

# 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

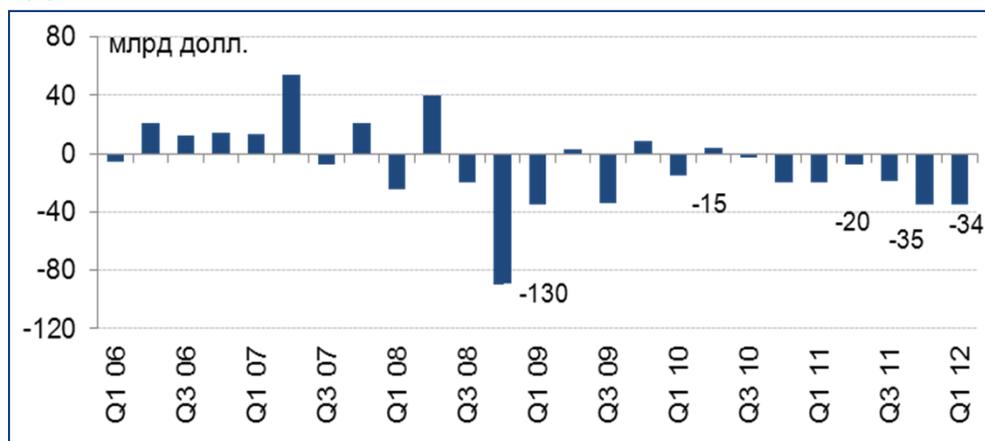


- ▶ В середине 2009 г. реальные ставки впервые вышли в положительную область.

Среди причин:

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

Динамика капитальных потоков в 2006-2012 гг.





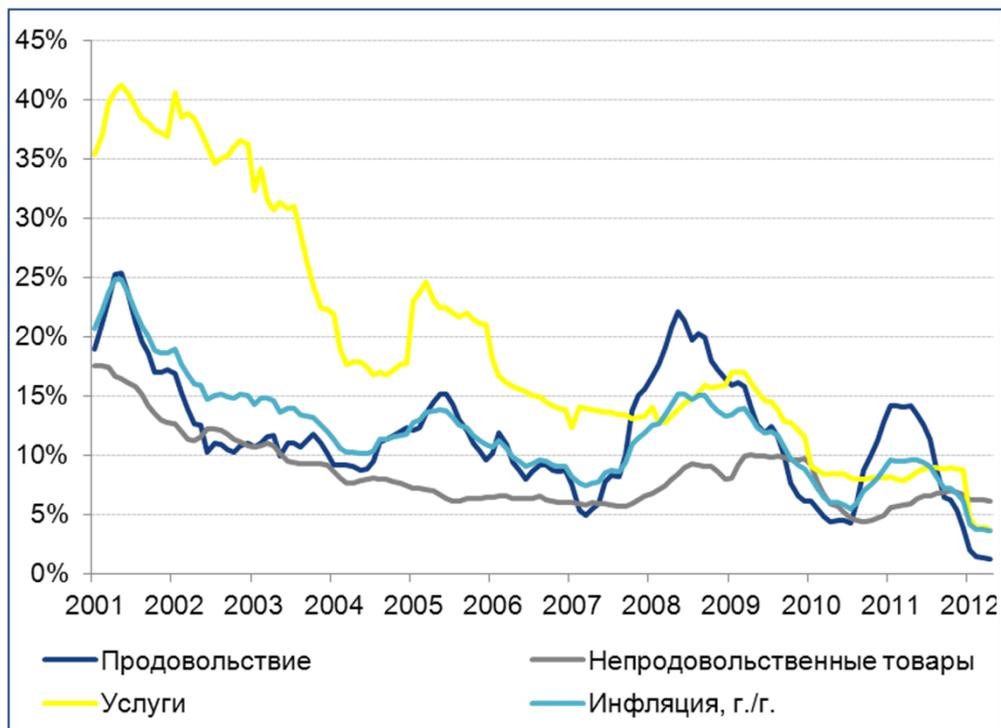
## Высокая инфляция: причины

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.



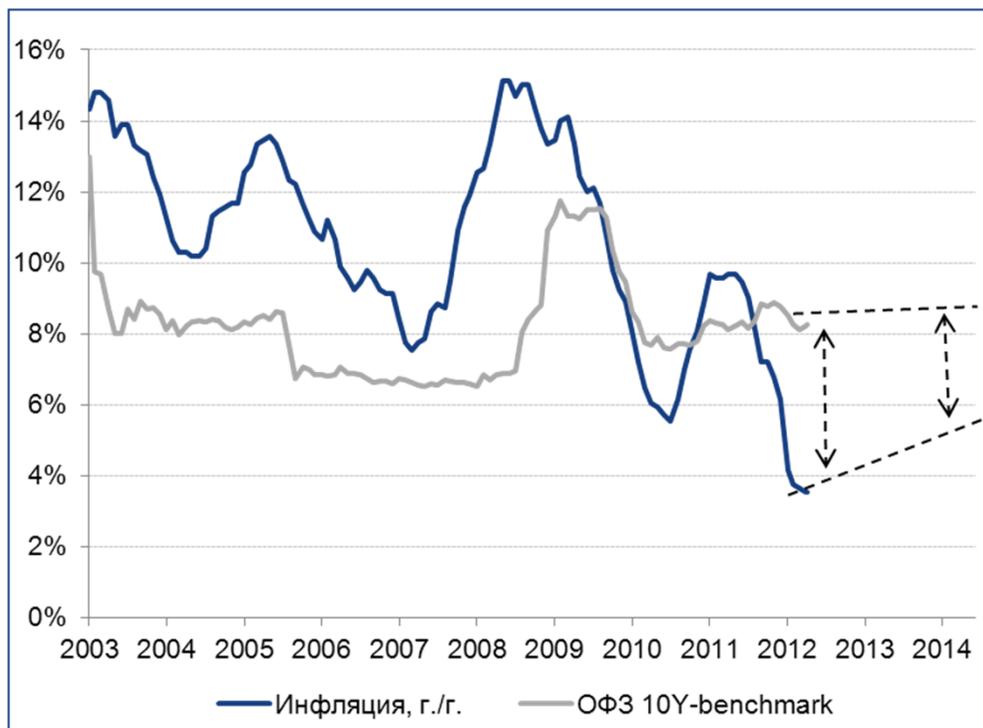


## Инфляция и реальные процентные ставки

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.



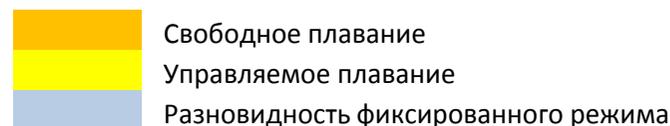


## Реальные ставки в РФ и в развивающихся странах

- 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

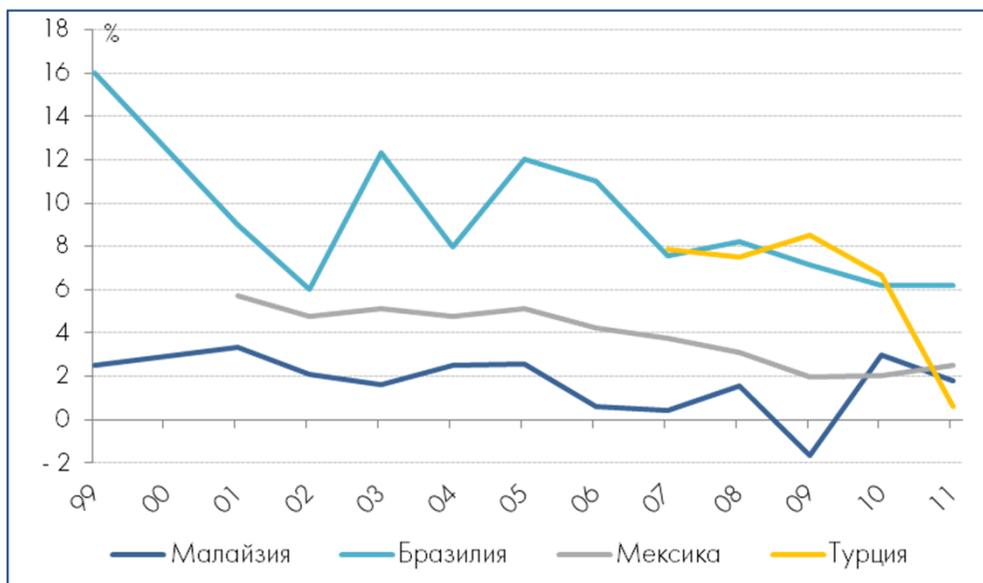
	Россия	Индонезия	Малайзия	Бразилия	Мексика	Турция
1999-2001	Разновидность фиксированного режима	Управляемое плавание	Разновидность фиксированного режима	Свободное плавание	Управляемое плавание	Разновидность фиксированного режима
2001-2009	Разновидность фиксированного режима	Управляемое плавание	Разновидность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



Сопоставление реальных ставок России и Индонезии



Сопоставление реальных ставок в развивающихся странах

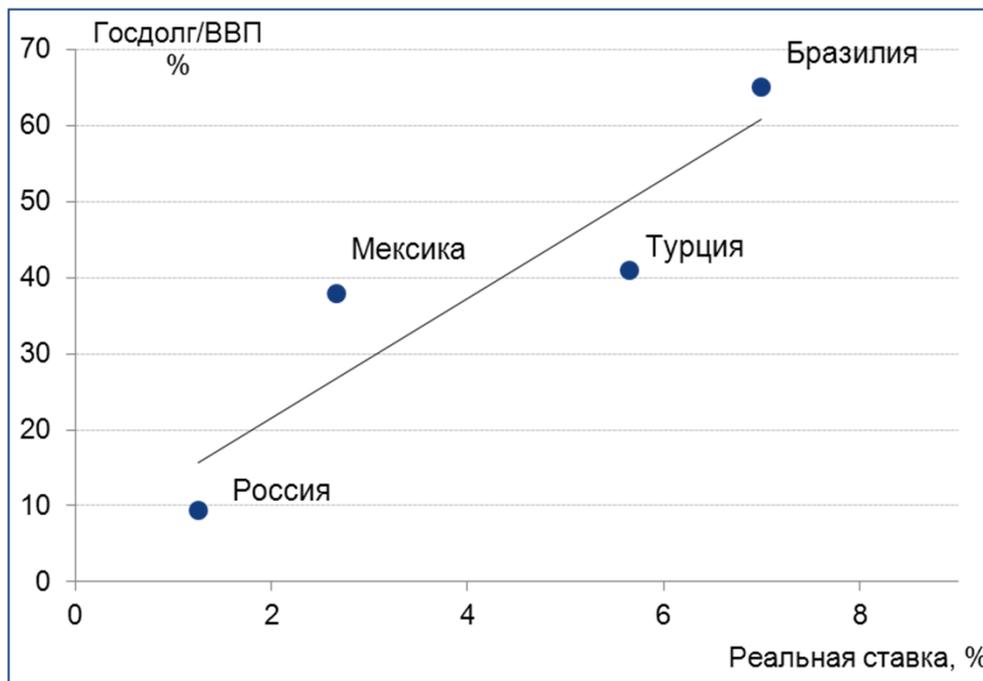




## Модель реальных процентных ставок

- 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!