



◀ **Алексей ТРЕТЬЯКОВ,**
генеральный директор,
УК «Арикапитал»

Зачем российскому управляющему US Treasuries?

Американские казначейские облигации, которые являются базовым активом в любом глобальном облигационном фонде, пока еще не стали популярными среди российских ПИФов. В конце 2013 года мы приняли решение вложить в 10-летние US Treasuries около 10% активов открытого ПИФа облигаций «Арикапитал – Чистые деньги». Эта покупка стала одной из лучших торговых идей в начале 2014 года. Даже после неожиданного роста котировок в январе американские государственные облигации заслуживают, на наш взгляд, включения в структуру активов облигационных ПИФов как достаточно привлекательный инструмент.

В конце 2013 года большинство аналитиков рекомендовали продавать US Treasuries, прогнозируя рост ставок на фоне улучшений в американской экономике. Начиная с мая котировки гособлигаций снижались, достигнув минимума в конце декабря, вскоре после заседания комитета по открытым рынкам Федеральной резервной системы США 19 декабря 2013 года, на котором было принято решение о начале сворачивания программы количественного смягчения. Однако в начале 2014 года US Treasuries показали неожиданный рост, обеспечив инвесторам лучший ежемесячный доход за последние два года. Доходность 10-летнего выпуска опустилась в январе с 3.0% до 2.65%, после чего стабилизировалась в диапазоне 2.65–

2.75%, несмотря на то что аналитики по-прежнему пессимистично ожидают роста до 2.93% к концу первого квартала.

Январская динамика долгового рынка в очередной раз показала, что прогнозы аналитиков сбываются не всегда. Когда мнение по поводу роста или падения того или иного актива становится доминирующим, часто мы наблюдаем на рынке прямо противоположную картину. Принимая решение приобрести US Treasuries, мы прислушались к успешным американским управляющим крупными фондами, не верящим в рост процентных ставок в реальном выражении, например, к Биллу Гроссу — основателю и управляющему крупнейшим в мире фондом облигаций PIMCO Total Return, или Джеффри Гундлаху,

включенному агентством Bloomberg в список топ-50 влиятельных людей на финансовых рынках в 2012 году.

Анализируя рынок US Treasuries, мы отталкиваемся от сценария, в котором кривая доходностей останется без изменений при ее равновероятном сдвиге вверх или вниз. Если доходность 10-летних US Treasuries через год не изменится и останется на уровне 2.65% годовых, то с учетом хеджирования валютного риска инвестиция в них принесет 11.8% годовых в рублях. Каким образом получаются результаты, заметно превышающие показатели не только по ОФЗ, но даже по корпоративным рублевым облигациям первого-второго эшелона?

Важное преимущество американских гособлигаций над ОФЗ заключается в более сильном наклоне кривой доходности. На рисунке 1 показан отрезок кривой наиболее активно торгуемых ОФЗ и UST с погашением через 7–10 лет. Угол наклона американской кривой в два раза больше кривой ОФЗ.

Уравнение, описывающее наклон кривой ОФЗ, показывает, что доходность любой из долгосрочных серий ОФЗ (26215, 26207, 26212) через год снизится не более чем на 10 б.п. Это позволит прибавить к купонной доходности до 1% переоценки и суммарно заработать 8.5–9.5% (расчеты произведены на 27.02.2014. — *Ред.*). Аналогичный подход к американской кривой показывает, что доходность 10-летнего выпуска Treasuries снизится за год более чем на 20 б.п. Купонная доходность 2.75% + прибыль от переоценки обеспечат совокупный результат 4.5% годовых.

Для корректного сопоставления долларовой доходности по UST и рублевой доходности по ОФЗ необходимо учесть стоимость хеджирования валютных рисков. Базовая валюта для российской управляющей компании — рубль. Нужно захеджировать валютный риск, возникающий при покупке UST, продав форвардный или фьючерсный контракт на доллар США в сумме, соответствующей ожидаемой через год стоимости облигации с учетом накопленного купонного дохода. Большую часть 2013 года годовой форвардный курс доллара США котировался на уровне спот-курс +6%, а в конце января после всплеска волатильности на валютном рынке разница увеличилась до 7%. Таким образом, совокупная рублевая доходность

от вложений в US Treasuries составит $1.045 \cdot 1.07 - 1 = 11.8\%$ годовых.

На наш взгляд, это неплохая доходность по самому надежному в мире долговому инструменту. Конечно, если заменить UST на еврооблигации российских эмитентов, можно сконструировать еще более доходный портфель. Однако тема арбитража между сегментами еврооблигаций и рублевых облигаций заслуживает отдельной статьи. Мы же хотим отметить дополнительные уникальные преимущества US Treasuries — самая высокая ликвидность и отрицательная корреляция с рискованными активами, в том числе российскими долговыми бумагами. На практике мы убедились, что в моменты панических настроений, когда спреды между котировками на покупку и продажу даже суверенных российских еврооблигаций и ОФЗ расширяются до 1% и выше, нет никакой проблемы получить двустороннюю котировку по Treasuries со спредом не более 0.1% от цены.

Общеизвестен и тот факт, что US Treasuries обычно растут в моменты бегства от рисков и распродаж на развивающихся рынках. Именно тогда возникает потребность в ликвидности из-за оттока пайщиков либо просто для покупки подешевевших активов. На ближайший год, который может стать достаточно напряженным для российского долгового рынка, любому управляющему российским облигационным фондом не помешает «стратегический резерв» в размере 10–20% от активов в виде гособлигаций США. ©

■ ■ ■
 ЕСЛИ ДОХОДНОСТЬ
 10-ЛЕТНИХ US
 TREASURIES
 ОСТАНЕТСЯ НА УРОВНЕ
 2.65% ГОДОВЫХ,
 ТО ИНВЕСТИЦИЯ
 В НИХ ПРИНЕСЕТ 11.8%
 ГОДОВЫХ В РУБЛЯХ

Рисунок 1
 Кривая доходности US
 Treasuries и ОФЗ 7–10 лет

