

# Денежный рынок: перспективы 2011 г.

Декабрь, 2010 года

VIII Российский  
облигационный конгресс

Орешкин Максим  
Руководитель аналитического  
департамента по России и СНГ

+7 (495) 937 0581  
maxim.oreshkin@ca-cib.com



[research.ca-cib.com](http://research.ca-cib.com)

Crédit Agricole Corporate and Investment Bank is authorised by the Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI) and supervised by the Commission Bancaire in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority. Details about the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

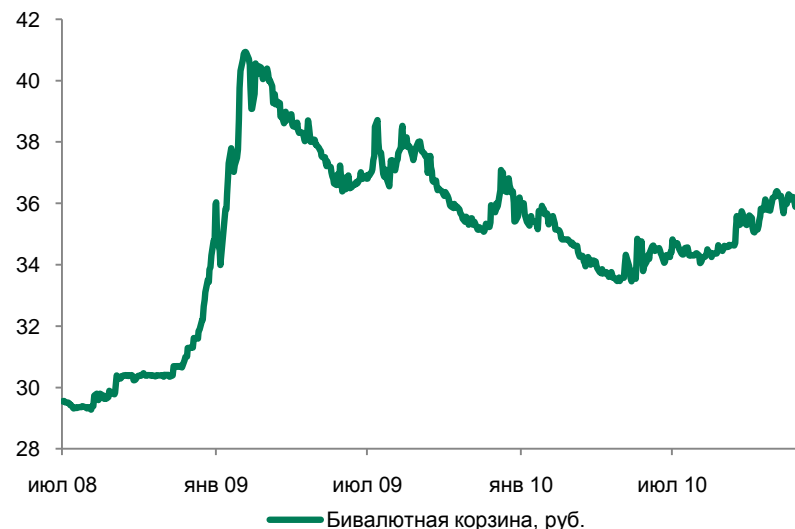
 **CRÉDIT AGRICOLE**  
CORPORATE & INVESTMENT BANK

# Выход из антикризисных мер и движение к инфляционному таргетированию

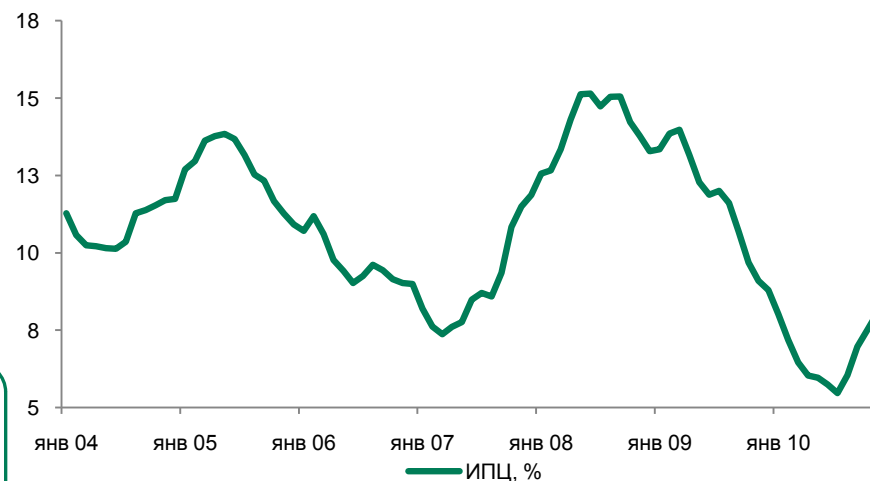
2

- ✓ За последние несколько лет Банк России сделал серьезные шаги к плавающему валютному курсу
  - ✓ Создание и последующее расширение плавающего коридора бивалютной корзины;
  - ✓ Введение механизма плановых интервенций.
- ✓ Регулятор продолжил выход из антикризисных мер: свернуты программы беззалогового кредитования, сокращены сроки по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности и т.д.
- ✓ Финальная цель – полностью плавающий валютный курс и инфляционное таргетирование:
  - ✓ Требуется существенное изменение законодательства (цели Банка России, полная независимость регулятора и т.д.);
  - ✓ Требуется изменение отношения власти в целом к политике (превалирование долгосрочных целей экономического развития над краткосрочными);
  - ✓ К сожалению, окончательные сроки этого перехода не ясны

Процентные ставки денежного рынка и инфляция в будущем приобретут статус ключевых макроэкономических показателей, потеснив валютный курс.



Источник: Банк России, Креди Агриколь КИБ



Источник: ФСГС РФ, Креди Агриколь КИБ

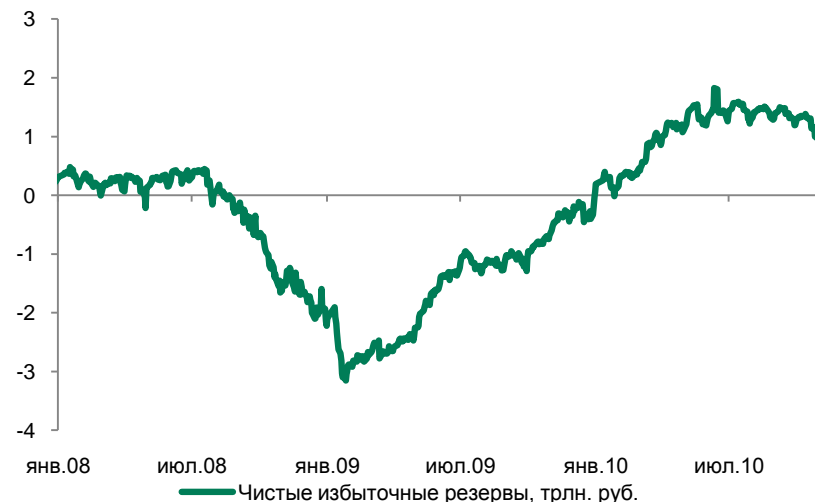
✓ Мягкая монетарная политика со стороны Банка России и Правительства РФ привели к формированию значительных избыточных резервов в банковской системе.

- Монетизация фискального дефицита и рублевые интервенции на валютном рынке привели к росту чистых избыточных резервов до 1.0 трлн. руб.
- В последние месяцы на фоне сокращения дефицита федерального бюджета, увеличения объема эмиссии ОФЗ и перехода Банка России от рублевых к валютным интервенциям, уровень избыточных резервов банковской системы начал снижаться.

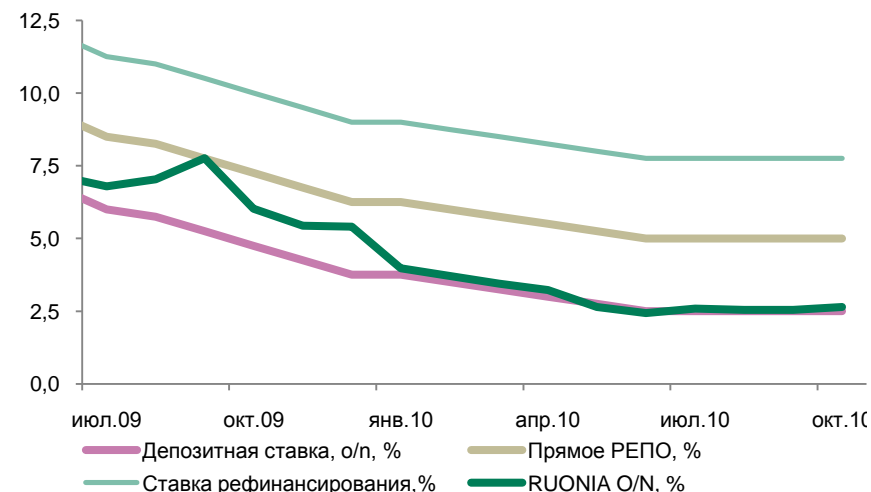
✓ Банк России оставляет депозитную ставку неизменной с середины 2010 года несмотря на рост экономики и усиление инфляционного давления, обращая внимание на неустойчивость динамики экономического роста.

✓ Большой уровень ликвидности на рынке делает депозитную ставку Банка России ключевой.

- Границы процентного коридора в настоящее время: 2.5% (депозитная ставка) и 5.0% (ставка прямого РЕПО).
- На фоне избыточной ликвидности ставки денежного рынка находятся вблизи депозитной ставки Банка России.

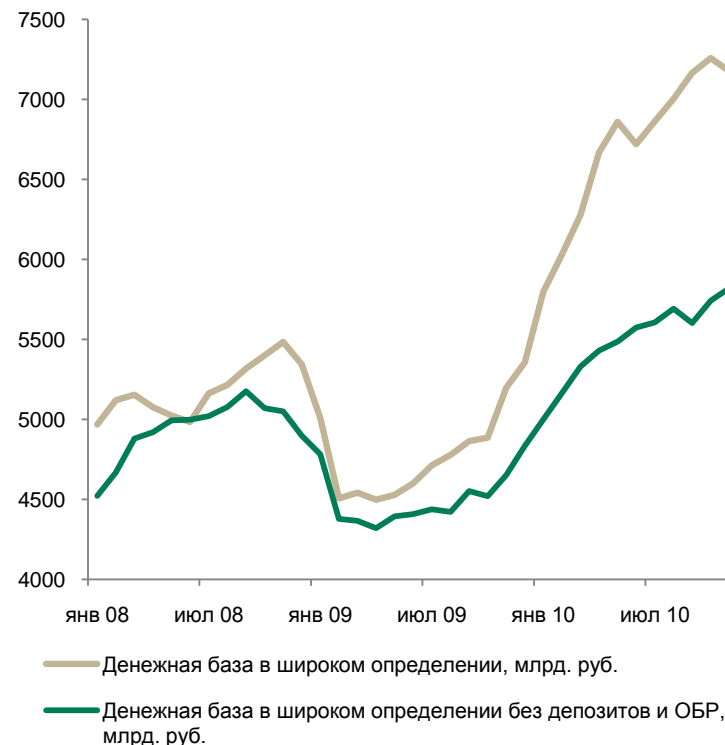


Источник: Банк России, Минфин РФ, Креди Агриколь КИБ



Источник: Банк России, Креди Агриколь КИБ

- ✓ Как и на всех рынках уровень процентных ставок в экономике определяется балансом спроса и предложения. Если предложение превышает спрос, то в банковской системе начинают формироваться избыточные резервы. Если спрос превышает предложение, то банки активно пользуются инструментами рефинансирования центрального банка.
- ✓ В ситуации избыточных резервов темпы роста наличных денег в обращении и средств на корреспондентских счетах определяется исключительно спросом на деньги.
- ✓ Избыточные резервы способны обеспечить рост денежной базы в узком определении и денежной массы даже при стабильной денежной базе в широком определении. Чем больше будет разница между двумя линиями на графике, тем ближе ставки денежного рынка будут к верхней границе процентного коридора.
- ✓ Влияние Банка России на денежные агрегаты становится более ограниченным (ключевыми инструментами становятся нормативы обязательных резервов и уровень процентной ставки по депозитным операциям). Особенно, учитывая ожидания дальнейшей монетизации дефицита государственного бюджета и продолжения рублевых интервенций на валютном рынке (заложенные в ЕНДКП на 2011-2013 гг.).

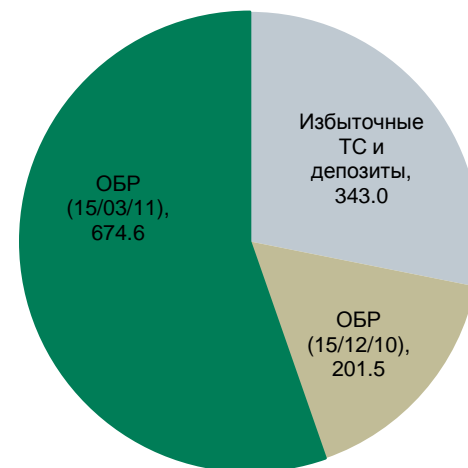


Источник: Банк России, Креди Агриколь КИБ

Денежно-кредитная политика со стороны регуляторов остается мягкой, ничем не ограничивающий рост денежной массы (он ограничен исключительно уровнем спроса на деньги). Отсутствие активных мер по изъятию избыточной ликвидности из финансовой системы со стороны регуляторов позволит ставкам оставаться вблизи уровня депозитной ставки Банка России продолжительный период времени.

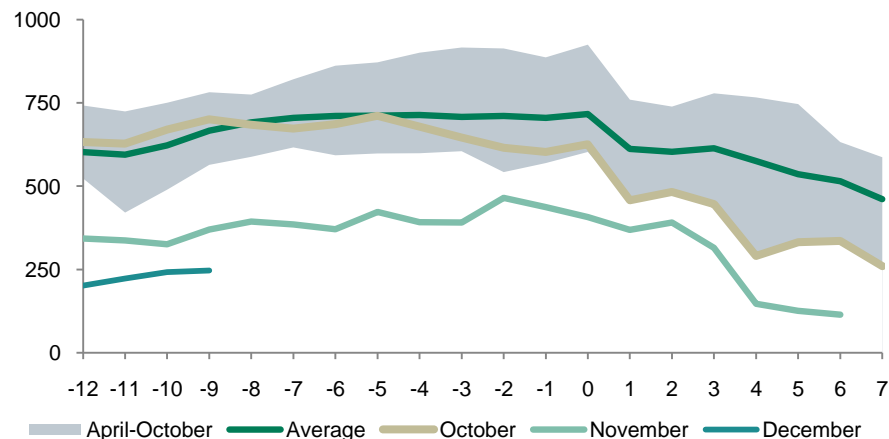
- Инструменты, в которые размещены избыточные резервы российской банковской системы, неоднородны по уровню ликвидности. Из всех инструментов вложения в ОБР наименее ликвидны (особенно после прекращения выполнения Банком России роли маркет-мейкера на данном рынке с 15 декабря);
- Большая часть избыточной ликвидности сосредоточена в нескольких банках, в то время как основная масса кредитных организаций подвержены большому риску нехватки ликвидности;
- Несмотря на большой общий объем избыточных резервов банковской системе на начало ноября (более 1.2 трлн. руб.) уровень наиболее ликвидной части избыточных резервов оказался недостаточно высок;
- В итоге впервые с начала года уровень ставки RUONIA превысил отметку в 4.0% годовых;
- Ключевым событием для денежного рынка в декабре станет погашение и размещение ОБР в середине месяца.

Структура избыточных резервов российской банковской системы на 3 ноября

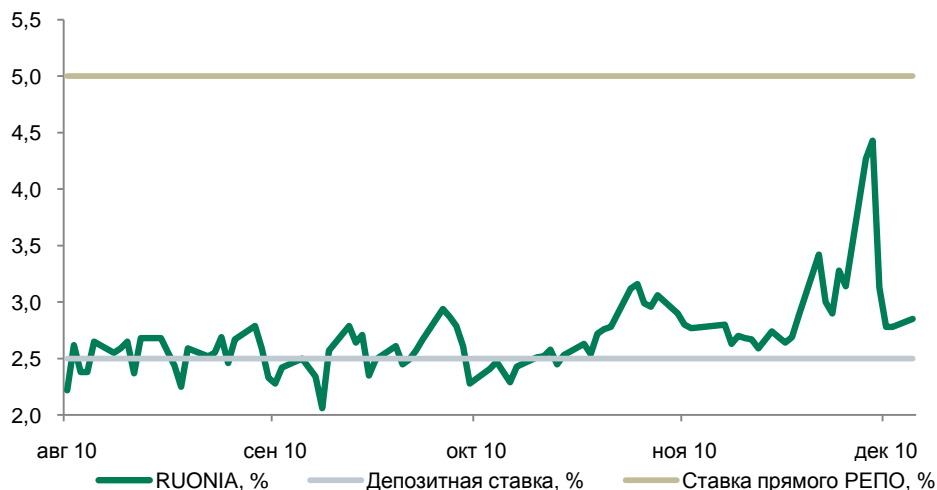


Источник: Банк России, Креди Агриколь КИБ

Динамика избыточных остатков на корреспондентских счетах и депозитах, млрд. руб.



Источник: Банк России, Креди Агриколь КИБ

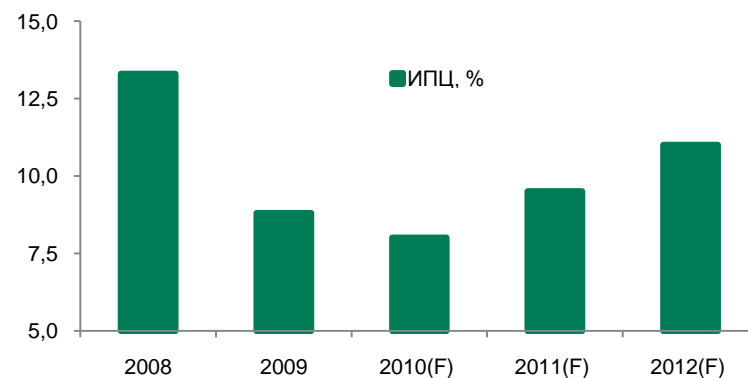


Источник: Банк России, Креди Агриколь КИБ

- ✓ Мы ожидаем быстрый рост совокупного спроса в экономике (потребительский продолжит рост, инвестиционный значительно ускорится в следующем году, госрасходы не ждет сокращение), в первую очередь, благодаря сохранению мягкой денежно-кредитной политики. Основными проблемами российской экономики остаются инфляция и быстрый рост импорта.
- ✓ Текущая модель экономического развития и демографические тренды ограничивают потенциальные темпы роста ВВП России на уровне 3.0-3.5% в год. Уровень отрицательного разрыва ВВП оценивается Банком России на уровне 1.5-3.0% (на середину 2010 года) и будет закрыт уже к середине следующего года.
- ✓ Попытка достичь более высоких темпов роста только через активное стимулирование спроса обречено на провал и окончится перегревом экономики, ростом инфляции и ухудшением внешних балансов. Источник уже активно растущего инфляционного давления в российской экономике – более быстрый рост спроса по сравнению с ростом предложения.
- ✓ Существует угроза возвращения темпов прироста потребительских цен к двухзначным значениям. Комбинация стимулирующей монетарной политики (ставки денежного рынка вновь отрицательны в реальном выражении) и предвыборная фискальная экспансия приведет к дальнейшему усилению инфляционного давления. ИПЦ, по нашему мнению, достигнет двузначного уровня уже по итогам 2012 года.

	2008	2009	2010(F)	2011(F)	2012(F)
Прирост ВВП, %	5.6	-7.9	4.0	3.7	3.3
ИПЦ год к году, %	13.3	8.8	8.3	9.5	11.0
Текущий счет, % ВВП	6.2	3.9	5.6	1.0	0.0
Моспрайм 1 неделя (ср.), %	7.2	9.6	3.4	3.8	7.0
Бивалютная корзина (на конец периода), руб.	34.8	36.3	35.4	36.1	36.9

Источник: Банк России, ФСГС РФ, Креди Агриколь КИБ

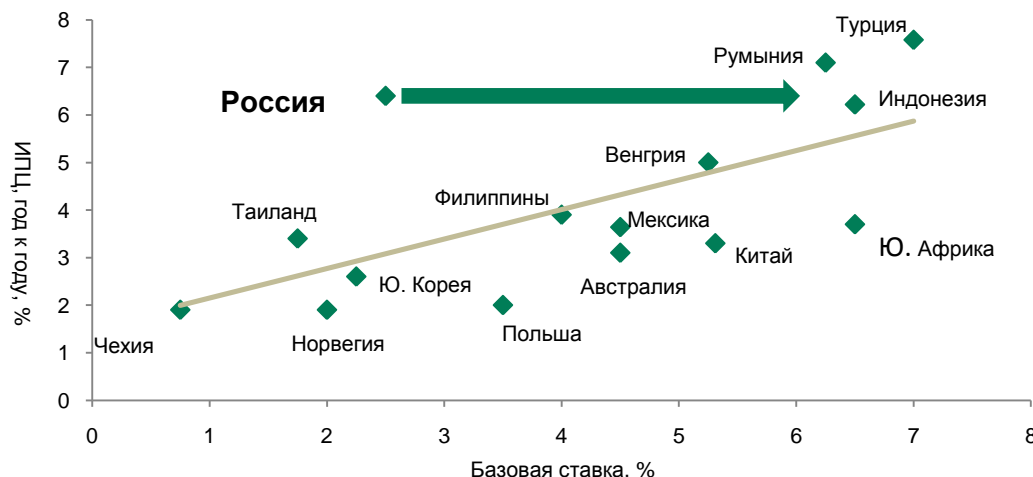


Источник: ФСГС РФ, Креди Агриколь КИБ

- ✓ **Нормализация уровня процентных ставок** в российской экономике в целях сохранения макроэкономической стабильности.
  - ☞ Мы ожидаем, что уровень краткосрочных рублевых процентных ставок войдет в долгосрочную фазу роста и уже в 2011 году вырастет примерно на 200 б.п. Конечной целью роста ставок в 2012-2013 гг. могут стать двузначные значения.
- ✓ **Продолжение постепенного перехода Банка России к политике инфляционного таргетирования и связанная с этим модификация процентной политики:**
  - ☞ **Сужение процентного коридора.** Мы ожидаем сужения процентного коридора (разницы между депозитной ставкой о/п и ставкой по операциям аукционного прямого РЕПО) с текущего уровня в 250 б.п. до 100 б.п.
  - ☞ **Снижение уровня избыточных резервов банковской системы до более низкого уровня.** Снижение уровня рублевых интервенций Банка России на валютном рынке и уменьшение масштабов использования средств резервных фондов позволит регулятору постепенно снизить избыточную ликвидность в финансовой системе до приемлемого уровня.
  - ☞ **Постепенный переход Банка России к политике операций на открытом рынке (покупка ОФЗ) как основному источнику увеличения денежного предложения в экономике.** Мы ожидаем постепенную активизацию Банка России в покупке ОФЗ по мере роста потребности экономики в денежных средствах (в рамках поддержания уровня ликвидности в финансовой системе на приемлемом уровне).
- ✓ **Активное развитие инструментов хеджирования процентного риска на российском рынке** в рамках реализации со стороны монетарных властей первого для России полноценного цикла повышения уровня краткосрочных процентных ставок в экономике.
  - ☞ Помимо роста активности уже широко торгуемых в настоящее время инструментов (в первую очередь, FX и cross-currency swaps) мы ожидаем, в первую очередь, активного развития инструментов OIS на базе ставки RUONIA как на внебиржевом, так и на биржевом рынках (для доступа более широкого круга банков к таким операциям).



- ✓ Концепция нейтрального уровня процентных ставок (долгосрочный уровень ставок, обеспечивающий стабильную динамику инфляции).
  - Уровень нейтральных реальных процентных ставок оценивается в +2-3% для развитых экономик, для развивающихся экономик данный уровень существенно больше. Так, например, для Бразилии он составляет порядка +6%.
  - При долгосрочном уровне инфляции около 4-5% (возможная цель после введения политики инфляционного таргетирования в России) уровень нейтральных номинальных ставок, по нашей оценке, составит 7-9%. При текущем уровне инфляции в районе 6-7% уровень нейтральных номинальных ставок составляет около 9-11%.
- ✓ Межстрановое сравнение соотношений базовые ставки/инфляция.
  - Текущее соотношение ставки/инфляция в России выглядит крайне низким.



Текущее соотношение ставки/инфляция крайне низкое, что позволяет говорить о неустойчивости текущего экономического состояния. В целях сохранения макроэкономической стабильности уровень базовых ставок должен быть нормализован.

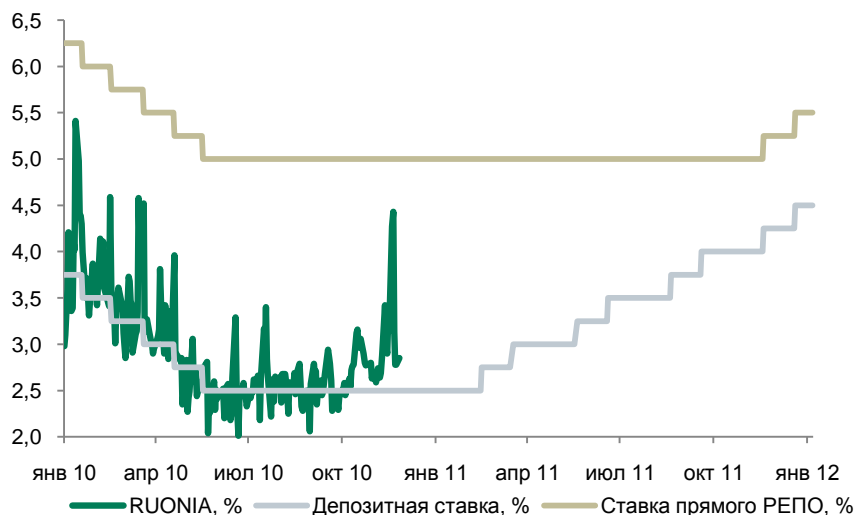
Источник: Кредит Агриколь КИБ



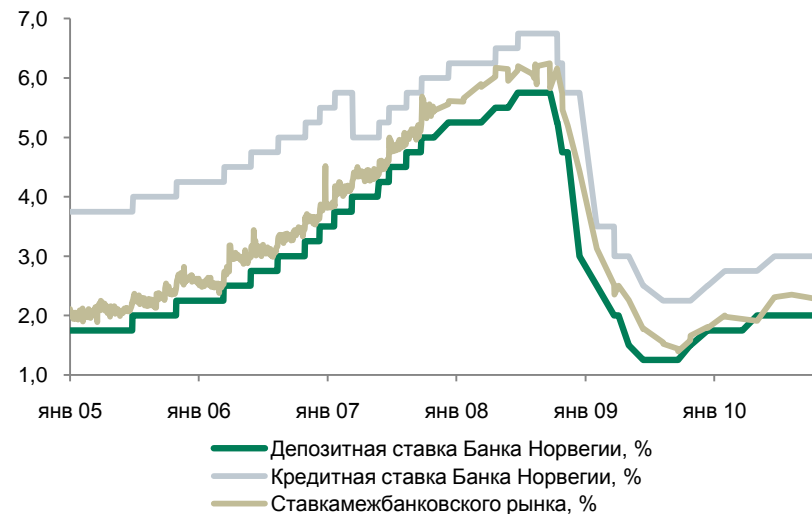
# Процентный коридор и избыточные резервы

9

- Снижение уровня доступной краткосрочной рублевой ликвидности в ноябре привело к серьезному росту краткосрочной части процентной кривой на рублевом рынке. Высокая волатильность краткосрочных процентных ставок способствует росту премий за ликвидность на денежном рынке, что обуславливает более высокий уровень средне- и долгосрочной части процентной кривой, тем самым снижая эффективность процентной политики регулятора.
- Резкое сокращение уровня избыточных резервов банковской системы без сокращения разницы между ставками по депозитным и кредитным операциям Банка России приведет к резкому увеличению волатильности краткосрочных процентных ставок в рамках текущего процентного коридора (в настоящее время разница между ставками по депозитным операциям о/п и операциям прямого РЕПО на аукционной основе составляет 250 б.п.).
- Оптимальным режимом для российской банковской системы, по нашему мнению, будет ситуация аналогичная Норвежской: поддержание избыточных резервов на определенном уровне, сохранение довольно узкого процентного коридора и управление краткосрочными ставками денежного рынка через, в первую очередь, изменение процентной ставки по депозитным операциям.

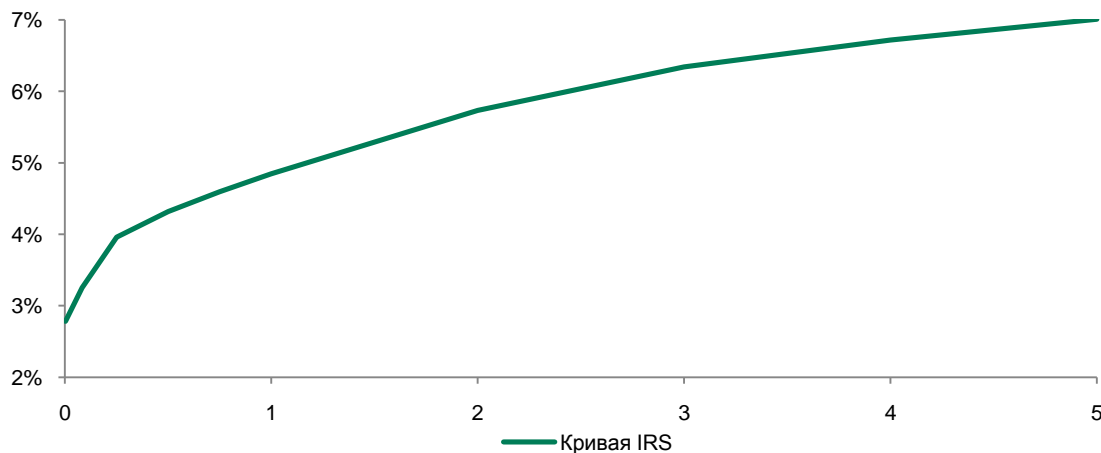


Источник: Банк России, Креди Агриколь КИБ



Источник: Креди Агриколь КИБ

- ✓ Несмотря на отсутствие «длинных» денег в пассивной части балансов, российские банки продолжают активно инвестировать в активы с большой дюрацией, увеличивая долю таких активов на своих балансах и принимая на себе процентный риск.
- ✓ Уровень долгосрочных процентных ставок по российским рублям определяется, в основном, тем уровнем премии, которую российские банки готовы получать за операции кэрри-трейд, фондируя свои длинные позиции короткими пассивами. Очевидно, что ситуация неустойчива в долгосрочном периоде времени и рост краткосрочных процентных ставок будет способствовать росту долгосрочных.
- ✓ Рост краткосрочных процентных ставок должен привести к пересмотру подхода участников рынка к управлению процентным риском и активному развитию рынка инструментов хеджирования процентного риска. Помимо роста активности уже активно торгуемых в настоящее время инструментов (в первую очередь, FX и cross-currency swaps) мы ожидаем, в первую очередь, активного развития инструментов OIS на базе ставки RUONIA как на внебиржевом, так и на биржевом рынках (для доступа более широкого круга банков к таким операциям).



Источник: Кредит Агриколь КИБ

Уровень долгосрочных ставок в России не определяется долгосрочными инфляционными ожиданиями, а уровнем приемлемой для участников рынка премии за принятие на себя процентного риска

## Certification

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the undersigned analyst(s). In addition, the undersigned analyst(s) has not and will not receive any compensation for providing a specific recommendation or view in this report.

Maxim Oreshkin

## Disclaimer

© 2010, CRÉDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK All rights reserved.

This research report or summary has been prepared by Crédit Agricole Corporate and Investment Bank or one of its affiliates (collectively “Crédit Agricole CIB”) from information believed to be reliable. Such information has not been independently verified and no guarantee, representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness.

This report is a “commercial communication” as defined in article 6 of the Directive 2000/31/CE of 8 June 2000. For the avoidance of doubt, it is not a “communication à caractère promotionnel” within the meaning of the Règlement General AMF. It is provided for information purposes only. Nothing in this report should be considered to constitute investment, legal, accounting or taxation advice and you are advised to contact independent advisors in order to evaluate this report. It is not intended, and should not be considered, as an offer, invitation, solicitation or personal recommendation to buy, subscribe for or sell any of the financial instruments described herein, nor is it intended to form the basis for any credit, advice, personal recommendation or other evaluation with respect to such financial instruments and is intended for use only by those professional investors to whom it is made available by Crédit Agricole CIB. Crédit Agricole CIB does not act in a fiduciary capacity to you in respect of this report.

Crédit Agricole CIB may at any time stop producing or updating this report. Not all strategies are appropriate at all times. Past performance is not necessarily a guide to future performance. The price, value of and income from any of the financial instruments mentioned in this report can fall as well as rise and you may make losses if you invest in them. Independent advice should be sought. In any case, investors are invited to make their own independent decision as to whether a financial instrument or whether investment in the financial instruments described herein is proper, suitable or appropriate based on their own judgement and upon the advice of any relevant advisors they have consulted. Crédit Agricole CIB has not taken any steps to ensure that any financial instruments referred to in this report are suitable for any investor. Crédit Agricole CIB will not treat recipients of this report as its customers by virtue of their receiving this report.

Crédit Agricole CIB, its directors, officers and employees may effect transactions (whether long or short) in the financial instruments described herein for their own accounts or for the account of others, may have positions relating to other financial instruments of the issuer thereof, or any of its affiliates, or may perform or seek to perform securities, investment banking or other services for such issuer or its affiliates. Crédit Agricole CIB may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. Crédit Agricole CIB is under no obligation to ensure that such other reports are brought to the attention of any recipient of this report. Crédit Agricole CIB has established a “Policy for Managing Conflicts of Interest in relation to Investment Research” which is available upon request. A summary of this Policy is published on the Crédit Agricole CIB website: <http://www.ca-cib.com/group-overview/the-markets-in-financial-instruments-directive-mifid.htm>. This Policy applies to its investment research activity.

None of the material, nor its content, nor any copy of it, may be altered in any way, transmitted to, copied or distributed to any other party without the prior express written permission of Crédit Agricole CIB. To the extent permitted by applicable securities laws and regulations, Crédit Agricole CIB accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this document or its contents.

France: Crédit Agricole Corporate and Investment Bank is authorised by the Autorité de Contrôle Prudentiel (“ACP”) and supervised by the ACP and the Autorité des Marchés Financiers (“AMF”). United Kingdom: Approved and/or distributed by Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, London branch. Crédit Agricole Corporate and Investment Bank is authorised by the ACP and supervised by the ACP and the AMF in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority. Details about the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request. United States of America: This research report is distributed solely to persons who qualify as “Major U.S. Institutional Investors” as defined in Rule 15a-6 under the Securities and Exchange Act of 1934 and who deal with Crédit Agricole Corporate and Investment Bank. Recipients of this research in the United States wishing to effect a transaction in any security mentioned herein should do so by contacting Crédit Agricole Securities (USA), Inc. (a broker-dealer registered with the Securities and Exchange Commission). The delivery of this research report to any person in the United States shall not be deemed a recommendation of Crédit Agricole Securities (USA), Inc. to effect any transactions in the securities discussed herein or an endorsement of any opinion expressed herein. Italy: This research report can only be distributed to, and circulated among, professional investors (operatori qualificati), as defined by the relevant Italian securities legislation. Spain: Distributed by Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Madrid branch and may only be distributed to institutional investors (as defined in article 7.1 of Royal Decree 291/1992 on Issues and Public Offers of Securities) and cannot be distributed to other investors that do not fall within the category of institutional investors. Hong Kong: Distributed by Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Hong Kong branch. This research report can only be distributed to professional investors within the meaning of the Securities and Futures Ordinance (Cap.571) and any rule made there under. Japan: Distributed by Crédit Agricole Securities Asia B.V. which is registered for securities business in Japan pursuant to the Law Concerning Foreign Securities Firms (Law n°5 of 1971, as amended), and is not intended, and should not be considered, as an offer, invitation, solicitation or recommendation to buy or sell any of the financial instruments described herein. This report is not intended, and should not be considered, as advice on investments in securities which is subject to the Securities Investment Advisory Business Law (Law n°74 of 1986, as amended). Luxembourg: Distributed by Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Luxembourg branch. It is only intended for circulation and/or distribution to institutional investors and investments mentioned in this report will not be available to the public but only to institutional investors. Singapore: Distributed by Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Singapore branch. It is not intended for distribution to any persons other than accredited investors, as defined in the Securities and Futures Act (Chapter 289 of Singapore), and persons whose business involves the acquisition or disposal of, or the holding of capital markets products (as defined in the Securities and Futures Act (Chapter 289 of Singapore)). Switzerland: Distributed by Crédit Agricole (Suisse) S.A. This report is not subject to the SBA Directive of January 24, 2003 as they are produced by a non-Swiss entity. Germany: Distributed by Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Frankfurt branch and may only be distributed to institutional investors. Australia: Distributed to wholesale investors only. This research, and any access to it, is intended only for “wholesale clients” within the meaning of the Australian Corporations Act.

THE DISTRIBUTION OF THIS DOCUMENT IN OTHER JURISDICTIONS MAY BE RESTRICTED BY LAW, AND PERSONS INTO WHOSE POSSESSION THIS DOCUMENT COMES SHOULD INFORM THEMSELVES ABOUT, AND OBSERVE, ANY SUCH RESTRICTIONS. BY ACCEPTING THIS REPORT YOU AGREE TO BE BOUND BY THE FOREGOING.