

Торговая идея: «Tapering not tightening: ставка на US treasuries»

Торговая идея: **16 сентября 2013**

Рекомендация: **покупать**

Инструмент: **ProShares Ultra 7-10 Year Treasury***

Тикер QUIK: **UST_NY**

Биржа: **NYSE Arca**

Текущее значение: **USD 49,53**

Уровень Take Profit: **USD 52,5 (+6%)**

Уровень Stop Loss: **USD 48,5 (-2%)**

Срок удержания позиции: **1-2 месяца**

*Комментарий: **ETF использует леверидж 2x (двойное плечо на покупку)**



Tapering not tightening

Смотря на график доходности 10-летних US treasuries, которая на прошлой недел в нервных конвульсиях пыталась прошить 3%-ый рубез (хотя еще в апреле околичивалась около отметки в 1,6%), невольно вспоминается знаменательная речь Бена Бернанке, которую он произнес в марте 2013 года в рамках ежегодной конференции "[Прошлое и будущее монетарной политики](#)".

В рамках своего выступления глава ФРС в подробностях рассказывал, из чего складываются долгосрочные процентные ставки. В конце своей речи Бернанке регулятора озвучил прогнозы, представленные различными агентствами и посчитанные по различным методикам, согласно которым уровень в 3% по 10-летним US treasuries ожидался лишь к концу 2014 года.

Мы считаем, что перед заседанием Феда 17-18 сентября можно покупать US treasuries. Несмотря на то, что в рамках заседания с большой долей вероятности будет принято решение о начале цикла сокращения программы QE3, текущий уровень доходности 10-летних treasuries выглядит необоснованным. Думаем, что рынок переоценивает значимость сворачивания программ количественного смягчения. Tapering not tightening, т.е. сворачивание QE не есть ужесточение монетарной политики. Нельзя там знак равенства ставить. Да и баланс ФРС не скоро начнет сокращаться — в последние годы регулятор методично увеличивал дюрацию активов в портфеле и QE3 окончательно завернется лишь к середине 2014 года (т.е. баланс продолжит расти до этого момента).

Уже много сказано про то, что взамен QE надо бы рынку новую «приманку» закинуть, остудить «горячие» головы. Вариантов у ФРС есть несколько:

- увеличение срока периода политики ZIRP (нулевые процентные ставки),
- снижение таргета по безработице с текущих 6,5%,
- установление более жестких ориентиров по инфляции (к примеру, «ZIRP продлится до тех пор, пока инфляция ниже 2%»).

Так или иначе, большой уклон, как нам кажется, будет сделан в сторону forward guidance. Иначе selloff на биржах начнется, который с учетом высокого леввериджа на рынке может и в панику перерасти. Хотя со снятием кандидатуры Саммерса в гонке за пост главы ФРС, инвесторы немного успокоятся – как никак, госпожа Йеллен, второй человек в ФРС и претендент #1 на пост уходящего в январе 2014 года Бернанке, является сторонником мягкой денежно-кредитной политики.

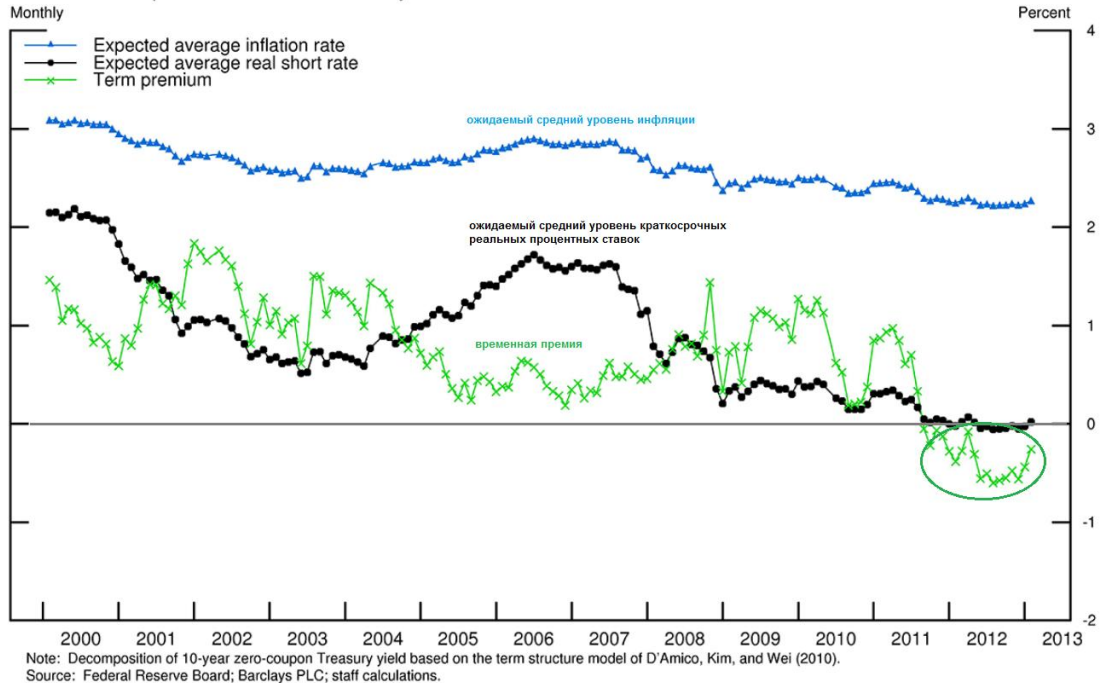
Давайте разберемся, что же стоит за ростом доходности US treasuries в последние месяцы. Пробежимся по выступлению Бернанке.

Итак, доходность 10-летних US treasuries, которые служат главным бенчмарком стоимости длинных денег в мировой экономике, складывается из следующих компонент:

1. Ожидаемая инфляция в течение ближайших 10 лет
2. Ожидаемая реальная процентная ставка по краткосрочным ценным бумагам в течение ближайших 10 лет (реальная, т.е. с поправкой на инфляцию)
3. Временная премия (или term premium).

Складываем все три значения и получаем текущую доходность 10-летних казначейских бумаг. К сожалению, построить график динамики каждой компоненты не так и просто (используются различные модели), поэтому обратимся к графикам, на которые сослался Бернанке. Это модель, предложенная D'Amico, Kim, and Wei (2010) - данные на начало года.

Chart 2. Decomposition of 10-Year Treasury Yield



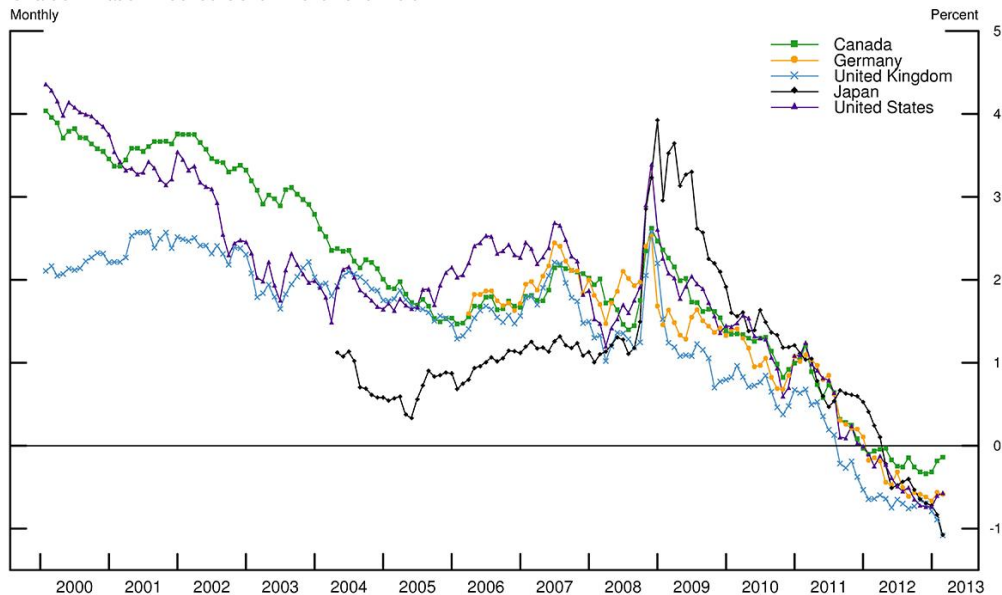
1. Ожидаемая инфляция. Как видно, ожидаемая инфляция (синяя линия) оставалась довольно стабильной в последние десять лет. Отчасти, это результат строгой приверженности ФРС к одному из своих мандатов — стабильности цен. Более того, с 2012 года (с подтверждением в 2013-ом) ФРС в рамках долгосрочных целей определил уровень долгосрочной инфляции в 2%. С другой стороны — темпы роста инфляционных ожиданий замедляются — это говорит о нарастании дефляционных настроений, подавленном экономическом росте.

2. Ожидаемые реальные краткосрочные процентные ставки (черная линия), как видно на графике, четко реагируют на действия монетарных властей.

Плавное нисходящее движение реальных краткосрочных процентных ставок в течение последующих 10 лет отражает ожидания относительно темпов восстановления экономики. Участники рынка закладываются на устойчивый медленный рост экономики в течение следующих 10 лет.

Поэтому реальные краткосрочные ставки еще долго будут прижаты к нулю. К примеру, это находит явное отражение в том, как методично понижаются прогнозы по ВВП с 2009 года, причем не только по США, но и по другим развитым странам. На следующем графике показана доходность TIPS (долгосрочные гособлигации с поправкой на инфляцию) по ведущим развитым экономикам. Все DM попали в одну яму.

ФРС прекрасно видит слабость экономики и, принимая во внимание факт того, что инфляционные ожидания очень инертны и достаточно контролируемы, занимается таргетированием реальных краткосрочных процентных ставок в краткосрочной и среднесрочной перспективе (долгосрочные ставки определяют немонетарные факторы — к примеру, доходность капитальных инвестиций и т.п.).

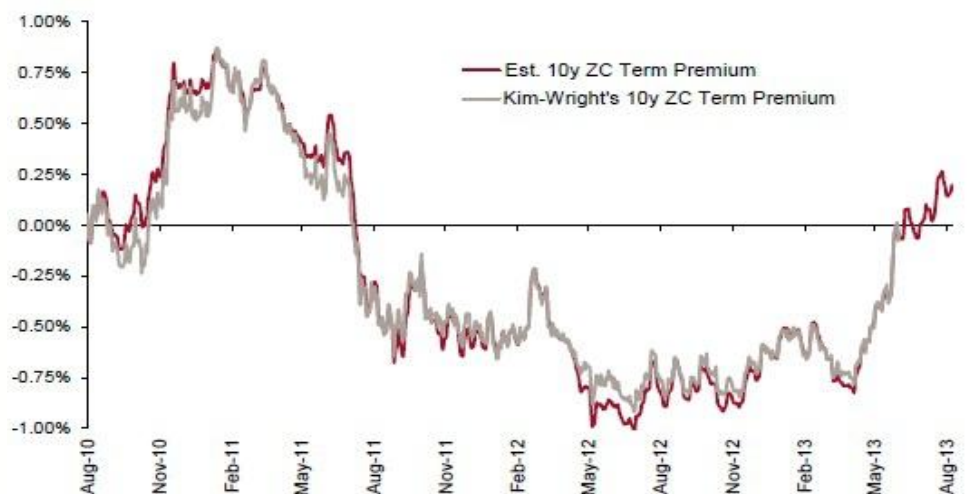
Chart 3. Inflation-Indexed Government Bond Yield
 Monthly


Note: Par yields. The maturity for the U.S., U.K., and German bonds is 10 years. The current maturity for the Japanese bond is 5 years, and that for the Canadian bond is 8 years.
 Source: Bloomberg.

3. Временная премия (term premium) — остаточная компонента. Обратите внимание, что именно за счет *term premium* доходности 10-летних трежериз провалились к своим историческим минимумам после 2010 года. Собственно, во многом благодаря восстановлению этой компоненты доходности улетели вверх с мая 2013-ом. Сегодня мы наблюдаем процесс нормализации процентных ставок, который выражается в возвращении временной премии к своим средним историческим значениям (0,5-1,5%).

По сути, временная премия — это тот дополнительный доход, который инвестор хочет получить в качестве вознаграждения за владение долгосрочной облигацией, вместо того, чтобы заниматься последовательными покупками краткосрочных векселей (6-, 12-мес.) до погашения или их роллированием в течение аналогичного периода инвестирования. Понятно, что долгосрочные облигации подвержены риску изменения процентных ставок. Так вот временная премия и есть компенсация этого риска.

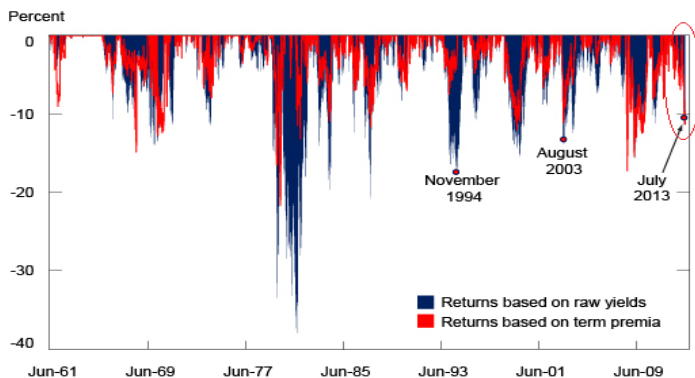
10-year zero-coupon term premium (in percent)



Source: Federal Reserve

* В начале августа 2013 года ФРБ Нью-Йорка представил исследование, в котором четко показано, что основной причиной недавнего всплеска в доходностях 10-летних treasuries стал рост временной премии.

Recent selloff is attributable to rise in term premia



Sources: Authors' calculations, based on data from Adrian, Crump, and Moench (2008) and Gurkaynak, Sack, and Wright (2006).

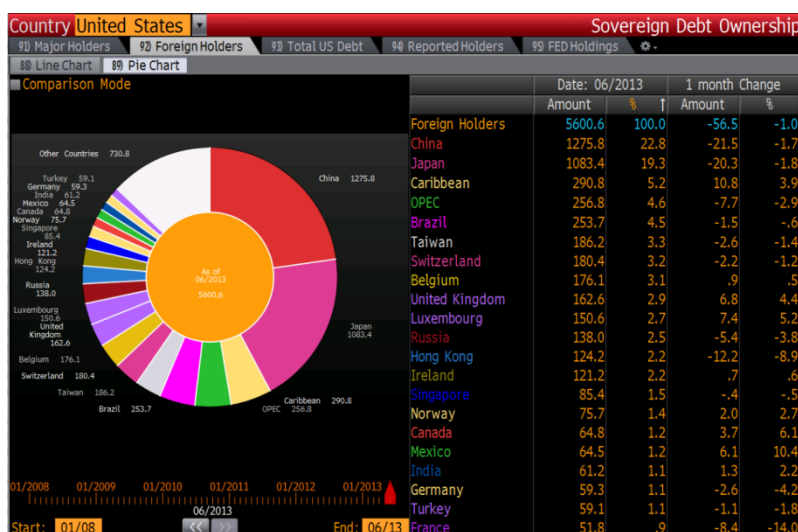
Note: The chart plots the cumulative returns on a hypothetical ten-year, zero-coupon Treasury bond during bond market selloffs against the cumulative returns during the selloff attributable to changes in term premia for the June 14, 1961, to July 31, 2013 sample period.

Бен Бернанке отмечает две причины в характере риска процентных ставок:

1. Волатильность трежериз снизилась, отчасти из-за того, что краткосрочные бумаги прижались к нижней границе и по задумке ФРС останутся там еще надолго.
2. Корреляция цен трежериз и акций со временем становится все более отрицательной - облигации все более ценны в хеджировании рисков, связанных с владением другими активами.

Глава ФРС также отмечает возросшую в последние годы роль казначейских облигаций в качестве «тихой гавани», т.е. защитного актива. Это отчасти также поспособствовало повышенному спросу на US treasuries, особенно со стороны стран с профицитом счета текущих операций (тот же Китай, или страны ОПЕК), которые находятся в поиске надежных активов, куда можно пристроить свои накопленные резервы.

Из 11,9 трлн долга США, на иностранных держателей приходится 5,7 трлн (48,1%)



Многочисленные программы выкупа активов ФРС (QE или, правильнее, LSAP) также оказали значительное влияние на временную премию, загнав ее на отрицательную территорию после 2010 года. Понятно, что когда центробанк находится в ловушке ликвидности и краткосрочные ставки прижаты к нулю, а экономика продолжает находиться

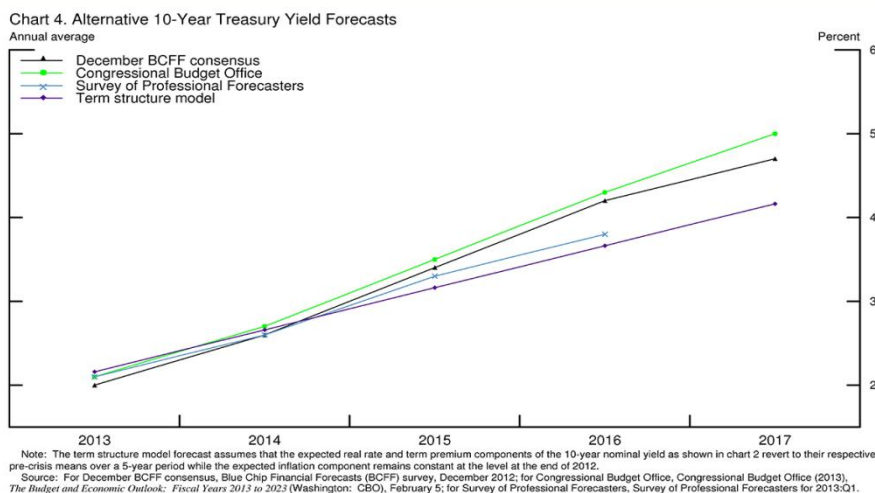
в самоподдерживающемся процессе делевериджа, нужно применять нестандартные методы монетарной политики. Этими методами и стали QE и forward guidance.

Итак, долгосрочные ставки являются суммой трех компонент. При этом ожидаемая инфляция была низкой, как следствие отражения мандата центробанка и высокого доверия к нему и его действиям. Реальные краткосрочные ставки останутся низкими, отражая ожидаемую слабость экономического восстановления в развитых странах. Поэтому монетарная политика должна оставаться стимулирующей при прочих равных условиях, если мандатом стоит поддержание ценовой стабильности. Поэтому центробанки всех ведущих развитых стран в условиях низких темпов роста экономик вынуждены придерживаться аккомодационной политики и удерживать долгосрочные ставки на низком уровне.

Бернанке отмечает, что прозрачность относительно возможных направлений монетарной политики и процентных ставок является основополагающим принципом деятельности центробанка и может повысить эффективность их политики. Речь идет о так называемом инструменте *forward guidance*. Надо заметить, что и ЕЦБ и Банк Англии в рамках своих последних заседаний (с июля 2013 года) сообщили, что будут активно использовать этот инструмент в монетарной политике.

ФРС ожидает восстановления экономики и ждет постепенного роста доходностей US treasuries. Примите это за данность.

Бернанке привел следующий график ожидаемой динамики 10-лет. казначейских облигаций:



Согласно различным оценкам (их на графике четыре), доходности десятилеток достигнут 3% в конце 2014 года. Риски невыполнения прогнозов, конечно, есть.

Далее Бернанке отмечает, что одной из причин сосредоточения внимания на сроках и темпах возможного роста долгосрочных ставок является оценка влияния на финансовую стабильность (новый мандат регулятора?!).

Две проблемы, связанный с перспективой долгосрочных ставок:

1. если ставки будут оставаться низкими длительное время, то увеличатся риски надувания «пузырей» и «погони за доходностью», о чем говорил Джереми Штейн.
2. если долгосрочные ставки резко вырастут, то финансовые организации понесут серьезные убытки (затормозится процесс кредитования и т.п.).

Эти риски могут взаимно усиливать друг друга.

Получается так, что преждевременное увеличение ставок будет нести высокий риск торможения экономического восстановления, что может привести, как ни странно, к еще более длительному периоду низких долгосрочных ставок.

ФРС очень серьезно относится к рискам финансовой стабильности, поэтому:

1. значительно усиливает макропруденциальный надзор.
2. активно использует инструменты регулирования и надзора (Базель III, стресс-тесты, закон Додда-Франка и т.п.).
3. проводит активную коммуникацию с рынком - инструмент forward guidance.

Недавно FOMC утвердило параметры выхода из политики нулевых % ставок (ZIRP), установив целевой уровень по безработице в 6,5% при сохранении инфляции в диапазоне 2%. Коммуникации ФРС должны снизить ненужную волатильность процентных ставок.

Кроме этого, ФРС может использовать инструменты — продавать (antiQE)/выкупать(QE) активы на балансе в зависимости от экономических условий, а также регулировать сроки и темпы продаж активов для предотвращения изменений в процентных ставках.

Вывод: ФРС необходимо поддерживать хрупкий баланс, поэтому регулятор использует комплексный подход к оценке ситуации.

Учитывая крайнюю значимость коммуникаций (forward guidance) в политике ФРС, и что заветные слова «Fed tapering» из уст Бернанке прозвучали в мае 2013 перед Конгрессом, сомневаться в скором сворачивании QE3 нет никакого смысла. Следуя поговорке «покупай на слухах, продавай по факту» (и наоборот), покупка US treasures сегодня выглядит достаточно интересной идеей.

После сворачивания QE рынок начнет обращать все большее внимание на макроэкономические показатели, от которых будет зависеть динамика долгосрочных ставок — безработицу и инфляцию.

Дмитрий Шагардин

Контакты:

Санкт-Петербург: 8 (812) 457 19 19, ул. Марата, 69-71, Бизнес-центр «Ренессанс Плаза»
Москва: 8 (495) 981 06 06, Пречистенская наб., 17, Бизнес-центр «Баркли Плаза»

www.brokerkf.ru , www.kfe.ee

Отдел
рыночного анализа и консультаций

Шагардин Дмитрий
d.shagardin@brokerkf.ru

Архипов Андрей
a.arhipov@brokerkf.ru

Управление
по работе с институциональными клиентами

Евдокимова Зоя (доб.44560)
z.evdokimova@brokerkf.ru

Иванов Дмитрий (доб. 44124)
d.ivanov@brokerkf.ru

Капустянский Владимир (доб.44563)
v.kapustyansky@brokerkf.ru

Кузнецов Игорь (доб.44145)
i.kuznetsov@brokerkf.ru

Трошин Александр (доб. 44562)
a.troshin@brokerkf.ru

Хабазова Антонина (доб.44564)
a.khabazova@brokerkf.ru

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях. Ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и КИТ Финанс (ООО) не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. КИТ Финанс (ООО) не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако КИТ Финанс (ООО) имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или проводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения КИТ Финанс (ООО). КИТ Финанс (ООО) не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений принятых на основании данной информации. КИТ Финанс (ООО) Лиц. ФСФР России на осуществление брокерской деятельности № 078-06525-100000 от 14.10.2003.