ности цен финансовых активов негативно скажется на популярности carry trades и соответствующих потоках капитала на развивающиеся рынки. Специфические для России факторы не располагают к надеждам на компенсацию вышеупомянутых глобальных тенденций. Текущий счет платежного баланса будет увядать из-за замедления экспорта на фоне ускоряющегося благодаря инвестициям внутреннего спроса. Чистый импорт капитала также станет более умеренным, особенно в относительном выражении, за счет роста выплат по уже накопленным обязательствам частного сектора. В результате гипотеза о неизбежности укрепления рубля станет казаться рынку гораздо менее надежной, даже если число и амплитуда скачков рубля вверх в ближайшие 6–12 месяцев превзойдет самые смелые прогнозы. Сомнения в перспективах рубля могут быстро толкнуть вверх инфляционные ожидания общественности, что потребует дополнительных мер от ЦБ РФ, планирующего переход к таргетированию инфляции процентными ставками», — делится своими мыслями Олег Гредиль.

«В целом процесс сжатия глобальной ликвидности продолжается. Европейский ЦБ, например, еще далек от окончания цикла повышения ставки рефинансирования. Мы ожидаем, что уже в марте ставки будут повышены вновь. Немного неожиданным для участников рынка стало повышение учетной ставки Банком Японии с 0.25% до 0.5% уже в феврале. И хотя ставка остается на достаточно низком уровне, мы считаем, что именно этот факт может сыграть важную роль в развитии событий на мировых финансовых рынках в ближайшие месяцы. Используя механизм так называемой carry trade, участники рынка занимали деньги в Японии для инвестиций в долговые рынки и рынки акций, в первую очередь — развивающихся стран, так как спред по доходности между этими инструментами зачастую превышал 800–900 б.п. Мы считаем, что в настоящий момент маховик carry trade начинает движение в обратную сторону, что в ближайшие годы может стать причиной значительной переоценки стоимости активов по всему миру в сторону снижения. Начинает вызывать опасение ситуация, складывающаяся на фондовом рынке Китая: безудержный рост фондового рынка в последние месяцы привел к вовлечению в процесс инвестирования многих частных инвесторов и компании нефинансового сектора. Эти факторы, а также фактор роста напряженности вокруг Ирана инициировали в конце марта процесс flight to quality. Именно этот процесс должен стать определяющим в марте: по итогам месяца мы ожидаем рост спреда UST10Y — RUSSIA30 до 20 б.п. В российской экономике в феврале мы стали свидетелями начала периода сжатия ликвидности, который, по нашему мнению, продлится еще как минимум несколько месяцев», — соглашается с коллегой старший менеджер департамент инвестиционно-банковских услуг «РОСБАНКа» Максим Орешкин.

Итак, в средне- и долгосрочной перспективе «медвежий» взгляд продолжает доминировать на рынке. В этом номере журнала в рубрике «Медвежий тренд» мы предлагаем вашему вниманию развернутый взгляд на рынок долгов Олега Гредиля из Балтийского Финансового Агентства.

Медвежий тренд

Олег Гредиль,
начальник отдела анализа и оценки,
Балтийское Финансовое Агентство

Для рублевого рынка долга февраль прошел явно лучше ожиданий. Многие бенчмарк-выпуски и государственного, и корпоративного сектора, выглядевшие слабо в январе, смогли отыграть как минимум часть потерь. RUX-Cbonds и Cbonds-Muni принесли соответственно 0.69% и 0.59% по итогам месяца, что в среднем было лучшим результатом с октября прошлого года. В годовом эффективном выражении отдача по индексным портфелям за февраль получилась в среднем 7.93% — на 70 б.п. выше средней доходности к погашению на начало месяца.

Значительная поддержка исходила с внешних рынков, где опасения инвесторов по поводу возможности более жесткой монетарной политики несколько ослабли. При этом, исключая последнюю неделю месяца, аппетит инвесторов к принятию рисков крепчал день ото дня. К 28 февраля цены фьючерсов на трехмесячные ставки в долларах и евро с исполнением в конце 2008 года выросли до максимумов с середины декабря, предполагая 4.7% и 3.95% соответственно против 5.1% и 4.13% в последние дни января. Стоимость защиты от дефолтов по корзине рисковых корпоративных кредитов, судя по семействам CDS-индексов Itraxx и DJ, в течение февраля приближалась к историческим минимумам по обе стороны Атлантики.

Несомненным плюсом был выход из штопора цен на нефть, также увидеть «добрый знак» и повод для снижения NDF-ставок рубля можно было в санкционированном ЦБ РФ повышении рубля к корзине валют 8 февраля. Контракты на 3–6 месяцев почти весь февраль предлагали уверенно ниже 5% после роста вплоть до 5.4% во второй половине января. Ставка отсечения на аукционах по ОБР с офертой 15 июня с середины февраля стала 4.8% — на 35 б.п. ниже январских максимумов, при этом сопоставимый объем продаж возрос.

Первичный рынок выглядел в целом неплохо, но никаких признаков ажиотажа не обнаруживал, большинство инвесторов было настроено настороженно. Складывается впечатление, что книги андеррайтеров вполне готовы как минимум к весеннему спурту и чрезмерного давления на вторичный рынок не оказывают.

Февраль не изменил видение средне- и долгосрочных перспектив рублевых долгов — повышательное давление в ставках будет превалировать. Я не верю в потенциал снижения ставок в валюте, напротив, считаю, что верхняя граница предстоящего диапазона будет до 100 б.п. выше январских максимумов. Мне представляется, что в настоящее время рынок недооценивает повышательные риски для инфляции в крупнейших странах, предполагая слишком низкую траекторию официальных ставок на 2008–2009 годы. Ожидаю не менее двух повышений по 25 б.п. от Банка Японии в течение следующих 12 месяцев против закладываемого рынком одного. Считаю, что ставка ФРС еще не достигла пика в этом цикле, а корректировка настроя рынка на скорое снижение Fed Funds вероятна к осени. Любое снижение ниже 4–4.1%, предполагаемых после сентябрьского заседания Совета управляющих ставок ЕЦБ, выглядит хорошим моментом для продажи номинированных в евро двух-трехлетних долгов.

В то же время, скорее всего, динамика реального выпуска в ближайшие кварталы будет неровной, что делает уязвимым текущий, все еще необычайно высокий уровень относительных цен рисковых активов как на зрелых рынках капитала, так и на развивающихся. Ассоциирующееся с такой средой повышение волатильности цен финансовых активов негативно скажется на популярности carry trades и соответствующих потоках капитала на развивающиеся рынки, а также в сырье.

Специфические для РФ факторы не располагают к надеждам на компенсацию вышеупомянутых глобальных тенденций. Текущий счет платежного баланса будет увядать из-за замедления экспорта на фоне ускоряющегося внутреннего спроса, благодаря оживлению инвестиций. Чистый импорт капитала также станет более умеренным, особенно в относительном выражении, за счет роста выплат по уже накопленным обязательствам частного сектора. В результате гипотеза о неизбежности укрепления рубля станет казаться рынку гораздо менее надежной, даже если число и амплитуда скачков рубля вверх в ближайшие 6–12 месяцев превзойдет самые смелые прогнозы. Сомнения в перспективах рубля могут быстро толкнуть вверх инфляционные ожидания общественности, что потребует дополнительных мер от планирующего переход к таргетированию инфляции процентными ставками ЦБ РФ. В этой связи «навеиваемый» практикой операций прямого РЕПО ЦБ РФ тезис, что «однодневная ставка в 6.5% — потолок стоимости фондирования в рублях для первого эшелона на обозримую перспективу», может быстро потерять сторонников, что повысит требуемые для carry-позиций доходности рублевых долгов. Пока мало что указывает на высокую вероятность развития такого сценария в перспективе 6–12 месяцев. Однако мне кажется, уже по итогам текущего года инвесторам стоит рассчитывать на отдачу по основной массе fixed income активов ниже уровней доходности к погашению/опционам.

На таком долгосрочном фоне настрой на весну в чем-то даже оптимистичен. Шансы на сохранение в среднем текущего уровня ставок представляются наиболее высокими, хотя диапазон колебаний может превысить 25–30 б.п. Конечно, нельзя не отметить начавшуюся в конце февраля турбулентность на рынке рисковых активов, спровоцированную сбросом акций в Китае. Я не думаю, что это состояние на развивающихся рынках сохранится надолго или что «инфекция» будет тяжелее, чем в мае прошлого года. В условиях крепких цен на нефть российские суверенные активы сохранят статус low beta в секторе развивающихся рынков, поэтому вряд ли лишатся спроса даже при значительном нетто-оттоке средств из сектора.

Лейтмотивом весны может стать интерес к рублевым долгам со стороны стратегических инвесторов. В частности, наряду с разговорами о диверсификации портфелей азиатских центральных банков бычьи настроения поддерживаются предположением, что Сбербанк инвестирует значительную часть выручки от SPO в рублевые инструменты. По этой причине многие операторы неохотно расстаются с «кандидатами», а то и увеличивают позиции на локальных падениях цен. Даже если объем принятых позиций «для перепродажи Сбербанку» намного превысит его фактический спрос, в течение марта-апреля это еще не будет очевидно. Напротив, идея к тому времени может привлечь и новых сторонников. Предположу, что такими «кандидатами» считаются, прежде всего, «высший и средний состав» корпоративного сектора, а также связанные с ипотекой и государственные бумаги. В корпоративном секторе, учитывая относительно скромные, предполагающие сезонную напряженность на рынке РЕПО/МБК резервы рублевой ликвидности, результаты «лучше фишек» может показать более доходный «крепкий второй эшелон». В фундаментальном отношении недооцененность в терминах спреда к ОФЗ/«фишкам» продолжает демонстрировать, но все более избирательно, третий эшелон. Однако в краткосрочной перспективе рассчитывать на реализацию потенциала к сужению спредов я бы не стал, там слишком узок круг инвесторов и интенсивно первичное предложение. Тем не менее, для диверсифицированных портфелей с малым кредитным плечом этот сектор определенно должен быть интересен высокой текущей доходностью и низкой корреляцией с другими активами.