

Ставки в России: положительная реальность

IX Облигационный конгресс стран СНГ и Балтии

Наталья Пекшева

Май 2012



Динамика реальных процентных ставок в России

- Процентные ставки в России вплоть до 2009 г. оставались отрицательными.
- Сочетание умеренного оттока капитала/выхода на приток в 2006-2007 гг. и сравнительно высокой инфляции поддерживало эту тенденцию.
- Ситуация усугублялась поддержкой рубля в рамках фиксированного курсового режима.

Динамика реальных процентных ставок и курса рубля

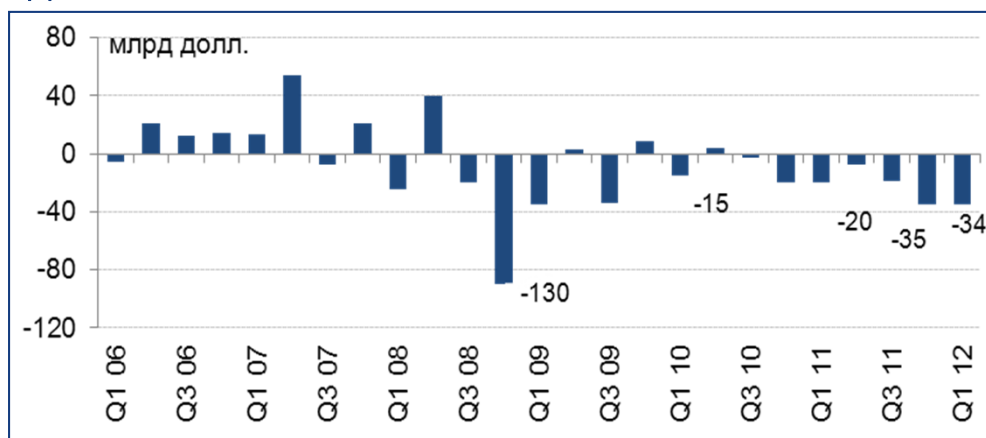


- В середине 2009 г. реальные ставки впервые вышли в положительную область.

Среди причин:

- переход к режиму управляемого плавающего курса
- интенсификация оттока капитала
- постепенное снижение инфляции
- рост номинальных ставок

Динамика капитальных потоков в 2006-2012 гг.





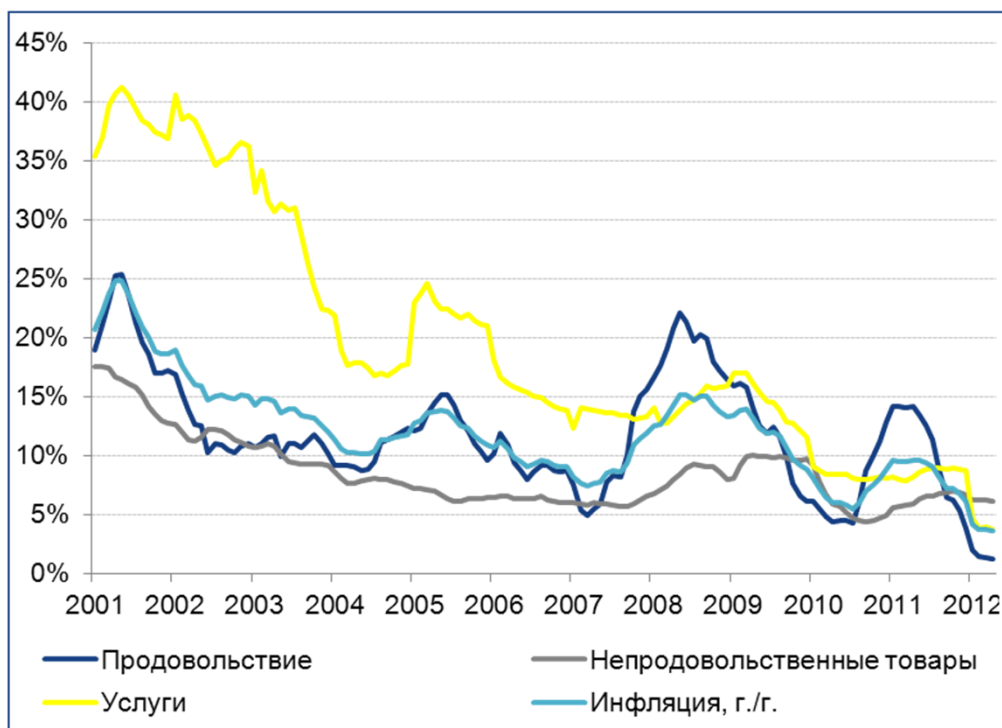
Высокая инфляция: причины

Высокая инфляция до кризиса 2008-2009 гг. - одна из причин отрицательных реальных ставок.

Ключевые инфляционные факторы:

- Продовольствие: (38% в индексе), ~40% продуктов импортируются, цены росли вслед за повышения мировых цен;
- Потребительские товары: (25%), цены повышались вслед за стремительно растущим спросом;
- Топливная составляющая: (10%), цены росли после административного сдерживания;
- Услуги: (26%), из которых ~10% - регулируемые тарифы, ~12% - транспорт. Цены на квази-государственные услуги росли под воздействием увеличения госрасходов (результат профицита бюджета). Инфляция потребительских услуг оставалась высокой из-за стремительного роста спроса.

Динамика основных компонент инфляции, 2001-2012 гг.



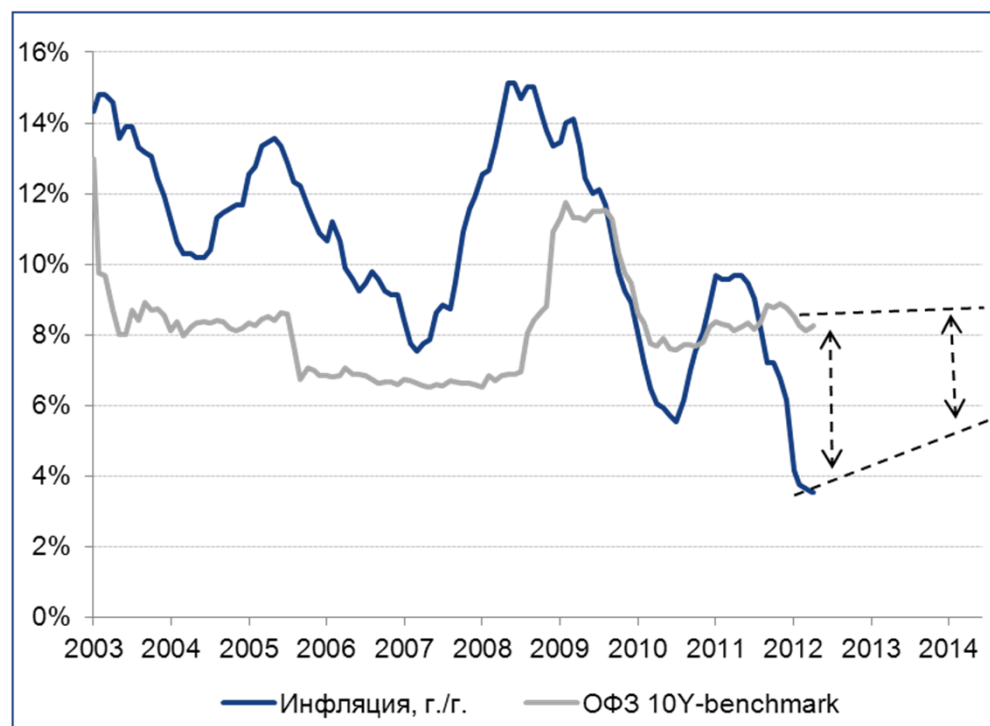


Инфляция и реальные процентные ставки

На горизонте 2-3 лет мы ожидаем сохранения инфляции на уровне 6-7%:

- ЦБ постепенно переходит от контроля над курсом рубля к контролю над инфляцией;
- Минфин проводит антиинфляционную политику, накапливая излишки нефтедолларов в Резервном фонде;
- Рост регулируемых тарифов сдерживается;
- При отсутствии новых продуктовых шоков продовольственная инфляция будет оставаться сравнительно низкой;
- Более низкий рост ВВП (наш прогноз 3-4%);
- Инфляционное давление со стороны дешевеющего рубля может быть компенсировано снижением экономической активности, а с ней и импорта.

Динамика инфляции и ОФЗ 10Y-benchmark, 2003-2012 гг.





Реальные ставки в РФ и в развивающихся странах

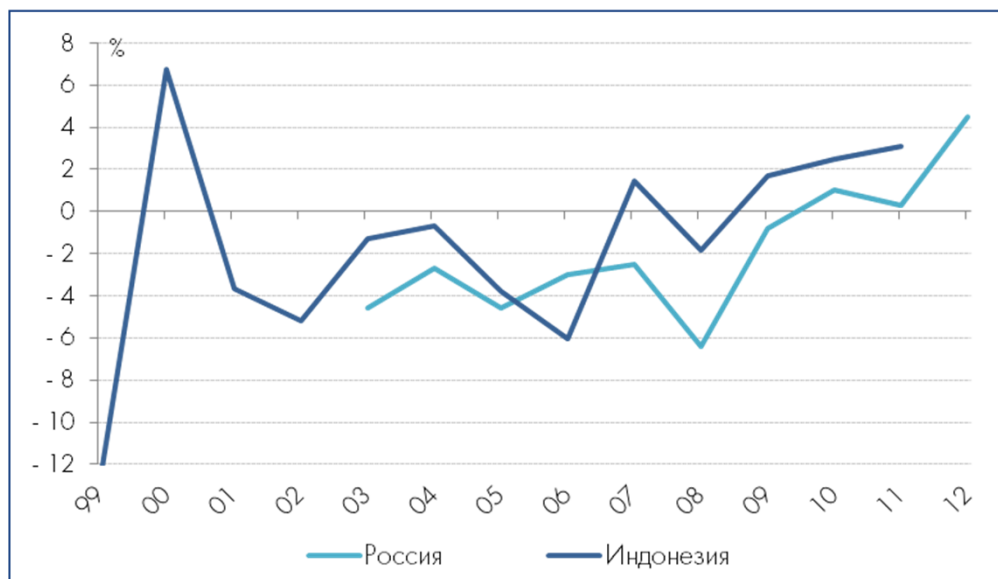
- Для развивающихся стран, большинство из которых перешло к плавающим валютным режимам задолго до РФ, в период и до 2009 г. в основном характерны положительные ставки.
- Динамика реальных ставок РФ схожа с ситуацией в Индонезии, где до 2009 г. преобладали отрицательные реальные ставки.

Изменение курсовых режимов в развивающихся странах

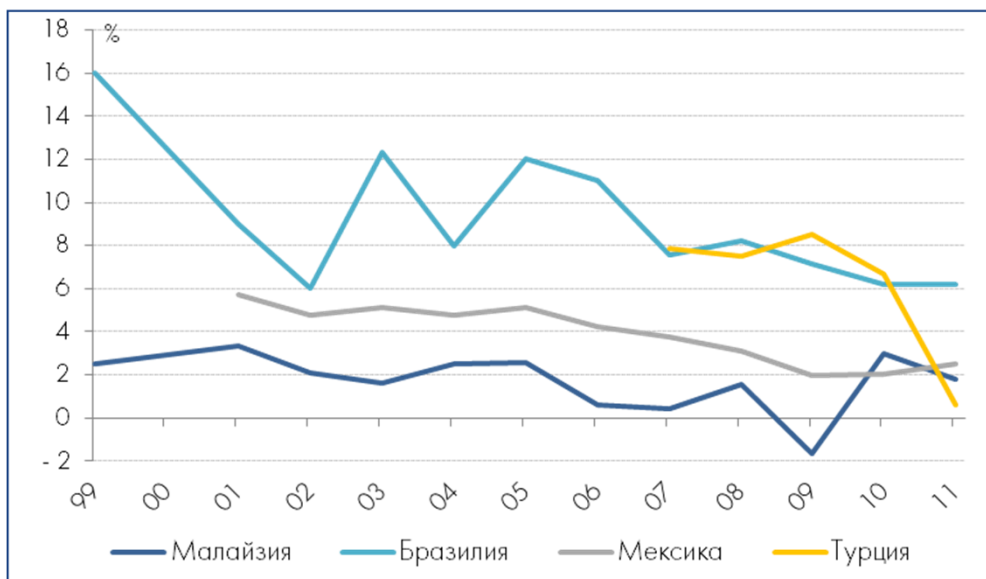
	Россия	Индонезия	Малайзия	Бразилия	Мексика	Турция
1999-2001	Управляемое плавание	Свободное плавание	Управляемое плавание	Свободное плавание	Свободное плавание	Управляемое плавание
2001-2009						
2009-2012	Свободное плавание	Свободное плавание	Свободное плавание	Свободное плавание	Свободное плавание	Свободное плавание

Свободное плавание	Свободное плавание
Управляемое плавание	Управляемое плавание
Разновидность фиксированного режима	Разновидность фиксированного режима

Сопоставление реальных ставок России и Индонезии



Сопоставление реальных ставок в развивающихся странах

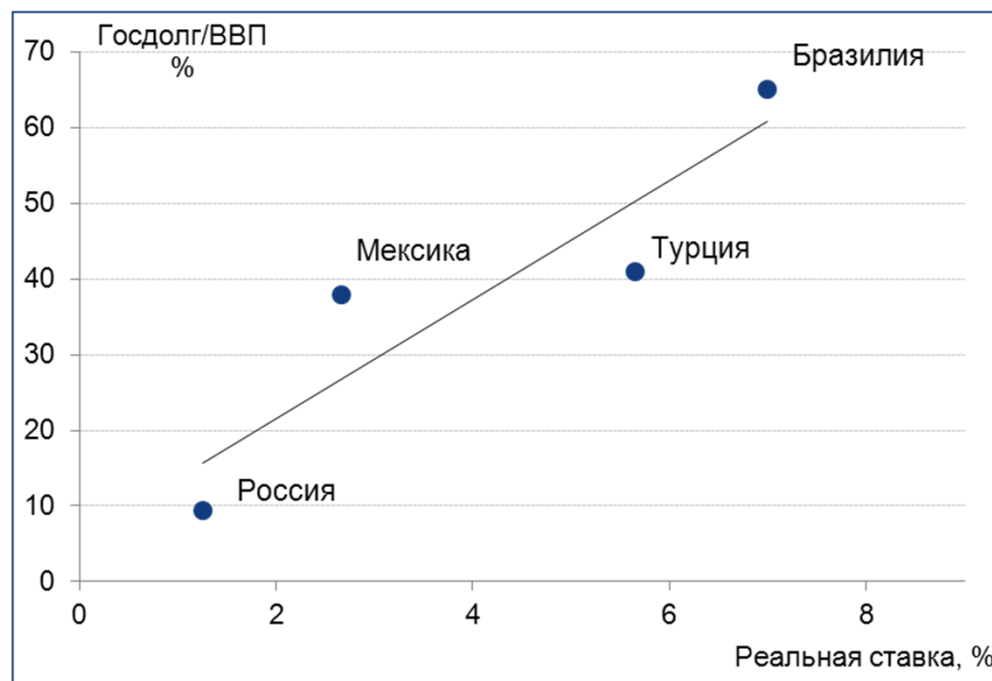




Модель реальных процентных ставок

- Различные исследования рынков с плавающими курсами (Великобритания, США, Германия, Китай, ЮАР, Израиль, Аргентина, Чили, Южная Корея, Мексика, Бразилия) выявляют положительную взаимосвязь между отношением госдолга к ВВП и динамикой реальных процентных ставок.
- Изменение отношения публичного долга к ВВП на 1 п.п. приводит к росту реальных ставок на 15 б.п., при этом стандартное отклонение составляет 370 б.п.
- Применение этой модели к РФ в соответствии с темпом роста ВВП (3-4%) приводит к прогнозируемому диапазону реальных ставок в пределах от 1,3% до 8,7%.

Динамика показателя Госдолг/ВВП и реальных ставок



$$\text{Прогнозная средняя реальная ставка \%} = \text{текущая ставка} + 15 \text{ б. п.} \times \Delta \left(\frac{\text{Госдолг}}{\text{ВВП}} \right) \mp 370 \text{ б. п.}$$



Рублевые облигации, привязанные к инфляции: выбор не для всех

- Облигации со ставкой купона, привязанной к инфляции, являются сравнительно новым инструментом на локальном рынке. В обращении находятся подобные выпуски ОФЗ 48001 (ИПЦ), Роснано (ИПЦ + 250 б.п.) и СЗКК (ИПЦ + 300 б.п.).
- Основные инвесторы в рублевые облигации – банки, для которых стоимость фондирования не привязано к инфляции.
- Спекулятивная привлекательность бумаг, привязанных к инфляции, ограничивается неразвитостью рынка производных финансовых инструментов.
- Якорными инвесторами являются управляющие пенсионными средствами, для которых ориентиром для доходности портфеля может быть инфляция.
- Поскольку круг компаний, управляющих пенсионными средствами, достаточно узок, торговая ликвидность в инфляционных облигациях будет низкой
- Должна присутствовать дополнительная премия за низкую торговую ликвидность бумаг, а также за структуру выпуска.
- Исходя из описанной модели для России, справедливая премия к инфляции должна определяться долгосрочными ожиданиями уровня реальных процентных ставок, для чего неплохим ориентиром служит динамика публичного долга в отношении к ВВП:

Средняя реальная ставка % = 4.3% + 15 б. п. × 3.2 п. п. ± 370 б. п.

- В результате справедливый средний купон рублевых облигаций, привязанных к инфляции (при диапазоне 1.3-8.7 п.п. + ИПЦ), мы оцениваем на уровне 5 п.п. + ИПЦ.



Спасибо за внимание!