится к 2-годовалому сегменту, который традиционно менее подвержен влиянию хеджевых потоков.

## Последние публикации

Брифинг долговых рынков	Экономика	Специальные обзоры
<a href="#">Среда, 31 октября</a>	<b>Экономика в сентябре ( <a href="#">rus</a> / <a href="#">eng</a> )</b>	<b>Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП ( <a href="#">rus</a> / <a href="#">eng</a> )</b>
<a href="#">Вторник, 30 октября</a> (Мечел, Русал)	<b>Промышленное производство в сентябре ( <a href="#">rus</a> / <a href="#">eng</a> )</b>	<b>Новации ЦБР помогут «расчислить» канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики ( <a href="#">rus</a> / <a href="#">eng</a> )</b>
<a href="#">Понедельник, 29 октября</a> (Северсталь)	<b>Ликвидность банковского сектора ( <a href="#">rus</a> )</b>	<b>Комментарий к первичному размещению: Внешпромбанк БО-2 ( <a href="#">rus</a> )</b>
<a href="#">Пятница, 26 октября</a> (Магнит)	<b>Итоги октябрьского заседания ЦБР ( <a href="#">rus</a> / <a href="#">eng</a> )</b>	<b>Россия в фокусе, октябрь ( <a href="#">eng</a> )</b>
<a href="#">Четверг, 25 октября</a>	<b>Инфляция в сентябре ( <a href="#">rus</a> / <a href="#">eng</a> )</b>	
<a href="#">Среда, 24 октября</a> (Алроса)		

## Команда

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