

Как заработать на рецессии

- Динамика котировок валютных облигаций развивающихся рынков в последние недели все больше определяется изменением формы кривых доходностей базовых активов. Как кривая доходности американских казначейских обязательств, так и кривая казначейских обязательств Германии (Bund) приобретают больший угол наклона по мере усиления ожиданий замедления мировой экономики.
- На наш взгляд, торговые стратегии, основанные на расширении спреда между долгосрочными и краткосрочными казначейскими обязательствами США и Германии, будут одними из наиболее перспективных на протяжении первого и второго кварталов 2008 г.
- Вполне вероятно, что снижение ставки ФРС США продолжится, и к середине года она достигнет 2.0%. В таких условиях увеличение угла наклона кривой доходности казначейских обязательств США наверняка продолжится, и уже к апрелю-маю спред между десятилетними и двухлетними КО США может выйти на уровень 230-250 б. п. против 180-190 б. п. в настоящее время.
- Увеличение угла наклона кривой доходности КО США до последнего времени происходило за счет опережающего снижения доходностей коротких казначейских нот. Однако дальнейшее понижение ключевой процентной ставки ФРС может происходить на фоне роста инфляционных ожиданий, следовательно, продолжение расширения спреда может быть вызвано увеличением доходностей долгосрочных КО США.
- В европейской экономике также начинают появляться признаки замедления. На сегодняшний день среднерыночный прогноз дальнейшей динамики ключевой процентной ставки в еврозоне указывает на 80%-ную вероятность ее снижения на 25 б. п. на заседании Совета управляющих ЕЦБ 10 апреля. С 2000 г. ЕЦБ в своей политике неизменно следовал за монетарными властями США с временным лагом 7-9 месяцев.
- Наиболее эффективно заработать на увеличении углов наклона базовых кривых можно, открывая короткие и длинные позиции по фьючерсам на базовые активы. Для формирования нейтральной с точки зрения параллельного сдвига базовых кривых позиции необходимо открывать позиции в коротких и длинных фьючерсах в определенной пропорции.
- Мы проанализировали позицию, сформированную покупкой фьючерсов на краткосрочные немецкие Bund и продажей фьючерсов на долгосрочные выпуски Bund. Согласно нашим расчетам, при расширении соответствующего спреда на 20 б. п. доход за период может превысить 50%.

Формы базовых кривых меняются

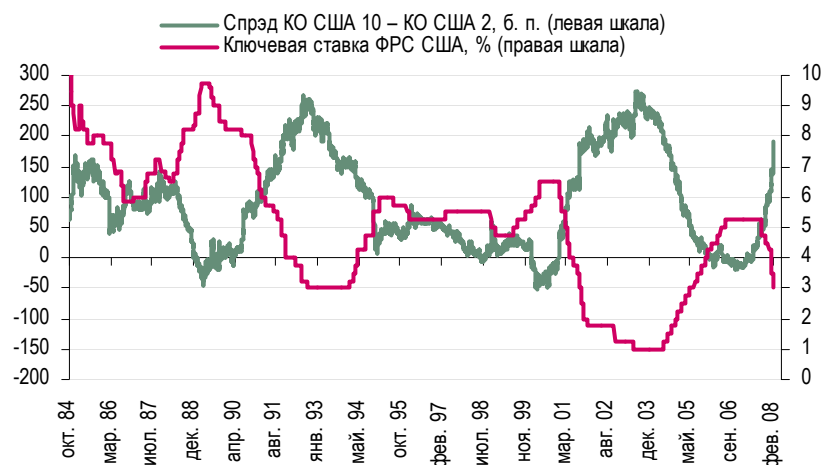
Динамика котировок валютных облигаций развивающихся рынков в последние недели все больше определяется изменением формы кривых доходностей базовых активов. Как кривая доходности американских казначейских обязательств, так и кривая немецких казначейских обязательств (Bund) приобретают больший угол наклона с усилением ожиданий замедления мировой экономики. До последнего времени более интенсивным был процесс расширения спреда между длинными и короткими облигациями Казначейства США, и это логично, учитывая, что ФРС США продолжает агрессивно понижать ключевую ставку американской экономики. Наиболее быстрое снижение процентной ставки происходит со второй половины января. За этот период ставка ФРС понизилась с 4.25 до 3.5%, а спред между десятилетними и двухлетними КО США (далее КО США 10 – КО США 2) расширился с 128 б. п. до 192 б. п. В настоящее время фьючерсы на ставку ФРС США отражают 100%-ную вероятность ее снижения до 2.5% на ближайшем заседании Комитента по операциям на открытых рынках, намеченном на 18 марта.

Спред КО 10 – КО 2 может достигнуть 250 б. п. к середине апреля

Насколько резкими будут дальнейшие шаги монетарных властей США по стимулированию американской экономики, предсказать сложно. Вместе с тем, анализ последней экономической статистики и выступлений представителей ФРС США дает веские основания полагать, что в ближайшие месяцы главной целью денежно-кредитной политики ФРС будет поддержание экономического роста страны. Поэтому вполне вероятно, что снижение ставки ФРС США продолжится, и к середине года она достигнет 2.0%. В таких условиях увеличение угла наклона кривой доходности казначейских обязательств наверняка продолжится, и уже к апрелю-маю спред КО США 10 – КО США 2 может выйти на уровень 230-250 б. п. (рис. 1). До последнего времени расширение спреда между десяти- и двухлетними КО США происходило без каких-либо существенных коррекций.

Вместе с тем, стремительное расширение спреда заставит отдельных инвесторов поддаться соблазну зафиксировать прибыль. Именно периоды фиксации прибыли могут стать неплохой возможностью для продажи указанного спреда для тех инвесторов, которые еще не воспользовались данной стратегией.

Рисунок 1. Динамика спреда КО США 10 – КО США 2 на фоне изменения ставки ФРС США



Источник: Bloomberg

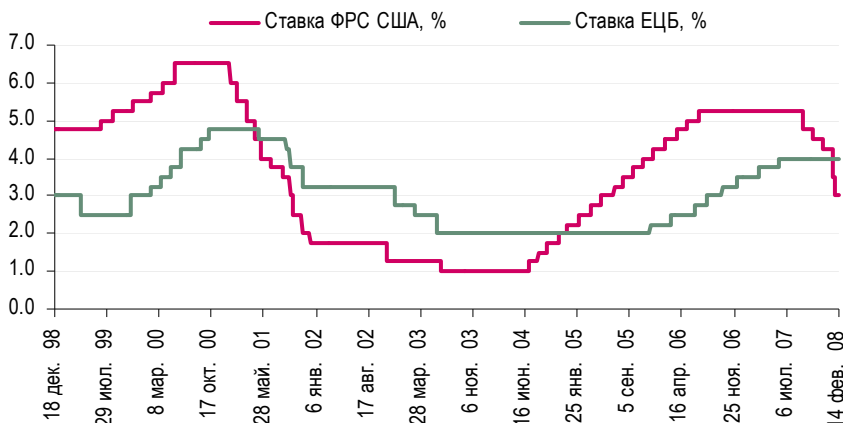
Вероятен рост доходностей длинных КО США

Увеличение угла наклона кривой доходности КО США до последнего времени происходило за счет опережающего снижения доходностей коротких нот. Однако в ходе дальнейшего понижения ключевой процентной ставки ФРС расширение спреда может происходить по другому сценарию: доходности коротких КО США будут оставаться относительно стабильными или незначительно уменьшаться, а доходности длинных обязательств будут расти на фоне усиления инфляционных ожиданий. Возможно, что именно такой сценарий расширения спреда начал реализовываться в последние две недели. Очень слабые результаты последних аукционов десяти- и тридцатилетних КО США продемонстрировали нежелание инвесторов приобретать долгосрочные казначейские инструменты с рекордно низкими ставками доходности. Рассуждения инвесторов в этой ситуации очевидны: намерение ФРС США продолжить снижать ключевую процентную ставку в конце концов окажет благотворное влияние на уровень экономической активности в США, и приоритетной задачей для монетарных властей во второй половине года вновь станет сдерживание инфляции. Такое развитие событий пока практически не отражено в доходностях КО США с высокой дюрацией и, соответственно, можно ожидать их дальнейшего роста.

ЕЦБ следует за ФРС уже во втором квартале

Процесс расширения спреда между короткими и длинными немецкими казначейскими обязательствами до последнего времени проходил не столь интенсивно. Еще в начале года внимание ЕЦБ было сосредоточено на инфляционных рисках. Но по мере публикации макроэкономической статистики и негативных отчетов финансовых институтов, ожидания замедления темпов роста европейской экономики также стали нарастать. По результатам заседания ЕЦБ, состоявшегося седьмого февраля, можно сделать вывод, что риторика европейских монетарных властей претерпела существенные изменения и проблеме поддержания экономической активности в еврозоне вскоре будет уделяться основное внимание. В настоящее время среднерыночный прогноз дальнейшей динамики ключевой процентной ставки европейской экономики указывает на 80%-ную вероятность ее снижения на 25 б. п. уже на заседании Совета управляющих ЕЦБ 10 апреля. Отметим также, что с 2000 г. ЕЦБ в своей политике неизменно следовал за монетарными властями США с временным лагом 7-9 месяцев.

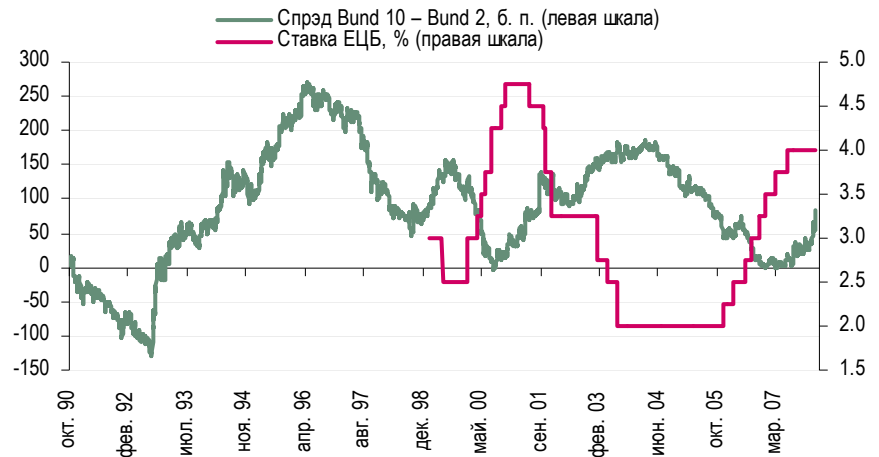
Рисунок 2. Динамика ключевых ставок ФРС США и ЕЦБ



Источник: Bloomberg

Немецкие Bund не замедлили отреагировать на изменение риторики ЕЦБ, и спред между десятилетними и двухлетними казначейскими обязательствами Германии (Bund 10 – Bund 2) за последние две недели расширился более чем на 30 б. п. Очевидно, что когда ожидания начала цикла понижения ставки в Европе оправдаются, данный спред будет расширяться более быстрыми темпами. Таким образом, потенциал дополнительного расширения спреда Bund 10 – Bund 2 с текущих уровней может составить 50-100 б. п.

Рисунок 3. Динамика спреда Bund 10 – Bund 2 на фоне изменения ставки ЕЦБ



Источник: Bloomberg

Как заработать на ожиданиях рецессии

На наш взгляд, торговые стратегии, основанные на расширении спреда между долгосрочными и краткосрочными казначейскими обязательствами США и Германии, будут одними из наиболее перспективных на протяжении первого и второго квартала 2008 г. Отметим также несопоставимо более высокую ликвидность базовых активов, что является очень важным аргументом в пользу таких инвестиционных стратегий, особенно в текущих рыночных условиях. Далее мы хотели бы подробнее остановиться именно на практических аспектах применения указанной стратегии.

Фьючерсы лучше, чем облигации

На наш взгляд, использование фьючерсов вместо покупки самих облигаций позволяет реализовать эту торговую идею наиболее эффективно. Это объясняется тем, что объем первоначальных вложений сокращается до размера минимального гарантийного обеспечения (до маржи), тогда как покупка самих облигаций требует финансирования сделки в полном объеме. Как следствие, использование фьючерсов увеличивает финансовый рычаг, а также заметно сокращает валютные риски инвестора. Иными словами, валютные риски распространяются только на размер минимального гарантийного обеспечения и на доход/убыток, полученный по сделке, в то время как при покупке самих облигаций валютный риск распространяется на весь объем вложений.

В качестве примера мы проанализировали позицию, сформированную покупкой фьючерсов на краткосрочные казначейские облигации Германии и продажей фьючерсов на долгосрочные Bunds. В *табл. 1* приведена основная информация по мартовским и июньским фьючерсным контрактам.

Таблица 1. Основные параметры фьючерсных контрактов (цены на 24 января 2008 г.)

Тикер Bloomberg	Дата исполнения контракта	Размер контракта, EUR	Цена спроса	Цена предложения	Начальная маржа, EUR	Базовый актив, срок обращения
DUN8 Comdty	10.03.08	100 000.0	104.770	104.775	400	Bund, 1.75-2.25 года
DUM8 Comdty	10.06.08	100 000.0	105.105	105.115	400	Bund, 1.75-2.25 года
RXH8 Comdty	10.03.08	100 000.0	115.990	116.000	1400	Bund, 8.5-10.5 года
RXM8 Comdty	10.06.08	100 000.0	115.550	115.570	1400	Bund, 8.5-10.5 года

* По контракту отсутствуют цены спроса и предложения, поэтому используется цена последней сделки.

Источник: Bloomberg

Нейтральная позиция не реагирует на сдвиги кривой

Для получения максимальной отдачи от данной торговой идеи («увеличение угла кривой доходности»), необходимо сформировать портфель таким образом, чтобы инвестор получал прибыль только от снижения доходностей в коротком сегменте и/или от их роста в длинном сегменте, при этом параллельный сдвиг кривой не должен оказывать какого-либо влияния на портфель. Таким образом исключаются риски процентных ставок и остается только риск увеличения/уменьшения угла наклона кривой, точнее, спреда между доходностью двух- и десятилетних выпусков. Такая нейтральная позиция может быть получена путем использования определенных весов (числа контрактов) при покупке фьючерсов на короткие Bunds и продаже фьючерсов на длинные выпуски.

Разное число контрактов на покупку и продажу при формировании нейтральной позиции связано с тем, что фьючерсы на облигации с разной дюрацией (как и сами облигации) обладают неодинаковой чувствительностью к изменению процентных ставок. Например, при сдвиге кривой вверх на 10 б. п. падение цены десятилетней облигации заметно превышает снижение котировок двухлетней. То же самое происходит и с фьючерсами, и по этой причине инвестору необходимо купить большее количество краткосрочных облигаций (или фьючерсов на них), чтобы нейтрализовать ценовой риск бумаг с длинной дюрацией.

Таблица 2. Число контрактов на двухлетние Bund для хеджирования одного фьючерса на десятилетние Bund

Фьючерс на десятилетние Bund	Число контрактов	DUH8	DUM8	DUU8
RXH8	1	4.76	4.03	3.65
RXM8	1	4.73	4.01	3.64
RXU8	1	4.89	4.14	3.76

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

При текущем ценообразовании, для того чтобы создать нейтральную позицию из мартовских контрактов, надо купить 4.76 контракта DUH8 Comdty и продать один контракт RXH8 Comdty. Для июньских фьючерсов соотношение составляет 4.01 контракта DUM8 Comdty на покупку и один контракт RXM8 Comdty на продажу. На практике наибольшее число сделок заключается с «ближними» контрактами (с наиболее близкой датой расчетов). Пропорции, в которых необходимо приобрести те или иные фьючерсные контракты, легко определяются в помощью функции FH в информационной системе Bloomberg (рис. 4).

Рисунок 4. Экран функции FH в Bloomberg

ComdtyFH

<HELP> for explanation.
Enter 1<GO> to update or <CANCEL> to abort.

FUTURES HEDGE RATIOS

	DUH8 Mar08	RXH8 Mar08
RISK	1.808	8.600
PRICE	104.815	116.17
DELIVER	BKO 4 12/11/09	DBR 3.75 1/04/17
CTD YLD	3.17	3.94
C SIZE	100,000	100,000
UNITS	EUR	EUR

RISK CALCULATION Equiv / Conventional

SHORT NUMBER OF CONTRACTS

Number Contracts Long	DUH8	RXH8
1	4.757	0.210
1		

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P. H372-497-2 18-Feb-2008 09:43:25

Расширение спреда на 20 б. п. формирует доход за период 52-57%

Для оценки дохода от сделки мы использовали несколько сценариев. В рамках консервативного сценария спред между двух- и десятилетними облигациями расширится всего лишь на 20 б. п.: доходность двухлетних бумаг снизится на 10 б. п., а доходность десятилетних, наоборот, увеличится на 10 б. п. Даже при таких консервативных оценках доход по позиции за период составляет порядка 52-57%. При более значительном расширении спреда доход от сделки увеличивается в разы из-за использования финансового рычага.

Еще раз напомним, что мы финансируем покупку/продажу не в полном объеме, а лишь в пределах минимального гарантийного обеспечения, что составляет порядка 0.4-1.4% от контракта. Результаты наших расчетов приведены в *табл. 3*.

Таблица 3. Оценка дохода по нейтральной позиции при расширении спреда на 20 50 и 100 б. п.. (цены на 18 февраля 2008 г.)

	Дата исполнения контракта	Число контрактов	Начальная маржа, EUR	Изм. ставок, б. п.	Доход, EUR	Доход за период, %	Изм. ставок, б. п.	Доход, EUR	Доход за период, %	Изм. ставок, б. п.	Доход, EUR	Доход за период, %
Покупка DUN8	10.03.08	4.76	1 903	-10	860		-30	2 588		-70	6 073	
Продажа RXN8	10.03.08	1.00	1 400	10	856		20	1 704		30	2 544	
Суммарная позиция			3 303	20	1 716	51.96%	50	4 292	129.96%	100	8 617	260.89%
Покупка DUM8	10.06.08	4.01	1 604	-10	855		-30	2 574		-70	6 042	
Продажа RXM8	10.06.08	1.00	1 400	10	850		20	1 693		30	2 529	
Суммарная позиция			3 004	20	1 706	56.79%	50	4 267	142.05%	100	8 571	285.32%

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (ьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. 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, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, 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 одно лицо не несет 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 ними лица мог предпринять действия в соответствии 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 Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что 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 аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал
125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление
Руководитель
аналитического управления
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Начальник отдела анализа
долговых обязательств
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoiseev@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеевкова
Malexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Транспорт и автомобилестроение
+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
Efaritov@rencap.com
Ольга Агеева

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
Ayazykov@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7777
Дерек Уивинг
Dweaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр
Сергей Петренко

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Украинский рынок акций, стратегия
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Владимир Динул
Сергей Петренко
Джеффри Смит

Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Рынок долговых обязательств, стратегия
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoiseev@rencap.com
Николай Подгузов
Татьяна Санникова
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
Pgrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
Ostepanova@rencap.com
Юлия Попова

Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвержены риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100