Николай ПОДГУЗОВ,
руководитель отдела стратегии на рынке инструментов
с фиксированной доходностью, «ВТБ Капитал»

Как заработать на российском рынке облигаций? Безусловно, сегодня это сделать гораздо сложнее, чем, скажем, год-полтора назад, когда уровни доходностей российских рублевых и валютных облигаций предполагали возможность получить возврат на инвестиции, сопоставимый с доходами на рынке акций. Еще каких-то полтора года назад еврооблигации «Газпрома» торговались на уровне 15% годовых, а доходность еврооблигаций второго эшелона превышала 20%. В текущих же условиях доходности российских евробондов находятся на близких к историческим минимумам уровнях. Вместе с тем, такое положение вещей еще не означает, что в настоящее время инвестиционная привлекательность рынка облигаций отсутствует. На наш взгляд, потенциал роста котировок и сокращения спредов сохраняется и в текущих условиях.

CARRY TRADE: другой дороги нет

Очевидно, что перспективы рынка еврооблигаций в настоящий момент всецело зависят от динамики базовых ставок. На наш взгляд, вероятность их повышения в ближайшие шесть-девять месяцев крайне низка. Дело в том, что поводов для беспокойства относительно устойчивости текущих темпов роста глобальной экономики остается по-прежнему много. Один из основных — невыразительная динамика экономики США в последние месяцы. Американская статистика последних недель четко указывает на то, что позитивное воздействие принятого ранее стимулирующего пакета на экономику уже практически завершилось. В отсутствие стимулирующих мер ключевой рынок недвижимости США вновь начал демонстрировать снижение, темпы создания новых рабочих мест не позволяют делать оптимистичных выводов относительно быстрого восстановления потребительского спроса. В этих условиях все чаще циркулирует мнение, что без оперативного принятия очередного стимулирующего пакета не обойтись. Таким образом, еще один раунд количественного смягчения, очевидно, не за горами.

В каком виде будет принят новый пакет стимулирующих мер, равно как и когда это произойдет, очевидно, является в настоящее время предметом обсуждения денежных властей США. Скорее всего, ФРС объявит о своем решении на следующем заседании Комитета по открытым рынкам, которое запланировано на 3 ноября. Объем программы, согласно существующим оценкам, может составить не менее $1 трлн. В рамках новой программы ФРС, скорее всего, будет выкупать долгосрочные КО США с целью сохранить длинные ставки на текущем беспрецедентно низком уровне, способствуя тем самым сохранению низких ставок по ипотечным ценным бумагам. Также вполне вероятно, что ФРС будет готово принять на баланс и другие активы.

Для мирового финансового рынка и для развивающихся рынков в частности новый этап количественного смягчения означает следующее:

– Ключевые процентные ставки в мире будут еще долгое время находиться практически на нуле, и какое-либо их повышение маловероятно на горизонте ближайшего года.

– Уровень глобальной ликвидности будет крайне комфортным и, с высокой вероятностью, свободная ликвидность в первую очередь будет инвестироваться на финансовых рынках, включая товарные рынки и локальные рынки; с этой точки зрения идея парада девальваций основных мировых валют относительно товаров (нефти, золота и т. д.) может получить новую поддержку.

Такое развитие ситуации сохраняет неплохие перспективы рынка еврооблигаций. На наш взгляд, динамику лучше рынка в ближайшие месяцы могут продемонстрировать, прежде всего, долгосрочные выпуски еврооблигаций наиболее надежных эмитентов. Кроме того, еще раз следует отметить, что российские валютные инструменты в большинстве своем предлагают премию к аналогичным по кредитному качеству инструментам, торгующимся в других сегментах развивающегося рынка. Безусловно, размер этой премии носит устойчивый характер и может быть обусловлен, в том числе, и восприятием участниками рынка странового риска (вне зависимости от формального уровня кредитного рейтинга, присвоенного рейтинговым агентством). Тем не менее, на фоне распространения новой

волны роста аппетита к рискам и погони за доходностью именно российский сегмент имеет шансы продемонстрировать динамику лучше рынка.

Если говорить о рублевом рынке облигаций, то здесь вопрос о дальнейшей динамике базовых ставок также имеет первостепенное значение. Кроме того, настроения участников рынка формируются под влиянием внешних факторов и адаптируются к планам эмитентов (прежде всего Минфина России) по размещению облигаций.

Внешние факторы в случае реализации очередного раунда «количественного смягчения» американскими денежными властями, скорее всего, будут благоприятными для рынка бондов. Спрос на рубль как одну из основных товарных валют вполне может возрасти в условиях продолжения ралли на товарных рынках. При этом даже на фоне ускорения инфляции в августе-сентябре, на наш взгляд, повышение ключевых процентных ставок в текущих условиях Банком России контрпродуктивно сразу по нескольким причинам.

Во-первых, любое, даже символическое, повышение ставок будет способствовать существенному удорожанию заемных ресурсов для хозяйствующих субъектов как в форме кредитов, так и в форме облигаций.

Во-вторых, в условиях когда ведущие мировые банки продолжают мягкую денежно-кредитную политику и не исключают второго раунда количественного смягчения, повышение ставок Банком России может спровоцировать очередную мощную волну притока спекулятивного капитала, что, в свою очередь, грозит полной разбалансировкой российской денежно-кредитной политики и, в конечном итоге, провоцирует рост инфляционных ожиданий.

В-третьих, в ближайшие годы Минфин России планирует финансирование дефицита государственного бюджета за счет эмиссии гособлигаций. Повышение же ставок Банком России фактически лишает Минфин данного источника финансирования дефицита, так как в таком случае спрос на средне- и долгосрочные гособлигации будет подорван.

Таким образом, на наш взгляд, в текущем и как минимум в первой половине следующего года ключевые процентные ставки в России будут находиться на минимальном уровне. Более того, если принимать во внимание озвученные Центробанком планы (содержащиеся в основных направлениях денежно-кредитной политики на 2011–2013 года) по сужению в будущем коридора процентных ставок, вполне вероятно, что регулятор начнет претворять его в действие уже в следующем году и, в первую очередь, рассмотрит возможность снижения ставки РЕПО.

При таких условиях основной торговой стратегией на рублевом рынке облигаций в ближайшие несколько месяцев, очевидно, будет оставаться carry trade. При этом на фоне прогнозируемого высокого уровня рублевой ликвидности и стабилизации продовольственной составляющей инфляции кривая доходности гособлигаций может принять более плоскую форму, прежде всего за счет снижения ставок по средне- и долгосрочным ОФЗ.