Александр МОРОЗОВ,
главный экономист по России и странам СНГ, HSBC Банк (RR)

Парадоксы зазеркалья, или Инвестор без компаса

После кризиса 2008 года финансовые рынки очутились в зазеркалье. Активные действия правительств и центральных банков разных стран по стимулированию экономики стали основным двигателем финансовых рынков, по сути заменив собой макроэкономические показатели. Это привело к парадоксальной ситуации, когда на выход плохих макроэкономических показателей в развитых странах рынки реагировали бурным ростом в ожидании очередной порции финансовых инъекций в виде разного рода QE и бюджетных вливаний. Совсем недавно возник новый парадокс зазеркалья. Экономика развитых стран, в первую очередь США, начала выздоравливать, что обычно стимулирует аппетит инвесторов к риску. Однако на сей раз одни только разговоры о постепенном сворачивании программы QE3 Федеральной резервной системой в будущем из-за наблюдаемых и ожидаемых успехов экономики США привели к массовым распродажам рискованных активов во всем мире, начиная с июня. Финансовые рынки стали действовать по правилу — чем лучше, тем хуже.

Проблема в том, что путеводителей по зазеркалью не существует и закономерности приходится буквально нащупывать. Ситуация осложняется тем, что зазеркалье вот-вот может породить еще один парадокс, ведь во многих странах структурные проблемы, приведшие к кризису 2008 года, так и остались нерешенными. Бреммер и Рубини назвали это состояние «новой ненормальностью». Она чревата возникновением кризисных ситуаций в отдельных странах, из которых может сложиться цепочка падающих костяшек домино. Так что устойчивая тенденция экономического роста в мире в рамках повышательной фазы глобального экономического цикла отнюдь не гарантирована в ближайшие годы.

РЕПРАЙСИНГ: ОТДЕЛЕНИЕ ОВЕЦ ОТ КОЗЛИЩ

Из чего исходят инвесторы, отыгрывая тему сворачивания QE в США? Прежде всего из того, что доходность «безрискового» актива, долгосрочных казначейских облигаций США, должна вырасти, не получив больше поддержки со стороны ФРС, а также исходя из того, что доходность этих облигаций и так уже экстремально низкая (1.4% — минимальный уровень доходности 10-летних бумаг, зафиксированный в июле 2012 года). Такие ожидания уже привели к росту доходности до 2.9% (более чем вдвое!) в конце августа этого года. Но если доходность по безрисковому активу удвоилась, как должна измениться доходность по рискованным активам,

несущим риск-премию? Очевидно, тоже вырасти. Главный вопрос — насколько?

Пока, пожалуй, можно говорить с достаточной уверенностью о том, что инвесторы производят переоценку, или репрайсинг, активов, исходя из повышенных новых требований по доходности. Они гораздо внимательнее смотрят на реальные риски инвестирования в рискованные активы, отделяя овец от козлищ, говоря библейским языком. Этот процесс идет очень неравномерно для активов разных развивающихся стран, в том числе с близким кредитным рейтингом (см. рисунок 1).

Вероятно, после завершения репрайсинга спрос инвесторов на рискованные активы начнет восстанавливаться, чему должно будет способствовать снижение доходности Treasuries. По мнению аналитиков HSBC, доходность 10-летних Treasuries начнет падать уже в ближайшее время и достигнет 2.1% в конце 2014 года, несмотря на сворачивание QE и подготовку к циклу повышения ставок в США. Базой для такого прогноза служат ожидания сохранения низкой инфляции в США, укрепления доллара против других резервных валют и притока иностранных денег на финансовые рынки США, привлеченных ростом американской экономики, крепнущим долларом и возросшей привлекательностью Treasuries. Перспектива снижения доходности безрискового актива будет осложнять «справедливую» оценку рискованных активов.

Какими же правилами следует руководствоваться в такой ситуации? Простой подход — увеличение доходностей базового безрискового актива в два раза требует увеличения доходности рискованных активов тоже в два раза — здесь не работает. Абсолютная и относительная премия за риск в результате репрайсинга может как увеличиться (для стран и активов с недооцененным риском), так и снизиться (для стран и активов с переоцененным риском). Поэтому аналитикам инвестиционных компаний и банков предстоит поломать голову, обосновывая и нащупывая «справедливые» доходности. При этом нужно иметь в виду, что профиль риска тоже меняется. Риск инвестирования в низкокачественные активы растет, так как способность компаний и стран обслуживать долг и генерировать прибыль резко снижается при существенном росте стоимости заимствований и возникновении проблем с рефинансированием долга. Риск инвестирования в высококачественные активы при этом, скорее всего, должен будет снизиться в относительном выражении.

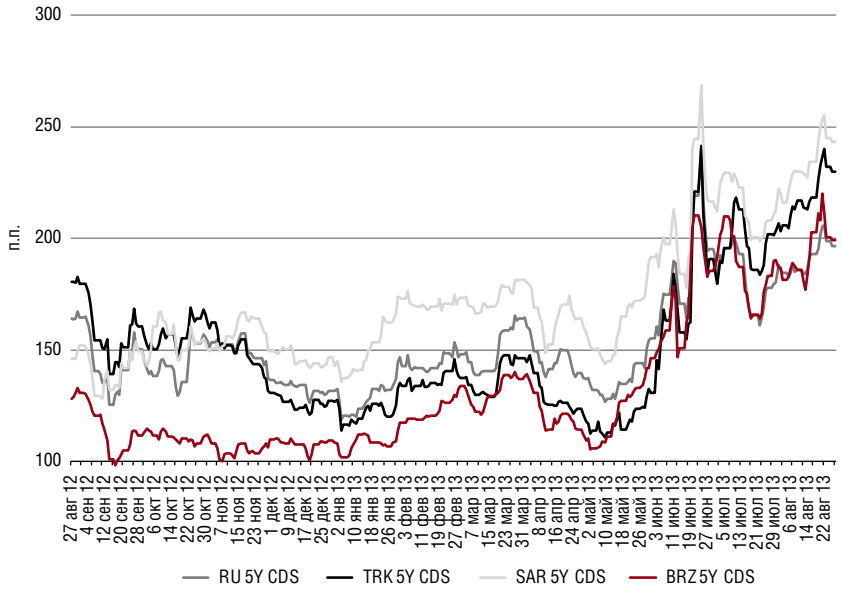


Рисунок 1
Пятилетние суверенные CDS-спреды

DECOUPLING НАОБОРОТ

В последнее время в мире возникло необычное явление, возможно, еще одно проявление зазеркалья. Судя по показателям PMI, в июне-июле рост в развитых странах ускорился, в то время как объем выпуска в экономике большинства ведущих развивающихся стран снижался. Получился decoupling наоборот. Может ли это явление перерасти в тенденцию и стать новой парадигмой экономического роста в мире? По нашему мнению, вряд ли. Во-первых, рынки развитых стран по-прежнему остаются самыми крупными. Рост этих рынков стимулирует экспорт со стороны развивающихся стран, что движет вперед всю их экономику. Во-вторых, Китай, крупнейшая страна развивающего мира, способная выступать локомотивом для других экономик, лишь замедлил свой экономический рост, который остается высоким по мировым меркам. Это стимулирует другие азиатские экономики, ориентированные на Китай.

Однако не все так просто. Слабые экономики, скорее всего, станут исключением. Им будет сложно пережить рост стоимости заимствований и продолжительное закрытие международных рынков капитала. Слабые государственные финансы и (или) закредитованный корпоративный сектор могут привести к финансовому кризису и возникновению экономической рецессии. В свою очередь, эти страхи будут питать негативное отношение инвесторов к инвестициям в такие страны и стимулировать продолжение оттока капитала.

РОССИЯ, ПО СУТИ, ЯВЛЯЕТСЯ ЕДИНСТВЕННОЙ КРУПНОЙ СТРАНОЙ, В КОТОРОЙ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СИТУАЦИЯ, В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ СНИЖЕНИЕ ИНФЛЯЦИИ, ДИКТУЕТ ВОЗМОЖНОСТЬ СМЯГЧЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

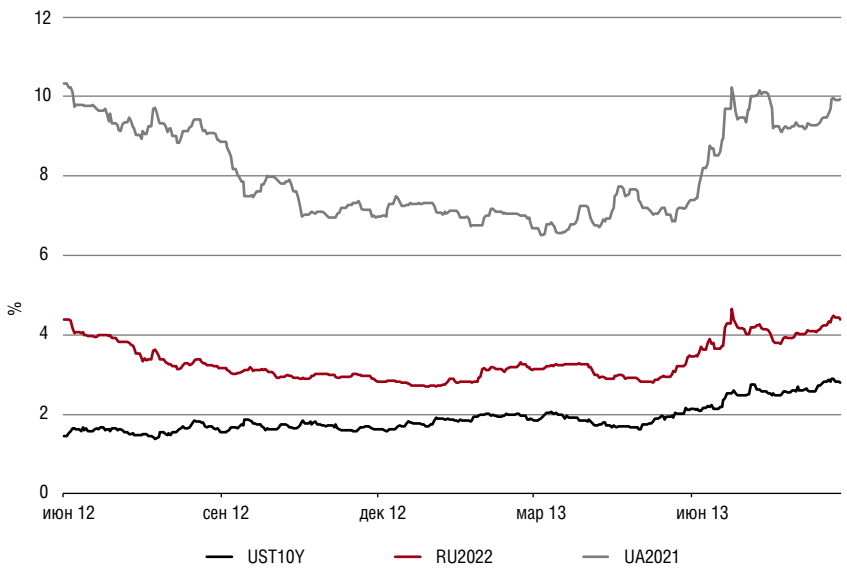


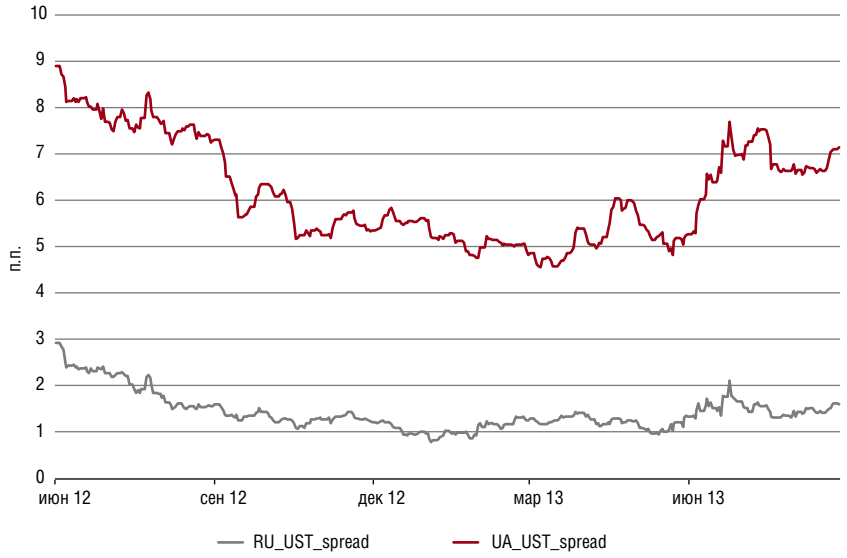
Рисунок 2
Доходность UST10Y, российских и украинских 10-летних еврооблигаций

РОССИЯ И УКРАИНА — НЕ «БЛИЗНЕЦЫ-БРАТЬЯ»

Попробуем с этих позиций оценить перспективы изменения доходностей по валютным еврооблигациям России и Украины, двух стран постсоветского пространства с наибольшим объемом торгуемых еврооблигаций. До начала коррекции на рынке США доходность российских 10-летних облигаций была ниже 3%, с учетом более чем двукратного роста доходностей Treasuries теперь она могла бы составить 6%, при прочих равных условиях. Если же исходить из сохранения российского кредитного риска неизменным, то доходность должна была бы вырасти так же, как доходность базового актива, то есть лишь на 150 б.п., или до 4.5%. Это дает нам диапазон «справедливой» доходности в 4.5–6.0%. В российском случае оценка доходности по нижнему порогу выглядит более уместной, исходя из относительно низкой восприимчивости России к глобальному финансовому шоку в условиях высоких цен на нефть. Действительно, международные рынки капитала остаются открытыми для России, подтверждая этот факт.

В случае с Украиной картина выглядит принципиально иной. Более чем двукратный рост премии за риск пропорционально увеличению доходности Treasuries может привести к росту требуемой инвесторами доходности по 10-летним еврооблигациям до 14%. Платить такие высокие ставки Украина, очевидно, не в состоянии, а замещать внешние валютные заимствования внутренними возможно лишь частично. В условиях хронически высокого дефицита по счету текущих операций и больших потребностей в рефинансировании государственного и частного секторов это ведет к нарастанию суверенных кредитных рисков. С учетом этого фактора повышенная доходность для длинных еврооблигаций Украины выглядит достаточно обоснованной, хотя она и не обязательно должна достичь верхнего порога, во всяком случае пока ситуация на валютном рынке Украины остается относительно стабильной.

Рисунок 3
Спред еврооблигаций России и Украины к UST10Y



ФАКТОРЫ ПОДДЕРЖКИ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Помимо относительно здоровой макроэкономической ситуации в целом (структурные проблемы экономического роста мы здесь не обсуждаем), российский финансовый рынок может опираться на следующие факторы. Во-первых, Россия, по сути, является единственной крупной страной, в которой макроэкономическая ситуация, в первую очередь снижение инфляции, диктует возможность смягчения денежно-кредитной политики. Ставки денежного рынка становятся положительными в реальном выражении и будут расти, если не произойдет их снижения. Сокращение инфляции и процентных ставок делает локальные рублевые инструменты, особенно ОФЗ, более привлекательными для внутренних инвесторов (из-за положительного carry по операциям РЕПО) и для нерезидентов (из-за роста реальной доходности и перспектив получить доход от роста цены). По нашему мнению, эти особенности положительно отличают ситуацию в России от ситуации на других рынках.

Во-вторых, цены на нефть устойчиво держатся выше отметки $100 за баррель, с ростом до $110 в последние недели августа.

Поскольку высокие и растущие цены на нефть выступают фактором поддержки всей российской экономики, от этого должны выигрывать и финансовые рынки.

В-третьих, курс рубля к бивалютной корзине снижался при слабо растущих ценах на нефть в последнее время, нарушив долгосрочную положительную связь с сырьевыми ценами (см. рисунок. 4). Это одно из технических свидетельств перепроданности рубля в настоящее время. Низкие риски серьезного ослабления рубля от текущих уровней есть фактор стабилизации финансовых рынков.

Валютная политика ЦБР также выступает фактором стабилизации валютного и финансовых рынков России. Достаточно прозрачные, основанные на формальных правилах валютные интервенции ЦБР позволяют рублю двигаться под давлением рынка. Вместе с тем, для продолжения этого движения требуется беспрецедентно сильный отток капитала, порядка $14 млрд в месяц в сентябре, что маловероятно. Скорее всего, рубль сможет отыграть часть потерь под влиянием высоких цен на нефть, укрепления платежного баланса и интервенций ЦБР. Достаточно предсказуемая стабильность валюты снижает риски российского финансового рынка.

Однако стоит повторить еще раз, что невозможно однозначно определить, куда нас выведет кривая дорога зазеркалья. Этот опыт еще предстоит изучить и об этом еще напишут учебники.

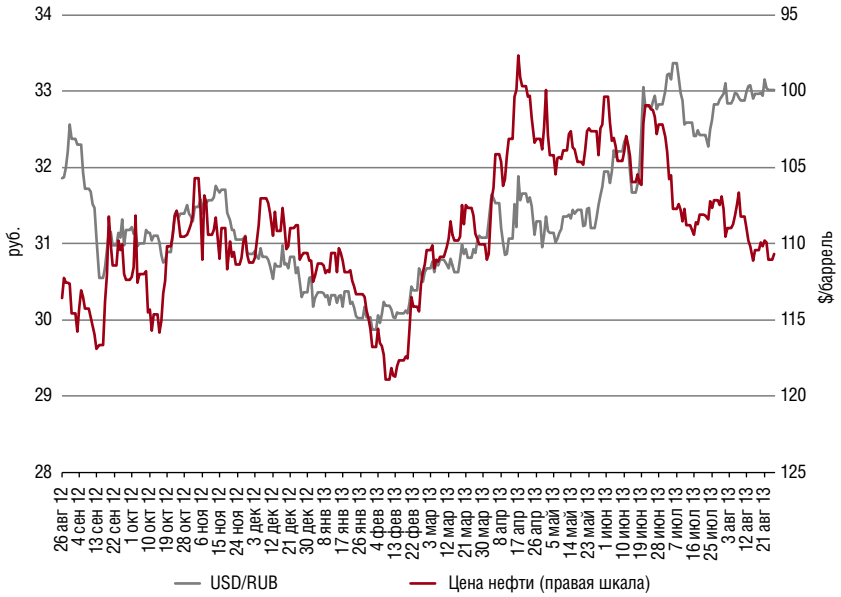


Рисунок 4
Курс рубля и цены на нефть

4-я Международная конференция

СИНДИЦИРОВАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ В РОССИИ LOANS 2013

26 сентября 2013, Москва, Swissotel Красные Холмы

Крупнейшее профессиональное мероприятие, посвященное рынку синдицированного кредитования в России. В прошлом году конференция собрала более 200 участников. Конференцию традиционно посещает большое количество представителей реального сектора, ведущих международных и российских банков, юридических и консалтинговых компаний.

200 участников

Организатор: Cbonds congress

Генеральный спонсор: Альфа-Банк

Официальные партнеры: Райффайзен БАНК, ЮниКредит Банк

Спонсоры: Связь Банк, nektorov, saveliev & partners

Проектное и инфраструктурное финансирование в России 2013

27 сентября 2013, Москва, Swissotel Красные Холмы

Конференция претендует на то, чтобы стать основной площадкой для обсуждения вопросов проектного финансирования в России. На конференции будут обсуждаться последние тенденции и перспективы рынка, варианты и особенности привлечения проектного и инфраструктурного финансирования, юридические и налоговые аспекты.

200 участников

Организатор: Cbonds congress

При участии: GOLTSBLAT BIP

Стоимость участия в одной конференции – 20 000 руб.
При регистрации на обе конференции стоимость участия составит 30 000 руб.
Для промышленных предприятий и компаний нефинансового сектора, за исключением юридических, консультационных компаний и СМИ, стоимость участия в каждой конференции составляет 12 000 руб.

www.cbonds-congress.com

Контакты: **Программа, спонсорство:** Юрий Павлов +7 (812) 336-97-21*121, pavlov@cbonds.info

Регистрация: Елена Мокрицкая +7 (812) 336-97-21*104, elena@cbonds.info

Реклама