

## МОМЕНТ ИСТИНЫ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

### ИЛИ РАССКАЗ О ТОМ, ПОЧЕМУ ЦБ ПРЕДСТОИТ РЕШИТЕЛЬНЫЙ БОЙ

ПАВЕЛ ПИКУЛЕВ +7 495 786 23 48  
pavel.pikulev@trust.ru

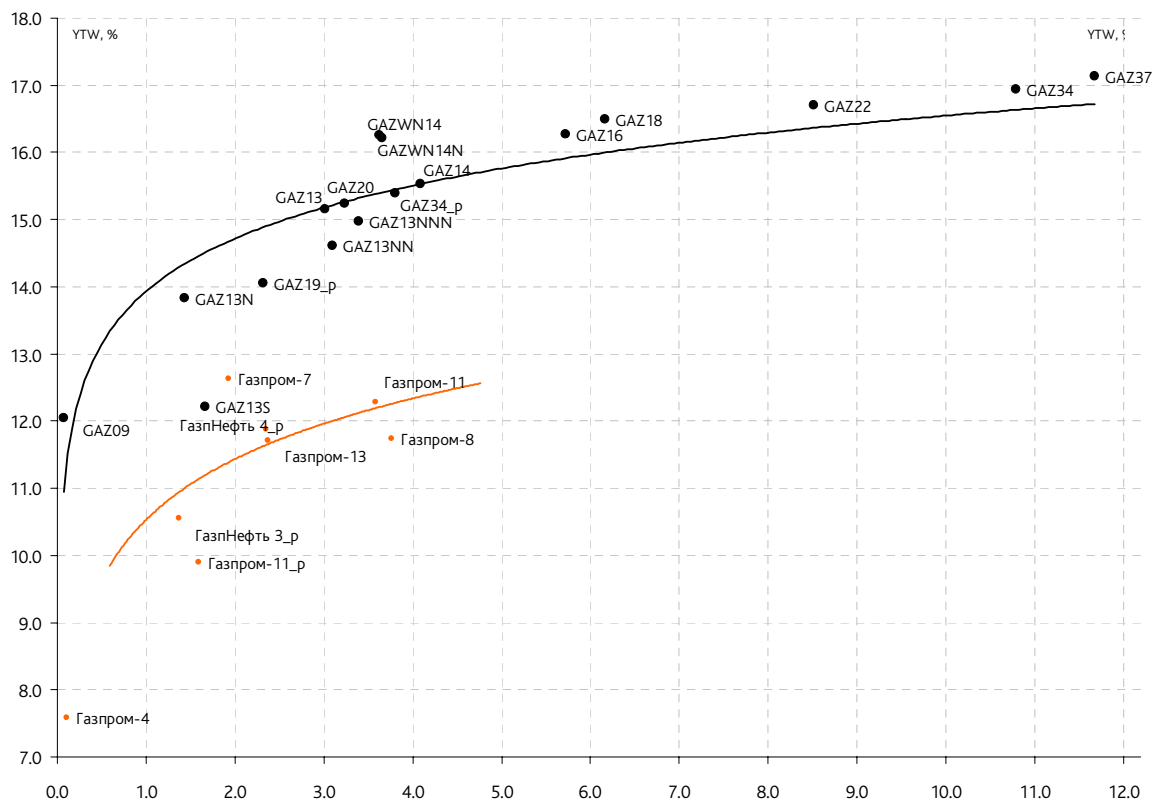
- Мы полагаем, что нынешний диспаритет между доходностями на внутреннем и внешнем долговых рынках не продлится долго, и, вероятнее всего, будет ликвидирован за счет резкого снижения стоимости валютного хеджа;
- На наш взгляд, в ближайшее время грянет массированная спекулятивная атака на курс доллара на внутреннем валютном рынке, и ЦБ следует готовиться к ее отражению;
- Мы ожидаем, что в ближайшее время внутренние противоречия российской денежно-кредитной политики вновь обострятся, и ЦБ придется делать реальный выбор – переходить или не переходить к плавающему курсу.

#### ПОЧЕМ НЫНЧЕ КЕТЧУП?

В последнее время инвесторы уделяют довольно много внимания проблеме несоответствия ставок на рынке внешнего и внутреннего долга. Действительно, если скорректировать доходности облигаций на стоимость хеджирования валютного риска, получается, что либо ставки на рынке внешнего долга чрезмерно высоки, либо доходность рублевых облигаций слишком низка. Это несоответствие толкает эмитентов на рублевый долговой рынок, а некоторых – даже побуждает выкупать свой валютный долг в надежде перекредитоваться дешевле в рублях. В очередной раз эта проблема разниц в уровне процентных ставок встала в полный рост, когда ВымпелКом объявил о выкупе бондов, погашающихся в 2011 и 2013 годах.

Даже в «докризисные» времена ставки на рынке рублевых и валютных облигаций редко соответствовали друг другу, что объясняется разницей в базе инвесторов, однако сейчас разрыв в доходностях особенно заметен. Например, для пятилетних облигаций Газпрома разрыв по доходности составляет 300-400 бп. И рублевая доходность выпуска **Gazprom 14 WN** превышает 16.00% годовых.

#### ДИАГРАММА 1. РУБЛЕВАЯ ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ ГАЗПРОМА



Источник: ММВБ, Bloomberg, Trust Quantitative Research



В нынешнем положении вещей, несомненно, есть множество плюсов, главный из которых – корпорации и банки дестимулированы много занимать за рубежом, что есть очень хорошо, с точки зрения долгосрочной макроэкономической стабильности.

Однако радоваться мы бы пока не спешили. Во-первых, огромный объем первичных размещений, выкупаемый банками на ура с прицелом на дальнейшее рефинансирование в ЦБ, отнюдь не свидетельствует о развитии внутренней базы сбережений и эффективности финансовых рынков, а скорее олицетворяет денежную эмиссию в пользу крупнейших корпораций. Этот факт нисколько не добавляет стабильности российской финансовой системе. Во-вторых, мы не думаем, что подобный диспаритет процентных ставок будет сохраняться долго.

О том, за счет чего этот диспаритет будет разрушен, и пойдет речь.

## РАСПОЛАГАЕМОЕ И ВОЗМОЖНОЕ

В общем-то, вариантов разрешения нынешней ситуации немного, а точнее всего три:

- доходность валютных облигаций высока, и должна снизиться;
- ставки по рублевым бумагам низки и должны вырасти;
- стоимость хеджирования валютного риска высока, и должна упасть.

**Вероятность осуществления первого сценария мы даже не будем рассматривать.** Доходность на рынке еврооблигаций лежит вне сферы нашего контроля и с учетом доминирования на этом рынке нерезидентов целиком и полностью зависит от глобального аппетита к риску. В этом плане способность РФ влиять на доходность своих еврооблигаций лишь немногим выше, чем ее же способность воздействовать на стоимость барреля нефти. Да, конечно, какое-то влияние на стоимость своего валютного долга Россия оказывает – через важные политические и экономические решения и эмиссию/выкуп долга. Однако не эти факторы определяют общий уровень ставок по долларovým облигациям.

Для целей нашего анализа уровень ставок на рынке внешнего долга мы берем как неизменную вводную, тем более если доходности по еврооблигациям вдруг резко пойдут вниз (в смысле резче, чем сейчас), то с высокой степенью вероятности и рублевый долговой рынок пойдет следом, поэтому диспаритет между внешним и внутренним рынками, скорее всего, сохранится.

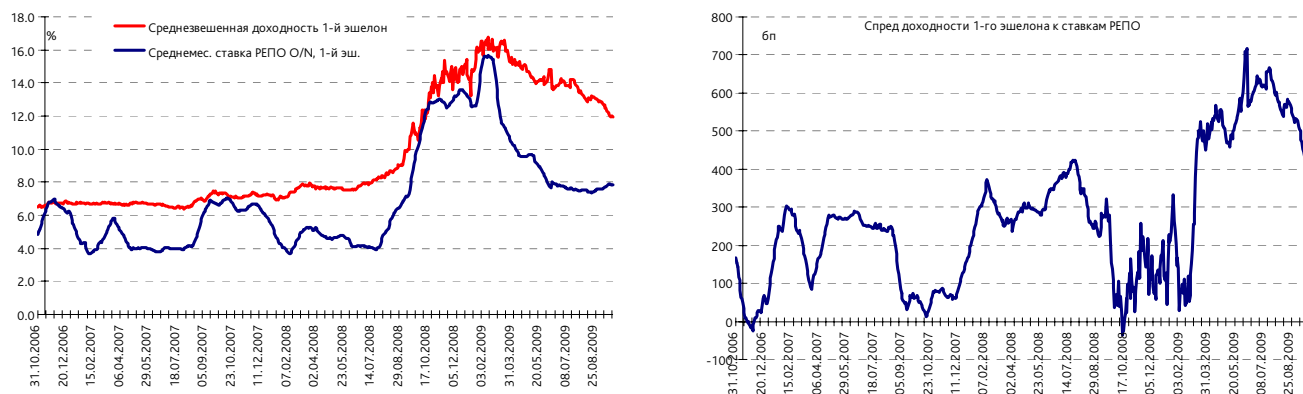
В качестве неизменной вводной мы также берем цены на нефть, которые для нашего анализа мы считаем постоянными или растущими. Совершенно очевидно, что если цены на нефть сейчас вдруг **резко упадут**, вся нынешняя дискуссия потеряет всякий смысл, и в центре внимания вновь окажутся девальвационные ожидания.

**Рост доходности рублевых облигаций**, конечно, возможен и в отрыве от ситуации на глобальных рынках. Например, если ЦБ вдруг резко ужесточит условия рефинансирования облигационных портфелей, или случится очередной кризис доверия (как показал 2004 год, в России он может случиться и без внешней помощи), или же рынок все-таки пресытится первичными размещениями. Тем не менее, вероятность подобного сценария пока все-таки стоит рассматривать как невысокую (с учетом «нефтяной оговорки», конечно, см. выше).

Причина, согласно которой мы верим в рынок рублевых облигаций – та же, что и 3, и 5 лет назад. На внутреннем рынке с подавляющим перевесом доминируют местные игроки с рублевым фондированием (около 80%), которым глубоко безразлична стоимость хеджирования валютного риска. Все, что их интересует, – это «репуемость» бумаги, дисконт и ставка, под которую под залог этой бумаги можно привлечь деньги. С этой же точки зрения дела на рынке рублевых облигаций обстоят хорошо и, более того, продолжают налаживаться. ЦБ максимально расширил критерии включения в ломбардный список и снижает ставки, рынок междилерского РЕПО стремительными темпами возрождается. Между тем даже по первому эшелону корпоративных облигаций спред к ставкам рыночного РЕПО остается, по историческим меркам, привлекательным, и вполне может сузиться еще на 150-200 бп – даже без дополнительных усилий со стороны Центрального Банка.

Кстати, стоит отметить, что на рынке внешнего долга таких замечательных условий фондирования для российских игроков нет.

## ДИАГРАММА 2, 3. ДОХОДНОСТЬ БУМАГ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА И СТАВКА РЫНОЧНОГО РЕПО



Источник: ММВБ, Trust Quantitative Research



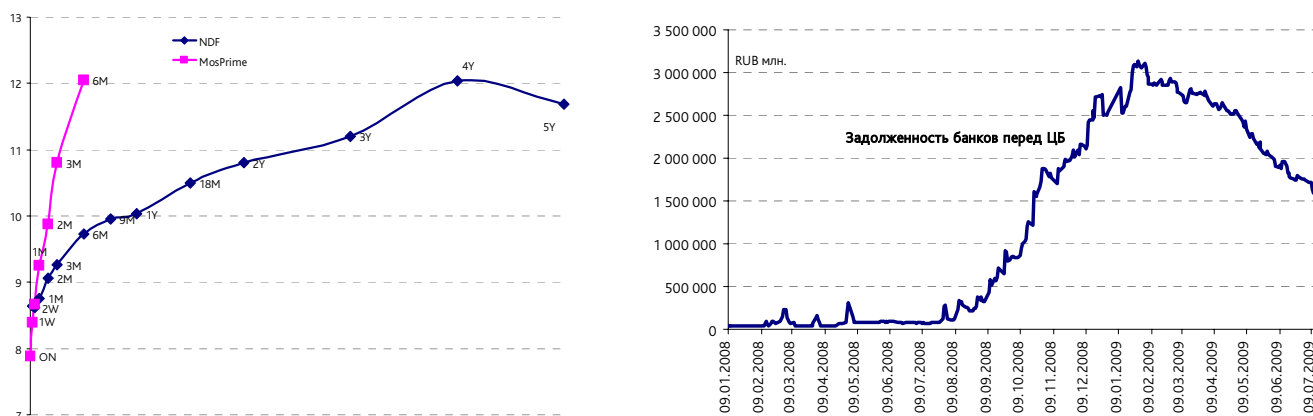
Единственный канал, через который нынешний диспаритет ставок внешнего и внутреннего рынков может оказать серьезное негативное влияние на рынок рублевых облигаций, – это первичное предложение. Уже сейчас очевиден массовый приход на рынок более или менее качественного риска в невиданных доселе объемах, из-за того, что «здесь» неожиданно стало выгоднее занимать, чем «там». Тем не менее, сейчас этот объем первичного предложения разлетается как горячие пирожки и пока не в силах затормозить ралли.

Нас очень интересует, когда же рынок пресытится «первичкой», однако похоже, что в ближайшем будущем проблем не предвидится. Благодарить за подобный иммунитет следует ЦБ, который создал сверхкомфортные условия для рефинансирования облигационных портфелей, и фактически покрыл первичное предложение денежной эмиссией. Ну и кроме того, вероятно, имеют значение проблемы в кредитовании. Ликвидности у банков много, однако из-за проблем с качеством заемщиков в кредиты эти деньги идут неохотно, зато идут на рынок облигаций – ровно та же история, что на глобальных рынках.

В общем, если суммировать вышесказанное, получается, что сейчас маловероятно, что диспаритет будет ликвидирован за счет роста доходностей на рублевом долговом рынке. Остается последняя опция.

**Стоимость хеджирования валютного риска** – сейчас, на наш взгляд, это самая интересная история. Совершенно очевидно, что в нынешних условиях серьезных девальвационных ожиданий нет. Опасения, связанные с ценами на нефть, тают. Имеется солидный бюджетный дефицит, однако на данный момент бюджетная эмиссия стерилизуется сокращением чистого кредита ЦБ банкам, поэтому курсу рубля пока не угрожает. Тем не менее, ставки на рынке NDF по-прежнему остаются упрямо высокими. В чем причина?

ДИАГРАММА 4, 5. СТАВКИ NDF, MOSPRIME И ЗАДОЛЖЕННОСТЬ ПЕРЕД ЦБ



Источник: Reuters, ЦБ РФ, Trust Quantitative Research

По нашему мнению, ставки NDF высоки, потому что их снизу «подпирают» ставки денежного рынка. Последние в свою очередь не падают к докризисным уровням, поскольку банки по-прежнему крепко «сидят на игле» фондирования ЦБ. Задолженность перед ЦБ и Минфином все еще превышает RUB1.5 трлн., и это означает, что ставки МБК не могут уйти далеко от ориентиров, задаваемых Центральным Банком. На первый взгляд, столь высокая зависимость от ЦБ исключает возможность стремительного падения ставок МБК и NDF, тем не менее, это только на первый взгляд.

Мы полагаем, что разрыв между доходностями на внешнем и внутреннем рынках будет ликвидирован именно за счет резкого падения ставок NDF уже в самом ближайшем будущем. Для этого всего лишь нужно, чтобы кэрри-трейдеры продали ЦБ валюты на сумму около USD50 миллиардов по текущему курсу и закрыли дыру в банковской ликвидности. И этот сценарий, на наш взгляд, отнюдь не фантастичен.

### ЦБ СЛЕДУЕТ ГОТОВИТЬСЯ К БОЮ СО СПЕКУЛЯНТАМИ

Вот уже год, как представители ЦБ ведут разговор о повышении значимости инструментов рефинансирования, об инфляционном таргетировании и о грядущем свободном плавании курса рубля, но, пожалуй, впервые за это время есть шансы, что ЦБ скоро придется делом доказывать, что парадигма в денежно-кредитной политике действительно сменилась.

До нынешних пор ни в повышении роли инструментов рефинансирования, ни в более свободном курсообразовании на валютном рынке не было особых заслуг Центрального Банка. Он проделал огромную работу по расширению линейки инструментов рефинансирования и заслуживает за это отличной оценки, однако востребованным весь этот инструментарий оказался благодаря внешним обстоятельствам, а не по воле ЦБ, который лишь пытался предотвратить коллапс банковской системы и, к счастью, предотвратил.

Объем валютных интервенций также снизился не по воле ЦБ, а, скорее, из-за того, что в последние месяцы трансграничные валютные потоки более или менее уравнивали друг друга. Однако, как долго эти потоки смогут оставаться в равновесии и как будет действовать ЦБ, когда ситуация изменится?

А она уже меняется.



В последние недели LIBOR в долларах упал ниже ставок LIBOR в японских иенах и швейцарских франках, и доллар стремительно занимает место ключевой валюты фондирования для кэрри-трейдеров, которое до кризиса принадлежало японской йене. Как отмечается в [Главе IV Доклада ООН по Развитию и Торговле 2009](#), который недавно был представлен в Женеве, эту категорию инвесторов не волнует реальная экономика и уровень инфляции, кэрри-трейдеров интересует лишь номинальный уровень процентных ставок. Благодаря усилиям кэрри-трейдеров растут высокоинфляционные валюты, где выше процентные ставки, хотя, с точки зрения экономики, должно быть ровным счетом наоборот.

Было бы странно, если бы кэрри-трейдеры обошли стороной рубль с его почти двузначными ставками денежного рынка. В свою очередь ставки на российском денежном рынке будут оставаться высокими и притягательными для кэрри-трейдеров, пока ЦБ не выкупит валюты на сумму USD50 миллиардов и не эмитирует рублей в достаточном количестве, чтобы банки рассчитались с ним по большей части своей задолженности или же не снизит ставки на внутреннем рынке иным способом (через снижение ставки РЕПО, например). Отсюда логичным образом следует вывод, что уже в самое ближайшее время стоит ожидать массированную атаку на доллар на внутреннем валютном рынке.

## ПЕРЕД ЛИЦОМ ВЫБОРА

Итак, спекулянты готовятся дать бой ЦБ. Готов ли ЦБ подтвердить свою приверженность свободному курсообразованию, или же он вновь встанет стеной против укрепления курса рубля? И возможны ли промежуточные варианты?

Мы полагаем, что перед лицом грядущей спекулятивной атаки даже нынешняя тактика ЦБ – сдвигать свой бид или офер на 5 копеек на каждые USD700 млн. интервенций – окажется неэффективной полумерой. Спекулянты начнут успокаиваться только после того, как ставки на внутреннем денежном рынке серьезно упадут, то есть после того, как ЦБ купит валюты на USD50 млрд., а это 71 раз по 5 копеек или более 3.5 рублей укрепления курса национальной валюты. При нынешнем соотношении евро и доллара на FOREX такое движение означает укрепление курса рубля до 26.5 руб/долл. А скорее всего, и того больше, так как атака на рубль, вероятнее всего, будет происходить на фоне падения курса доллара против евро. Таким образом, даже не устранив с валютного рынка полностью, ЦБ рискует отыграть назад существенную часть недавней плавной девальвации.

Приемлемо ли это с политической точки зрения? Мы сомневаемся. Не так давно Владимир Путин заявил, что Правительство не допустит чрезмерного укрепления курса рубля. Дополнение Алексея Кудрина о том, что недопущение укрепления рубля (видимо, имеется в виду реальный эффективный курс) будет достигнуто за счет сбережения нефтегазовых доходов, едва ли можно принять. Кэрри-трейдеров не интересует состояние бюджета и уровень инфляции, их интересует разница в процентных ставках. Мы это уже проходили. Таким образом, по рецептам Кудрина, укрепление курса рубля не сдержать. Каковы будут рецепты Путина, и какое влияние они окажут на политику ЦБ?

ЦБ в очередной раз сталкивается с классической дилеммой. Невозможно иметь одновременно независимую денежно-кредитную политику, управляемый валютный курс и отсутствие ограничений на движение капитала. Если ранее в этом году можно было делать вид, что у нас плавающий курс, и пытаться регулировать экономику с помощью процентных ставок, то сейчас такая возможность стремительно уходит в прошлое. Центральному Банку и экономической команде Премьера и Президента придется делать реальный выбор.

## КАКИЕ ЕСТЬ ВАРИАНТЫ?

**Первый выбор** – продолжить сдерживать укрепление курса рубля. В таком случае мы вновь возвращаемся в эру 2003-2007 гг. В эру сверхнизких и отрицательных (в реальном выражении) ставок на внутреннем рынке, в эру высокой инфляции и бума потребления. Поступить так – означает отказаться от собственной денежно-кредитной политики и поставить российскую экономику в зависимость от кэрри-трейдеров и политики ФРС. В таком случае диспаритет между внешними и внутренними ставками будет ликвидирован за счет падения ставок денежного рынка и NDF. Хедж подешевеет, валютные заимствования вновь станут доступными, а российская экономика сохранит все свои старые «болезни».

**Второй выбор** – ввести ограничения на спекулятивные валютные операции, по образцу тех, что указаны в вышеупомянутом докладе ООН (резервирование, налог Тобина и т.д.). Тем самым будет поставлен заслон на пути спекулятивных операций и избыточных внешних займов. Диспаритет между внешними и внутренними ставками будет «законсервирован». Однако такой ход означает возврат к ограниченной конвертируемости рубля и отказ от мечты превратить рубль в региональную резервную валюту.

**Третий выбор** – перейти к реальному плавающему валютному курсу и позволить рынку определить курс рубля, где бы он ни находился. Последствия этого шага для АвтоВАЗа и иных аналогичных представителей российской экономики, вероятно, будут тяжелыми. Спекулянты могут очень серьезно зависеть курс рубля прежде, чем удастся обуздать инфляцию и снизить ставки на внутреннем рынке до непривлекательных для carry-trade уровней.

В случае перехода к плавающему курсу судьба диспаритета между внутренними и внешними ставками будет зависеть от денежно-кредитной политики ЦБ. Если ЦБ будет пытаться сдерживать укрепление курса рубля, путем снижения ставок, не обращая внимания на инфляцию, то упадут ставки денежного рынка и стоимость хеджа. Обратной стороной медали в таком случае является серьезное увеличение инфляционных рисков. Если ЦБ возьмется «закручивать гайки» с целью справиться с инфляцией, не взирая на укрепление рубля, то диспаритет будет выправлен за счет роста доходности на рынке внутреннего долга. Такой сценарий в краткосрочной перспективе чреват усугублением экономического спада. Что же выбрать?



### ИЗ ТРЕХ ЗОЛ...

На наш взгляд, в нынешней ситуации для ЦБ нет очевидного правильного пути. Какой вариант ни избери, у него будут свои недостатки, которые проявятся если не сейчас, так потом. Вероятно, именно о таких ситуациях говорят, что экономика – это больше искусство, чем наука. Ключевые решения принимаются конкретными людьми и носят видимый отпечаток их личности, знаний, опыта и интуиции.

Трудно сказать, каков будет выбор российских властей на этот раз, однако наш опыт подсказывает, что легче всего двигаться по пути наименьшего сопротивления, то есть оставить все как есть. С этой точки зрения, экономический возврат в середину двухтысячных видится весьма вероятным, и, наверное, на долговых рынках, и не только, такой вариант бы устроил очень многих.

Проблема только в одном. Вслед за серединой двухтысячных неизбежно наступает осень 2008-го.

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

### ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

#### Департамент исследований долговых рынков

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

#### Стратегический анализ

Павел Пикулев +7 (495) 786-23-48  
Владимир Брагин +7 (495) 786-23-46

#### Кредитный анализ

Татьяна Днепровская +7 (495) 789-36-09  
Юрий Тулинов  
Владислав Сидоров  
Сергей Гончаров

#### Выпускающая группа

Татьяна Андриевская +7 (495) 789-36-09  
Николай Порохов  
Ричард Холиоук

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

#### Торговые операции

Сергей Крупчук +7 (495) 789-60-58  
Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58  
Роман Приходько +7 (495) 789-99-06  
Дмитрий Рябчук +7 (495) 647-25-97

#### Клиентские продажи

Себастьян де Принсак +7 (495) 647-25-74  
Олеся Курбатова +7 (495) 647-28-39  
Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39  
Валентина Сухорукова +7 (495) 647-25-90

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

### Департамент макроэкономического и количественного анализа

Евгений Надоршин +7 (495) 789-35-94  
Тимур Семенов +7 (495) 647-28-40  
Андрей Малышенко  
Вадим Закройщиков

## REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ  
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации  
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации  
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)  
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)  
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/RF30 Russia 30

## BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации  
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ  
TIBM13. Корпоративный внешний долг  
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок  
TIBM2. Навигатор долгового рынка  
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц, и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений АКБ «ТРАСТ» («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагает полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.