Александр ВАРЮШКИН,
портфельный управляющий,
ИК «Третий Рим»

US Treasuries — «печка, от которой все пляшут»

Довольно часто в течение последних двух лет можно было услышать разговоры о «великом пузыре», и эти разговоры были слышны тем чаще, чем ниже двигались доходности облигаций и инфляционные ожидания. На мой взгляд, подобная точка зрения — еще один инвестиционный миф (а их существует немало), вызванный непониманием того, как облигационный рынок функционирует, и некоторой склонностью пишущей братии присваивать громкие имена всему, чему можно и нельзя.

Прежде чем обратиться к рынку, давайте решим, что именно мы будем называть пузырем. Пузырь на рыночных активах — это состояние крайней несбалансированности, выходящее за рамки доступной статистики, отклонение от «справедливой» стоимости, которое может быть вызвано множеством факторов в самом начале движения, но ближе к своему завершению характеризующееся обычно двумя свойствами:

- отрыв от каких бы то ни было фундаментальных оценок, свойственных этому классу активов. Любая попытка обоснования стоимости актива в момент пузыря будет иметь в основе малоправдоподобный, крайне оптимистичный сценарий и упускать из виду малую вероятность его реализации (прекрасным примером может служить цена на размещении Facebook). Ну и конечно, пузырь часто сопровождается околорыночными пророчествами: «Теперь все будет по-другому»;
- приток на рынок новых денег и, что важно, новых игроков (тех, которые раньше и думать не думали об инвестициях в подобные активы), привлеченных не выдающимися фундаментальными перспективами, а позитивной динамикой рынка.

В принципе, в этих двух пунктах уже есть обоснование того, почему US Treasuries не пузырь.

Начнем с новых игроков, этот вопрос кажется более простым. Новых игроков нет, присутствие традиционных для этого рынка инвесторов снижается. Достаточно взять статистику по держателям торгуемого американского долга, чтобы увидеть, что с 2008 года на рынке увеличилась доля только одного игрока. Этот игрок — Федеральная резервная система, ее доля на рынке выросла за 5 лет с 8% до 14 %, доли остальных, включая и иностранных держателей, и местные банки, за это время снизились или остались неизменными. Поведение вполне рациональное (что как раз не соответствует принципам пузыря): кто по доброй воле будет сидеть в активах с ожидаемой доходностью ниже уровня инфляции?

Что касается фундаментальной оценки рынка US Treasuries, то, с точки зрения рационального инвестора, он, разумеется, переоценен. Рациональный инвестор в данном случае — это тот, кто стоит перед выбором, отложить ли потребление на будущее ради инвестиций или нет. Для такого инвестора инвестиции в инструменты с отрицательной ожидаемой реальной доходностью — это заведомое «разрушение стоимости». Другое дело, что основные инвесторы (а как мы видели выше, их состав в последнее время видоизменяется) преследуют нерациональные цели.

КАК ФРС КОНТРОЛИРУЕТ КРИВУЮ?

US Treasuries — базовая кривая доходностей для всех долларовых активов (а значит, в конечном счете вообще всех активов), и уровень номинальной

кривой доходности является неотъемлемой частью монетарной политики. Несложное исследование показывает, что уровень номинальных ставок определяется не балансом спроса и предложения и не динамикой фондовых индексов, а политикой ФРС в области краткосрочных ставок. По меткому замечанию одного из рыночных комментаторов, «ФРС и долгосрочные ставки, это как хозяин, выгуливающий собаку на поводке». Другими словами, некоторая свобода у участников рынка есть, но определяется она длиной «поводка», общий же уровень ставок и направление, тренд, выбирает «хозяин». Каждый может в этом убедиться, построив, скажем, на одном графике динамику ставки рефинансирования: 2-, 5- и 10-летних доходностей. Коэффициент детерминации этих рядов относительно ставки ФРС будет тем выше, чем о более короткой доходности идет речь, однако во всех случаях — 0.9 или выше, то есть вариативность, не объясненная текущей монетарной политикой, минимальна. И эта вариативность («блуждание собаки вокруг хозяина») — не номинальный уровень кривой, а скорее ее вид (плоская, крутая, инвертированная), который зависит от текущих представлений участников рынка о макроэкономике, инфляционных ожиданий и всех тех вещей, которые принято обсуждать при формировании прогнозов о процентных ставках.

Таким образом, говорить о чрезвычайно низком, неустойчивом уровне процентных ставок (или о пузыре) просто не имеет смысла — эти уровни определяет не рынок, а регулятор.

На текущий момент кривая доходностей имеет «нормальный» вид: спред к ставке рефинансирования в короткой части ниже среднеисторического уровня, а в длинной части выше, то есть кривая, что называется, steep. При этом отклонения от среднеисторических уровней не экстремальные, все лежат внутри одной стандартной девиации от среднего. Такой вид кривой доходности совершенно укладывается в картину происходящего в американской экономике и согласуется с динамикой фондовых индексов: медленно, но все-таки растущая экономика и формирующиеся крайне осторожные ожидания по росту инфляции и продолжению экономического роста.

ПРОГРАММЫ КОЛИЧЕСТВЕННОГО СМЯГЧЕНИЯ И МАЙСКИЙ ОБВАЛ НА US TREASURIES

Май 2013 года ознаменовался самым быстрым падением американских гос-облигаций за последние три года — движение не бог весть какое, рост доходностей по 10-леткам около 40 пунктов. Поводом для снижения стали разговоры ФРС о возможном сворачивании программ стимулирования уже в этом году. «Хозяин» остановился и оглянулся в раздумье, рынок, как послушный пес, бросился бежать в обратную сторону (и, кстати, убежал далеко не на всю длину поводка). В результате доходности 10-леток остановились на уровне 2.2%, достаточно близко к границе диапазона, за пределы которого доходности не выходили уже два года с момента начала операций Twist. При этом ставки на РЕПО US Treasuries взлетели до 2–3 % , это означает, что на рынке появилось много спекулятивных коротких продаж. А среднерыночные ожидания относительно дальнейшей монетарной политики выглядят на текущий момент так: закрытие программ по выкупу активов до конца 2013 года, первое повышение процентных ставок в середине 2014 года (раньше предсказывали 2015 год). Предположим, что настоящий консенсус-прогноз окажется верен (а в него на текущий момент верит процентов 60% рыночных игроков), тогда к концу 2013-го — началу 2014 года можно ждать роста доходностей 10-леток выше 2.4 %, до 3–3.5% — уровней, на которых облигации были до начала QE3 и Twist. Многие игроки перепозиционировали свои портфели под этот сценарий. Я, однако, полагаю, что рынок немного опережает сам себя (как, впрочем, с ним часто бывает) — текущие макроэкономические данные не дают серьезных поводов для оптимизма. Большинство индексов деловой активности балансируют на грани роста и рецессии. И это притом, что еще полностью не сказались меры по сокращению дефицита американского бюджета в этом году и пока не ясно, что с ним будет в следующем.

В этом альтернативном на текущий момент сценарии ФРС ограничится вербальными интервенциями, направленными на то, чтобы остудить горячие головы на фондовых рынках (от пузырей в рисковых активах не так давно предостерегал Бен Бернанке). И тогда диапазон изменения доходностей для US Treasuries останется прежним (1.7–2.2% по 10-леткам), а американский рынок все больше и больше будет напоминать японский во время «потерянного десятилетия» (теперь уже почти двадцатилетия). Кстати, японский рынок прозвали widow-maker именно из-за большого количества инвесторов, поторопившихся с открытием коротких позиций.

Собственно, приведенные выше сценарии не слишком проясняют вопрос о том, как сформировать портфель с хорошим математическим ожиданием — «если так, то вверх, если так, то вниз». В этом беда всех эффективных рынков (а рынок US Treasuries именно такой): до тех пор, пока не возникает экстремальных отклонений от справедливой стоимости внутри класса активов (собака не отбегает на всю длину поводка), вы можете заработать на нем, только если примете дирекционную ставку и окажетесь правы.

В ДОЛГОСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ ДЛЯ ДОХОДНОСТЕЙ ТОЛЬКО ОДИН ПУТЬ — НАВЕРХ

В долгосрочной перспективе
мы все — покойники.
Джон Мейнард Кейнс

Конечно, есть более-менее очевидная ставка на общий уровень процентных ставок — рано или поздно долгосрочные процентные ставки в реальном выражении должны стать позитивными (не околонулевыми, как сейчас), то есть привлекательными для рационального инвестора. При «нормальном» уровне инфляции в 2–3% это означает гораздо большую номинальную доходность (4–6% по 10-леткам). Однако это история нормализации уровня долга в развитых экономиках и начала нового экономического цикла, то есть история не этого года и, быть может, не следующего (ставка для очень немногих, с по-настоящему длинным инвестиционным горизонтом). Исследование примерно 30–40 исторических примеров рецессий, вызванных взрывом кредитного пузыря, показывало в среднем 4–6-летний период, который требовался для делевериджа и начала нового цикла (как раз прошло пять). Разумеется, этот срок может быть гораздо больше среднего (см. Японию), зато это тот прогноз, степень уверенности в котором значительно выше, чем в том, что будет до конца года.