

Риски повышения ключевой рублевой ставки возрастают

В нашем исследовании по рублевым облигациям, опубликованном около года назад¹, мы назвали аукционную ставку прямого репо ЦБ (далее – ключевая ставка) российским аналогом американской FED RATE и своеобразным «якорем» для госбумаг и облигаций первого эшелона. События последних месяцев подтверждают неоспоримость того, что эта ставка является ключевой для российского долгового и денежного рынков, ведь именно однодневное репо остается основным каналом рефинансирования банков в ЦБ.

Исключительная важность этой ставки до сих пор сочетается с ее определенной «непрозрачностью». По нашей информации, она была введена в 2003 г. решением Совета директоров ЦБ с формулировкой «не ниже 6%» и не менялась уже около 4-х лет. Между прочим, в «Гаранте» или «Консультанте» мы не нашли документа, который подтверждал бы ее официальное существование (насколько мы понимаем, решения Совета директоров ЦБ официально не оформляются). В связи с этим можно предположить естественное желание участников рынка получить более высокую степень определенности в отношении ставки и возможных перспектив ее изменения. Ведь о совершенно теперь «декоративной» ставке рефинансирования ЦБ (сейчас – 10%) мы слышим регулярные комментарии представителей ЦБ, а о ключевой ставке – ни слова.

На наш взгляд, сегодня вероятность того, что Центробанк предпримет какие-либо действия в отношении ключевой ставки и сформулирует более прозрачную «политику» в ее отношении, заметно возросла по сравнению, скажем, с 2006 г. или началом 2007 г.

Почему «неприкасаемую» ставку могут «потревожить»?

Мы видим несколько причин, которые заставляют нас предполагать скорое изменение самой ключевой ставки и/или корректировку порядка рефинансирования банков через прямое репо:

1. Риск формирования «финансовых пузырей» вследствие слишком высокой привлекательности ставки. Разница между доходностью бумаг, которые можно «реповать» в ЦБ, и аукционной ставкой однодневного репо поражает воображение специалистов на рынке облигаций. Она составляет примерно 50-70бп для ОФЗ, около 150-200бп для выпусков первого эшелона, и до 700бп (!) – для облигаций 2-го эшелона. В принципе такой размер «сагу» позволят зарабатывать 30% и более годовых на операциях «с плечом». Более того, с помощью несложных схем она, теоретически, позволяет занимать в ЦБ любому российскому заемщику с рейтингами В1/В+ и выше (критерии Ломбардного списка). Обсуждение таких схем становится все более актуальным в связи с затянувшимся глобальным кризисом ликвидности и одновременным желанием российских банков и корпораций сохранить высокие темпы роста бизнеса. Еще одна иллюстрация фантастической привлекательности ставки: на сегодняшний день эквивалент LIBOR в рублевой фиксированной ставке на 1 неделю составляет около 6.8% (1-week NDF rate). Иначе говоря, ЦБ сегодня позволяет привлекать средства дешевле, чем это возможно на международных денежных рынках для банков с рейтингом А и выше. По нашим наблюдениям, инвесторов, которые входят в «carry trade» с использованием репо ЦБ, с каждым днем становится все больше. Центробанк, как регулятор, должен, по идее, остановить этот процесс «перегрева», т.е. формирования большого объема короткого «левериджа».

¹ «Игра сделана»: ОФЗ и первый эшелон теряют былую привлекательность» от 27 ноября 2006 г.

2. Высокая инфляция и недавние заявления ЦБ о намерении перейти к политике «инфляционного таргетирования». Центробанк вряд ли устраивает ситуация, при которой он вынужден раздавать деньги банкам по столь низкой ставке в условиях бушующей инфляции. Несомненно, из-за определенного «кризиса ликвидности» регулятор вынужден был пойти на определенные послабления в денежно-кредитной политике, среди прочего снизив ставку по операциям «валютный своп» и существенно расширив Ломбардный список. Однако, ЦБ наверняка захочет «сбалансировать» эти меры повышением аукционной ставки репо, тем более что с ликвидностью у банков все не так плохо (особенно после того, как кран с бюджетной ликвидностью в конце ноября-декабре 2007 г. будет открыт до упора). Кроме того, вряд ли свои заявления о намерении перейти к инфляционному таргетированию (читай, борьбе с инфляцией через процентные ставки) Центробанк подкрепит лишь повышением «декоративной» ставки рефинансирования.

3. Недостаточная прозрачность. На наш взгляд, это тоже один из важных аргументов, который подталкивает ЦБ к изменению аукционной ставки однодневного прямого репо. Тот факт, что на днях ЦБ ввел вечернюю сессию репо по фиксированной ставке 8.0%, которая фактически заменила собой вечерний аукцион, подтверждает, что ЦБ движется в направлении «упорядочивания» своей системы рефинансирования.

Как это может выглядеть, и какими будут последствия?

Возможно, регулятор сохранит единую ставку для всех бумаг из Ломбардного списка. В этом случае повышение, вероятно, могло бы составить 50-75бп (т.е. с 6.0% до 6.5-6.75%). Другой сценарий – установление различных ставок репо для разных «категорий» облигаций – ОФЗ, корпоративные и банковские выпуски и т.д. (сейчас разница в качестве бумаг учитывается только в дисконтах по репо). В этом сценарии, на наш взгляд, ставка для корпоративных и банковских выпусков может быть повышена до 7.0%.

Очевидно, что степень чувствительности облигаций к подобному событию будет обратно пропорциональна дистанции между их доходностью и ставкой репо. На наш взгляд, на котировки облигаций 2-3 эшелонов это событие может не оказать практически никакого влияния (многое, правда, будет зависеть от психологической реакции инвесторов), ведь «запас прочности» в carry trades останется очень существенным. С оговоркой на «конфигурацию» решения по ставке, могут немного пострадать облигации 1-го эшелона и ОФЗ, но и там carry trades за редкими исключениями не перестанут быть прибыльными даже при сохранении текущих уровней цен и доходностей.

Что может удержать ЦБ от повышения ключевой ставки?

На наш взгляд, помешать ЦБ повысить ставку репо могут несколько соображений. Во первых, формально это действие можно интерпретировать как негативное по отношению к российской банковской системе, что может быть неприемлемо в чувствительный к подобному шуму политический сезон. На самом же деле очевидно, что повышение ключевой ставки по большому счету не повлияет на устойчивость российских банков. Ведь условия для их рефинансирования в ЦБ останутся более чем благоприятными. Еще одним аргументом может быть риск нанесения косвенного ущерба крупным держателям ОФЗ (Пенсионный фонд, крупнейшие госбанки), т.к. котировки госбумаг могут наиболее болезненно отреагировать на подобное действие. Снижение привлекательности ОФЗ из-за роста стоимости репо, в принципе, может ухудшить и возможности Минфина по новым размещениям (а планы по размещениям у правительства очень обширны).

Прозрачность – залог успеха действий ЦБ

Безусловно, у ЦБ есть возможности минимизировать негативный эффект от повышения ключевой ставки на рынок ОФЗ, «правильно» структурировав повышение ставки (например, ограничив ее на уровне 6.50% для репо ОФЗ) и/или осуществив очередную серию интервенций на рынке госбумаг.

Однако, на наш взгляд, наиболее правильный для ЦБ путь разрешения «конфликтов интересов» – это максимальная прозрачность политики в отношении «ключевой ставки». Как только участники рынка поймут, в соответствии с какими принципами, как и когда ЦБ может изменять эту ставку, риск того, что рынок будет шокирован решением регулятора, а держатели облигаций бросятся сокращать свои позиции, сведется к минимуму.

Управляющий директор, Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com

Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com
----------------------	----------------------------------

Электроэнергетика

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com

Редакторы

Эндрю Муллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2007, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.