

## Прогноз изменения процентных ставок денежного рынка

### Основные выводы

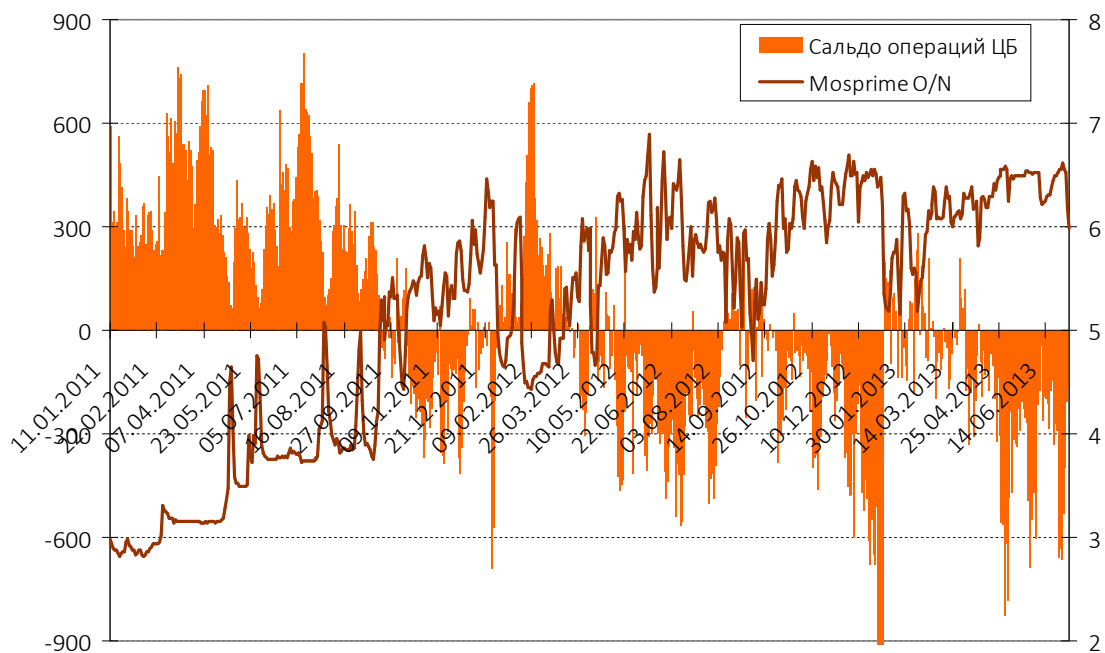
Уровень процентных ставок на денежном рынке в значительной мере определяется макроэкономическими и регулятивными факторами:

- Экономическая картина в стране характеризуется замедлением роста ВВП и формированием предпосылок для снижения темпов инфляции в перспективе ближайших месяцев. Замедление экономики происходит на фоне ужесточения бюджетной политики в 2013 году, что создает предпосылки для ослабления монетарных условий регулятором.
- В настоящее время сформировались рыночные ожидания понижения ключевых ставок Банком России на 25-75 б.п. до конца года (наша оценка вероятности понижения ставок на 50 б.п. и более до конца года – не выше 40%). Фактические действия регулятора будут зависеть от развития экономической ситуации в стране.
- Декларируемые Банком России меры по совершенствованию трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики могут стать важным дополнительным (либо альтернативным) инструментом смягчения монетарных условий. Их реализация **приведет к выравниванию и сдвигу вниз кривой процентных ставок рынка МБК. Смещение кривой на участке от 1 до 6 месяцев в рамках «ожидаемого» сценария составит 50-100 б.п. до конца года** в зависимости от развития экономической ситуации и действий регулятора (оценка вероятности события – 70%).
- Риски связаны с реализацией более «экстремальных» экономических сценариев (с учетом соответствующей корректировки денежно-кредитной политики):
  - падение цен на нефть ниже 90 долл. за баррель, рост стоимости бивалютной корзины до 40 рублей и выше, рост валютных рисков и инфляционного давления со стороны импортных цен (оценка вероятности – 15%);
  - существенное ускорение темпов экономического роста и/или инфляции (вероятность, условно – 10%) либо отказ ЦБ от заявленных мер по совершенствованию системы рефинансирования банковского сектора (вероятность – 5%).

## Ключевые факторы формирования процентных ставок на денежном рынке

Структура процентных ставок денежного рынка определяется параметрами предложения и спроса финансовых организаций (главным образом, банков и их клиентов) на денежные средства («ликвидность»).

Рисунок 1. Сальдо операций Банка России по предоставлению ликвидности (млрд. рублей) и динамика ставки Mosprime O/N (% годовых, правая шкала)



Банк России, НВА

В течение последних двух лет наблюдается устойчивая тенденция к росту спроса на ликвидность со стороны кредитных организаций, которая в значительной степени обусловлена переходом банковского сектора от профицита к состоянию структурного дефицита ликвидности. Причиной указанной трансформации является радикальный пересмотр модели предоставления ликвидности банковской системе Центральным банком Российской Федерации (ЦБ).

В «докризисный период» основным каналом предоставления денежных средств банковской системе были валютные интервенции. Политика регулятора, направленная на контроль за рыночным курсом рубля в условиях существенно положительного сальдо платежного баланса, предполагала внушительные объемы денежной эмиссии через валютный канал (что одновременно обуславливало накопление значительных валютных резервов в указанный период). Высокий уровень банковской ликвидности оказывал благотворное влияние на конъюнктуру денежного рынка. Так, краткосрочные ставки межбанковского кредитования, как правило, находились вблизи нижней границы процентного коридора ЦБ (фиксированной ставки по депозитным операциям регулятора).

В «кризисный период» в условиях масштабного оттока капитала из страны ЦБ столкнулся с необходимостью масштабной распродажи валютных резервов с целью поддержания курса рубля. Действия Банка России были вынужденной мерой. Дело в том, что российская банковская система, ориентированная на существующую курсовую политику регулятора, оказалась не готова к глубокой девальвации национальной валюты

(российские банки, увлекшись «кэрри трейд», удерживали существенно отрицательную валютную позицию). Одновременно, с целью компенсации оттока ликвидности через валютный канал, регулятор был вынужден резко расширить круг кредитных инструментов предоставления ликвидности.

По всей видимости, именно **кризис подтолкнул монетарные власти к более активному реформированию денежно-кредитной политики путем перехода к режиму плавающего курса рубля и инфляционному таргетированию**. Однако повышение гибкости курсообразования, позволившее ЦБ сократить свое участие в операциях на внутреннем валютном рынке, одновременно «закрыло» прежде основной канал поступления денежных средств на рынок. Кроме того, в 2012-2013 гг. существенно выросли темпы абсорбирования банковской ликвидности в связи с ужесточением бюджетной политики Правительством РФ (восстановление профицита консолидированного бюджета привело к аккумулярованию значительных остатков средств на бюджетных счетах в ЦБ). Результатом некомпенсированного оттока ликвидности по бюджетному каналу (наряду с фактором роста спроса экономических агентов на наличные деньги) стало **формирование структурного дефицита ликвидности**, проявляющегося в существенно отрицательной чистой ликвидной позиции банковского сектора (разница между суммарным объемом ликвидных активов банковской системы и обязательств кредитных организаций по операциям с Банком России).

**Наличие структурного дефицита ликвидности** (ситуации, когда кредитование со стороны регулятора является необходимым условием поддержания ликвидности банковского сектора) распространенное явление в международной практике и в целом не является недостатком, требующим исправления. Вместе с тем, сложившийся режим поддержания банковской ликвидности **предъявляет существенно более жесткие требования к эффективности функционирования процентного канала трансмиссионного механизма монетарной политики**.

Помимо факторов, связанных с поддержанием ликвидности банковского сектора (определяемых эффективностью действий регулятора в удовлетворении спроса банков на ликвидность), существенное влияние на формирование ставок денежного рынка оказывают факторы, связанные с функционированием системы финансового посредничества (состояние банковского сектора, эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики), а также внешние экономические факторы (темпы инфляции, динамика курса рубля, ставки на внешних рынках и т.д.). Изучение указанных факторов является необходимым условием формирования представлений о будущей динамике процентных ставок на денежном рынке.

## **Особенности текущего состояния денежного рынка**

По данным ЦБ<sup>1</sup> в 1 квартале 2013 года совокупный ежедневный торговый оборот на рублевом денежном рынке составлял 1,25 трлн. рублей (из них 0,68 трлн. приходилось на операции валютный СВОП, 0,32 трлн. – на МБК, 0,25 трлн. на операции РЕПО). При этом **ключевым инструментом рефинансирования кредитных организаций со стороны ЦБ оставались операции прямого РЕПО с ЦБ**.

При проведении операций РЕПО с ЦБ основным обеспечением являлись

---

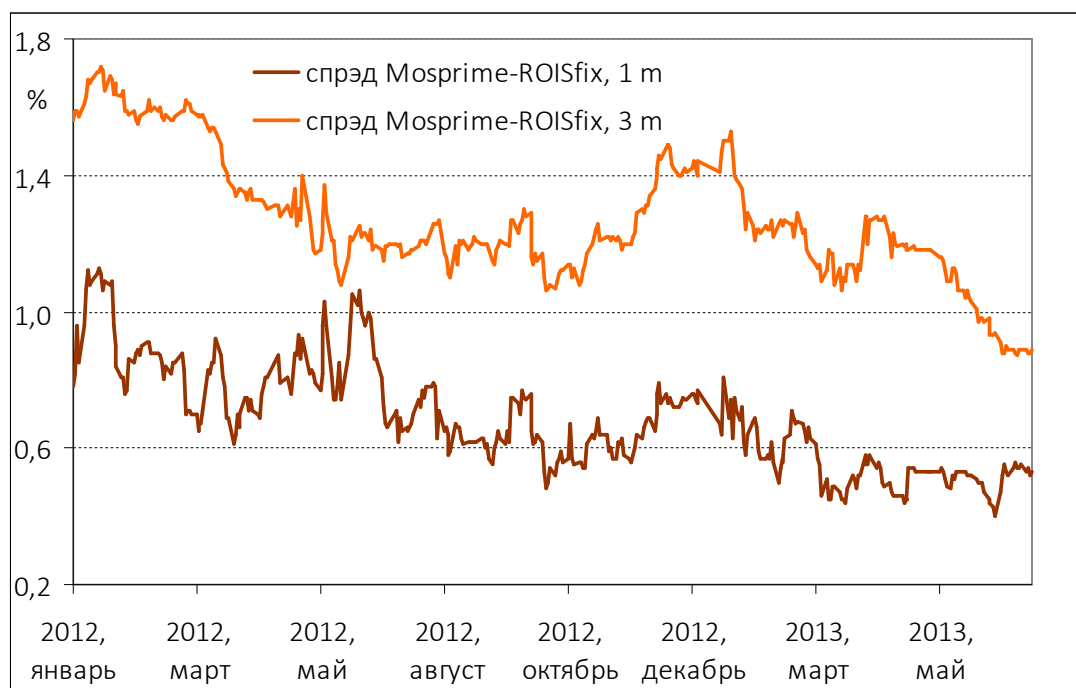
<sup>1</sup> Центральный банк Российской Федерации. Обзор денежного рынка. I квартал 2013 года.

федеральные облигации (58%). В структуре обеспечения на рынке междилерского РЕПО наибольшая доля приходилась на корпоративные, региональные и муниципальные облигации – около 50%, доля акций на рынке составляла около 30%, 20% приходилось на операции с федеральными облигациями.

Основными кредиторами и заемщиками на рынке являлись банки-резиденты, их доля в общем объеме кредитования составила 88%. **Операции на рынке имели преимущественно краткосрочный характер – доля операций «овернайт» составляла около 90%** (97% – рынок СВОП, 90% – рынок РЕПО, 84% – рынок МБК).

Российский денежный рынок в настоящее время характеризуется достаточно высокими показателями рыночной ликвидности и сформировавшимися кривыми доходности в различных его сегментах (МБК, РЕПО, СВОП). Вместе с тем, **среди важных особенностей функционирования рынка следует отметить, во-первых, высокую волатильность краткосрочных рыночных процентных ставок и, во-вторых, высокий уровень спрэдов:** между ставками рынка межбанковского кредита и ключевыми ставками ЦБ (спрэд между MosPrime и ставками на аукционах РЕПО ЦБ), между ставками МБК различной срочности (term spread), между ставками МБК и процентных свопов (спрэд между Mosprime и ROISfix, рисунок 2). Ширина указанных спрэдов представляется завышенной при сопоставлении российского рынка с зарубежными аналогами (как развитыми, так и сопоставимыми развивающимися рынками). Объяснить формирование завышенных «премий за риск» (несмотря на приемлемое кредитное качество банков первого круга, формирующих индикаторы рынка) можно наличием ряда системных рисков банковского сектора, включая недостаточное доверие к операционной устойчивости сложившейся системы рефинансирования, неопределенности участников относительно будущей динамики рыночной конъюнктуры (учитывая отмеченную выше волатильность рыночных ставок).

Рисунок 2. Динамика спреда между ставками Mosprime и ROISfix (% годовых)



НВА, МосФинАгентство

## Анализ регулятивных факторов денежного рынка

Указанные выше особенности функционирования денежного рынка в значительной мере определяются регулятивными факторами.

**Одним из ключевых рисков**, определяющих неуверенность участников рынка в операционной стабильности сформировавшейся системы управления ликвидностью (и выражающимся в росте риск-премий) **является ограниченность объема обеспечения по операциям рефинансирования**. Как было указано выше, РЕПО с ЦБ в настоящее время является ключевым инструментом поставки ликвидности на рынок (как наиболее дешевый способ рефинансирования – от 5,5% годовых). По имеющимся оценкам максимальный объем рефинансирования в рамках сделок РЕПО с ЦБ составляет немногим более 3 трлн. рублей, однако с учетом неравномерности распределения обеспечения в банковской системе «критический порог» задолженности оценивается на уровне не выше 2,5 трлн. рублей<sup>1</sup>. По существующим оценкам достижение указанного диапазона возможно уже в текущем квартале с.г.

Банк России, осознавая указанную проблему, неоднократно расширял перечень инструментов рефинансирования. В настоящее время помимо РЕПО под рыночные активы (облигации, акции) банки могут получать рефинансирование под альтернативные виды обеспечения: в иностранной валюте (посредством операций валютный СВОП), под нерыночные активы (кредиты и поручительства), а также обеспеченные золотом. Таким образом, в настоящее время общий объем залогового обеспечения доступный кредитным организациям (более 8 трлн. рублей) существенно превышает объем рыночных активов на их балансе. Однако использование «альтернативных» инструментов обходится банкам намного «дороже» – ЦБ не проводит с ними операций на открытом рынке (проводятся только операции постоянного действия), стоимость рефинансирования в этом случае составляет от 6,5% годовых и выше.

Одной из важных структурных проблем рынка также является **низкий уровень спроса участников на среднесрочные инструменты** рефинансирования. Использование преимущественно краткосрочного финансирования (наиболее востребованы кредиты на 1 день) увеличивает общий уровень рисков банковской системы, однако **участники рынка не заинтересованы в использовании более «длинных» инструментов в силу их высокой «стоимости»**.

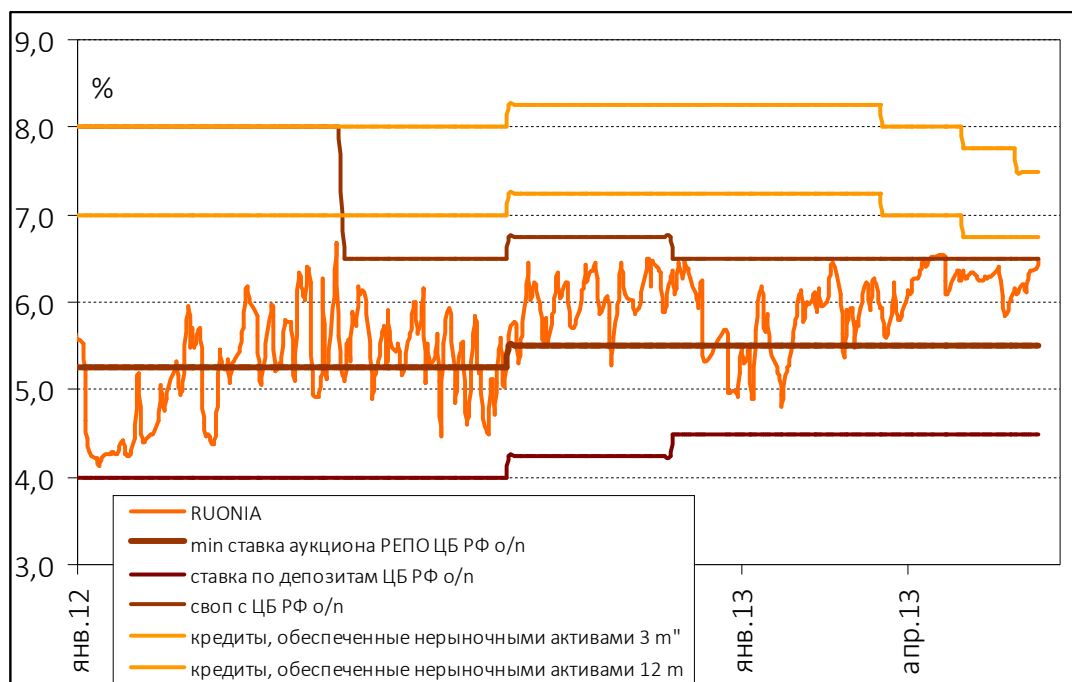
С целью расширения перечня доступных банкам инструментов по видам обеспечения и срокам Банком России были анонсированы следующие предложения по усовершенствованию существующей системы рефинансирования. Во-первых, во втором полугодии с.г. регулятор обозначил намерение перейти к проведению **операций СВОП на единых условиях с аукционами РЕПО** (минимальная ставка в настоящее время – 5,5% годовых). Во-вторых, в 3 квартале с.г. запланирован **запуск механизма среднесрочного рефинансирования по плавающим ставкам, определяемым по результатам аукциона**. Важно, что механизм планируется использовать для кредитования под залог как рыночных, так и нерыночных активов<sup>2</sup>, что делает рефинансирование в ЦБ доступней не только с точки зрения стоимости, но и с позиций выбора вида покрытия. Увеличению востребованности среднесрочных инструментов

<sup>1</sup> Raiffeizen Research. Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить «пожар»? 8 апреля 2013 года.

<sup>2</sup> Положение ЦБР от 12 ноября 2007 г. N 312-П "О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами"

рынка будет также способствовать механизм РЕПО с центральным контрагентом (запуск которого состоялся в апреле с.г.), позволяющий банкам производить оперативную замену залога (ценных бумаг, проданных ЦБ в рамках сделок РЕПО) без перезаключения договора. В-третьих, регулятор рассматривает возможность **дальнейшего сужения коридора процентных ставок** в целях снижения волатильности и повышения действенности процентной политики<sup>1</sup>.

Рисунок 3. Динамика RUONIA и процентных ставок Банка России (% годовых)



Банк России

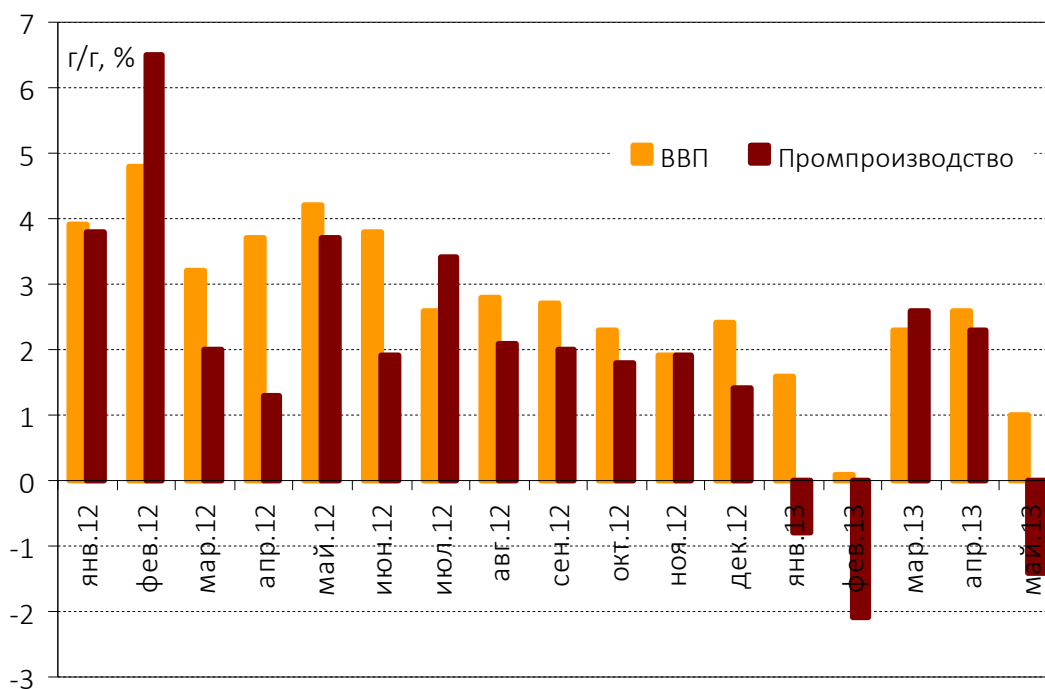
В контексте обеспечения ликвидности сектора важное значение регулятором отводится сотрудничеству с Минфином России и Федеральным казначейством. Следует особо остановиться на следующих инициативах монетарных и фискальных властей. Во-первых, это развитие механизма размещения временно свободных средств бюджета на банковских депозитах, позволяющее обеспечить сглаживание влияния динамики бюджетных потоков на конъюнктуру денежного рынка. Во-вторых, это **запуск механизма покупки валюты на открытом рынке для пополнения Резервного фонда и ФНБ** (запланирован на 3 квартал с.г.). В настоящее время Минфин осуществляет покупку валюты напрямую у ЦБ, стерилизуя ликвидность, аккумулированную бюджетом. Таким образом, **рыночные операции должны стать дополнительным источником ликвидности** для рынка. Следует отметить, что побочным эффектом введения указанной меры может стать ослабление рубля, по этой причине мы не исключаем, что **часть предложения валюты**, теперь уже на открытом рынке, **будет по-прежнему обеспечиваться регулятором** (последний аргумент, в свою очередь, минимизирует риск значительной девальвации рубля).

<sup>1</sup> Центральный банк Российской Федерации. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и на период до 2014 и 2015 годов.

## Анализ внешне- и внутриэкономических факторов денежного рынка

Экономика Российской Федерации, начиная со второго полугодия 2012 г., демонстрирует тенденцию к замедлению (рисунок 3). В соответствии с оценками Минэкономразвития темпы роста ВВП в мае составили 1,0% г/г, объем промышленного производства снизился по отношению к аналогичному периоду прошлого года.

Рисунок 3. Темпы роста ВВП и промышленного производства (% г/г).

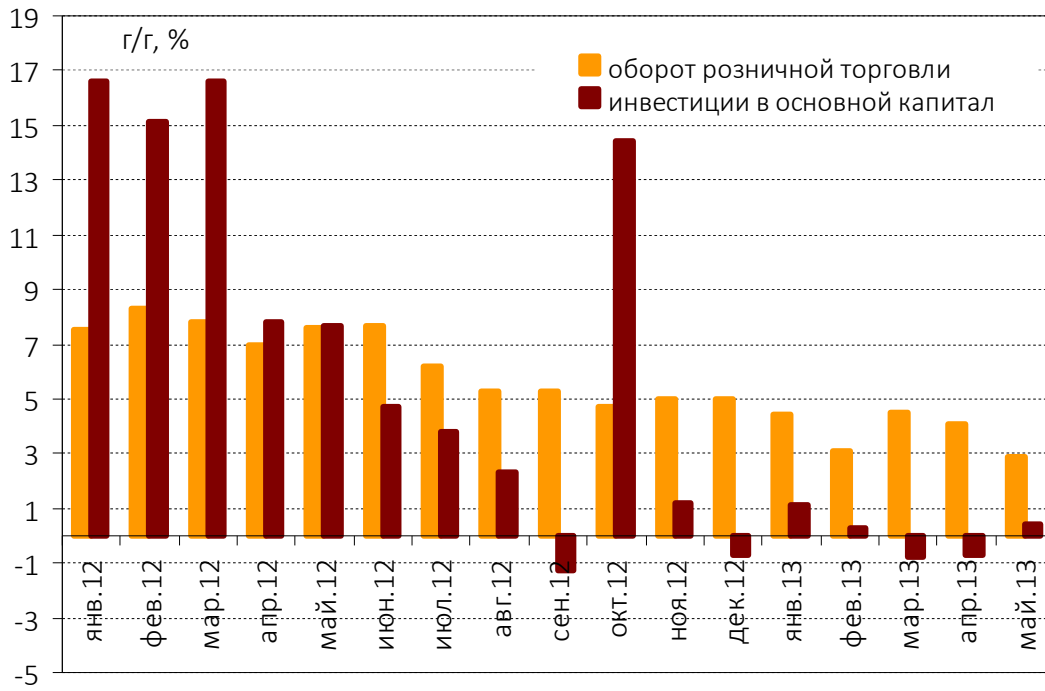


Ростат

### Ослабление показателей характерно для всех основных составляющих ВВП.

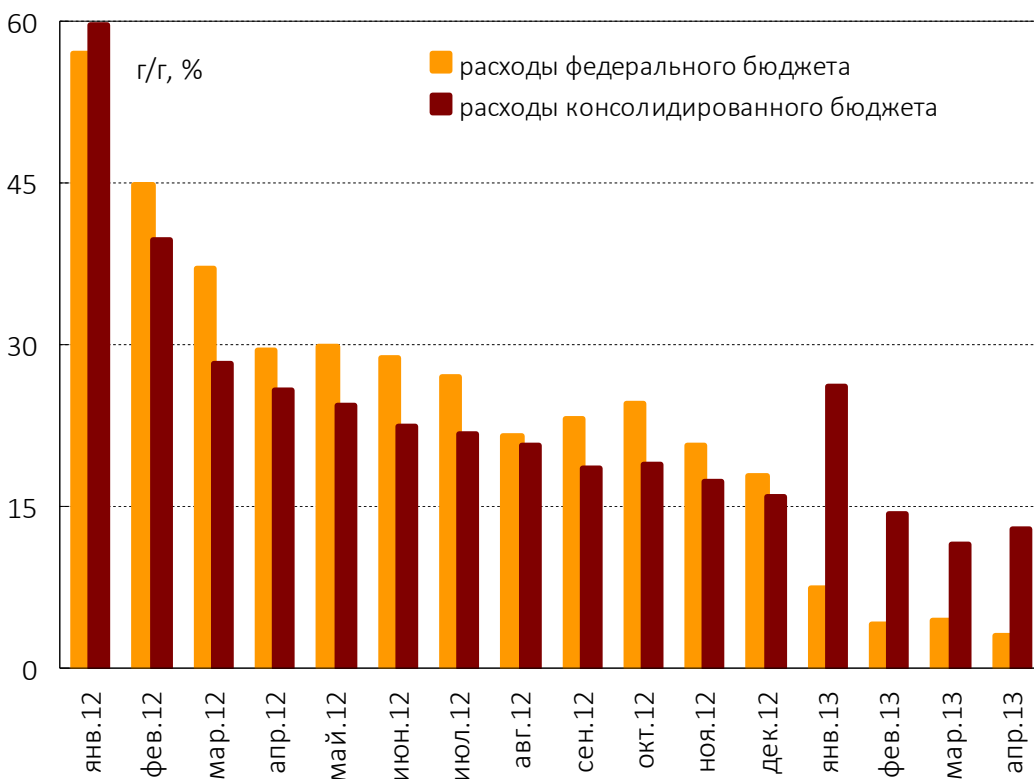
Одним из ключевых драйверов российской экономики последние годы был рост потребительских расходов. Однако темпы роста розничных продаж, начиная со 2 квартала 2012 года, снижаются (показатель упал более чем вдвое). Ближайшие перспективы потребительской активности в экономике также представляются не самыми оптимистичными, т.к. замедление роста реальных располагаемых доходов (в силу ужесточения бюджетной политики и снижения прибыльности предприятий) и объемов кредитования (как в корпоративном, так и в потребительском секторах) будут оказывать сдерживающее влияние на потребительские настроения. Инвестиции в основной капитал (пожалуй, важнейший макроэкономический показатель в условиях структурной слабости экономики) уже не первый месяц фактически стагнирует (рост на 0,4% г/г после падения на 0,7% г/г в апреле, рисунок 4). Жесткий характер бюджетной политики (в результате введения «бюджетного правила», вероятность отмены которого представляется не высокой) обуславливает снижение темпов роста государственных расходов (рисунок 5). Неблагоприятная конъюнктура внешних рынков (падение внешнего спроса и цен на экспортируемые товары) определяет спад чистого экспорта.

Рисунок 4. Динамика темпов прироста оборота розничной торговли и инвестиций в основной капитал (% г/г).



Росстат

Рисунок 5. Темпы роста расходов федерального и консолидированного бюджетов (% г/г).



Росказна



В июне с.г. МВФ понизил прогноз роста ВВП России в 2013 году на 0,8% до 2,5%, одновременно указав на то, что **«экономика страны функционирует на уровне потенциала»**. Последнее утверждение еще более усложняет общую макроэкономическую картину и означает, что **увеличение инвестиций становится важнейшим условием ускорения экономического роста, а стимулирующие совокупный спрос меры могут оказаться неэффективными** в сложившихся условиях (привести к росту импорта и инфляции). Выводы МВФ в той или иной степени подтверждают следующие статистические данные: исторически низкие показатели безработицы (свидетельствующие о жесткости рынка труда); высокая загрузка мощностей (близкая к исторически максимальным отметкам); уровень инфляции, заметно превышающий целевые ориентиры (7,4% против 5-6%).

Отдельной проблемой, заслуживающей упоминания, является возрастающие риски финансового сектора экономики, в частности, тенденция к росту объема просроченных кредитов как в корпоративном, так и в потребительском сегменте. Тенденция выглядит особенно настораживающей, учитывая сохранение беспрецедентно высоких темпов роста потребительского кредитования (это свыше 30% в год с учетом замедления в текущем году) при средней долговой нагрузке домохозяйств на уровне около 20%<sup>1</sup> (платежи по обслуживанию и погашению долга составляют пятую часть от доходов домохозяйств, что в 1,5-2 раза выше показателей характерных для развитых стран). Развитие ситуации уже сегодня требует реакции со стороны регулятора. По нашему мнению, характер указанной реакции находится в плоскости нормативного регулирования и не будет связан с корректировкой процентной политики (с учетом того, что кредитование корпоративного сектора в текущем году замедляется, а общий уровень кредитных ставок в экономике по-прежнему относительно высок).

Еще одной важной особенностью текущей экономической ситуации является сохраняющийся отток капитала из страны при плавном снижении положительного сальдо текущего счета. Превышение размера первого из приведенных показателей над вторым обуславливает отток ликвидности с рынка наряду со снижением международных резервов Банка России (с начала 2013 года резервы снизились приблизительно на 20 млрд. долл.). В условиях плавающего валютного курса такое изменение структуры платежного баланса оказывает понижающее давление на рубль. **Дополнительная корректировка курса рубля в сторону ослабления также может быть связана с решением Минфина России о проведении покупки валюты в Резервный фонд и ФНБ на открытом рынке, начиная с 3-кв. 2013 года.** Несмотря на вероятность определенной корректировки прогнозов курса мы полагаем, что **радикальный эффект от нововведения вряд ли будет возможен в краткосрочном периоде**, поскольку, во-первых, объем пополнения фондов в текущем году не будет значительным и, во-вторых, ЦБ имеет все возможности для проведения интервенций на открытом рынке, особенно, если курс рубля пересечет промежуточную границу валютного коридора (в том числе и в результате покупки валюты Минфином).

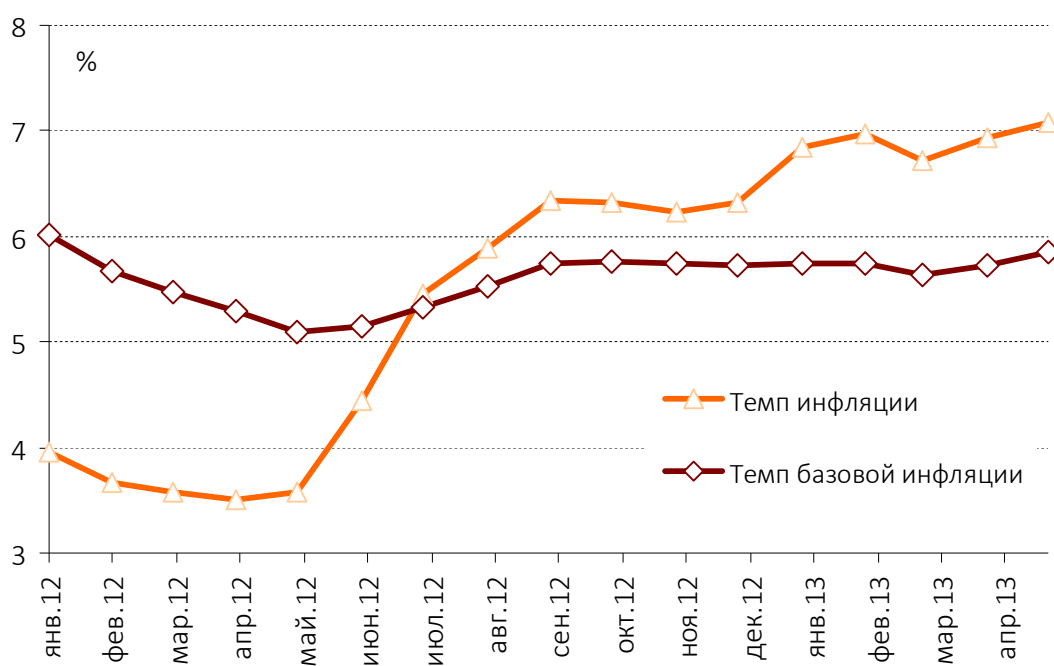
Ослабление рубля может оказать умеренное инфляционное давление на экономику (не более 0,5 п.п. при умеренных параметрах девальвации). В то же время, декларируемое властями ограничение темпов роста тарифов естественных монополий может нивелировать вышеуказанный эффект за счет пересмотра инфляционных ожиданий. В целом же с учетом всего комплекса факторов во 2-м полугодии есть основания ожидать

---

<sup>1</sup> Центральный банк Российской Федерации. Обзор финансовой стабильности. Декабрь 2012.

замедления инфляции (в связи с низкой экономической активностью и эффектом базы, т.к. летом прошлого года завершился период относительно медленного роста индекса потребительских цен, рисунок 6). Динамика показателей инфляции будет играть ключевую роль в определении дальнейших шагов регулятора в области процентной политики. В случае если темпы роста цен не приблизятся к целевым показателям (5-6% в 2013 году), от ЦБ сложно будет ожидать активной позиции в области стимулирования экономики.

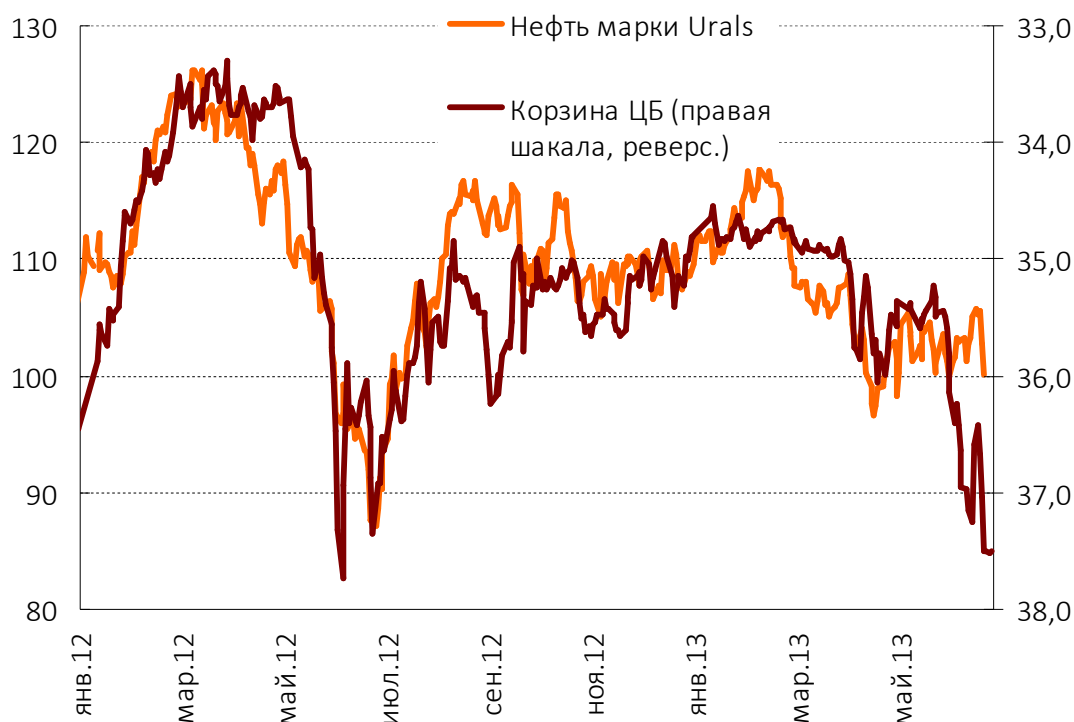
Рисунок 6. Темпы инфляции потребительских цен и базовой инфляции (% г/г).



*Росстат*

В силу открытого характера и сырьевой направленности развитие российской экономики в краткосрочном периоде в существенной мере будет зависеть от ситуации на глобальных рынках. Однако **серьезной поддержки со стороны внешнеэкономических факторов в ближайшее время ожидать также не приходится**. Наблюдаемое умеренное оживление экономики США вряд ли способно получить развитие в ближайшем будущем в силу необходимости дальнейшего сворачивания мер бюджетной поддержки экономики и программ количественного смягчения. Европейская экономика (важнейший торгово-экономический партнер России) в лучшем случае имеет основания для выхода из состояния рецессии к концу с.г. Власти Китая (китайская экономика - важнейший фактор ситуации на сырьевых рынках) пока концентрируется на проведении важных структурных реформ, принося в жертву количественные показатели экономического роста. Несмотря на то, что в соответствии с рыночными ожиданиями темпы роста мировой экономики во втором полугодии должны постепенно восстанавливаться (приближаться к долгосрочному тренду), **именно внешнеэкономический риск представляется наиболее существенным для состояния локальных российских рынков, включая денежный рынок.**

Рисунок 7. Цены на нефть (долл. за баррель) и стоимость бивалютной корзины ЦБ (рубли, правая шкала).



Банк России, Reuters

## Прогноз состояния и анализ рисков изменения конъюнктуры денежного рынка

Анализ регулятивных факторов денежного рынка свидетельствует о назревшей **необходимости совершенствования системы рефинансирования финансовых организаций** с целью улучшения работы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Банк России декларирует намерение завершить переход к режиму таргетирования инфляции к концу 2015 года<sup>1</sup>. Формирование устойчивой и эффективной системы рефинансирования банков является необходимым элементом указанной системы. Таким образом, мы полагаем, что озвученные ЦБ **меры по совершенствованию инфраструктуры денежного рынка** (они описаны выше) **должны быть реализованы в самой ближайшей перспективе** (данный сценарий рассматривается нами в качестве центрального).

Анализ макроэкономических факторов денежного рынка позволяет сделать вывод о том, что в краткосрочной перспективе (до конца года) вектор политики регулятора с высокой степенью вероятности будет направлен на смягчение монетарных условий с целью обеспечения стимулирующего характера денежно-кредитной политики в условиях замедления экономического роста и жесткой бюджетной политики. Данный вывод соответствует рыночным ожиданиям, косвенным свидетельством чего может служить обратный (отрицательный) наклон кривой доходности процентных свопов (например, индекса ROISfix).

<sup>1</sup> Центральный банк Российской Федерации. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2013 год и на период до 2014 и 2015 годов.

Широко применяемой мерой воздействия регулятора на монетарные условия является снижение ключевых ставок денежно-кредитной политики (под ключевыми ставками понимаются ставки по основным инструментам рефинансирования Банка России – аукционное РЕПО на сроки 1 день и 1 неделя<sup>1</sup>). Пересмотр регулятором ключевых ставок обуславливает соответствующее изменение краткосрочных рыночных ставок и далее через различные каналы трансмиссионного механизма оказывает влияние на средние и долгосрочные процентные ставки.

**Ожидания понижения ключевых ставок в настоящее время доминируют на рынке**, при этом многие участники допускают такую возможность уже в июле с.г.<sup>1</sup> Следует отметить, что мнение аналитиков крупнейших банков о глубине предстоящего цикла понижения ключевой ставки во втором полугодии с.г. расходятся: от 0 б.п. от банка Goldman Sachs<sup>2</sup> и 25 б.п. от BNP Paribas до 50 б.п. от Societe Generale<sup>3</sup> и HSBC (аналитики последнего ожидают понижение ключевой ставки на 50 б.п. в 2013 году и на 100 б.п. в 2014 году) и 75 б.п. от банка JPMorgan<sup>4</sup>.

В то же время, **действия ЦБ по улучшению работы процентного канала трансмиссионного механизма должно само по себе привести к смягчению монетарных условий** в экономике за счет снижения «премий за риск» на денежном и кредитном рынке. В этой связи, по нашему мнению, действия регулятора по корректировке ключевых ставок должны быть согласованы и в существенной мере зависеть от результатов реализации мер по совершенствованию системы рефинансирования банков. Более того, корректировка ключевых ставок была бы логичной по результатам проведения указанных мер. Это означает, что ожидаемое многими понижение ключевой ставки уже в июле-августе с.г. может не состояться.

Следует также добавить, что в условиях жестких условий на рынке труда (уровень безработицы близок к историческому минимуму) и высокой загрузки производственных мощностей (показатели близки к историческим максимумам) инфляционные риски монетарного стимулирования экономики существенно возрастают. Это также означает, что действия ЦБ в области процентной политики будут предельно взвешены.

Кроме того, темпы инфляции пока находятся существенно выше плановых ориентиров. Тот факт, что текущие показатели инфляции (при измерении год к году) учитывают прошлогодний летний рост цен, связанный с неурожаем, способен позитивно отразиться на динамике индекса в ближайшие месяцы, но определенность в этом вопросе появится только после сбора данных об урожае текущего года. Влияние повышения тарифов ЖКХ в июле с.г. (пусть оно и совпало с увеличением тарифов в 2012 году) и обозначившийся в апреле-мае рост показателя корневой инфляции также будут оказывать сдерживающее влияние на принятие решения о понижении ключевых ставок.

Более вероятным направлением смягчения монетарных условий, на наш взгляд, может стать реализация в сжатые сроки ранее озвученных мер по расширению инструментария рефинансирования банковского сектора. Среди вероятных мер можно выделить следующие:

---

<sup>1</sup> BNP Paribas. Macro Matters. Issue 38. 27 June 2013.

<sup>2</sup> Goldman Sachs. CEEMA Economics Analyst. Issue №13/19. June 7, 2013.

<sup>3</sup> Societe Generale. Focus Russia. How to trade Russia's monetary policy. 10 June 2013.

<sup>4</sup> JPMorgan. EMEA EM Paradise Tarnished: Growth, Fundamentals & Fixed Income Yields. June 28 2013.

1) В «Основных направлениях денежно-кредитной политики на 2013 год и период 2014 и 2015 годов» указывается, что «основа действующей системы инструментов денежно-кредитной политики – **коридор процентных ставок Банка России в рассматриваемый период сохранится, при этом Банк России рассмотрит возможность его сужения** в целях повышения действенности процентной политики». В данном контексте можно выделить два возможных механизма снижения ставок денежного рынка при отсутствии корректировки ключевых ставок (ставок аукционного РЕПО на 1 и 7 дней).

- Сужение коридора процентных ставок ЦБ является действенной мерой в направлении снижения волатильности, а следовательно и риск-премий, учитываемых рынком при формировании кривых доходности. В результате кривая процентных ставок МБК может снизить наклон.
- Сужение коридора процентных ставок ЦБ путем понижающей корректировки ставок постоянного действия может привести к соответствующему смещению всей кривой доходности, учитывая, что последнее время ставки денежного рынка находятся у верхней границы коридора.

2) Важным фактором снижения стоимости и повышения спроса на среднесрочные инструменты рефинансирования может стать **введение ЦБ плавающей процентной ставки**, привязанной к краткосрочной ставке денежного рынка или стоимости операций рефинансирования в ЦБ. Повысить привлекательность данного инструмента может расширение практики проведения операций с центральным контрагентом, минимизирующих риск контрагента и одновременно позволяющих производить замену залога в случае такой необходимости (что представляется важным при кредитовании на продолжительные сроки). Уровень спреда плавающей ставки к базовому активу будет определяться на аукционе. По оценкам заместителя председателя Банка России Сергея Швецова, опубликованным в СМИ, его ширина составит несколько б.п. Даже если спред окажется заметно шире (скажем несколько десятков б.п.) среднесрочное финансирование может стать намного доступней (т.к. сейчас спред составляет 100 – 175 б.п.). Возможность использования в качестве обеспечения по таким операциям нерыночных активов (кредиты, гарантии) позволит существенно расширить залоговую базу, доступную банкам и, таким образом, минимизировать проблему достаточности залогового обеспечения, оказывающую влияние на уровень риска банковского сектора.

3) **Проведение операций валютный СВОП на единых условиях с аукционами РЕПО** также позволит расширить залоговую базу, доступную банкам при проведении рефинансирования на условиях «базовой» ставки. Ограниченная емкость внутреннего рынка и неравномерное распределение залогового обеспечения в банковской системе создает системные риски, способные реализоваться в случае дальнейшего нарастания дефицита ликвидной позиции банков. Минимизация указанных рисков способствует снижению риск-премий и, как следствие, наклона кривой доходности денежного рынка.

Таким образом, **результатом озвученных регулятором мер** по совершенствованию системы рефинансирования должны стать: **снижение** волатильности рынка и, как следствие, **премий за ликвидность**, снижение стоимости среднесрочного рефинансирования в ЦБ и, как следствие, **ставок на среднем и длинном участке кривых доходности денежного рынка**.

Следует отметить, что существуют альтернативные экспертные мнения

относительно будущей динамики ставок денежного рынка. Так, эксперты Альфа Банка<sup>1</sup> полагают, что «из-за роста просроченной задолженности, высокой инфляции и усиления волатильности на глобальных рынках окно возможности для снижения ставок в этом году закрылось», при этом ставки МБК в силу увеличения риск-премий «начнут постепенно повышаться». Соглашаясь с тем, что рост просроченной задолженности является важным фактором устойчивости банковской системы, мы не разделяем приведенную выше оценку влияния показателя на процентную политику ЦБ. Во-первых, динамика роста просроченной задолженности пока не настолько убедительна, чтобы отразиться на риск-премиях в секторе межбанковского кредитования в существенной мере (по-прежнему находится в пределах 5%). Во-вторых, наилучшая практика сдерживания нежелательной экспансии банков в отдельных секторах кредитного рынка (в частности, в потребительском секторе) при общем замедлении роста кредитования и экономической активности лежит в плоскости пруденциального регулирования (например, возможно ужесточение норм резервирования по данным операциям), а не процентной политики, не имеющей избирательного характера. Более того, ужесточение регулирования и замедление роста потребкредитования окажет сдерживающее влияние на потребительскую и, следовательно, деловую активность, тем самым побуждая регулятор проводить процентную политику, компенсирующую указанный эффект. Мы разделяем мнение, что завышенные темпы инфляции способны препятствовать принятию решения о снижении ключевых ставок, как минимум, в июле-августе с.г. В то же время, считаем, что действия регулятора осенью 2013 года будут направлены на общее смягчение денежно-кредитной политики, в том числе, возможно, путем корректировки ключевых ставок (зависит от развития экономической ситуации и результатов модификации инструментов рефинансирования).

## **Выводы**

Динамика ставок на рынке межбанковского кредитования определяется макроэкономическими и регулятивными факторами.

Экономическая картина в стране характеризуется замедлением темпов роста экономики и формированием предпосылок для снижения темпов роста инфляции в перспективе ближайших месяцев. Кроме того, замедление экономики происходит на фоне ужесточения бюджетной политики в 2013 году. Все это создает предпосылки для смягчения денежной политики Банком России.

Наиболее прямой мерой воздействия регулятора на монетарные условия в экономике является снижение ключевых процентных ставок (аукционное РЕПО сроком на один день и одну неделю). В настоящее время на рынке сформировались устойчивые ожидания их понижения на 25-75 б.п. до конца 2013 года. Пересмотр регулятором ключевых ставок через каналы трансмиссионного механизма окажет влияние на более долгосрочные рыночные процентные ставки.

Однако ряд обстоятельств могут препятствовать реализации указанного сценария. Во-первых, это макроэкономические условия. Так, жесткий рынок труда и высокий уровень загрузки производственных мощностей указывают на инфляционные риски монетарного стимулирования экономики. При этом темпы инфляции (даже несмотря на ожидания их снижения в ближайшие месяцы) по-прежнему находятся существенно выше

---

<sup>1</sup> Альфа Банк. Банковская статистика за 5М 2013. 18 июня 2013 г.

верхней границы установленных ориентиров ЦБ (7,4% в мае), а показатель базовой инфляции вблизи указанной границы (5,8% в мае). Дополнительное давление на показатель базовой инфляции также может исходить со стороны ослабления рубля (вероятность умеренного ослабления рубля достаточно высока). Вероятность снижения ставки также будет уменьшаться по мере восстановления темпов роста экономики во втором полугодии с.г. Кроме того, как известно в июне с.г. в Банке России произошла смена руководителя. Вероятность корректировки ключевой ставки в ближайшие месяцы можно оценить как невысокую также в случае, если новое руководство ЦБ займет наиболее консервативную позицию и фокусировка денежной политики будет смещена в сторону инфляционных ориентиров.

В сложившихся условиях альтернативные возможности Банка России в части смягчения монетарных условий могут быть связаны с мерами по совершенствованию инструментов рефинансирования банков и улучшению трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Важным обстоятельством является то, что указанные меры с высокой степенью вероятности будут реализовываться регулятором вне зависимости от текущей экономической и рыночной конъюнктуры, поскольку имеют важное системное значение и рассматриваются Банком России как имеющие стратегический характер.

Среди основных мер, анонсированных Банком России, можно выделить следующие:

- запуск механизма среднесрочного рефинансирования банков по плавающим ставкам;
- возможность использование нерыночных активов в качестве обеспечения по таким операциям;
- сужение коридора процентных ставок ЦБ путем понижения верхней границы коридора процентных ставок ЦБ;
- проведение операций валютный СВОП на единых условиях с аукционами РЕПО.

Действия Банка России во втором полугодии с.г. в существенной мере будут зависеть от развития экономической ситуации в стране и на внешних рынках. Однако независимо от характера указанных действий (как в случае понижения ключевых ставок, так и при их сохранении на существующем уровне) **улучшение трансмиссионного механизма должно обеспечить снижение риск-премий и процентных ставок денежного рынка** на среднем и длинном участке кривой доходности. **Оценка ожидаемого снижения ставок** в зависимости от рассматриваемого сценария **на сроках от 1 до 6 месяцев составляет – от 50 до 100 б.п.** до конца года (оценка вероятности – 70%).

Риски отклонения факта от прогнозной оценки главным образом связаны с развитием «неблагоприятного» либо «оптимистического» экономических сценариев:

- падение цен на нефть ниже 90 долл. за баррель, рост бивалютной корзины ЦБ до 40 рублей и выше, обуславливающие рост темпов инфляции и уровня ставок в экономике (вероятность, условно – 15%);
- ускорение темпов экономического роста и инфляции (оценка вероятности – 5%), сопровождаемый сдерживающими мерами ЦБ (повышением ключевых ставок);
- отказ Банка России от проведения заявленных реформ, сохранение риск-премий на кредитном рынке на завышенном уровне (вероятность, условно – около 10%).

В условиях снижения среднесрочных процентных ставок денежного рынка в целях повышения эффективности финансовых операций представляется целесообразным<sup>1</sup>:

- размещение временно свободных средств бюджета города Москвы на банковских депозитах с учетом ожидаемой динамики рынка (когда на определенных этапах цикла снижения ставок предпочтительным является использование более долгосрочных финансовых инструментов);
- заключение процентных свопов<sup>2</sup> с получением фиксированной процентной ставки;
- размещение облигаций с переменным купонным доходом, привязанным к среднесрочным ставкам денежного рынка.

*Владимир Михайлов, к.э.н.  
email: vgm@moscowdebt.ru  
phone: (+7 495) 795 0613*

---

<sup>1</sup> при формировании долговой стратегии и политики в области управления ликвидностью необходимо учитывать прочие факторы, анализ которых выходит за пределы настоящего исследования.

<sup>2</sup> с учетом законодательных ограничений субъектом Российской Федерации может быть реализован в виде комбинации займа и банковского депозита.



---

Данный аналитический продукт подготовлен исключительно с целью предоставления информационных услуг и не может быть расценен как предложение или официальная рекомендация к покупке или продаже ценных бумаг. ГБУ Мосфинагентство не несет ответственности за действия третьих лиц, совершенные на основе мнения аналитиков, изложенных в данном документе.

Представленные в настоящем документе оценки отражают точку зрения задействованных в его создании аналитиков на дату выпуска и могут изменяться с течением времени в зависимости от обстоятельств. Мнение ГБУ Мосфинагентство может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном документе.

Хотя мы принимаем все меры для максимальной достоверности исходной информации, использованной в настоящем документе, мы не можем гарантировать ее абсолютную достоверность.