МДМ-Банк

Максим Коровин,
аналитик

Михаил Галкин,
директор отдела анализа рынка облигаций

ПЕРВЫЙ пошел...

ПОКУПКА СРЕДНЕСРОЧНЫХ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПЕРВОГО ЭШЕЛОНА — ОДНА ИЗ САМЫХ ИНТЕРЕСНЫХ ТОРГОВЫХ ИДЕЙ НА РОССИЙСКОМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ В НАСТОЯЩИЙ МОМЕНТ. РЕЧЬ, ПРЕЖДЕ ВСЕГО, ИДЕТ О «СВЕЖИХ» И ЛИКВИДНЫХ ВЫПУСКАХ МОСКВЫ, А ТАКЖЕ О НОВЫХ ПРЕДЛОЖЕНИЯХ (С ФИКСИРОВАННЫМ КУПОНОМ), КОТОРЫЕ ПОСТУПАЮТ И, ВЕРОЯТНО, БУДУТ ПОСТУПАТЬ И ВПРЕДЬ ОТ ПЕРВОКЛАССНЫХ РОССИЙСКИХ ЗАЕМЩИКОВ.

Мы полагаем, что до конца года сегмент высококачественных рублевых облигаций с доходностью выше 14% позволит хорошо заработать по следующим причинам:

- в ближайшие месяцы рубль с высокой вероятностью будет стабилен или покажет дальнейшее укрепление к бивалютной корзине, так как цена на нефть останется высокой из-за неизбежной долларовой инфляции в commodities;
- рублевые облигации первого эшелона предлагают широкий спред к ставке РЕПО ЦБ (в среднем около 4%).

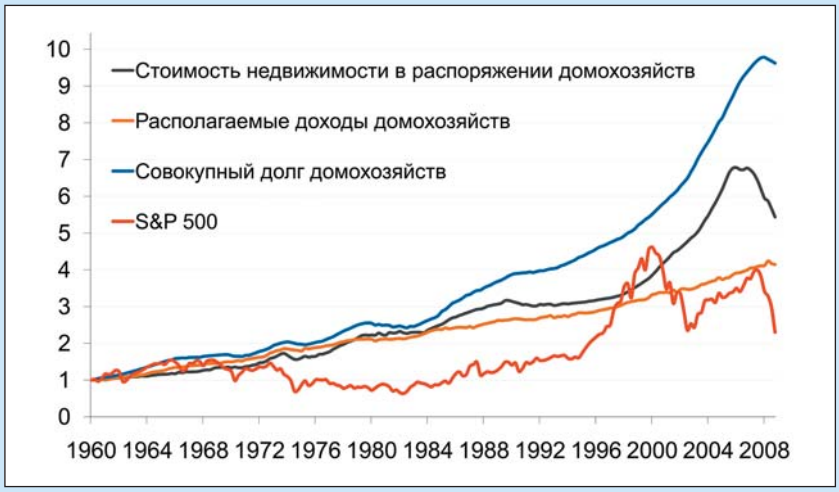
Рублевые процентные ставки будут, скорее всего, снижаться и дальше благодаря: а) «отмиранию» ожиданий дальнейшей девальвации рубля и постепенному переходу к режиму плавающего курса (что обеспечит относительно низкие ставки NDF); б) замедляющейся инфляции. Вслед за ключевыми ставками ЦБ продолжат снижаться и доходности рублевых облигаций первого эшелона, что, естественно, позволит заработать на росте котировок.

ВЫСОКИЕ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ КАК СЛЕДСТВИЕ ДЕВАЛЬВАЦИИ ДОЛЛАРА

В 60-е годы прошлого века уровень левереджа (отношение долгов к располагаемым доходам) американских домохозяйств составлял примерно 55%, к 1980-м этот показатель увеличился примерно до 65%. Однако в течение следующих двух десятилетий рост долговой нагрузки американцев существенно ускорился, достигнув порядка 130% к 2007 году. Этот процесс сопровождался уменьшением нормы сбережений. Сочетание этих двух факторов привело к тому, что потребление росло быстрее, чем доходы. Впрочем, такое положение дел всех устраивало по двум причинам: во-первых, потребительская активность способствовала экономическому росту и повышению доходов, во-вторых, параллельно росли в цене активы домохозяйств.

Вместе с тем, по понятным причинам, в долгосрочной перспективе такая модель несостоятельна, поскольку рано или поздно неизбежно наступит «час X», и долговое бремя станет уже неподъемным. В принципе, как раз сейчас мы наблюдаем нечто подобное. Снижение в цене

Источник: Bloomberg, расчеты МДМ-Банка



С середины 80-х гг. выросла скорость накопления долга (данные в реальном выражении)

активов, принадлежащих американским домохозяйствам (в первую очередь — недвижимости), сделало невозможным привлечение новых долгов, а текущих доходов явно не хватает и для поддержания прежнего уровня потребления, и для сохранения долговой нагрузки. Как следствие, делевередж американской экономики (снижение долговой нагрузки до приемлемого уровня), на наш взгляд, является неизбежным.

Пример подобного процесса есть в истории тех же США. В ходе Великой депрессии с 1929 по 1933 год номинальный долг американских домохозяйств уменьшился на треть. В Японии за период 1990–2001 гг. объем задолженности нефинансовых компаний по отношению к ВВП уменьшился примерно на 30% (за счет сокращения инвестиционной активности).

Другое дело, что в обоих случаях процесс избавления от долгов оказался довольно продолжительным и весьма болезненным для экономики в целом (производственный спад, рост сбережений, дефляция, снижение доходов и т.д.). Высокая инфляция помогла бы облегчить и ускорить процесс делевереджа в США, тем более что, судя по всему, этот процесс угрожает затянуться.

ПРОЦЕСС ДЕЛЕВЕРДЖА В США ТОЛЬКО НАЧИНАЕТСЯ

Источник: МВФ, расчеты МДМ-Банка

Понятно, что с методической точки зрения сравнивать эти два показателя не вполне корректно. Однако, на наш взгляд, это неплохая иллюстрация того, как наиболее вероятно будут развиваться события.

Источник: Bloomberg

В настоящий момент у нас сложилось стойкое убеждение, что в среднесрочной перспективе (1–3 года) США вряд ли удастся избежать всплеска инфляции, которая станет следствием нынешней весьма агрессивной финансовой политики (рекордный дефицит бюджета, радикальное снижение процентных ставок, прямой выкуп активов на баланс ФРС, интервенции ФРС на рынке US Treasuries и т. д.).

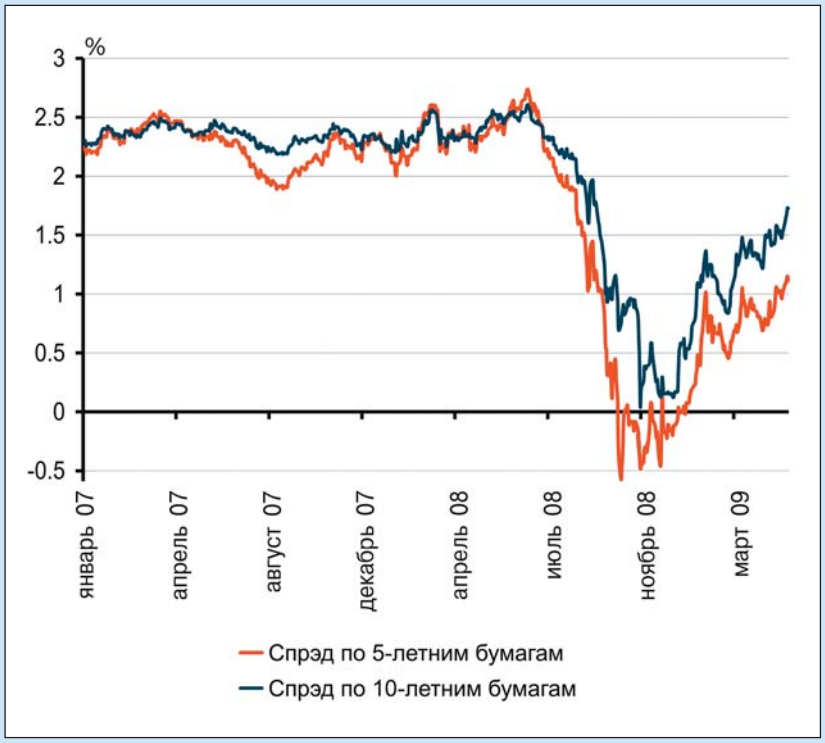
Более того, как говорят некоторые видные экономисты «первого эшелона» (например, Грегори Мэнькю, бывший советник Белого дома, или Кеннет Рогофф, бывший главный экономист МВФ), высокая инфляция на протяжении нескольких лет была бы благом для экономики США. При этом подразумевается, что реальные процентные ставки должны быть строго отрицательными (то есть ФРС какое-то время не следует бороться с ростом потребительских цен). Во-первых, это помогло бы хотя бы частично решить долговую проблему, перераспределив благосостояние от тех, кто сберегает в долларах (в том числе азиатских стран и России), к тем, кто имеет долларовые долги. Кроме того, инфляция позволила бы подстегнуть текущее потребление, так как сберегать становится элементарно невыгодно.

Конечно же, очевидным риском подобного выбора является выход из-под контроля инфляционных ожиданий. К тому же, это приведет к девальвации доллара (не столько против других валют, сколько против реальных активов). О том, что эти риски очень значительны, писал недавно глава крупнейшего в мире облигационного фонда PIMCO Мохаммед Эль-Эриян по итогам майского «мозгового штурма» со своими коллегами и другими экономистами (http://www.pimco.com/LeftNav/PIMCO+Spotlight/2009/Secular+Outlook+May+2009+El-Erian.htm). Именно поэтому PIMCO собирается придерживаться лишь короткого конца кривой UST и намерен все активнее искать возможности на рынках облигаций других стран.

Как можно убедиться, политика денежных властей США уже способствует росту стоимости долларовых активов. Одновременно с этим, график спреда между «обыкновенными» US Treasuries и TIPS (купон индексируется на величину инфляции) наглядно показывает, что инфляционные ожидания уже растут.

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ, ЗАЛОЖЕННЫЕ В TIPS

Источник: Bloomberg, расчеты МДМ-Банка



Традиционным способом «спасения» от роста потребительских цен является, например, покупка commodities, недвижимости, чуть в меньшей степени это относится к акциям.

Поэтому мы полагаем, что долларовая цена на нефть в среднесрочной перспективе будет скорее расти, чем падать. Кстати, власти Китая (крупнейший кредитор США) уже неоднократно выражали недовольство слишком мягкой денежной политикой своего главного партнера. Время от времени в СМИ появляется информация, что Китай меняет инвестиционную стратегию: теперь в «фаворитах», похоже, будут сырье и акции добывающих компаний (есть уже несколько примеров подобных сделок). Сырьевым рынкам это только «на руку»: спрос со стороны столь крупного инвестора должен поддержать рост цен. В общем, неизбежная девальвация доллара создаст новый «пузырь» на рынке нефти.

ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ В РФ БУДУТ НИЖЕ, РУБЛЮ ЕСТЬ КУДА УКРЕПЛЯТЬСЯ

Резкое падение потребительского и инвестиционного спроса в России привело к замедлению роста цен, даже несмотря на недавнюю девальвацию: с начала года инфляция составила 6.5% против 6.8% в 2008 г. В свою очередь, в сочетании с ослаблением девальвационных ожиданий это уже позволило Центробанку дважды снизить ключевые процентные ставки. На наш взгляд, этот процесс продолжится, так как экономика остро нуждается в кредитных ресурсах, а конечный спрос будет сокращаться. Кстати, как показал опрос участников долгового рынка, проведенный в апреле МДМ-Банком, большая часть респондентов (42%) полагает, что к концу года фиксированная ставка по операциям прямого РЕПО составит 10–11.5% (сейчас 11%).

Что касается курса рубля, то, судя по достаточно одиозному «индексу стоимости Биг-Мака» (по идее, отражает паритет покупательной способности той или иной национальной валюты по отношению к доллару), «запас» для роста у рубля солидный (см. Таблицу на стр. 33).

РИСКИ

За последний год любой инвестор на собственном опыте мог убедиться, насколько чувствительны и волатильны могут быть финансовые рынки. Так что любая — даже, казалось бы, стопроцентно верная — идея может и не сработать. Поэтому ниже мы бы хотели отметить несколько основных, на наш взгляд, рисков, которые могут помешать реализации описанного выше сценария. Вместе с тем, на данном этапе мы оцениваем их как невысокие.

Денежные власти США станут менее «агрессивными», ФРС «заберет» ликвидность. На наш взгляд, вероятность развития событий по этому сценарию очень невелика. Судя по всему, американские регуляторы намерены решать проблемы по мере их поступления, а сейчас, как нам представляется, более актуальны дефляционные риски. Кроме того, не стоит забывать об огромном бюджетном дефиците США, который вряд ли удастся профинансировать без помощи «печатного станка». При этом любое ужесточение денежно-кредитной политики приведет к скорой гибели всех взращенных с таким трудом «зеленых ростков».

Очередной «черный лебедь». Как говорит небезызвестный Н. Талеб, никто не может прогнозировать наступление событий, подобных краху Lehman Brothers осенью прошлого года. В принципе, если немного пофантазировать, то нетрудно представить дефолт, например, штата Калифорния. К этой же категории относится риск возникновения какого-нибудь неблагоприятного политического события в России, которое могло бы спровоцировать отток капитала.

Существенный дефицит федерального бюджета РФ. Как мы знаем, профинансировать его планируется за счет средств из Резервного фонда, который держится в валюте. Если опять же немного пофантазировать, то этот факт теоретически мог бы вызвать у российских властей желание снова увидеть рубль более слабым. Как известно, в январе почти 1 трлн руб. бюджет получил по статье «курсовая разница». ©

Источник: MCDonald's; The Economist

Country	Big Mac Prices		Implied PPP rate +	Actual Exchange Rate 1 USD =	Over(+) / Under(-) Valuation against the USD, %
	in Local Currency	in US dollars			
United States	$ 3.54	3.54			
Argentina	Peso 11.50	3.30	3.25	3.49	-7
Australia	A$ 3.45	2.19	0.97	1.57	-38
Brazil	Real 8.02	3.45	2.27	2.32	-2
Britain	£ 2.29	3.30	1.55	1.44	-7
Canada	C$ 4.16	3.36	1.18	1.24	-5
Chile	Peso 1550	2.51	438	617	-29
China	Yuan 12.5	1.83	3.53	6.84	-48
Czech Republic	Koruna 65.94	3.02	18.6	21.9	-15
Denmark	DK 29.5	5.07	8.33	5.82	43
Eygpt	Pound 13	2.34	3.67	5.57	-34
Euro area	€ 3.42	4.38	1.04	1.28	24
Hong Kong	HK$ 13.3	1.72	3.76	7.75	-52
Hungary	Forint 680	2.92	192	233	18
Indonesia	Rupiah 19800	1.74	5.593	11.380	-51
Israel	Shekel 15.0	3.69	4.24	4.07	4
Japan	¥ 290	3.23	81.9	89.8	-9
Malaysia	Ringgit 5.5	1.52	1.55	3.61	-57
Mexico	Peso 33.0	2.30	9.32	14.4	-35
New Zealand	NZ$ 4.9	2.48	1.38	1.97	-30
Norway	Kroner 40	5.79	11.3	6.91	63
Peru	New Sol 8.06	2.54	2.28	3.18	-28
Philippines	Peso 98.0	2.07	27.7	47.4	-42
Poland	Zloty 7	2.01	1.98	3.48	-43
Russia	Rouble 62.0	1.73	17.5	35.7	-51
Saudi Arabia	Riyal 10	2.66	2.82	3.75	-25
Singapore	S$ 3.95	2.61	1.12	1.51	-26
South Africa	Rand 16.95	1.66	4.79	10.2	-53
South Korea	Won 3300	2.39	932	1,380	-32
Sweden	SKr 38	4.58	10.7	8.30	29
Switzerland	SFr 6.5	5.60	1.84	1.16	58
Taiwan	NT$ 75	2.23	21.2	33.6	-37
Thailand	Baht 62	1.77	17.5	35.0	-50
Turkey	Lire 5.15	3.13	1.45	1.64	-12

Индекс Биг-Мака: рубль недооценен в два раза.