



ГАЗПРОМБАНК

Таргетирование инфляции сегодня

Павел Пикулев

декабрь 2010 г.

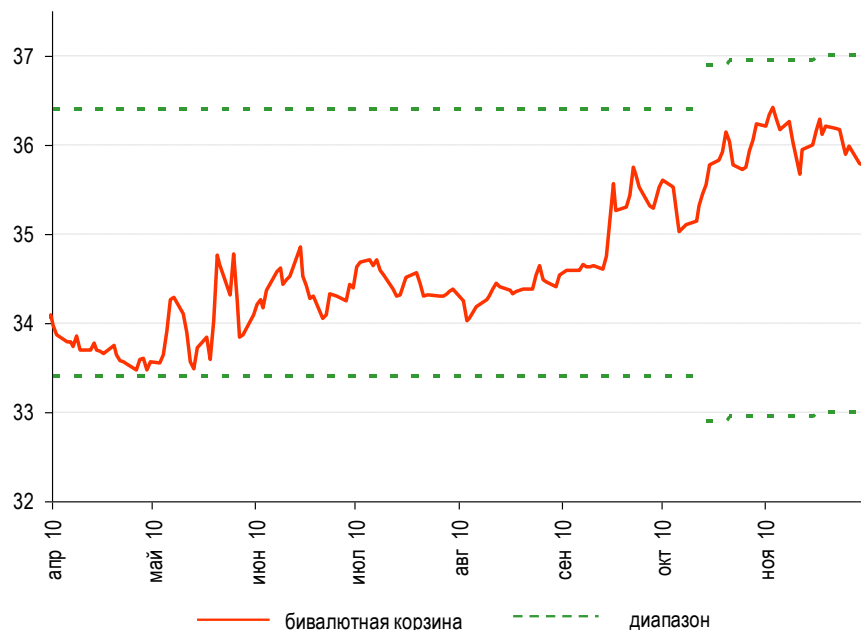


ЦБ и курс рубля: так ли все, как кажется?



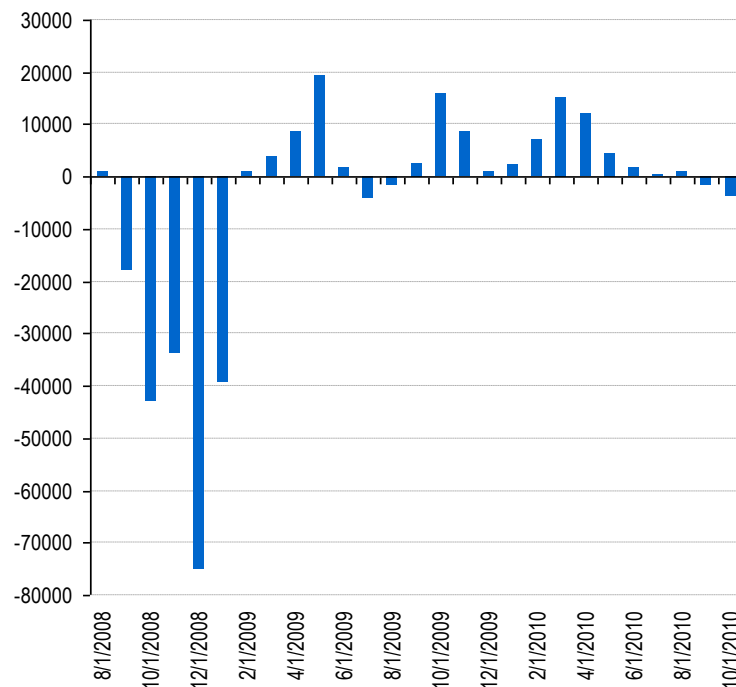
ЦБ демонстрирует решительность

Бивалютная корзина гибче (руб./Bkt)



Источник: Bloomberg, ЦБР, Газпромбанк

Интервенций меньше (млн долл.)



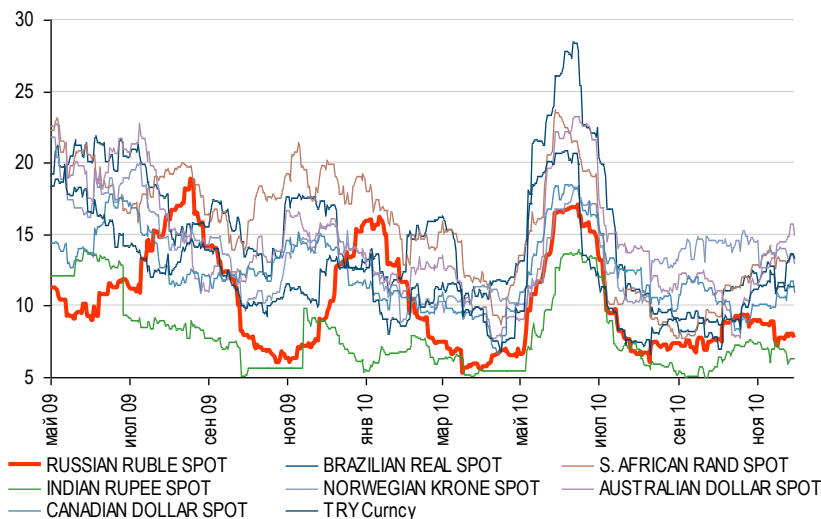
Источник: Bloomberg, ЦБР, Газпромбанк

- На первый взгляд, ЦБ делает серьезные шаги к более гибкому курсу рубля и инфляционному таргетированию (ИТ). Публичные заявления – все агрессивней
- Переход к ИТ будет иметь самые серьезные последствия для денежного рынка и рынка облигаций



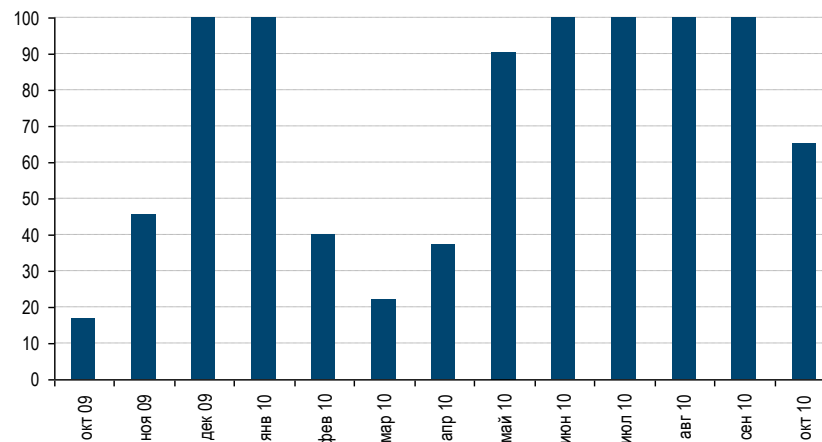
Однако насколько все это серьезно?

Волатильность рубля остается относительно невысокой (%)



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Доля целевых интервенций в их общем объеме высока (%)



Источник: ЦБР, Газпромбанк

- Рубль не демонстрирует заметного роста волатильности, вместо этого он номинально ослабляется
- Волонтаристские «целевые» интервенции доминируют в их общем объеме. Механизм принятия решений об объеме целевых интервенций непрозрачен. Сегодня ЦБ декларирует уровень в 4–6 млрд. долл. в месяц. А сколько будет завтра?
- Целевые интервенции оставляют высокую степень контроля ЦБ за валютным рынком, но превращают его политику на FX в аналог «черного ящика». Можно заподозрить, что ЦБ проводит политику «слабого рубля».
- Как изменится объем целевых интервенций при экстремальных движениях цен на нефть и капитала? Не превратится ли явный *currency peg* в тайный?



Сценарии дальнейших действий ЦБ

Сценарий 1: все как заявлено

- ЦБ продолжает уходить с валютного рынка
- Волатильность валютного курса растет
- Волатильность эмиссии первичных денег падает, роль процентных ставок растет
- ЦБ серьезно повышает процентные ставки для обуздания инфляции
- Рост доходности на рынке облигаций и кредитов и укрепление курса рубля
- Много недовольных в реальном секторе, политическое давление
- Такой сценарий маловероятен

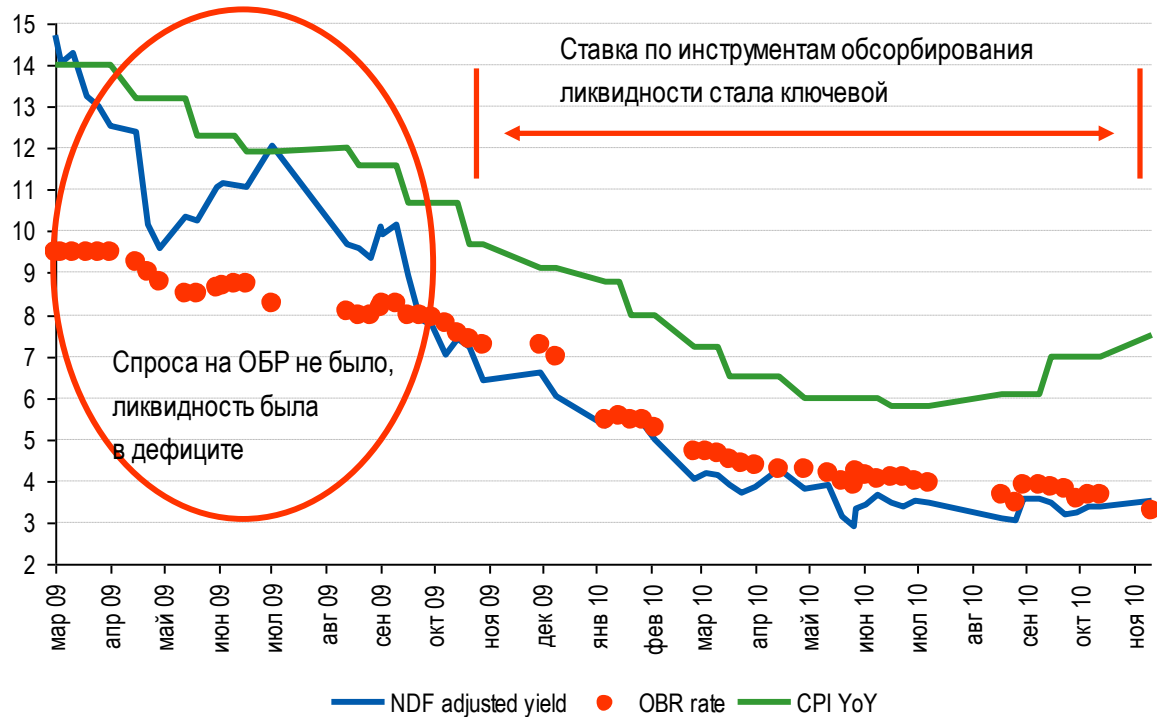
Сценарий 2: все не как заявлено

- ЦБ продолжает демонстрировать гибкость курсообразования в условиях, когда валютный рынок сбалансирован сам по себе в силу внешних обстоятельств
- ЦБ будет проявлять гибкость курсообразования и позволять рублю ослабляться, когда внешние обстоятельства тому способствуют
- ЦБ резко увеличит объем целевых интервенций в случае, если внешние обстоятельства будут подталкивать курс рубля к сильному укреплению
- Объем интервенций в целом останется высоким, контроль за процентными ставками – низким
- Такая гибкость курса рубля не приведет к лучшему контролю за инфляцией
- Для рынка рублевых облигаций все останется по-прежнему, как было в 2005 – 2010 гг.
- Такой сценарий очень вероятен



Сценарий компромиссный: самый вероятный

Доходность ОБР и NDF (%): очень модифицированное инфляционное таргетирование



Источник: Bloomberg, ЦБР, Газпромбанк

- Объем интервенций и вмешательство в валютный рынок снижается
- Роль процентных ставок растет, но ЦБ в первую очередь таргетирует с их помощью валютный курс, а уж потом – инфляцию
- ЦБ динамично меняет ставки в зависимости от состояния торгового баланса и счета капитала, но ставки остаются в целом заниженными из-за заботы о курсе рубля
- ДКП и рынок рублевых облигаций остаются сильно зависимыми от внешнеэкономической конъюнктуры, но в среднем уровень доходности остается близок к текущим



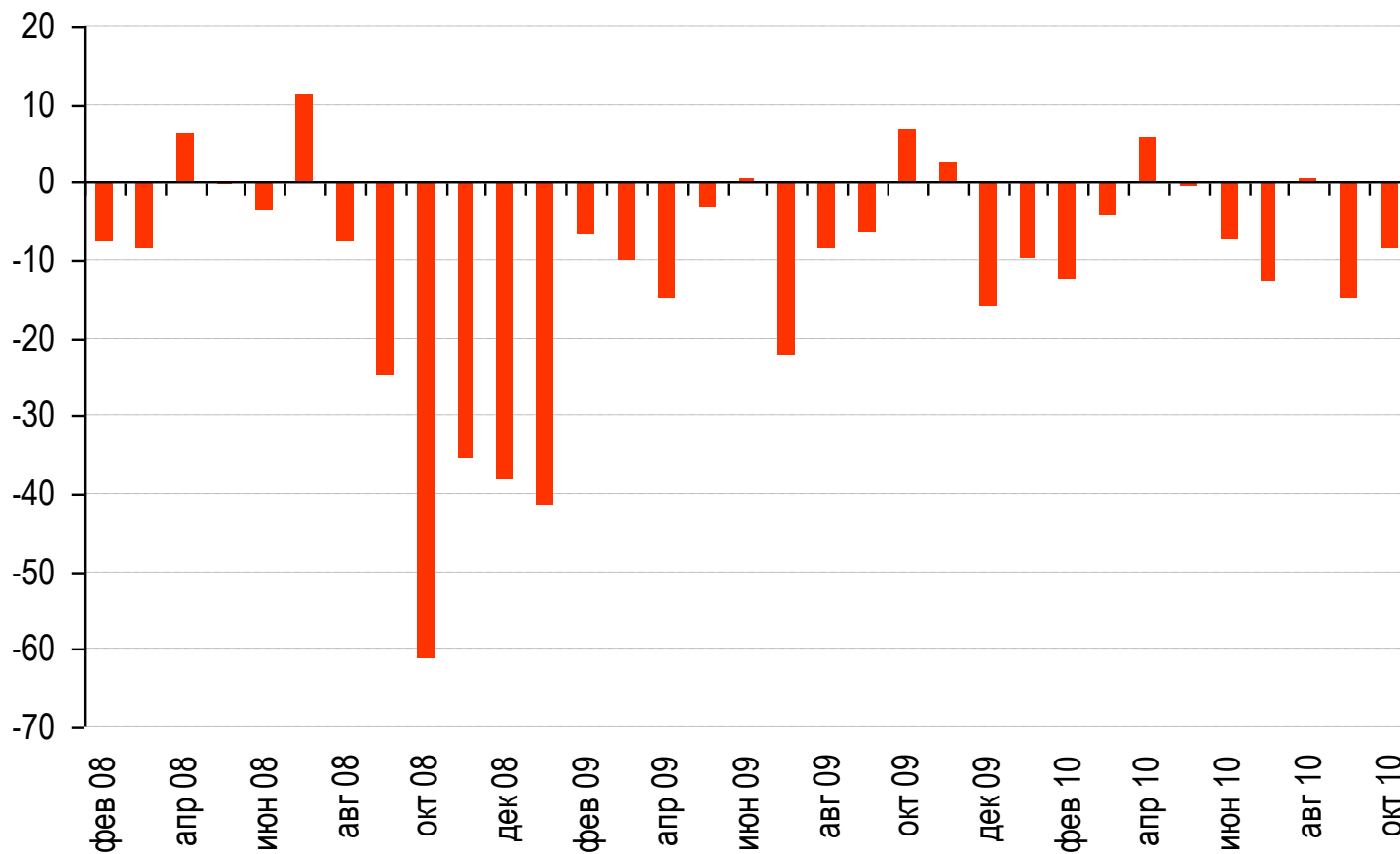
Загадка счета капитала



График для размышления

Динамика прокси-капитала (млрд долл. в месяц)

= Δ ЗВР (с коррекцией на вал. переоценку) **минус** ежемесячное сальдо торгового баланса



Источник: Bloomberg, ЦБР, Газпромбанк



То же в глобальном контексте

Среднемесячные показатели торгового баланса и прокси-капитала за 12 месяцев для ряда развивающихся рынков, по состоянию на конец ноября 2010 г.*

A	B		C		D		E	F
Страна	Среднемесячный торговый баланс (Прокси-текущий счет)		Среднемесячное изменение ЗВР (млрд долл.)		Прокси-капитал (млрд долл.) (С-В)		Годовой ВВП млрд долл.)	Изменение курса нац. валюты к долл. за 12 мес. (%)
	млрд долл.	% к среднемесячному ВВП	млрд долл.	% к среднемесячному ВВП	млрд долл.	% к среднемесячному ВВП		
Бразилия	1,45	1,11	3,96	3,02	2,50	1,91	1 572	2,36
Россия	12,50	12,19	5,23	5,10	-7,26	-7,08	1 231	-7,56
Индия	-10,65	-9,75	0,19	0,18	10,84	9,93	1 310	1,35
Китай	15,24	3,67	31,28	7,53	16,04	3,86	4 985	2,34
Тайланд	1,12	5,09	2,85	12,97	1,73	7,89	264	9,09
Мексика	-0,23	-0,31	2,57	3,53	2,80	3,84	875	3,99
Турция	-5,24	-10,19	0,63	1,22	5,87	11,41	617	1,50
ЮАР	-0,07	-0,30	0,28	1,17	0,35	1,47	286	4,47
Украина	-0,59	-6,24	0,69	7,28	1,28	13,52	114	0,41
Ю. Корея	3,59	5,17	1,61	2,32	-1,98	-2,85	833	0,31
Среднее	1,71	0,04	4,93	4,43	3,22	4,39	1 209	1,83

*данные не скорректированы на валютную переоценку

Источник: Bloomberg, ЦБР, Газпромбанк

- Валюты ЕМ укрепляются вне зависимости от состояния торгового баланса
- Рубль единственный слабеет, а Россия – практически единственный развивающийся рынок, страдающий от оттока капитала



Что бы это значило?

Россия не популярна среди россиян

- Отток капитала, по мнению ЦБ, объясняется ростом иностранных активов нефинансового сектора
- Что это за «нефинансовый сектор»?
- Каковы его мотивы?
- Имеет ли ЦБ возможность что-то здесь изменить или это общая проблема инвестиционного климата и *corporate governance*?
- Отток капитала – экзогенный (?) по отношению к денежно-кредитной политике ЦБ

Россия не популярна среди иностранцев

- Стена денег идет мимо России
- России нечего предложить иностранным инвесторам. Раньше была идея про большие резервы, профицитный бюджет и безопасную гавань. После кризиса 2008 года, когда Россия пострадала сильнее многих ЕМ, эту историю стало трудно «продать» инвесторам
- Азия – новая горячая тема, Россия не в моде
- Россия – *directional trade*, а не *relative value*
- Россия продолжает отставать от других ЕМ
- Ситуация может измениться с ростом цен на нефть до 100 долл. за барр. и выше



Шанс для ЦБ



Отток капитала развязывает ЦБ руки...

Среднемесячные показатели инфляции и процентных ставок ряда развивающихся стран

A Страна	B Средний CPI YoY (%)	C Средняя ставка МБК 3 мес (Прокси факт. Policy rate; %)	D Средняя реальная ставка МБК (%) (C-B)	E Прокси-капитал (млрд долл.)		F Изменение курса нац. валюты к долл. за 12 мес. (%)
				млрд долл.	% к среднемесячному ВВП	
Индия	13,00	6,14	-6,87	10,84	9,93	1,35
Украина	10,03	7,85	-2,17	1,28	13,52	0,41
Турция	8,59	7,23	-1,36	5,87	11,41	1,50
Россия	6,96	4,57	-2,39	-7,26	-7,08	-7,56
Бразилия	4,79	10,01	5,23	2,50	1,91	2,36
ЮАР	4,71	6,54	1,84	0,35	1,47	4,47
Мексика	4,05	5,00	0,95	2,80	3,84	3,99
Тайланд	3,32	1,57	-1,75	1,73	7,89	9,09
Ю. Корея	2,92	2,69	-0,23	-1,98	-2,85	0,31
Китай	2,73	2,33	-0,39	16,04	3,86	2,34
Среднее	6,11	5,39	-0,71	3,22	4,39	1,83

Источник: Bloomberg, Газпромбанк

- Реальные ставки на уровне минус 1 п. п. поддерживают только страны, подвергающиеся существенному притоку капиталу (синяя и серая зоны)
- Низкие российские процентные ставки выглядят аномалией на фоне мощного оттока капитала и ослабления рубля и снова заставляют заподозрить ЦБ в таргетировании рубля через ставки
- Соотношение российской инфляции и текущего оттока капитала требует трехмесячных ставок денежного рынка на уровне **7–10%** (страны «кирпичной» зоны). Для достижения верхней границы этого диапазона, вероятно, потребуется введение ограничений на движение капитала



...Но насколько ЦБ готов к непопулярным мерам?

ЦБ может повысить ставки по депозитам о/п и прямому РЕПО на 2,5 п. п. – до 5% и 7,5% соответственно

- По нашим оценкам, для того чтобы российские ставки денежного рынка смотрелись адекватно с учетом нашего состояния счета капитала и инфляции на фоне других ЕМ, ЦБ необходимо повысить свои ключевые ставки по депозитам о/п и прямому репо минимум на 2,5 п. п.
- Повышение ставок в таких пределах вполне возможно в 2011 году даже при нынешнем режиме валютного курса и свободном счете капитала
- Дальнейшее повышение процентных ставок было бы оправданно с точки зрения борьбы с инфляцией, однако для его осуществления потребовалось бы вводить ограничения на приток капитала по бразильскому варианту и/или совсем уходить с валютного рынка

Что может помешать повышению ставок?

- Политическая необходимость: в выступлениях представителей ЦБ, Минфина и МЭР явно прослеживается примат стимулирования краткосрочного экономического роста в ущерб целям долгосрочной экономической стабильности и борьбы с инфляцией
- Политическая необходимость: более высокие ставки вероятно прервут нынешнее ослабление курса рубля, что, возможно, идет в разрез с интересами крупного бизнеса и бюджета
- Политическая необходимость: ухудшение конъюнктуры долгового рынка затруднит и сделает более дорогими заимствования Минфина и первого эшелона на внутреннем рынке
- Риск дальнейшего роста цен на нефть, который может повысить привлекательность российского рубля в глазах иностранных инвесторов, что сузит «безопасное окно» повышения ставок ЦБ



Если завтра повышение ставок ЦБ?

Повышение ставок ЦБ на 2,5 п.п. означало бы...

- Рост ставок на рынке МБК о/п до 5–6%
- Рост краткосрочных NDF (до года) до 5–6%
- Рост ставок краткосрочных ОФЗ (1–1,5 года) до 6,50–7,0%
- Рост среднесрочных и долгосрочных ставок ОФЗ до 7,50–8,5% в среднем
- Более плоскую форму кривых доходности
- Расширение спредов к ОФЗ по первому эшелону корпоративных облигаций до 100–150 б. п. Возможно более, если корпорации продолжают агрессивно занимать



Таргетирование инфляции сегодня – сценарий последний, самый смелый

Отток капитала создал уникальные возможности...

- Таргетирование курса через процентные ставки не является выигрышной стратегией в долгосрочной перспективе. В таргетировании инфляции ключевым является именно контроль за инфляцией: плавающий курс и контроль за ставками – это средства для решения этой задачи, а не самоцель. Подмена понятий и имитация внешних признаков ИТ недопустимы
- Снижение инфляции необходимо для: создания сбережений и долгосрочной ресурсной базы, стабильности и развития финансового сектора, снижения зависимости от внешних займов, повышения устойчивости российской экономики к внешним шокам, перехода от нефте-потребительской к инвестиционной модели экономического роста
- Нынешняя слабость курса рубля и отток капитала создают уникальную возможность перехода к плавающему курсу рубля и инфляционному таргетированию прямо сейчас, хотя этот шаг сулит определенный шок для экономики в виде удорожания денег при выводе процентных ставок в реальную положительную зону
- Возможно потребуются ограничения на движения капитала и внешние займы для снижения волатильности валютного курса.

... однако есть ли воля ими воспользоваться?



Спасибо за внимание!

Данная презентация подготовлена аналитиком «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в презентации. Представленные в презентации мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитика относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данную презентацию или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данной презентации, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Презентация не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Автор не берет на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этой презентации информации.

Информация, содержащаяся в данной презентации не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящей презентации.