

ОТРИЦАТЕЛЬНЫЕ НОМИНАЛЬНЫЕ СТАВКИ

Как это возможно и что это значит?

В последнее время мы стали свидетелями очень странного и редкого феномена отрицательных *номинальных* процентных ставок (реальные ставки отрицательны уже длительное время, и никого это не удивляет). Отрицательные номинальные ставки наблюдаются по коротким суверенным бондам, выпущенным Германией, Нидерландами, Швейцарией, Данией и несколькими другими странами. С одной стороны, если опираться на здравый смысл (и любой финансовый учебник), то отрицательные ставки – это нонсенс: лучше отказаться от покупки бондов и сохранить активы в денежной форме с ее гарантированной нулевой доходностью. С другой стороны, такие ставки существуют (что наглядно демонстрирует экран терминала *Bloomberg*), и, более того, этот феномен становится все более распространенным. В данном обзоре мы попытались выделить причины возникновения такого любопытного феномена и определить, что это может означать для рынка.

Что движет инвесторами, которые покупают такие бонды?

Мы выявили три основных мотива, которые лежат в основе такого поведения, и, соответственно три группы инвесторов, которые руководствуются этими мотивами.

- **Стремление к безопасности.** Суверенное кредитное качество стран Южной Европы быстро ухудшается – бумаги все меньшего числа стран могут быть названы сегодня ‘безопасными’. Многие покупатели европейских активов фондируются в евро, и им не нравится несоответствие между валютой активов и пассивов, так что они однозначно предпочитают активы, цены которых номинированы в евро. Единственная разумная безопасная возможность для них – бумаги европейских стран с высокими рейтингами, например, Германии, Франции, Нидерландов и других с их репутацией (и, наверное, возможностью) ‘спасителей Европы’. При текущей волатильной, неопределенной и мрачной конъюнктуре инвесторы переключаются на стратегию ‘возврата капитала’ (*return of capital*) со стратегии ‘доходности капитала’ (*return on capital*). Напуганные покупатели готовы платить эмитентам бондов **премию за безопасность**, которая превосходит премию за кредитный риск, что делает номинальную ставку отрицательной. Можно также рассматривать отрицательные показатели доходности как **стоимость опциона на наиболее стабильные валюты при возможном коллапсе евро** – например, на немецкую марку. Вероятно, в этом случае немецкая валюта (т.н. «дойчмарка 2.0») станет сильнейшей среди валют стран бывшей еврозоны ввиду фундаментальной силы экономики Германии. Именно эта страна, скорее всего, сможет выплатить свои долги, если евро рухнет. Не стоит также забывать и о том, что более сильная валюта, скорее всего, будет укрепляться относительно других валют бывшего европространства, идет ли речь о гульдене или франке, не говоря уже о драме, лире или песо. В группу покупателей, стремящихся к безопасности, могут входить **пенсионные фонды, долгосрочные инвесторы, компании, осуществляющие пассивное управление капиталом**, и другие.
- **Спекулятивные мотивы.** Для трейдеров абсолютная величина процентных ставок не слишком важна (если вообще важна), так как они могут зарабатывать деньги, пока на рынке есть покупатели и продавцы, и bid-ask спред не слишком узок. Отрицательная номинальная доходность – это доходность к погашению, которое состоится не сегодня, а до того момента потенциальный **прирост капитала** может легко перевесить расчетную отрицательную доходность. Трейдер может купить бонд на аукционе с доходностью -2%, а потом продать его с доходностью -5% напуганному инвестору, который жаждет ‘наивысшей’ безопасности. Это приносит прибыль трейдеру, который принимает на себя риск; создается впечатление, что

именно такая торговая стратегия является особенно популярной для трейдеров сегодня. Помимо прироста капитала в евро некоторые инвесторы также рассчитывают на **доход от изменения курсов валют** – швейцарский франк, на наш взгляд, является здесь хорошим примером. В конце прошлого года после сильного повышательного давления на франк (который воспринимался как безопасная валюта) Национальный банк Швейцарии (SNB) ввел привязку к евро на уровне EUR/CHF 1,2. Очевидно, некоторые трейдеры надеются на то, что углубление еврокризиса усилит давление на франк до таких пределов, что SNB придется отказаться от установленного уровня. Это более чем компенсировало бы отрицательную номинальную доходность, которую мы наблюдаем в данный момент. Соответственно, обмен евро во франки, на которые покупаются швейцарские суверенные облигации, может принести хороший выигрыш, если игра против франка и SNB увенчается успехом. Среди инвесторов, движимых спекулятивными мотивами, можно отметить **хедж-фонды и других агрессивных покупателей**.

- **Отсутствие выбора.** Наконец, есть большая группа инвесторов, у которых нет реальной альтернативы покупке суверенных бондов сильнейших экономик Европы. Отсутствие возможности выбора де-факто делает их индифферентными к отрицательности номинальных ставок. В данном случае мы говорим о **европейских банках**. Обычно банки могут зарабатывать тремя путями – кредитую реальный сектор (корпоративных и розничных заемщиков), другие банки (рынок МБК) и работая на рынке ценных бумаг. Первые два варианта в настоящее время являются наименее предпочтительными: уровень уверенности бизнеса не высок и продолжает понижаться, крупные корпорации сокращают свои программы капиталовложений, и инвестиционный спрос на кредиты слаб. Кредитование малого и среднего бизнеса, который может платить более высокие ставки, ограничено быстрым ухудшением кредитного качества таких предприятий, что может нанести сильный удар по качеству кредитного портфеля банка в дальнейшем. Уверенность населения также падает: розничные клиенты не готовы брать долгосрочные ипотечные или дорогие потребительские кредиты. Рынок МБК тоже не является подходящей альтернативой: корень европейского банковского кризиса – это не недостаток ликвидности (которой предостаточно после операций LTRO и прочих вливаний), а дефицит капитала. (Всегда важно помнить, что банк может рухнуть даже в случае, если у него достаточно ликвидности для обслуживания долга, так как краеугольный камень банковского бизнеса – капитал).

Чтобы противостоять снижению маржи и укрепить балансовую капитализацию, банки должны переориентировать свои нацеленные на получение прибыли усилия (и избыточную ликвидность) на рынки ценных бумаг. Требования регуляторов в отношении уровня капитала не дают банкам делать крупные инвестиции в акции (особенно тех эмитентов, которые происходят из стран с высокой долговой нагрузкой) или низкокачественные бонды. Таким образом, требования регуляторов подталкивают банки к покупке высокорейтинговых бондов, например, эмитированных Германией, Францией, Нидерландами и другими странами с рейтингом AAA. Предложение таких бондов ограничено, поэтому значительные объемы ликвидности устремляются в любой выпуск облигаций правительств этих стран, включая инструменты с короткой дюрацией и отрицательной доходностью.

Казалось бы, зачем покупать инструменты с отрицательной доходностью, если можно помещать средства на депозиты ЕЦБ с нулевой доходностью? Дело в том, что помещая значительные суммы средств на депозиты ЕЦБ, банки демонстрировали бы свое нежелание кредитовать реальную экономику и другие банки, а это именно то, чего хочет от них ЕЦБ. Соответственно, регулятор вряд ли благожелательно оценит какие-либо крупные депозиты. Далее, средства на депозите – это замороженный (как минимум на неделю) актив, в то время как суверенные бонды ликвидны и могут быть проданы в любой момент. Наконец, креативный глава ЕЦБ Марио Драги может последовать примеру Национального банка Дании, который установил для банков отрицательные ставки по депозитам. Такой поворот событий приведет к тому, что остающиеся на депозитах ЕЦБ 300 млрд евро также попадут на рынок ценных бумаг. Помимо европейских банков этой логикой могут приращиваться определенные **европейские компании, управляющие портфелями суверенных бондов, портфелями с рейтингом AAA и другими портфелями с ‘ограниченным выбором’**.

Многие инвесторы из названных групп, вероятно, предпочли бы отказаться от инвестиций вовсе вместо покупки бондов с отрицательной доходностью, однако они не могут поступить так по различным причинам. Мандаты одних запрещают держать крупные средства в денежной форме (управляющие компании); другие жаждут заработать на этой уникальной ситуации (хедж-фонды); третьи обязаны использовать свою ликвидность (банки). В случае банков, регуляторы подталкивают их к тому, чтобы искать другие возможности для инвестиций, а не оставлять на депозитах ЕЦБ под нулевую ставку (или даже с отрицательной ставкой, как в Дании). В любом случае, объем ликвидности, которую можно было бы обратить в денежные средства, столь велик, что экономики не смогут справиться с этим – банкам не нужны дополнительные триллионы евро на текущих счетах, да и конвертация ликвидности в денежные средства в физической форме будет запретительно дорогой.

Каковы выводы для сегодня?

Наши выводы не новы, но их все же стоит повторить.

- **Уровень напряженности на финансовых рынках высок, а стремление к безопасности велико и нарастает.** Эта напряженность выдавливает ставки в практически невиданные ранее области (Япония размещала бонды с отрицательной номинальной доходностью в конце 1998 г., но это был единственный случай в современной истории).
- **Давление со стороны спекулятивных действий также высоко и растет.** На наш взгляд, все больше инвесторов, стремясь воспользоваться этой уникальной ситуацией, действуют так, что это поддерживает разрастание пирамиды ставок. Но для того, чтобы этот подход работал, такие инвесторы должны надеяться на еще более высокие цены для получения прибыли, еще больше участников рынка должно играть против франка и курса SNB, напряженность в системе должна быть еще выше... Однако история учит нас двум урокам: 1) надежда – это не стратегия, 2) любая пирамида рухнет.
- **Отсутствие альтернатив – такая же плохая инвестиционная стратегия, как и надежда.** Коммерческие банки не могут полагаться только на доходы от операций на рынке ценных бумаг: они нерегулярны, высоковолатильны и являются слабым основанием для кредитоспособности финансового института. На макроуровне отрыв банковского сектора от реального сектора подрывает действенность трансмиссионного механизма монетарной политики. Это уменьшает денежный мультипликатор практически до единицы, не давая кейнсианской монетарной политике работать нормально и ограничивая арсенал регуляторов нестандартными мерами, которые никогда раньше не использовались в Европе.

Чего ждать завтра?

- Отрицательные процентные ставки указывают другим инвесторам на **высокий уровень напряженности**, стимулируя ее рост в результате циклического усиления страхов. В более долгосрочной перспективе это неравновесное состояние может повредить всей системе.
- Столкнувшись с отрицательной доходностью на коротком конце кривой, **покупатели будут двигаться вверх по кривой, делая выбор в пользу бумаг со средней и длинной дюрацией** для увеличения своей доходности. Однако рост дюрации означает рост рыночного риска, рост разрывов между сроками погашения активов и пассивов и усиление нестабильности системы. Более того, стоимость потенциальной ошибки регулятора при реализации процентной политики вырастет экспоненциально, так же как и стоимость отказа от политики нулевых ставок в будущем. Одним рывком снять экономику «с иглы» не удастся.

- Инвесторам, которые надеются на дальнейший рост курсовой стоимости (благодаря QE или схожим мерам стимулирования) или ставят против связанных с евро валют (вроде швейцарского франка), придется **делать все более сильные предположения, тем самым повышая ставки** и увеличивая риск в системе. После крупных потерь лишь немногие трейдеры могут остановиться, признать допущенные ошибки и решиться на изменение стратегии, так что упрямое повышение ставок может продолжаться и далее.
- Если такая ситуация продлится долго, то эффективность **трансмиссионного механизма монетарной политики** в Европе может существенно снизиться, так как связь между банками и реальной экономикой слабеет с каждым днем. Как отмечалось выше, бесполезность традиционной монетарной политики подталкивает власти к использованию нестандартных методов, а значит, вероятность ошибок возрастает. И это также не добавляет системе стабильности.

Что делать?

Для европейского долгового кризиса и феномена отрицательных ставок подходит одно и то же лекарство – экономический рост. Впрочем, как мы писали в [“Стратегии на рынке евробондов СНГ: 3К11”](#) и [“Стратегии на рынке евробондов СНГ: 4К11”](#), роста сейчас ожидать неоткуда. Мы полагаем, что первые его признаки могут появиться не ранее, чем через 9-12 месяцев. Но даже возобновление стабильного роста вряд ли успокоит рынки, так как репутация европейских лидеров слаба, а уровень скепсиса высок. Вдобавок к тому, что европейская экономика не растет, налицо значительные политические, экономические и юридические препятствия на пути разрешения долгового кризиса. Другими словами, до реального решения (если оно все еще возможно) еще далеко и **рыночные риски, вероятно, продолжают нарастать**. На фоне растущего изо дня в день уровня риска **мы рекомендуем инвесторам придерживаться консервативной тактики, быть начеку и быть готовыми к резким действиям**.

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2010. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или пригласения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и представляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подходить для продажи во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Простые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.