



Финансовая группа «ИФД-Капиталъ»

03 декабря 2007

Денежный рынок

Денежный рынок: новые реалии

Харлампиев Дмитрий

к.э.н.

ведущий аналитик

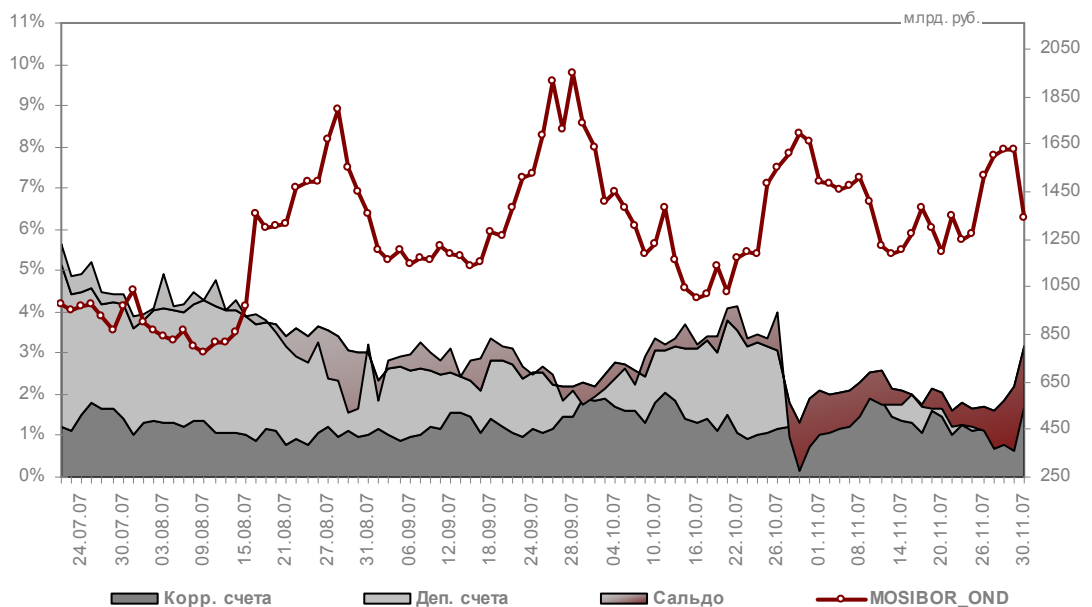
отдела макроэкономического анализа



Покой нам только снится...

Нельзя сказать, что ситуация на денежном рынке в ноябре была менее напряженной, чем в октябре, скорее напротив, средняя ставка MOSIBOR overnight в текущем месяце по сравнению с предыдущим сложилась на более высоком уровне – 6,5%. Объем ликвидности (с учетом сальдо по предоставлению/абсорбированию ликвидности) тяготел к 500 млрд. руб. (минимальный уровень с декабря 2006 года) против 750 млрд. руб. в октябре. Напомним, что данное сокращение преимущественно определяется сокращением остатков на депозитных счетах в ЦБ РФ (См. Рис. 1) в последней декаде октября из-за окончательного погашения задолженности ОАО «НК «ЮКОС». Вероятно, «массированная» поддержка регулятора помогла лишь отчасти... Однако в последний момент – 30.11 – был зафиксирован и позитивный импульс – рост объема остатков на корреспондентских счетах в ЦБ РФ.

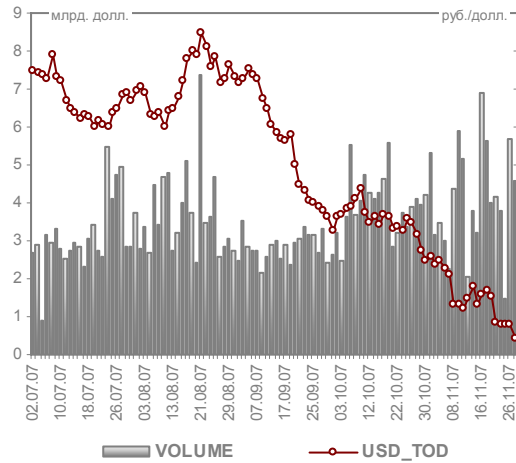
Рис. 1 Объем ликвидности и динамика MOSIBOR_OND



Источник: ЦБ РФ, Reuters

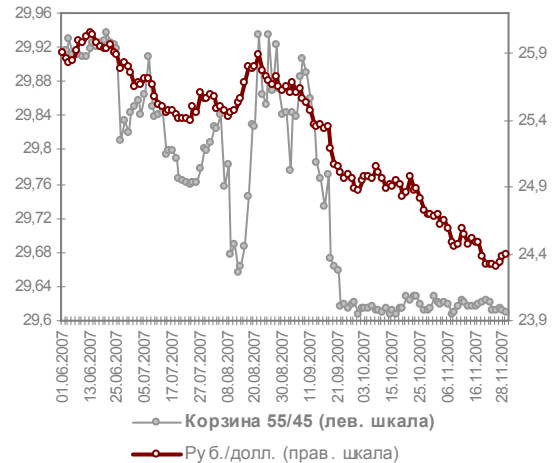
Отметим также высокую активность валютного рынка – дневной объем торгов достигал \$6,9 млрд. – 16.11.2007 (в конце месяца – стабильно выше \$4 млрд.), а объем операций «валютный своп» с ЦБ РФ достигал \$4,99 млрд. – 27.11.2007. Отметим, что подобная активность объясняется как продажами «под ликвидность» (наибольшие обороты приходятся на даты, предшествующие «налоговым»), так и более значимым, чем в предыдущий период «внешним» фактором.

Рис. 2 Обороты торгов на ММВБ и USD_TOD



Источник: Reuters, ММВБ

Рис. 3 Динамика бивалютной корзины ЦБ РФ

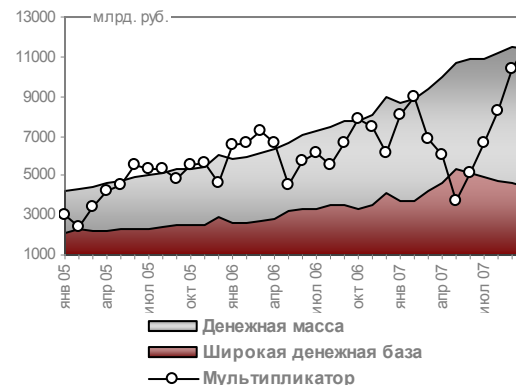


Тезис об определяющем влиянии forex на внутренний рынок, косвенно подтверждает стабильная цена бивалютной корзины ЦБ РФ – 29,61-29,63 руб., практически все время, в течение последних двух месяцев (См. рис. 3).

Денег становится меньше, даже в широком смысле

В октябре мы стали свидетелями снижения объема совокупного предложения – денежной массы в национальном определении (агрегат M2) на 0,6%. Отметим, что предыдущее снижение показателя внутри года (в январе снижение денежного предложение носит сезонный характер и объясняется декабрьским расширением ликвидности из-за активизации освоения бюджетных средств и значительных продаж валюты) было зафиксировано и в июле 2004 года, и также пришлось на период дефицита коротких денег в системе.

Рис. 4 Денежные агрегаты и мультипликатор



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

Рис. 5 Коэффициент монетизации

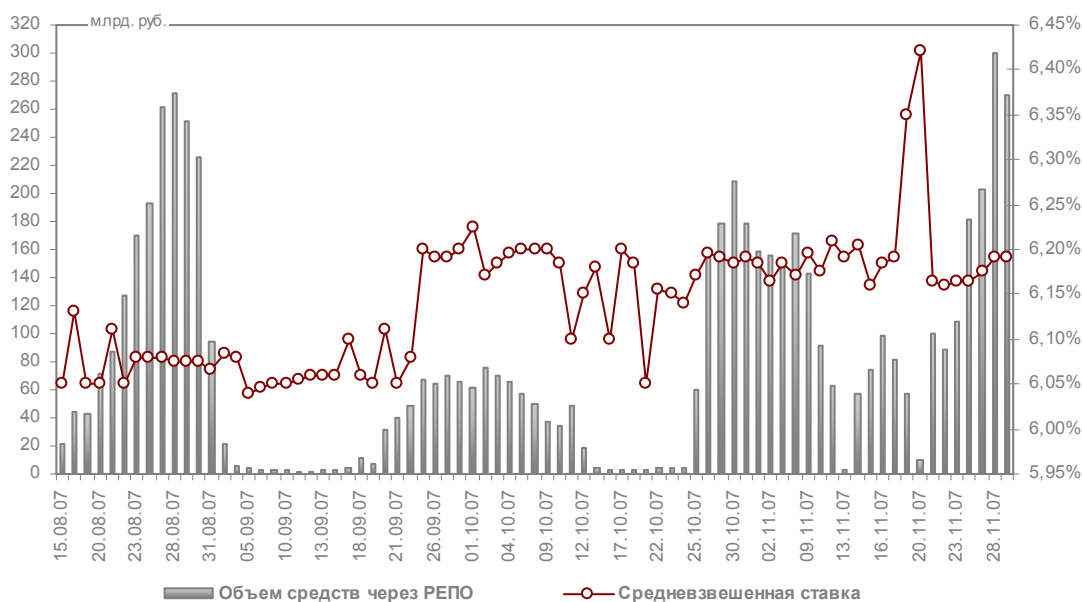


В данном эпизоде, как и в 2004 году, снижение денежной массы было связано со снижением объема безналичных средств в системе – на 1,3% в октябре по сравнению с сентябрем – на фоне роста количества наличных денег – на 1,2%. Напомним, что денежная база в широком определении, характеризующая предложение денег со стороны органов денежно-кредитного регулирования, демонстрирует понижательную динамику с июня текущего года – сокращение в октябре составило 4%. Отметим, что по нашей оценке, в октябре было стерилизовано порядка 75% вновь создаваемой ликвидности. Напомним в очередной раз, что наблюдаемое значение коэффициента монетизации отстает от «оптимального», установленного мировой практикой уровня – около 45%, хотя, подчеркнем, что количество денег в обращении – необходимый, но недостаточный критерий оценки эффективности денежно-кредитной системы.

И снова РЕПО

Операции прямого РЕПО с ЦБ РФ, впервые с марта текущего года, реанимировались 15.08 и с тех пор, на этот инструмент краткосрочного рефинансирования делается основная ставка в части решения проблем с короткими деньгами, как денежными властями, так и кредитными организациями. Отметим, что остальные рыночные способы рефинансирования относительно неудобны и мало популярны, так задолженность коммерческих банков перед ЦБ РФ по кредитам overnight 29.11 составила 0,1 млрд. руб., по ломбардным кредитам – 1,1 млрд. руб. Примечательно, что 28.11.2007 – был достигнут новый исторический максимум дневного объема прямого РЕПО с ЦБ РФ – 300 млрд. руб. Предыдущий «пик» был продемонстрирован рынком 28.08.2007, тогда в течение дня кредитные организации посредством прямого РЕПО заняли у ЦБ РФ 272 млрд. руб.

Рис. 6 Объем сделок прямого РЕПО с ЦБ РФ и средневзвешенная ставка



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

Для стабилизации ситуации на денежном рынке, именно в аспекте «прямого РЕПО», ЦБ предпринял ряд последовательных шагов. Первоначально, с 28.08 имело место снижение, примерно в 2 раза, дисконтов по финансовым инструментам, принимаемым в качестве обеспечения, что увеличило объем доступных коммерческим банкам средств примерно на 67 млрд. руб.

Далее, с 12.10 был расширен список «залоговых инструментов» за счет снижения требований по уровню инвестиционного рейтинга эмитентов, что позволило включить в список долговые обязательства ряда корпораций и кредитных организаций. Даная мера, по нашей оценке, увеличила «резервный» объем ликвидности, на 184 млрд. руб.

С 28.11 регулятор дополнительно увеличил число инструментов рефинансирования, опять же за счет операций прямого РЕПО. ЦБ РФ начал проведение операций прямого РЕПО внутри дня по ставкам 8% на один день и 7% на одну неделю. Примечательно, что данная мера является своего рода дополнительной «страховкой» на случай резкого локального роста ставок внутри дня, так как традиционные аукционы РЕПО – в 11.30 и 16.00 (обычно) сохраняются. Фактически, это говорит об установлении нового верхнего уровня цены рефинансирования для абсолютного большинства банков (в портфеле которых есть инструменты «расширившегося» залогового списка).

Мнимое «расширение»

Одной из громких «вербальных» мер уже в течение, как минимум, месяца называется расширение залогового списка РЕПО за счет еврооблигаций российских эмитентов. По оценкам регулятора данная мера может обеспечить порядка 250 млрд. руб. дополнительно доступных средств. В «Вестнике Банка России» были опубликованы соответствующие изменения в Указание «О перечне ценных бумаг, входящих в Ломбардный список Банка России» №1482. В соответствии с Указанием (которое вступает в силу со следующего дня после опубликования), ломбардный список дополняется 20 еврооблигациями российских эмитентов (на момент выхода обзора фактического изменения списка не произошло).

Как нам представляется, эффект будет следующим – с помощью включенных в список облигаций, по всей видимости, уже привлекаются валютные средства на внешнем рынке, то есть данные инструменты используются российскими банками для привлечения валютных средств. Соответственно, испытывая потребность в иностранной валюте, банки будут через прямое РЕПО с ЦБ РФ привлекать рублевые средства под «новые» еврооблигации, а потом, предъявляя конечный спрос на иностранную валюту, конвертировать рубли на срочном рынке с помощью, например, фьючерсов. В конечном счете, рублевый рынок, как таковой испытывает от реализованной меры минимальный эффект, в то время как основное влияние придется на форвардный сегмент валютного рынка. Здесь в этом случае стоит ожидать увеличения объемов торгов и давления на форвардную кривую, которая на данном эпизоде строго выше уровня SPOT.

С другой стороны, если в предыдущий период кредитные организации привлекали средства в иностранной валюте на мировом рынке, испытывая потребность в рублях, то им было необходимо проводить операции sell/buy, «задирая» форвардную кривую. Соответственно, получив возможность привлекать рубли под еврооблигации, банки сократят активность в сегменте sell/buy, что опять же будет приближать кривую к уровню SPOT.

Почти получили...

Еще одной значимой и высоко ожидаемой мерой, направленной на увеличение «физического» объема ликвидности, а точнее величины остатков коммерческих банков на депозитных счетах, является возможное размещение «временно свободных» институтов развития на депозитах коммерческих банков. Отметим, что изменения в закон «О бюджете на 2007 год» (увеличение госрасходов и сокращение профицита), были внесены в первой половине ноября. Тем не менее, фактического перечисления средств не происходило, и рынок последовательно и «вдумчиво» переживал последствия погашения заложенности ЮКОСа и ноябрьского налогового периода.

Общий объем средств должен составить 640 млрд. руб., из них 300 млрд. руб. будет перечислено из Стабилизационного фонда и 340 млрд. составят средства из дополнительных бюджетных доходов. Предполагаемое распределение средств выглядит следующим образом: 180 млрд. руб. будут направлены Банку Развития (на базе ВЭБа), Роснантеху – 130 млрд., 240 млрд. предполагается передать Фонду содействия реформирования ЖКХ и 90 млрд. в Инвестиционный фонд.

27.11 Председатель Правительства РФ подписал Постановление об увеличении капитала институтов развития, с указанием до конца прошедшей недели перечислить из Стабфонда на бюджетные счета 300 млрд. руб., за счет которых и будут увеличены капиталы организаций. Ожидается, что первым институтом, который получит средства, будет Банк Развития. Фактически, перечисление средств уже началось, о чем свидетельствует рост объема остатков на корреспондентских счетах коммерческих банков в ЦБ РФ – остатки на 30.11 увеличились на 171 млрд. руб. до 716,2 млрд.

Промежуточное резюме

По нашему мнению, в декабре текущего года – I кв. 2008 года денежный рынок в целом будет сохранять стабильное состояние, причем реакция на декабрьские налоги, будет, скорее всего, более «вялой» чем обычно. Умеренный оптимизм внушают не столько рыночные меры (хотя отдельно стоит отметить проведение однодневного РЕПО под 8% на постоянной основе), сколько «бюджетный» ресурс. До конца года, по всей видимости, «временно свободные» средства у институтов развития, а, соответственно, на рынке, появятся в полном объеме. Далее, с 01.01.2008 допускается начало размещения бюджетных остатков на депозитах коммерческих банков – данная величина составляет порядка 1,5 трлн. руб. По нашим расчетам в случае единовременного появления данного объема средств на рынке ставки могут опуститься до диапазона 1-2%.

Очевидно, что это невозможно, тем более, представители ЦБ и Минфина неоднократно заявляли об установлении определенной пропорции размещения средств на рынке, опасаясь избыточного перегрева сегмента коротких денег. Тем более в последнее время возобновился популярный, до начала дефицита ликвидности на внутреннем рынке, тезис об избыточном «монетарном» давлении на индекс потребительских цен. Наш прогноз предполагает диапазон ставок в 5%-6% и объем ликвидности на уровне 700-800 млрд. руб. в декабре текущего – первом квартале 2008 года.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ:

Головная организация:
127051, г. Москва, ул. Петровка, д. 24

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

Аналитическое управление

Соломин Олег
Начальник управления (495) 780-1931
solomin.o.n@pkb.ru

Отдел корпоративного анализа

Дорофеев Евгений
Начальник отдела (812) 332-3751
dorofeev.e.a@pkb.ru

Зайцев Алексей
Ведущий аналитик (812) 332-3751
zaytsev.a.i@pkb.ru

Суриков Андрей
Ведущий аналитик (812) 332-3751
surikov.a.p@pkb.ru

Бизин Алексей
Ведущий аналитик (812) 332-3751
bizin.a.v@pkb.ru

Отдел макроэкономического анализа

Сурикова Наталья
Начальник отдела (812) 332-3751
pospehova.n.v@pkb.ru

Харлампов Дмитрий
Ведущий аналитик (812) 332-3751
kharlampiev.d.n@pkb.ru

Лапшина Ольга
Ведущий аналитик (812) 332-3751
lapshina.o.a@pkb.ru

Редакторский отдел

Лебедева Полина
Начальник отдела (812) 332-3751
lebedeva.p.s@pkb.ru

Информационный отдел

Славин Игорь
Начальник отдела (495) 411-8267
slavin@pkb.ru

Германов Алексей
Программист (812) 332-3751
germanov.a.u@pkb.ru

Настоящий материал был подготовлен специалистами Аналитического Управления ДОФР ОАО Банк «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 Аналитического Управления ДОФР ОАО Банк «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.

© 2007 ОАО Банк «Петрокоммерц». Все права защищены.