

## Комментарий

### Банк России дает заработать

Банк России провел два аукциона по размещению своих облигаций (ОБР) с общим предельным объемом в 90 млрд. рублей со сроком погашения через 4 месяца (размещено облигаций на сумму немногим более 75 млрд. рублей). Этот шаг оказался несколько неожиданным, т.к. до этого достаточно долгое время рынок ОБР находился в коматозном состоянии, а все проблемы по изъятию избыточной ликвидности Банк России решал через привлечение депозитов. Впрочем, для инвесторов у депозитов есть один существенный недостаток – они неликвидны, т.е. их нужно держать до погашения. А вот ОБР – ликвидный инструмент, из которого можно выйти. Получается, что Банк России намеренно пошел навстречу тем инвесторам, для которых важна не только доходность, но и ликвидность.

Нам видятся два класса таких инвесторов: российские банки и инвесторы, привлекаемые в Россию высокими процентными ставками и укрепляющимся рублем. С российскими банками всё понятно: рост экспортной выручки и депозитов населения при стагнирующем кредитовании<sup>2</sup> заставляет их приобретать валютные активы (прирост за третий квартал – 23,5 млрд. долларов); однако в условиях укрепляющегося рубля наличие сильной открытой валютной позиции может приводить к убыткам и... банки выбирают минимально возможный в России риск. А именно риск на Банк России. В такой ситуации в поведении Банка России есть логика: точно так же как и его иностранные коллеги, он «должен» дать банковской системе возможность зарабатывать и восстанавливать капитал.

С иностранными инвесторами ситуация выглядит более противоречиво. С одной стороны, то, что любители «*carry-trade*» уже весной выбрали рубль, как один из наиболее привлекательных инструментов, давно уже является секретом Полишинеля. Действительно, только укрепление рубля на 1,8% за последние 4 недели дало им доходность в 26% годовых, а здесь и дополнительных 7,5% по рублям, получаемых от Банка России, вполне хватает для «полного счастья». Можно, конечно, погнаться за рублевой «сверхдоходностью» в 12–14%, но (при надежных эмитентах) это – бумаги с погашением, как минимум, через пару лет (т.е. несущие риск изменения цены), да и уровень риска эмитентов с неинвестиционным рейтингом может оказаться непреодолимым для внутреннего контроля. Поэтому появление ОБР в таких объемах такими инвесторами должно приветствоваться. С другой стороны, вряд ли Банк России может этого не видеть и вряд ли он в восторге от такого наплыва спекулятивного капитала в страну. Вот и директор департамента операций на фондовых рынках Банка России Сергей Швецов решил их припугнуть, заявив, что не стоит надеяться на стабильно высокие цены на нефть, которые практически «гарантируют» дальнейшее укрепление рубля. Припугнуть-то он их припугнул, только им вряд ли стало страшно: ОБР уже куплены, а валютный риск на дату погашения захеджирован. Так что от падения цен на нефть страшно будет только Банку России.

**Сергей Алексащенко, Максим Петрович**

<sup>2</sup> По признанию первого зампреда Центробанка Алексея Улюкаева, в октябре ситуация с кредитованием реального сектора практически не изменилась.