Максим Орешкин,
управляющий директор,
аналитический блок, департамент
инвестиционно-банковских услуг, РОСБАНК

От «плавной девальвации» к quantitative easing по-русски

В 2009 ГОДУ РЫНОК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ИСПЫТЫВАЛ ЗНАЧИТЕЛЬНЫЕ КОЛЕБАНИЯ: УРОВЕНЬ ДОХОДНОСТИ ИНДЕКСА IFX-CBONDS ИЗМЕНЯЛСЯ В ДИАПАЗОНЕ 9–25% ГОДОВЫХ. НЕ ПОСЛЕДНЮЮ РОЛЬ В ЭТОМ ПРОЦЕССЕ СЫГРАЛА МОНЕТАРНАЯ И ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ. «ПЛАВНАЯ ДЕВАЛЬВАЦИЯ» КОНЦА 2008 — НАЧАЛА 2009 ГОДА НА ФОНЕ СДЕРЖИВАЮЩЕЙ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ ПРИВЕЛА К РЕЗКОМУ РОСТУ СТАВОК ДЕНЕЖНОГО И ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА. ПОСЛЕДОВАВШАЯ ЗА ЭТИМ ЧАСТИЧНАЯ «ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ» ПОВЕДЕНИЯ ВАЛЮТНОГО КУРСА, МНОГОШАГОВОЕ СНИЖЕНИЕ БАЗОВЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК НА ФОНЕ ДЕФИЦИТА ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА (ФИНАНСИРОВАНИЕ КОТОРОГО ШЛО ЧЕРЕЗ ЕГО ФАКТИЧЕСКУЮ МОНЕТИЗАЦИЮ) И ПРИТОКА КАПИТАЛА СПРОВОЦИРОВАЛИ МАСШТАБНОЕ 12-МЕСЯЧНОЕ РАЛЛИ НА ОБЛИГАЦИОННОМ РЫНКЕ, КОТОРОЕ ПОЗВОЛИЛО ЕГО УЧАСТНИКАМ ЗАРАБОТАТЬ НА ЭТОМ НЕ ОДНУ СОТНЮ МИЛЛИОНОВ ДОЛЛАРОВ.

В статье я сначала выделил три основных этапа валютной и монетарной политик Банка России и, соответственно, три этапа развития ситуации на денежном и облигационном рынке, а затем попытался дать небольшой прогноз на 2010 год.

«Плавная девальвация». Сентябрь 2008 — январь 2009 года. Определяющая ставка для денежного и облигационного рынка: ожидаемые темпы девальвации национальной валюты и ставки рынка NDF. Основные действия Банка России: массовые валютные интервенции, сокращение денежного предложения и замещение иностранных пассивов и средств рынка МБК на балансах российских банков беззалоговыми кредитами и другими инструментами рефинансирования.

В третьем квартале 2008 года мы стали свидетелями резкого падения стоимости углеводородов и металлов на мировом сырьевом рынке, девальвации валют многих развивающихся стран. Все это привело к формированию существенной переоцененности российского рубля и необходимости корректировки курса нацио-

нальной валюты в сторону ее удешевления. Однако в тот момент Банк России оказался заложником той монетарной и валютной политики, которую он проводил на протяжении нескольких лет перед началом серьезного кризиса в России.

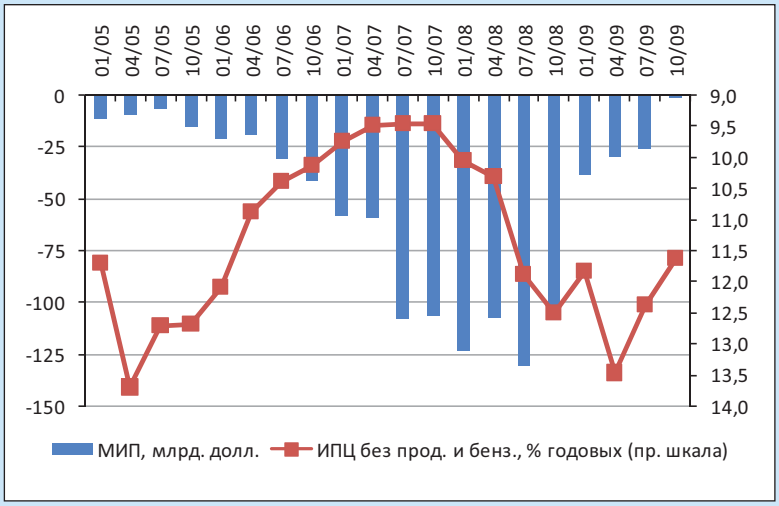
Де-факто фиксированный валютный курс и недоцененный реальный курс рубля привели к формированию условий искусственно заниженных рублевых процентных ставок на внутреннем финансовом рынке, сделав международные рынки капитала по сути единственно возможным источником фондирования агрессивного роста кредитного предложения. Результатом этой политики стал перекос валютной структуры пассивов и активов российских банков: по статистике Банка России, международная инвестиционная позиция (МИП) российской банковской системы по состоянию на 1 июля 2008 года достигала $130 млрд. Ситуацию ухудшал и тот факт, что этот процесс сопровождался существенным усилением инфляционного давления в российской экономике и ее существенным перегревом.

За ошибки, допущенные регуляторами в своей политике в 2006–2008 гг., российской экономике пришлось дорого заплатить. В сентябре 2009 года, когда на фоне резко интенсифицировавшегося мирового финансового и экономического кризиса объем российского экспорта начал стремительно сокращаться, а международные рынки капитала оказались закрытыми, Банк России встал перед выбором:

- Отпустить валютный курс и провести резкую девальвацию в надежде сохранить стабильность процентных ставок. При этом сильно рисковать устойчивостью банковской системы в целом, а также ряда крупных предприятий, имеющих значительный объем валютной задолженности.
- Дестабилизировать денежный, облигационный и кредитный рынок, однако в ручном режиме провести исправление дисбалансов международной инвестиционной позиции банковской системы (через предоставление беззалоговых кредитов, с одной стороны, и продажу иностранной валюты из резервов за эти средства, с другой), чем обеспечить сохранение устойчивости банковской системы.

Выбирать Банку России пришлось из двух очень плохих вариантов. Регулятор пошел по второму пути, сохраняя стабильным курс национальной валюты в течение нескольких месяцев за счет валютных интервенций в объеме, превысившем $200 млрд. Стоит отметить успех антикризисных мер регуляторов по предоставлению ликвидности банковской системе (в первую очередь депозиты Минфина и беззалоговые кредиты Банка России) и стабилизации рынка межбанковского кредитования (спасение ставших неплатежеспособными крупных участников рынка, таких как «Кит Финанс», Связь-Банк, и предоставление гарантий покрытия убытков основным участникам рынка). Они позволили избежать системного коллапса банковской системы Российской Федерации и, более того, вернуть ее к более-менее нормальному функционированию уже к середине 2009 года. Все это свидетельствует о том, что антикризисное поведение регулятора оказалось достаточно эффективным: катастрофический сценарий не получил развития.

Рисунок 1. Динамика чистой МИП российской банковской системы и ИПЦ, 2005–2009 гг., $ млрд



Источник: Банк России, ФСГС, РОСБАНК

Однако и без негативных последствий не обошлось. Результатом проведения политики «плавной девальвации» стало резкое ухудшение ситуации на денежном рынке и, как следствие, на облигационном и кредитном рынках. Определяющим для процентных ставок в этот период стали девальвационные ожидания и динамика ставок рынка NDF. Резкий рост процентных ставок привел к практически полной остановке процесса выдачи новых и рефинансирования старых кредитов, что вызвало глубокий кризис в реальном секторе российской экономики, заставив российские предприятия приостановить выполнение инвестиционных программ и приступить к быстрому сокращению оборотного капитала. Для участников облигационного рынка этот период ознаменовался рекордными убытками: значительная негативная переоценка всех бумаг без исключения и банкротство или реструктуризация долгов слабых компаний.

«Плавное восстановление». Февраль 2009 — сентябрь 2009 года. Определяющая ставка для денежного и облигационного рынка: ставка по беззалоговым кредитам и операциям прямого РЕПО Банка России. Основные действия Банка России: монетизация дефицита федерального бюджета, рублевые интервенции на валютном рынке, снижение базовых процентных ставок и стерилизация избыточного денежного предложения через сокращение программ рефинансирования банковской системы, стабильное денежное предложение.

Восстановление мировых сырьевых и финансовых рынков позволило Банку России перейти к фактически плавающему курсу рубля в рамках валютного коридора бивалютной корзины в диапазоне 26–41 руб. Девальвационные ожидания практически сошли на нет, что привело к стабилизации и существенному снижению ставок на денежном рынке. Однако значительную долю

пассивов банковской системы в этот период продолжали составлять беззалоговые кредиты и другие формы рефинансирования со стороны Банка России, именно ставки по данным инструментам и стали определяющими для динамики ставок денежного и облигационного рынка в этот период.

Резкое замедление инфляционного давления в экономике на фоне глубокого экономического кризиса позволило Банку России перейти к политике сокращения процентных ставок как по беззалоговым кредитам, так и по операциям прямого РЕПО. Снижение стоимости фондирования стало основой ралли на облигационном рынке: начиная с середины года российские банки начали резко наращивать портфель рублевых облигаций на своих балансах, обеспечив рекордные объемы размещений на первичном рынке.

Постепенно начал набирать силу новый источник денежного предложения: монетизация бюджетного дефицита. Объем эмитированных средств для финансирования расходов федерального бюджета за период с февраля по сентябрь 2009 года достиг 1.7 трлн руб. Изменение тенденции на мировых сырьевых рынках и рынках капитала привело к резкому изменению ситуации на валютном рынке. Стремясь не допустить быстрого укрепления реального курса рубля, Банк России приступил к рублевым интервенциям, объем которых за этот период составил около 1 трлн руб. Однако приток значительного объема рублевых средств в финансовую систему на данном этапе не приводил к существенному росту денежного предложения: избыточная ликвидность направлялась российскими банками на погашение дорогих беззалоговых кредитов.

Для облигационного рынка этот период ознаменовался постепенным снижением доходностей вслед за динамикой ставок беззалогового кредитования, что привело к значительному росту оптимизма его участников.

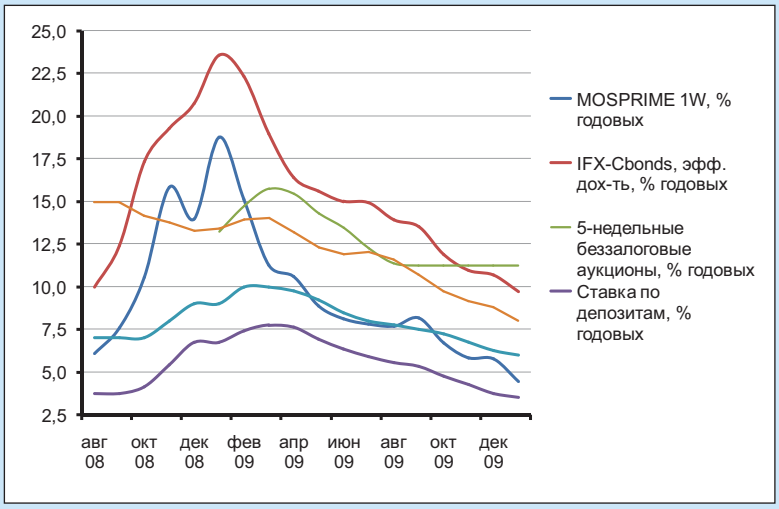
Quantitative easing по-русски. Октябрь 2009 года — настоящее время. Определяющая ставка: ставка по депозитным операциям Банка России. Основные действия Банка России: монетизация дефицита федерального бюджета, рублевые интервенции на валютном рынке, снижение базовых процентных ставок, частичная стерилизация избыточного денежного предложения через сокращение программ рефинансирования банковской системы и выпуск ОБР, резкий рост денежного предложения.

Склонность к риску на мировых финансовых рынках продолжила увеличиваться, при этом цены на нефть перешли в диапазон $70–80 за баррель, что на фоне только начинающего восстанавливаться импорта привело к формированию устойчивого положительного сальдо торгового баланса. Результатом стал рост оптимизма относительно перспектив российской валюты, что вызвало массированный приток капитала и рост положительного давления на стоимость российской валюты. Пытаясь ограничить реальное эффективное укрепление рубля, Банк России усилил рублевые интервенции, приняв за основу правило «$700 млн интервенций на каждые 5 коп. изменения стоимости бивалютной корзины». Приток капитала был настолько велик, что уже в ноябре стоимость бивалютной корзины достигла уровня 35 руб., а объем рублевых интервенций в четвертом квартале составил более 700 млрд руб. При этом второй источник роста денежного предложения, монетизация дефицита федерального бюджета, также показал рекордный объем в четвертом квартале — 1 трлн руб.

Уже к началу четвертого квартала чистый долг банковской системы перед регулятором (объем программ рефинансирования за вычетом депозитов в Банке России) составлял всего 1.2 трлн руб., и погашения беззалоговых кредитов и других инструментов рефинансирования было уже недостаточно, чтобы стерилизовать масштабный приток рублевой ликвидности. Результат: резкий рост денежной базы (всего за три месяца четвертого квартала ее скорректированный на сезонность объем вырос на 20.1% (!)) и избыточного объема рублевой ликвидности в финансовой системе. Эффект такого роста денежного предложения можно сравнивать только с реализацией программ количественного послабления монетарной политики (quantitative easing) по выкупу государственных облигаций и MBS ФРС США. Итогом стало обвальное падение ставок денежного рынка до уровней депозитных ставок Банка России и последовавшее за этим январское ралли на облигационном рынке. Существенному расширению денежного предложения не помешало даже увеличение объемов эмиссии ОФЗ и ОБР.

Таким образом, 2009 год завершился на положительной ноте, став годом позитива после катастрофичного 2008 года: достигнув максимумов в начале года, процентные ставки денежного и облигационного рынков в дальнейшем только снижались. Однако, по нашему мнению, это гигантское ралли подходит к своему логическому завершению. В настоящее время ставки денежного рынка находятся в диапазоне 3–4%, что существенно ниже лю-

Рисунок 2. Динамика основных процентных ставок, август 2008 — январь 2010 года



Источник: НВА, Cbonds, Банк России, ФСГС РФ, РОСБАНК

бого показателя инфляции, а значит, оказывает гиперстимулирующее действие на экономику. Первым после денежного влияние на себе испытывает облигационный рынок, где в начале этого года мы стали свидетелями мощного ралли и снижения доходностей. Затем волна докатится до ставок кредитования, что приведет к быстрому росту объемов кредитных портфелей банков. В итоге это может закончиться повторением ситуации 2006–2008 гг. — значительным перегревом экономики.

Успешное завершение 2009 года и феноменальный старт 2010 года не должны приводить к эйфории участников рынка: в 2010 году его динамика будет далеко не такой безоблачной, как в последние десять месяцев. В своих интервью руководство Банка России продемонстрировало нежелание повторять ошибки прошлого. Выход из данной ловушки регулятор видит в переходе к политике инфляционного таргетирования, целью которого является достижение целевого показателя инфляции, а основным инструментом — управление краткосрочными процентными ставками денежного рынка.

В настоящее время действия Банка России не позволяют ему полностью контролировать краткосрочные процентные ставки денежного рынка, которые остаются весьма волатильными. Контроль за рынком межбанковского кредитования регуляторами может быть (и, видимо, будет) достигнут через комбинацию следующих мер:

- уменьшение спреда между депозитной и кредитными ставками ЦБ;
- перевод депозитных операций из режима TOM/NEXT в режим O/N;
- увеличение объемов финансирования дефицита федерального бюджета через выпуск ОФЗ;
- увеличение объемов эмиссии ОБР;
- повышение нормативов обязательного резервирования.

Банк России уже приступил к реализации части этих мер (особенно активно регулятор начал наращивать объемы эмиссии ОБР), поэтому устойчивое возвращение ставок денежного рынка к верхней границе его процентного коридора (между ставкой операций прямого РЕПО и депозитной ставкой) уже не за горами. Более того, возвращение инфляционного давления (которое Центробанк ожидает во втором полугодии, а мы — уже во втором квартале 2010 года) в определенный момент заставит регулятора сначала перестать снижать, а затем и повышать процентные ставки в целях недопущения перегрева экономики.

Что же это будет означать для облигационного рынка? После отличных показателей января динамика котировок облигаций перестанет быть однозначной, и инвесторам придется применить все свои способности, чтобы заработать прибыль (за вычетом стоимости риска и капитала) на таком сложном рынке. ©

Cbonds-PRO

Информационная услуга Cbonds по рынку облигаций

КАЧЕСТВО стало платным!

Хочешь знать ВСЕ в деталях?

Подпишись на Cbonds-PRO!

Платный сервис Cbonds-PRO включает:

- Расширенный поиск по базе эмиссий;
- Возможность просмотра документов по еврооблигациям;
- Доступ к архиву индексов и индикаторов долгового рынка;
- Полный доступ к истории кредитных рейтингов;
- Сохранение в XLS результатов поисков.

Услуга предоставляется неограниченному количеству сотрудников подписавшейся организации.

Для оформления платного или пробного доступа к услуге зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на сайте Cbonds.info.