

Процентные ставки: Курс на понижение

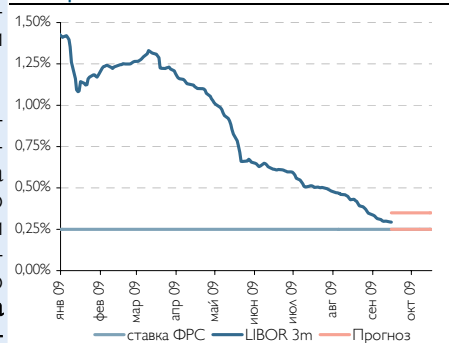


- ▶ В августе – начале сентября ситуация на российском денежном рынке оставалась стабильно позитивной. Этому способствовало дальнейшее ослабление монетарной политики Банком России: снижение ключевых ставок и предоставление ликвидности банкам в достаточном объеме. Стоимость заимствования на межбанковском рынке находилась в узком диапазоне 11,0-11,5% (уровень трехмесячной индикативной ставки MOSPRIME) и имела умеренную тенденцию к понижению.
- ▶ Мы полагаем, что в сентябре – октябре ситуация на денежном рынке останется стабильной. Этому будет способствовать ожидаемое дальнейшее понижение ставок на 25 б.п. в сентябре – начале октября и сохранение у банков доступа к инструментам рефинансирования ЦБ РФ. **Наиболее вероятным диапазоном изменения трехмесячной индикативной ставки MOSPRIME в перспективе ближайшего месяца является 10,5-11,0%.**
- ▶ В августе – начале сентября ситуация на денежных рынках США и Европы оставалась благоприятной, и стоимость заимствования на межбанковском рынке несколько снизилась. Мы полагаем, что это было связано с продолжением прямой накачки финансовой системы ликвидностью центральными банками развитых стран.
- ▶ Ключевым фактором влияния на денежные рынки в развитых странах остаются программы «количественного смягчения», в рамках которых центральные банки увеличивают объем денежного предложения путем выкупа активов с рынка. Мероприятия в рамках этой политики продолжатся еще по меньшей мере в течение октября, что обусловит сохранение стабильности на денежных рынках в этот период, хотя потенциал снижения соответствующих ставок отсутствует, поскольку они и так находятся на рекордно низких уровнях. **Мы полагаем, что в июле – августе трехмесячная ставка LIBOR в долларах США будет находиться на стабильных уровнях в интервале 0,25-0,35%, в евро – в диапазоне 0,5-0,8%.**

Содержание:

- ▶ **Российский денежный рынок** 2
 - ▶ Текущая ситуация 2
 - ▶ Прогноз межбанковских ставок 3
- ▶ **Мировые денежные рынки** 4
 - ▶ Текущая ситуация 4
 - ▶ Прогноз межбанковских ставок 4
- ▶ **Календарь основных событий** 5
- ▶ **Ключевые индикаторы состояния ликвидности** 6

Прогноз уровня трехмесячной ставки LIBOR в долларах США



Источник: Bloomberg, прогнозы Газпромбанка

Основные индикаторы состояния ликвидности

Зарубежные рынки

LIBOR	15.09.2009	Изм. за месяц	Изм. к началу года
USD o/n	0,22%	▼ -1,50 б.п.	▲ 8,38 б.п.
USD 3m	0,29%	▼ -13,60 б.п.	▼ -113,16 б.п.
EUR o/n	0,28%	▲ 0,31 б.п.	▼ -193,25 б.п.
EUR 3m	0,72%	▼ -11,13 б.п.	▼ -217,31 б.п.
GBP o/n	0,50%	▼ -3,00 б.п.	▼ -155,63 б.п.
GBP 3m	0,61%	▼ -15,81 б.п.	▼ -215,94 б.п.

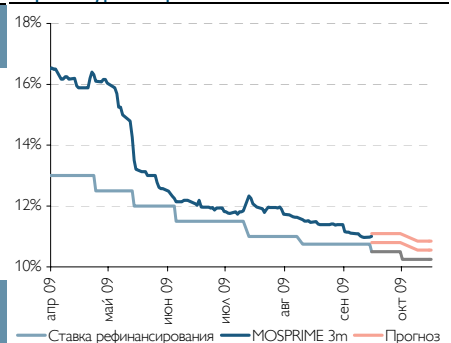
Российский рынок

	15.09.2009	Изм. за месяц	Изм. к началу года
MIBOR o/n	8,50%	▲ 120 б.п.	▼ -473 б.п.
MIBOR 3m	12,99%	▼ -67 б.п.	▼ -875 б.п.
MOSPRIME o/n	9,00%	▲ 275 б.п.	▲ 180 б.п.
MOSPRIME 3m	11,01%	▼ -45 б.п.	▼ -1079 б.п.
MIACR o/n	8,11%	▲ 200 б.п.	▼ -1026 б.п.
MIACR 3m	11,96%	▼ -104 б.п.	▼ -304 б.п.

Прогноз уровня трехмесячной ставки MOSPRIME

Базовые ставки	15.09.2009	Изм. за месяц	Изм. к началу года
ФРС	0,25%	0,00 б.п.	0,00 б.п.
ЕЦБ	1,00%	0,00 б.п.	▼ -150,00 б.п.
Банк Англии	0,50%	0,00 б.п.	▼ -150,00 б.п.

Ставки ЦБ	15.09.2009	Изм. за месяц	Изм. к началу года
Ставка рефинансирования	10,50%	▼ -25 б.п.	▼ -250 б.п.
Средневзвешенная ставка РЕПО	8,14%	▼ -5 б.п.	▼ -109 б.п.



Источник: Bloomberg, прогнозы Газпромбанка

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

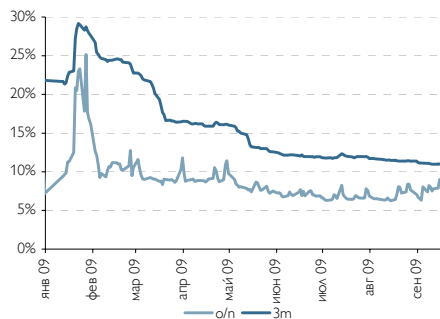
Источник: Bloomberg, Банк России, расчеты Газпромбанка



Российский денежный рынок

▶ Текущая ситуация

Динамика индикативных ставок межбанковского рынка (MOSPRIME)



Источник: Bloomberg

В августе – начале сентября ситуация на российском денежном рынке оставалась стабильной. Ставки межбанковского рынка двигались в узком диапазоне 11,0-11,5% (уровень трехмесячной индикативной ставки MOSPRIME) и имели умеренную тенденцию к понижению. Этому способствовал ряд факторов, позитивно сказавшихся на стоимости заимствования:

▶ Понижение ключевых ставок ЦБ РФ

С начала августа ЦБ дважды на 25 б.п. понижал уровень ключевых ставок. От действий в апреле – июне эти действия отличаются большей осторожностью: в этот период снижения осуществлялись шагами по 50 б.п. В результате, с 15 сентября ставка рефинансирования составляет 10,5%.

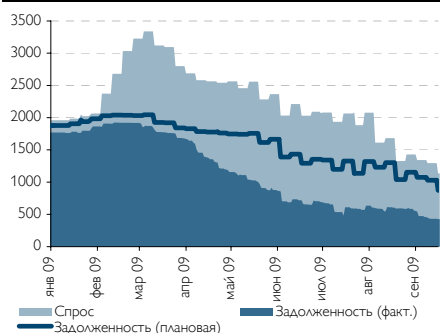
Ослабление монетарной политики ЦБ способствует улучшению ситуации на денежном рынке, поскольку понижает уровень сопротивляемости ставок к понижению. Хотя само решение существенного воздействия на стоимость заимствования на межбанковском рынке не оказало, поскольку было ожидаемо, но ставки снижались в его преддверии. В результате спред трехмесячной ставки MOSPRIME к базовой постепенно снижался в ожидании действий ЦБ по ослаблению монетарной политики, а после объявления о фактическом решении восстановился до «нормальной» величины в 50 б.п. Мы полагаем, что данная величина спреда останется характерной для российского денежного рынка, а ее существенное снижение представляется маловероятным.

▶ Беззалоговое кредитование со стороны ЦБ

В данном направлении наблюдается ряд смешанных тенденций:

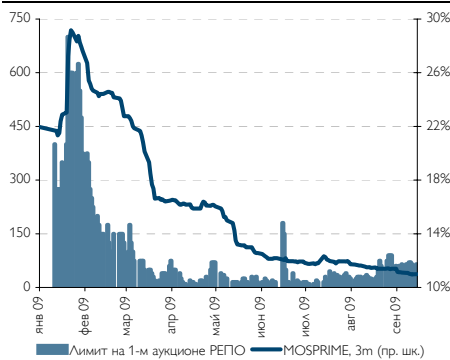
- ▶ С одной стороны, объем заявок на аукционах периодически превышает максимальное предложение средств ЦБ (преимущественно в рамках размещений краткосрочных средств – до 35 дней). Однако это во многом обусловлено необходимостью рефинансирования предыдущих займов. Тем не менее, условия предоставления средств остаются невыгодными для банков (ставки отсечения заявок на аукционах Минфина регулярно превышают стоимость заимствования на межбанковском рынке на сопоставимый срок). Вероятно, ЦБ таким образом пытается ограничивать спрос на предоставляемые средства.
- ▶ С другой стороны, совокупный объем задолженности банков перед ЦБ по беззалоговым аукционам продолжает снижаться. При этом сокращения лимитов предложения на протяжении последних нескольких месяцев не наблюдалось, а в отдельных случаях Банк России идет навстречу рынку и оперативно расширяет лимит даже внутри дня.

Основные показатели предоставления средств через беззалоговые аукционы ЦБ, млрд руб.



Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

Максимальный объем средств, предоставляемых через аукционы однодневного РЕПО Банком России, млрд руб.



Источник: Reuters

▶ Операции прямого РЕПО с ЦБ

Объем операций прямого РЕПО на протяжении последних полутора месяцев оставался достаточно стабильным: средневзвешенный размер предоставляемых средств составил 52,0 млрд руб., при этом в отдельные дни предложение достигало 90,0 млрд. Спрос на данный инструмент ЦБ оставался стабильно высоким: в среднем было востребовано 85,0% предложенных средств.

▶ Возобновление аукционов Минфина

В августе – сентябре Минфин продолжил размещать временно свободные средства федерального бюджета на депозитах в коммерческих банках. Это также повысило объем ликвидности в финансовой системе, хотя власти при проведении подобных аукционов могут преследовать смежные цели (а именно, получение дополнительных доходов в бюджет). За полтора месяца состоялось 3 аукциона, на которых банкам в совокупности было предложено 325 млрд руб., однако только половина суммы оказалась востребованной, что свидетельствует об отсутствии у банков необходимости привлечения средств по сравнительно высоким ставкам.

Отметим, что объем депозитов банков в ЦБ сократился за месяц почти в 3 раза (с середины июля – почти в 5 раз). Тем не менее, сокращение баланса на счетах в Банке России может свидетельствовать не об обострении дефицита ликвидности, а о росте объемов кредитования реального сектора со стороны российских финансовых институтов.



► Прогноз межбанковских ставок в российских рублях (MOSPRIME)

Мы полагаем, что в сентябре – октябре ситуация на денежном рынке останется стабильной. Этому будет способствовать проведение стимулирующей денежно-кредитной политики со стороны ЦБ.

Представители органов регулирования в своих заявлениях допускали возможность снижения ставки рефинансирования до 9,75-10,0% к концу 2009 г. Однако на наш взгляд поводов для агрессивных шагов не наблюдается, и каждый раз снижение не будет превышать 25 б.п. В течение ближайшего месяца ставки могут быть снижены на 25 б.п. до 10,25% в случае сохранения наметившихся тенденций:

► Замедление инфляции

Темпы роста цен в августе замедлились до 11,6% г/г (ИПЦ) с 12,0% г/г месяцем ранее. Сезонные факторы и сокращение потребительского спроса оказывают сдержанное воздействие на цены, и мы допускаем замедление темпов инфляции в сентябре до уровня 11,0-11,2%. Цены производителей также продолжают снижаться в годовом выражении, позволяя Банку России продолжить осуществление стимулирующей монетарной политики без риска ускорить инфляционные процессы.

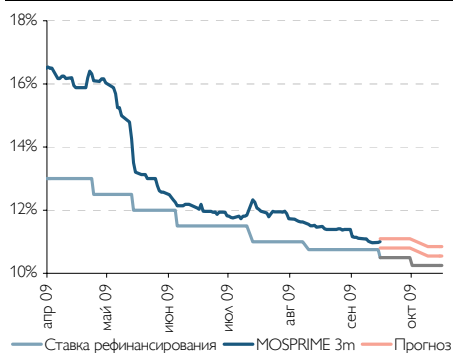
► Снижение девальвационных ожиданий

Снижение девальвационных ожиданий и укрепление рубля по отношению к корзине валют (на 1,1% с начала августа) также «развязывает руки» Банку России в отношении политики процентных ставок. Представители органов денежно-кредитного регулирования не раз отмечали, что чрезмерного укрепления валюты они не допустят, и уменьшение спекулятивной привлекательности рубля через понижение ставок – один из действенных механизмов для достижения данной цели.

Основная причина состоит в том, что укрепление рубля невыгодно ни экспортным, ни промышленным предприятиям (поскольку понижает конкурентоспособность их продукции или негативно влияет на финансовые результаты), ни правительству (поскольку не способствует сокращению дефицита бюджета, значительную часть доходов которого составляют экспортные доходы).

Несмотря на складывающуюся общую нисходящую динамику ставок на денежном рынке, достижение уровней ниже ставки рефинансирования ЦБ маловероятно: спред между ними, с нашей точки зрения, в сентябре – октябре составит порядка 30-60 б.п. Таким образом, **наиболее вероятным диапазоном изменения трехмесячной индикативной ставки MOSPRIME в перспективе ближайшего месяца является 10,5-11,0%.**

Прогноз уровня трехмесячной ставки MOSPRIME



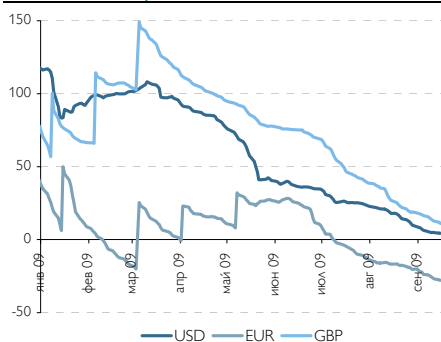
Источник: Bloomberg, прогнозы Газпромбанка



Мировые денежные рынки

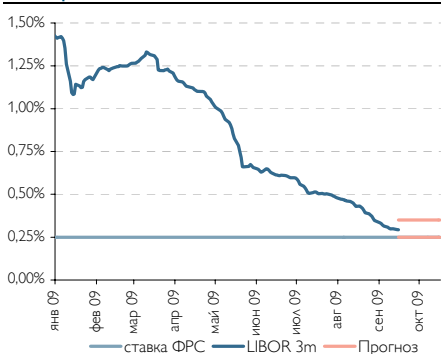
▸ Текущая ситуация

Динамика спредов трехмесячных ставок LIBOR к базовым в соответствующих валютах, б.п.



Источник: Bloomberg, расчеты ГПБ

Прогноз уровня трехмесячной ставки LIBOR в долларах США



Источник: Bloomberg, прогнозы ГПБ

В августе – начале сентября ситуация на денежных рынках США и Европы оставалась благоприятной, что выразилось в сокращении уровня стоимости заимствования на межбанковском рынке. Так, трехмесячный LIBOR в долларах опустился до 0,3% (-20 б.п. с начала августа), а годовые ставки снизились с 1,5% в начале августа до 1,25% к середине сентября. Динамика ставок в евро была менее резкой (стоимость заимствования на 3 месяца сократилась на 15 б.п. до 0,72%).

Спреды между трехмесячными ставками LIBOR и базовыми в долларах США и фунтах стерлингов приблизились к нулю, в то время как аналогичный индикатор в евро вообще стал отрицательным. Тем не менее, это отчасти обусловлено тем, что ставка ЕЦБ (1,0%) является самой высокой среди развитых государств, в то время как рыночная стоимость заимствования подвержена общим понижающим трендам на фоне ослабления проблем с ликвидностью в мире.

▸ Прогноз межбанковских ставок (LIBOR) в долларах и евро

Ключевым фактором влияния на денежные рынки в развитых странах остаются программы «количественного смягчения», в рамках которых центральные банки увеличивают объем денежного предложения, направляя его на выкуп у банков активов с баланса. Тем не менее, потенциал дальнейшего понижения ставок существенно ограничен, поскольку они и так находятся на рекордно низких уровнях, их чувствительность к увеличению денежного предложения заметно ослабла.

Более того, согласно заявлениям представителей органов денежно-кредитного регулирования США, рецессия завершилась во втором квартале, и экономика в настоящий момент демонстрирует признаки оживления. Это может свидетельствовать о намерении властей постепенно отказаться от осуществления объявленных ранее мер по поддержке финансовой системы. Тем не менее, в рамках встречи министров финансов стран «Большой двадцатки», состоявшегося в начале сентября, была достигнута договоренность не сокращать объемы стимулирующих пакетов до начала стабильного восстановления экономической активности. В этой связи мы полагаем, что монетарные власти не допустят негативных шоков на денежных рынках, по крайней мере в перспективе ближайших нескольких месяцев.

Мы полагаем, что в июле – августе трехмесячная ставка LIBOR в долларах США будет находиться на стабильных уровнях в интервале 0,25-0,35%, в евро – в диапазоне 0,5-0,8%.



Календарь основных событий

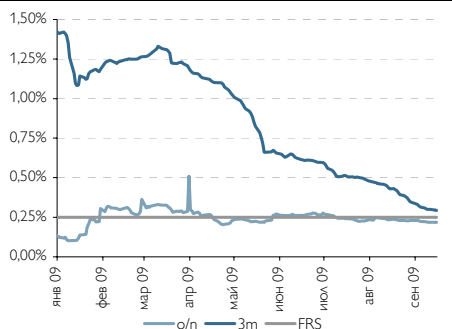
Дата	Регион	Событие/данные	Период	Прогноз
17.09.09	США	Объем начатого строительства, тыс. (в годовом эквиваленте)	август	596
	США	Число выданных разрешений на строительство, тыс. (в годовом эквиваленте)	август	581
18.09.09	еврозона	Сальдо счета текущих операций, млрд евро.	июль	
23.09.09	США	Двухдневное заседание ФРС по вопросам монетарной политики	24 сентября	
24.09.09	США	Объем продаж на вторичном рынке недвижимости, % м/м	август	1,60%
25.09.09	США	Объем заказов на товары длительного пользования, % м/м	август	0,10%
	США	Индекс уверенности потребителей (данные Университета Мичигана)	сентябрь	70
	США	Объем продаж на первичном рынке недвижимости, % м/м	август	0,50%
29.09.09	США	Индекс цен на недвижимость, % г/г (S&P/Case-Shiller)	июль	
30.09.09	еврозона	Темп роста ИПЦ*, % г/г	сентябрь	
	США	Сокращение числа рабочих мест (ADP), тыс.	сентябрь	
	США	Темп роста ВВП*, % кв./кв. (в годовом эквиваленте)	2 кв. 2009	
01.10.09	США	Число подписанных контрактов на приобретение жилой недвижимости, % г/г	август	
02.10.09	США	Сокращение числа рабочих мест, тыс.	сентябрь	
	США	Уровень безработицы, %	сентябрь	
	США	Объем заказов на промышленные товары, % м/м	август	
05.10.09	еврозона	Оборот розничной торговли, % г/г	август	
07.10.09	еврозона	Темп роста ВВП*, % г/г	2 кв. 2009	
08.10.09	Великобритания	Заседание Банка Англии по вопросам монетарной политики	8 октября	0,50%
	еврозона	Заседание ЕЦБ по вопросам монетарной политики	8 октября	
09.10.09	США	Сальдо торгового баланса, млрд долл.	август	
10.10.09	США	Дефицит федерального бюджета, млрд долл.	сентябрь	
14.10.09	еврозона	Объем промышленного производства, % г/г	август	
	США	Оборот розничной торговли, % м/м	сентябрь	
	США	Отчетность JP Morgan Chase	3 кв. 2009	
15.10.09	еврозона	Темп роста ИПЦ, % г/г	сентябрь	
	еврозона	Темп роста базового компонента ИПЦ, % г/г	сентябрь	
	США	Темп роста ИПЦ, % г/г	сентябрь	
	США	Темп роста базового компонента ИПЦ, % г/г	сентябрь	
	США	Отчетность Citigroup	3 кв. 2009	

*Предварительные данные

Источник: Bloomberg, ФРС, ЕЦБ

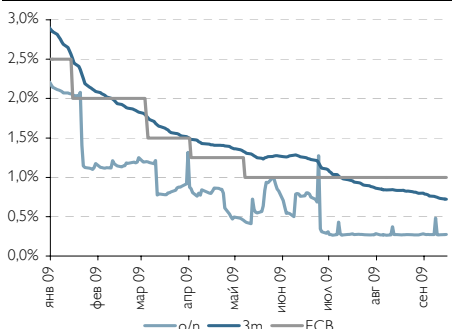
Ключевые индикаторы состояния ликвидности

LIBOR USD



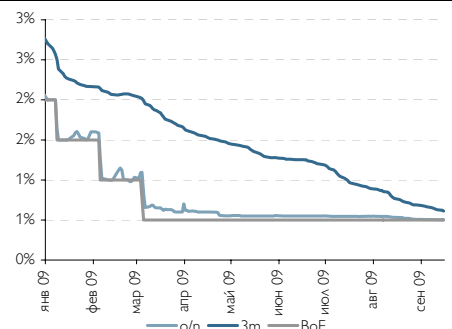
Источник: Bloomberg

EURIBOR



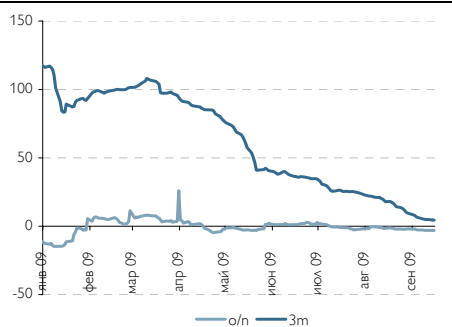
Источник: Bloomberg

LIBOR GBP



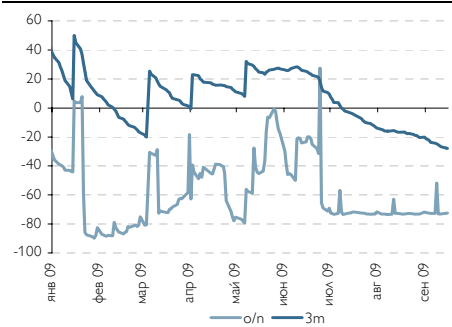
Источник: Bloomberg

Спреды LIBOR USD к ставке ФРС, б.п.



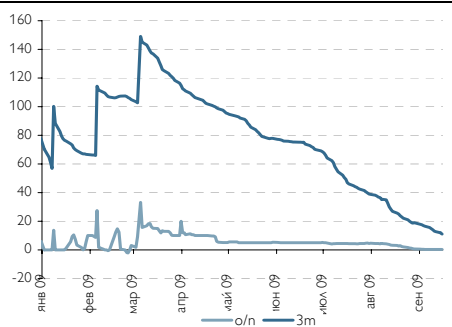
Источник: Bloomberg

Спреды EURIBOR к ставке ЕЦБ, б.п.



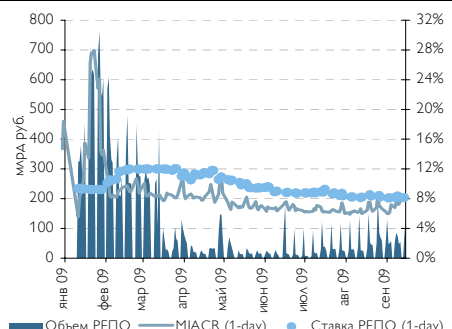
Источник: Bloomberg

Спреды LIBOR GBP к ставке Банка Англии, б.п.



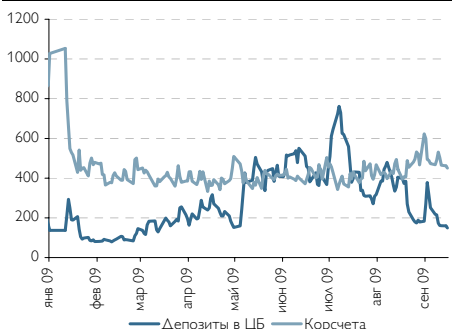
Источник: Bloomberg

Индикаторы операций Банка России по предоставлению ликвидности



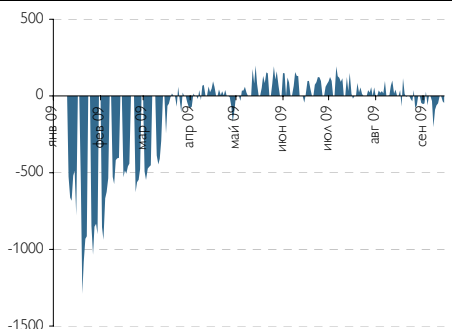
Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

Динамика остатков на депозитах банков в ЦБ и корсчетах, млрд руб.



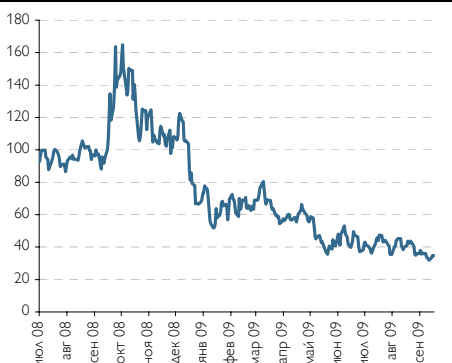
Источник: Банк России

Сальдо операций Банка России по предоставлению/абсорбированию ликвидности, млрд руб.



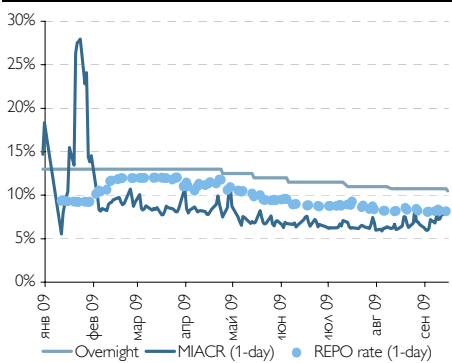
Источник: Банк России

Динамика спредов по процентным свопам в долл. США, б.п.



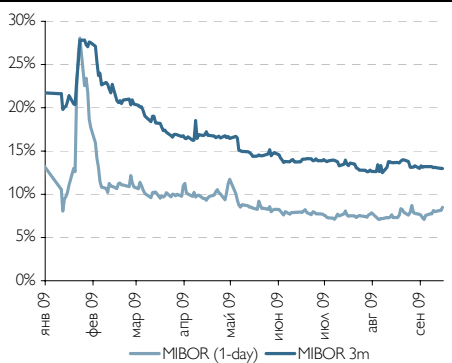
Источник: Bloomberg

Динамика ставок по операциям Банка России и однодневная ставка MIACR



Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

Динамика ставок на рынке межбанковского кредитования



Источник: Банк России

**Газпромбанк**117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)
Тел. +7 (495) 913 7474**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****Андрей Богданов**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44**Стратегия на фондовом и долговом рынках****Андрей Богданов**
Артем Архипов
Анна Богдюкевич+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Нефть и газ, электроэнергетика****Иван Хромущин**
Дмитрий Котляров+7 (495) 980 43 89
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 26
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru**Макроэкономика и банковский сектор****Артем Архипов**
Анна Богдюкевич+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Металлургия****Сергей Канин**+7 (495) 988 24 06
Sergei.Kanin@gazprombank.ru**Телекоммуникации и медиа****Андрей Богданов**
Анна Курбатова+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 85
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**+7 (495) 428 50 69
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**+7 (495) 428 49 33
Aleksei.Astapov@gazprombank.ru**Аналитика долгового рынка****Артем Архипов**
Яков Яковлев+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Tatiana.Kumosenko@gazprombank.ru**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru**Управление рынков заемного капитала****Игорь Ешков**Директор
+7 (495) 429 96 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж долговых инструментов****Андрей Миронов**
начальник управления+7 (495) 428 2366
Andrei.Mironov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка****Продажи****Константин Шашаров**
директор+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru**Трейдинг****Валерий Левит**
директор+7 (495) 988-24-11
Valeriy.Levit@gazprombank.ru**Продажи****Дмитрий Кузнецов**+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru**Евгений Терещенко**+7 (495) 988 24 10
Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru**Илья Ремизов**+7 (495) 983 1880
Ilya.Remizov@gazprombank.ru**Мария Братчикова**+7 (495) 988 24 03
Maria.Bratchikova@gazprombank.ru**Сергей Яблонский**+7 (495) 719 17 74
sy@gazprombank.ru**Управление рынков фондового капитала****Андрей Чичерин**+7 (495) 983 19 14
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru**Трейдинг****Александр Семенников**+7 (495) 988 2373
Alexander.Semennikov@gazprombank.ru**Управление биржевых интернет-операций****Андрей Блохин**+7 (495) 983 17 28
Andrey.Blokhin@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2009. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «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 отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков 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 данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет 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. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.