

13 мая 2011
Денежный рынок I Макроэкономика

Деньги без риска?

Харлампиев Дмитрий
к.э.н.
ведущий аналитик

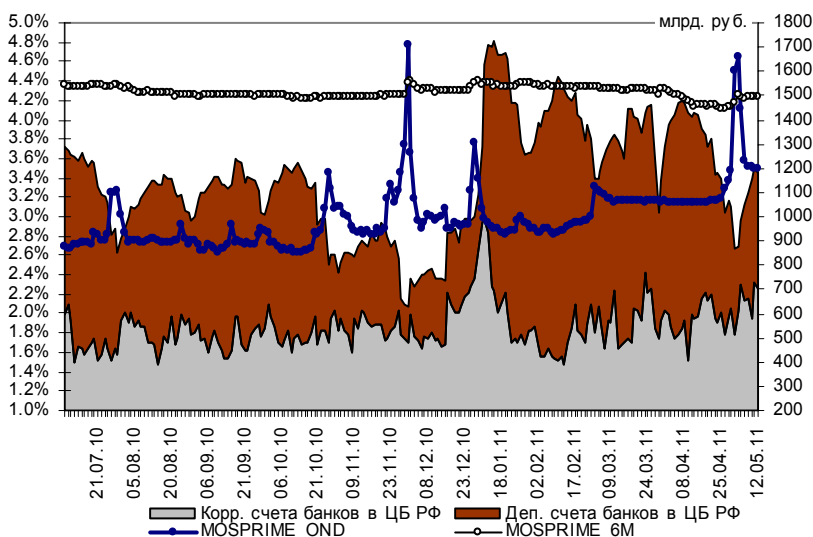


Неприятное воспоминание

Последние дни апреля, да и начало мая напомнили, казалось бы, уже далекие времена, когда участники рынка делали поправку на так называемый налоговый период, процентные ставки, как минимум краткосрочные, реагировали на сезонный отток ликвидности, а прогнозисты были более сдержаны в краткосрочных оценках конъюнктуры денежного рынка. Напомним, что в последний день апреля ставка overnight показала единовременный рост более чем на 100 б.п. (внутри дня рост был даже более значительным) на фоне сжатия объема рублевой ликвидности до минимального за последние 4,5 месяца уровня, хотя сам по себе номинальный объем, опираясь на опыт предыдущих периодов низким назвать было нельзя.

При этом стоит отметить, что данные изменения проходили в отсутствии явных признаков сужения каналов формирования ликвидности, прежде всего, без интенсификации оттока капитала и усиления девальвационного давления на рубль. В данном контексте логично звучит вопрос, возможно ли повторение данного опыта в ближайшем будущем и какова вероятность более глубокой «просадки» внутреннего денежного рынка, да и, вообще, оправданно ли считать, что период «денежной эйфории» завершился окончательно?

Рис. 1 Динамика ставок объема ликвидности и ставок MOSPRIME



Источник: ЦБ РФ, NBA, Reuters

Стразу стоит подчеркнуть, что в произошедших событиях мы не склонны видеть, читать какие-либо предпосылки для появления устойчивого дефицита ликвидности и тем более, возможного разрастания кризиса доверия на денежном рынке. Резкий рост ставок и сжатие предложения «коротких» денег, по крайней мере, пока, это явление исключительно локального характера, что, кстати, подтверждается эмпирически – достаточно взглянуть на последующую динамику индикатора рыночных ставок и совокупность остатков на корреспондентских и депозитных счетах банков в ЦБ РФ (см. Рис. 1).

Тем не менее, данный опыт дает основание предположить, что в ближайшие месяцы, объем ликвидности, вероятно, станет более чутко реагировать «пиковые» даты налогового периода, что, соответственно, окажет эффект на динамику процентных ставок (вероятен сезонный рост). Для понимания причин стоит обратиться к факторам, определившим ухудшение состояния денежного рынка в недавний период.

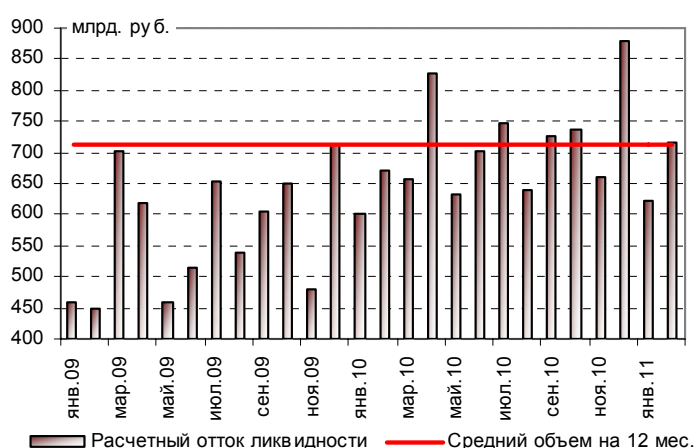
Во-первых, стоит помнить, что сейчас, фактически, единственным источником прироста первичного денежного предложения являются валютные интервенции ЦБ РФ, объем которых, несмотря на ежедневные покупки, значительным назвать нельзя – оценочно, в 2,5 раза меньше, чем за аналогичный период предыдущего года.

Во-вторых, так называемая бюджетная эмиссия отсутствует. Рубли, фактически, не эмитируются за счет конвертирования средств, предназначенных для финансирования дефицита Федерального бюджета, которого, в свою очередь, сейчас, собственно, и нет (по итогам трех месяцев зафиксирован профицит бюджета). При этом логично предположить, что величина налоговых изъятий, на фоне благоприятной внешнеторговой конъюнктуры, увеличивается.

В-третьих, в конце периода, а точнее 29.04 ЦБ РФ принял неожиданное (если опираться на консенсус-опрос, с которым мы не были согласны) решение о повышении регулируемых ставок с 03.05, что естественно оказало поддержку рублю, так как теоретически российская валюта стало еще более привлекательна для операций carry-trade. Соответственно, спрос на рубль возрос дополнительно, что заметно усилило негативный эффект для денежного рынка. При этом стоит отметить, что в текущем, а вероятно, и в следующем месяце данный фактор не будет актуальным, так как регулятор, по нашему мнению взял «паузу» в цикле повышения ставок.

В-четвертых, не исключено, что на рублевые ставки повлияла «позиционная» торговля на внутреннем валютном рынке, когда участники, опирающиеся на опыт предыдущих периодов, предпочитают занимать в конце месяца длинные позиции по иностранной валюте, продавая ее в начале следующего месяца, на фоне сезонного роста стоимости бивалютной корзины. В конкретном же случае, учитывая эффект «неожиданности» повышения ставок, спрос на рубль не упал, а, напротив, стал расти, что усилило локальный дефицит рублевых средств. Однако и в данном случае стоит отметить, что актуальность данного фактора в мае-июне под большим вопросом.

Рис. 2 Динамика расчетного оттока ликвидности в «налоговый» период*



* - по данным Консолидированного бюджета РФ (НДС, НДС, Страховые взносы в фонды, налог на прибыль, акцизы)
Источник: Казначейство Минфин РФ, собственные расчеты АУ ОАО Банк «Петрокоммерц»

Согласно данным по исполнению Консолидированного бюджета РФ за 2 месяца текущего года, ежемесячный отток ликвидности в январе и феврале вследствие уплаты наиболее значимых налогов (НДС, страховые взносы, НДС, налог на прибыль и акцизы) составил **621 и 715 млрд. руб.** соответственно. Отметим, что на данном этапе имеет место сезонное снижение налоговых выплат (по сравнению с 4 кв. 2010 года), однако, объем оттока средств оказался выше, чем за аналогичный период предыдущего года. Можно также предположить, что объем среднемесячного оттока средств будет выше, чем первичная расчетная величина, основанная на утвержденных законом параметрах федерального бюджета на 2011 год. Напомним, что, если предположить, что доля доходов Федерального бюджета в доходах Консолидированного бюджета, останется неизменной (53%), то в среднем отток средств должен был бы составлять порядка 760 млрд. в месяц. Однако, учитывая существенно лучшую по сравнению с прогнозной внешнеторговую конъюнктуру (средняя цена на нефть за неполные 4,5 месяца оказалась выше прогнозной, на основе которой формировались параметры Федерального бюджета на 2011 год на 45%) и опираясь на эластичность бюджетных доходов по нефти в 2010 году, оправданно предположить, что, при прочих равных условиях, средний ежемесячный отток средств может **увеличиться до 920 млрд. руб.**

Аварийное РЕПО

Спрос на инструменты краткосрочного рефинансирования ЦБ РФ в конце апреля впервые, начиная с декабря прошедшего года, возобновился, однако сохранялся недолго, всего три дня. Это объяснимо, учитывая описанное выше сжатие объема рублевой ликвидности и последующее его восстановление. Вообще в структуре рефинансирования банковского сектора **доминирующую роль** по-прежнему **продолжает занимать размещение временно свободных бюджетных средств на депозиты**, в 1 кв. текущего года на данный вид операций пришлось практически 95% совокупного объема привлеченных у ЦБ РФ средств (см. Таб. 1). Это также вполне закономерно, так как в 1 кв., также, вероятно, и по итогам первых 4 месяцев сохранялось отставание в освоении бюджетных расходов, на конец марта – около 400 млрд. руб. в номинальном выражении.

Таб. 1 Структура рефинансирования банковского сектора РФ*

млрд. руб.	Ломбард. кредиты	Кредиты под нерын. активы	Кредиты без обеспеч-я	Прямое РЕПО (аукционы)	Прямое РЕПО (фикс. ставка)	Размещение бюджетных средств на депозитах	Всего
2007	24.15	32.76	-	7586.61	4.34	-	7647.86
доля, %	0.32%	0.43%	-	99.20%	0.06%	-	100%
2008	212.68	445.53	3029.43	21051.63	479.73	1785.37	25219.00
доля, %	0.84%	1.77%	12.01%	83.48%	1.90%	6.61%	100%
2009	246.84	1955.00	2963.18	21906.58	5439.67	497.10	33008.36
доля, %	0.75%	5.92%	8.98%	66.37%	16.48%	1.51%	100%
1 кв. 2010	23.74	158.32	61.94	1291.74	19.45	84.00	1639.19
доля, %	1.45%	9.66%	3.78%	78.80%	1.19%	5.12%	100%
2 кв. 2010	21.18	154.61	58.56	529.19	3.86	10.80	778.20
доля, %	2.72%	19.87%	7.53%	68.00%	0.50%	1.39%	100%
3 кв. 2010	12.85	7.35	13.92	73.90	3.46	84.00	195.48
доля, %	6.57%	3.76%	7.12%	37.80%	1.77%	42.97%	100%
4 кв. 2010	17.67	13.42	0.00	93.22	11.29	203.90	339.50
доля, %	5.20%	3.95%	0.00%	27.46%	3.33%	60.06%	100%
2010	74.71	334.26	129.50	1988.05	38.06	382.70	2947.28
доля, %	2.53%	11.34%	4.39%	67.45%	1.29%	12.98%	100%
январь	1.19	2.17	0.00	0.00	0.00	0.00	3.36
доля, %	35.42%	64.58%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100%
февраль	1.14	0.48	0.00	0.00	0.00	108.90	110.52
доля, %	1.03%	0.43%	0.00%	0.00%	0.00%	98.53%	100%
март	5.28	1.43	0.00	0.00	0.00	104.05	110.76
доля, %	4.77%	1.29%	0.00%	0.00%	0.00%	93.94%	100%
1 кв. 2011	7.61	4.08	0.00	0.00	0.00	212.95	224.64
доля, %	3.39%	1.82%	0.00%	0.00%	0.00%	94.80%	100%
апрель**	6.75	3.75	0.00	9.85	18.51	3.21	42.07
доля, %	16.04%	8.91%	0.00%	23.41%	44.00%	7.63%	100%

* - без учета внутривневных кредитов и кредитов overnight, через каналы ЦБ РФ, ** - частично оценка
Источник: ЦБ РФ, собственные расчеты АУ Банк «Петрокоммерц»

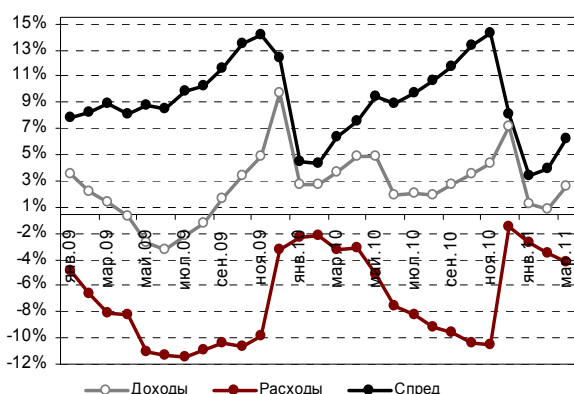
В целом существующую **систему рефинансирования на данном этапе можно назвать эффективной**, более того, в текущих конкретных условиях ее ресурсы практически не используются. На фоне преимущественно благоприятной рыночной конъюнктуры спрос на облигации Банка России в последние месяцы сохранялся, хотя и был умеренным, не считая «замещающего» привлечения средств в середине марта. 12.05 Банк России начал размещение 19-ой серии ОБР в объеме 750 млрд. руб., примечательно, что в мае не должно происходить масштабных погашений бумаг, соответственно, на эффект замещения займов рассчитывать было нельзя, чем и стоит объяснить **более чем скромный спрос на аукционе** и, соответственно, объем привлеченных средств. 12.05 регулятор смог привлечь только 5,7 млрд. руб. по ставке 3,6% (0,8% от объема предложения). Напомним, что российский регулятор рассматривает размещение ОБР в качестве вторичного канала стерилизации ликвидности, в то время как функция первичного инструмента отводится депозитным операциям, популярность которых на фоне повышения ставок должна расти.

Бюджет: от эмиссии к стерилизации

Рассуждая о динамике первичного и конечного денежного предложения, процентных ставок, стерилизации ликвидности, денежном мультипликаторе и чем-либо иным, имеющем прямое и косвенное отношение к денежно-кредитной сфере РФ, стоит помнить, что в течение как минимум последнего десятилетия **в основе эмиссионного механизма в РФ лежит конверсионная база**. То есть так или иначе приращение объема рублей в обращение преимущественно (мы не утверждаем, что полностью) сопряжено с открытым или превращенным (вне открытого рынка) первичным обменом иностранной валюты на валюту российской.

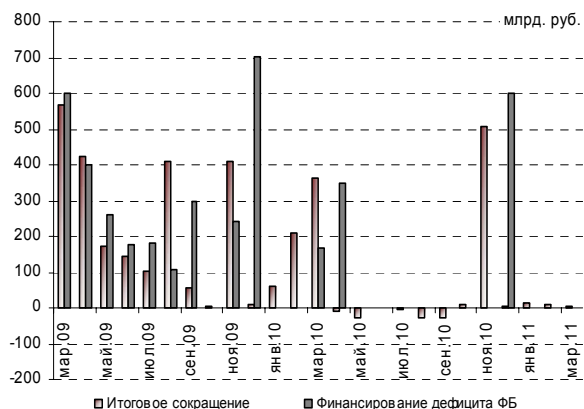
В последние годы (особенно в 2009-ом) **важнейшим поставщиком валюты для конвертирования** (и, соответственно, эмиссии рублей) **выступал Минфин РФ**. Ведь именно за счет средств, аккумулированных в предыдущий период в Резервном фонде (а также Фонде национального благосостояния) и а также внешних займов, номинированных в иностранной валюте, де-факто осуществлялось финансирование устойчивого дефицита Федерального бюджета. В 2009 году из Резервного фонда на покрытие бюджетного дефицита было направлено 2,96 трлн. руб., в 2010 году – 1,12 трлн. руб. Естественно, частный сектор, прежде всего в лице компаний-экспортеров, в периоды роста сальдо торгового баланса и притока капитала также увеличивал свой вклад в приращение рублей в системе. Однако продажи валюты частным сектором, скажем, в прошедшем году не носили устойчивый характер - активные продажи имели место в первом полугодии, а в сентябре - декабре 2010 года сальдо операций ЦБ РФ было отрицательным.

Рис. 3 Запаздывание/опережение исполнения ФБ по доходам/расходам



Источник: Минфин РФ, собственные расчеты АУ ОАО Банк «Петрокоммерц»

Рис. 4 Динамика объема Резервного фонда, целевое перечисление средств



Отметим, что в текущем году объем средств Фондов, предназначенный для частичного финансирования бюджетного дефицита, прогнозный объем которого составлял 1,814 трлн. руб. был предусмотрен на уровне 289,4 млрд. руб., также предполагались внешние заимствования - порядка 137,5 млрд. в рублевом выражении. Следовательно, в совокупности, **дельта первичного денежного предложения**, формируемая через «бюджетный» канал, **могла составить порядка 427 млрд. руб.** Однако, до настоящего времени перечислений средств фондов на заявленные нужды не осуществлялось (см. Рис. 4), последний раз это имело место в декабре 2010 года в объеме 0,6 трлн. руб.

Более того, есть основания полагать, что данный канал эмиссии в среднесрочной перспективе будет полностью закрыт, исчезнет в силу заметного улучшения бюджетных показателей. Так, в силу опережающего роста бюджетных доходов по итогам 1 кв. текущего года был зафиксирован профицит Федерального бюджета в размере 121,3 млрд. руб. (+1,1% ВВП), то есть, по сути, **в настоящее время имеет место стерилизация денежного предложения**. Это вполне объяснимо, так как к настоящему моменту рост бюджетных доходов опережает плановые показатели (если опираться на параметры, утвержденные законом) примерно на 2% - порядка 180 млрд. руб. в номинальном выражении.

По неофициальным данным прогнозные бюджетные показатели, равно как и среднегодовая цена на нефть марки Urals корректируются, что опять же в текущих условиях вполне логично. Ожидается, что объем доходов Федерального бюджета вырастет на 1,46 трлн. до 10,3 трлн. в совокупности, расходы увеличатся на 0,36 трлн. до 11,02 трлн., соответственно, **величина бюджетного дефицита в 2011 году снизится более, чем в 2,5 раза** с первоначально прогнозируемых 1,81 до 0,72 трлн. руб. Из предварительных новых бюджетных параметров на текущий год вытекает, что по итогам периода Резервный фонд может увеличиться примерно на 0,376 трлн. руб. до 2,97 млрд. руб., по сравнению с текущим объемом (на 01.05.2011).

Таб. 2 Примерная структура эмиссионного механизма (без учета «кредитного» канала) в РФ в 2010 – 2013 гг.

млрд. руб.	2010 (факт)	2011*	2012	2013
Доходы	7874.8	10303	9503.4	10379.9
в т.ч. нефтегазовые	3744.3	4402.0	4390.0	4653.0
Расходы	10256.42	11022	11237.9	12175.5
Дефицит	2381.67	719.0	1734.5	1795.6
Источники финансирования:				
Резервный фонд	1119.5	0.0	0.0	0.0
ФНБ	154	0.0	7.5	10
Внешние источники	165	40.0*****	174.4	176.1
Внутренние источники (чистые заимствования Минфин)	621.5	679.0	1504.4	1485.3
«Бюджетная» эмиссия (финансирование без учета внутренних источников)**	1438.5	0.0	181.9	186.1
Предполагаемое изменение МР ЦБ РФ, \$ млрд.***	40.4	72.4	42.7	40.0
Среднегодовой курс руб./долл.***	30.4	28.3	30.3	28.0
«Валютная» рыночная эмиссия (без учета переоценки)	1381.7	2048.9	1293.8	1120.0
ВАЛОВАЯ РАСЧЕТНАЯ ЭМИССИЯ****	2820.2	2048.9	1475.7	1306.1
Объем широкой денежной базы с учетом условной «стерилизации»	8190.3	9829.4	11305.1	12611.2
Темп роста %	26.6%	20.0%	15.0%	11.6%
Условная стерилизация	38.9%	20.0%	0.0%	0.0%

* - неофициальные скорректированные прогнозные бюджетные параметры

** - величина условно-расчетная, т.к. в данном случае предполагается 100%-ое освоение бюджетного дефицита

*** - собственная экспертная оценка, 2013 год - прогноз обменного курса МЭР

**** - максимально возможный прирост первичного денежного предложения в рамках модели

***** - заем был номинирован в рублях, следовательно, эмиссионный эффект был нулевым

Источник: Минфин РФ, МЭР, собственные расчеты АУ ОАО Банк «Петрокоммерц»

Таким образом, можно заключить, что Резервный фонд, как минимум в текущем году с высокой вероятностью перестанет быть источником рублевой эмиссии, даже напротив, может превратиться в инструмент стерилизации, как это было в незапамятный докризисный период.

Вместе с тем, вполне очевидно, что динамика денежного предложения теперь в значительной степени определяется интенсивностью валютных интервенций ЦБ РФ, объем которых прогнозировать достаточно трудно. Если предположить, что расчетный прирост МР ЦБ РФ¹ (см. Таб. 2) будет эквивалентен покупкам валюты со стороны регулятора, тогда объем валовой эмиссии рублей по итогам года может составить более 2 трлн. руб.

¹ - рассчитывается на основе прогнозной структуры платежного баланса РФ на 2011 год, предполагается, что сальдо торгового баланса составит в текущем году \$169 млрд., приток капитала будет нулевым, сальдо счета текущих операций – \$80,9 млрд., сальдо капитального счета и «чистые ошибки и пропуски» -\$8,5 млрд.

Если допустить, что фактический бюджетный дефицит будет соответствовать новым прогнозным параметрам (пока неофициальным) и полностью будет финансироваться за счет внутренних займов, то темп роста денежной базы не превысит в текущем году 17%, однако, с высокой вероятностью темп роста будет выше, так как, мы допускаем, что фактический дефицит бюджета может оказаться ниже, соответственно, стерилизация денежного предложения за счет наращивания госдолга будет более скромной.

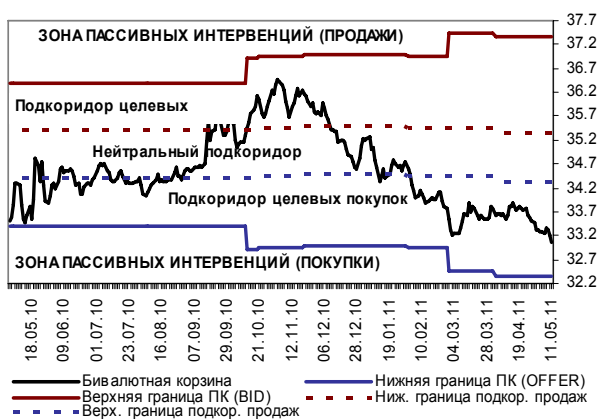
Также стоит помнить о расходах по обслуживанию долга Минфина, которые могут выступить в качестве дополнительного источника ликвидности. Соответственно, мы ориентируемся на рост широкой денежной базы по итогам года с темпом около 20% (условная стерилизация составит порядка 20%), что при условии умеренного роста денежного мультипликатора (до 2,55 на конец года) выльется в расширение конечного денежного предложения (M2) с темпом 25%.

Примечательно, что по итогам апреля было зафиксировано ощутимое (3%) сжатие денежной базы в широком определении (темп роста за 12 месяцев упал с 18,1% до 7,2%), которое на сезонный фактор определенно списать нельзя. Тем не менее, если проанализировать структуру агрегата, станет ясно, что причиной стало значительное падение остатков на депозитных счетах коммерческих банков в ЦБ РФ, природа которого достаточно подробно была рассмотрена выше. Следовательно, пока видеть в данном месячном изменении тенденцию, на наш взгляд, неоправданно.

Интервенции – наше ВСЕ

Напомним, что ЦБ РФ с 01.03.2011 изменил параметры курсовой политики, расширив границы как плавающего коридора бивалютной корзины. Учитывая особенности механизма валютных интервенций и структуру покупок валюты ЦБ РФ на начало апреля «операционный интервал», скорее всего, составлял 32,35 – 37,35 руб., соответственно, условный нейтральный подкоридор (где регулятор воздерживается от интервенций в принципе), вероятно, описывался границами 34,35 – 35,35 руб.

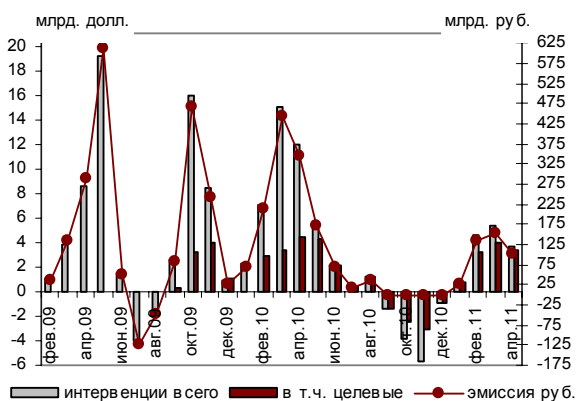
Рис. 5 Динамика бивалютной корзины



Источник: Reuters, ЦБ РФ, собственные расчеты АУ ОАО Банк «Петрокоммерц»

Напомним, что в марте совокупный объем интервенций ЦБ РФ превысил объем целевых покупок (долларов США и евро) на \$1,34 млрд., соответственно, границы плавающего коридора были смещены вниз на 10 коп. до 32,35 – 37,35 руб. и \$0,14 млрд. (1,34 – 0,6*2) остались в «копилке». Мы рассчитывали на то, что объем покупок валюты в апреле составит не менее \$5 млрд., однако по факту оказалось только \$3,66 млрд., при этом целевые интервенции составили \$3,35 млрд.

Рис. 6 Объем валютных интервенций ЦБ РФ и расчетный объем рублевой эмиссии через рыночный канал



Таким образом, накопленный «индикативный» объем составил по итогам апреля только 0,45 млрд., чего недостаточно для смещения границ «операционного ориентира» бивалютной корзины на стандартные 5 коп., следовательно, они остаются неизменными.

Как показывают расчеты, ежедневные покупки валюты со стороны регулятора в апреле сократились до \$0,175 млрд., по сравнению с \$0,25 млрд. в марте. В итоге можно констатировать, что объем «валютной» эмиссии рублей в апреле составил порядка 103 млрд. руб. против 153 млрд. месяцем ранее. Рублевый эквивалент всего накопленного с начала года объема покупок составляет 414 млрд. руб.

Напомним, что, согласно доступным данным, эксперты ЦБ РФ ежемесячно определяют некоторый объем целевых интервенций, ориентируясь в первую очередь на три параметра: прогнозируемое бюджетное сальдо (наличие дефицита/профицита), объем рефинансирования, предлагаемый Минфином (размещение временно свободных бюджетных средств), ожидаемые котировки цен на нефть. «Пороговый» же объем интервенций (\$600 млн., необходимый для смещения плавающего коридора на 5 коп. вниз/вверх) рассчитывается как разница между фактическим дневным объемом покупок/продаж и объемом целевых интервенций.

Сокращение объема интервенций в апреле было продиктовано, как нам представляется, в целом благоприятной конъюнктурой денежного рынка (исключая последние дни месяца), вероятно, продолжающимся оттоком капитала или, как минимум, отсутствием чистого притока, что определило умеренное, несмотря на высокие цены на нефть, ревальвационное давление на рубль. Отметим, также, что на аукционах по размещению временно свободных бюджетных средств спрос со стороны банков в апреле был минимальным.

Еще раз повторим, что роль валютных интервенций в аспекте формирования первичного денежного предложения в РФ стала (и, с высокой вероятностью останется, как минимум в текущем году) определяющей. Строго говоря, данная особенность имеет место с начала текущего года, что, тем не менее, позволяло системе оставаться сбалансированной, даже ощущать некоторый «навес» ликвидности, вплоть до конца апреля. А принципе, нельзя сказать, что в апреле произошло что-то экстраординарное и имело для рынка долго- или хотя бы среднесрочные негативные последствия.

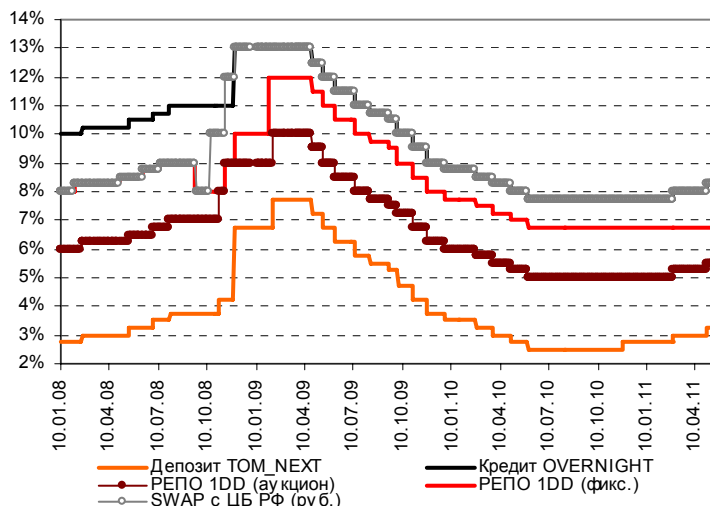
Примерные выводы можно сформулировать следующим образом:

- Объем рублевой ликвидности в большей степени будет зависеть от активности ЦБ РФ на внутреннем валютном рынке
- Прогнозирование динамики первичного денежного предложения становится более затруднительным, так как в большей степени будет зависеть от экзогенных факторов
- Повышаются риски волатильности объема рублевой ликвидности и, соответственно, рыночных процентных ставок
- Вероятно более выраженное проявление сезонности в динамике объема «коротких» денег и процентных ставок (реакция на так называемый налоговый период)
- ЦБ РФ получает возможность оказывать еще большее влияние на конъюнктуру внутреннего денежного рынка вне инструментов процентной политики

Регулятор и его решения

29.04 Департамент внешних и общественных связей Банка России сообщил, что Совет директоров Банка России принял решение повысить с 03.05.11 ставку рефинансирования и процентные ставки по отдельным операциям ЦБ РФ на 25 б.п. Соответственно, ставка рефинансирования была повышена второй раз в текущем году до уровня 8,25%. Отметим, что **большинство участников рынка (если опираться на консенсус-опросы Bloomberg и Reuters) подобного решения регулятора не ожидало, мы же рассчитывали на данный «шаг».** Представляется, что состоявшееся повышение ставок рынок же осмыслил и «переварил», что нашло в частности вполне очевидное отражение в котировках, и теперь во главе угла стоит вопрос о дальнейшей динамике регулируемых ставок.

Рис. 7 Динамика регулируемых ставок ЦБ РФ



Источник: ЦБ РФ

Сначала, вероятно, стоит разобраться в причинах. **Мотивы ужесточения денежно-кредитной политики регулятора в целом остались прежними** - в официальном комментарии было указано на **остающееся значительным инфляционное давление** и значимую роль в данном процессе монетарных факторов. Напомним также, что текущий темп инфляции за 12 мес. составляет 9,6%, при этом ориентир ЦБ РФ на текущий год 6-7% (МЭР – 6,5 – 7,5%), то есть фактический темп превышает верхнюю границу целевого интервала на 2,6 п.п.

Также, ранее об этом практически не говорили, в комментарии акцент был сделан на опережающий рост оборота розничной торговли по отношению к реальным располагаемым доходам, а также ускорении кредитования физических лиц на фоне замедления темпа роста депозитов. Соответственно, все это ведет к снижению нормы сбережения и создает новые инфляционные риски. Безусловно, **данные рассуждения логичны и непротиворечивы**, однако стоит помнить о том, что в последние годы самый значительный **успех в антиинфляционной борьбе** (5,5% за 12 мес. в июле 2010 года) **был зафиксирован в период выраженного сжатия конечного спроса и спада экономической активности**. При этом положительные темпы роста ключевых макроэкономических показателей (промышленное производство, инвестиции в основной капитал, объем розничных продаж) в описываемой точке в первую очередь объяснялись эффектом низкой базы (достаточно проанализировать временные ряды данных).

Также обратим внимание на тот факт, что **опережающий темп роста оборота розничной торговли по сравнению с реальными располагаемыми доходами можно интерпретировать как симптом расширения конечного спроса**. Также, если обратиться к ретроспективной динамике (см. Рис. 8, период 2005 – 2007 год), опережающее увеличение оборота розничной торговли неизменно сопровождалось наиболее высокими темпами роста промышленного производства. Соответственно, **данная траектория движения индикаторов как минимум не всегда влечет за собой исключительно усиление инфляционных рисков**.

Рис. 8 Динамика отдельных макроэкономических показателей

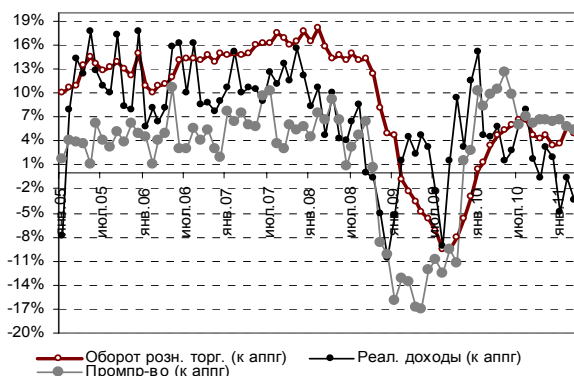


Рис. 9 Динамика нормы сбережения физических лиц



Рис. 10 Темп инфляции (12 мес.)

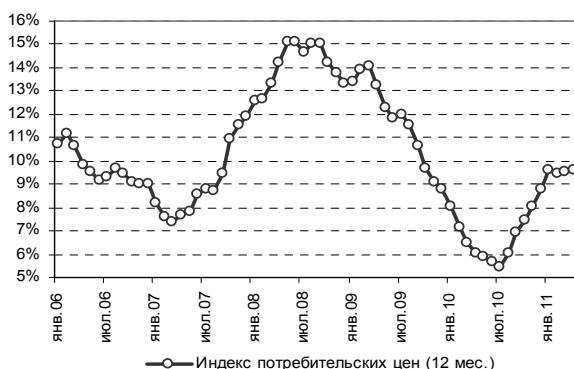
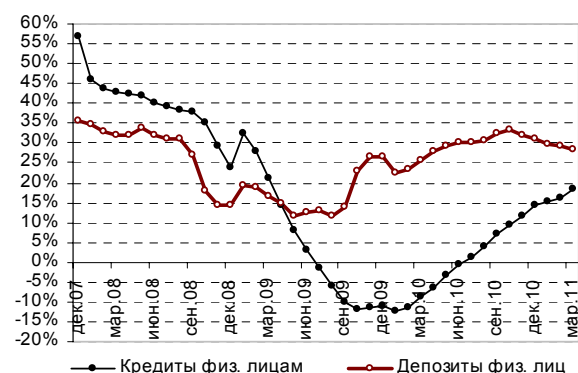


Рис. 11 Темп роста кредитов физ. лицам и депозитов физических лиц (за 12 мес.)



Источник: ФСГС, ЦБ РФ, собственные расчеты АУ ОАО Банк «Петрокоммерц»

Норма сбережения физических лиц (сберегаемая доля доходов) в марте текущего года составила почти 13%, средняя за 6 мес. величина – также порядка 13%, то есть **показатель находится все еще уверенно выше докризисного уровня**, когда среднее значение тяготело к 9%. Если говорить о месячной динамике, то после закономерного сезонного январского «провала» индикатор продемонстрировал резкий рост.

Темп роста депозитов физических лиц в марте действительно замедлился на фоне ускорения темпа роста кредитов физическим лицам, вместе с тем, если анализировать последние 12 мес., то станет ясно, это не первый случай. Более интересным нам представляется относительный темп роста показателей за 12 мес. – в этом случае опережающую динамику по-прежнему демонстрирует объем депозитов физическим лицам, более того сохраняется достаточно внушительный «запас» прочности (см. Рис. 11). Вообще сетовать на «перегретость» рынка потребительского кредитования и избыточную долговую нагрузку в РФ едва оправданно, учитывая тот факт, что отношение кредитов физических лиц к ВВП страны складывается сейчас в РФ на уровне немного выше 9%, в то время, как аналогичный показатель в Венгрии составляет 12%, Украине – 20%, Болгарии – 29%, Польше – порядка 34%.

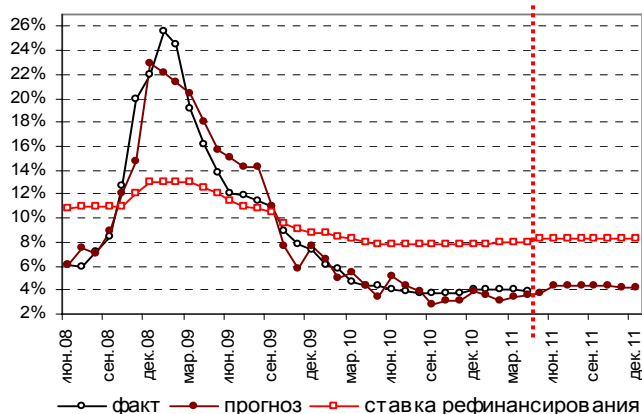
Еще раз повторимся, подчеркнув, что **главной целью ЦБ РФ на данном этапе является ограничение инфляционного давления посредством использования монетарных методов**. Вместе с тем общепризнанным является тот факт, что природа инфляционных процессов монетарной составляющей описывается не полностью, поэтому и ужесточение денежно-кредитной политики не всегда может приводить к желаемому результату.

Мы считаем, что **после сделанных «шагов» ЦБ РФ возьмет «паузу» в цикле повышения регулируемых ставок**, чтобы оценить отставленный эффект, то есть, как минимум, в мае ставки останутся неизменными. Дальнейшие действия будут определяться складывающейся конъюнктурой (индикаторы экономического роста и инфляции), естественно определенные надежды ведомства возлагают на дефляционный период в августе-сентябре, который в прошлом году де-факто отсутствовал, что и определило начавшееся ускорение роста общего уровня цен.

Модельная траектория

Далее уместно представить **среднесрочный прогноз динамики расчетной ставки MOSPRIME срочностью 3 месяца**, подготовленный с использованием собственной параметрической модели. В рамках исследования на нескольких временных диапазонах (2,5 года – 5 лет) тестировались различные переменные (порядка 8), которые теоретически могут оказывать влияние на конъюнктуру российского денежного рынка.

Рис. 12 Сопоставление фактической и прогнозной динамики ставки MOSPRIME 3 мес.



Источник: Reuters, ЦБ РФ, собственный прогноз АУ ОАО Банк «Петрокоммерц»

В итоге модель сравнительно высокого статистического качества ($R^2=0,93$) была сформирована со следующими **регрессорами**: уровень ставки рефинансирования ЦБ РФ, объем международных резервов, объема рублевой ликвидности (совокупность остатков на корреспондентских и депозитных счетах банков в ЦБ РФ), отношение денежной массы к денежной базе - по сути, показатель «денежный мультипликатор».

Естественно, риск состоит в том, что фактические условия могут отличаться от прогнозных параметров, которые частично прогнозировать достаточно сложно из-за природы индикаторов (высокая волатильность, эффект сезонности, высокий вес субъективного фактора). Прежде всего, речь идет об объеме рублевой ликвидности и уровне ставки рефинансирования. Мы закладываем в модель умеренное сжатие рублевой ликвидности до среднего объема 0,85 млрд. руб., а также, пока, сохранение ставки рефинансирования на неизменном уровне до конца года – 8,25%.

Таб. 3 Прогнозная динамика MOSPRIME 3 мес. и основные параметры прогноза*

	MOSPRIME	REF	ZVR (\$, млрд)**	M2**	DB**	Mult**	LIKV
4 кв. 10	3.84%	7.75%	479.4	20011.9	8190.3	2.44	932.9
1 кв. 11	4.00%	7.92%	502.5	19786.8	7514.2	2.63	1420.4
2 кв. 11	4.06%	8.17%	532.0	20811.6	7978.8	2.61	1050.0
3 кв. 11	4.32%	8.25%	541.0	21826.7	8419.5	2.59	850.0
4 кв. 11	4.25%	8.25%	551.8	25071.3	9829.2	2.55	850.0

* - среднее за квартал, серым цветом выделены фактические значения, ** - на конец периода
Источник: Reuters, Bloomberg, ЦБ РФ, собственный прогноз АУ ОАО Банк «Петрокоммерц»

Таким образом, мы видим, что в соответствии с приведенными в Таб. 4 прогнозными параметрами, **средний уровень ставки MOSPRIME 3 мес. в текущем году должен с учетом фактических значений января-апреля сложиться вблизи уровня 4,15%** (текущее значение - 4,06%). Отметим, что снижение объема рублевой ликвидности в рамках модели компенсируется стабильным увеличением объема международных резервов ЦБ РФ, а также предполагаемым ростом денежного мультипликатора (сравнение за 12 месяцев).

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Головная организация:

127051. г. Москва, ул. Петровка, д. 24

Телефон: +7(495) 411-6411

Факс: +7(495) 623-3607

Интернет: www.pkb.ru

E-mail: welcome@pkb.ru

Аналитика:

191036. Санкт-Петербург, пр. Суворовский, д. 2 Б. лит. А

Телефон: +7(812) 332-3751

Факс: +7(812) 332-3751

Интернет: www.pkb.ru

E-mail: research@pkb.ru

Аналитика:

Потребительский сектор / Химия

Строительство

Дорофеев Евгений. к.э.н. доцент

dorofeev.e.a@pkb.ru

Экономика

Сурикова Наталья. MA in Economics

surikova.n.v@pkb.ru

Экономика/Денежный рынок/Валютный рынок

Харлампиев Дмитрий. к.э.н

kharlampiev.d.n@pkb.ru

Телекоммуникации / Медиа

Машиностроение

Бизин Алексей

bizin.a.v@pkb.ru

Настоящий материал был подготовлен специалистами аналитической службы ОАО Банка «Петрокоммерц». При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность. Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением аналитиков ОАО Банка «Петрокоммерц». Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. ОАО Банк «Петрокоммерц» не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации. Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и ОАО Банк «Петрокоммерц» оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. ОАО Банк «Петрокоммерц» осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. ОАО Банк «Петрокоммерц» обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта. Распространение, копирование и изменение материалов ОАО Банк «Петрокоммерц» не допускается без получения предварительного письменного согласия ОАО Банк «Петрокоммерц». Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.

© 2011 ОАО Банк «Петрокоммерц». Все права защищены.