

РАЗВИТИЕ СТРАТЕГИИ КЭРРИ-ТРЕЙД В ПЕРИОД ВАЛЮТНЫХ ВОЙН

С. В. Якунин, А. В. Якунина

Саратовский социально-экономический институт (филиал)

РЭУ им. Г. В. Плеханова, Россия

E-mail: ysw@yandex.ru, alla.yackunina@yandex.ru

Пытаясь решить экономические проблемы, страны часто прибегают к снижению курса национальной валюты как через прямую девальвацию, так и посредством снижения ключевой ставки. Вслед за регуляторами экономически развитых стран, по-прежнему решающих проблемы путем смягчения денежно-кредитной политики, центральные банки развивающихся стран, стараясь ограничить возникающие в результате операций кэрри-трейд резкие потоки капитала, также начинают прибегать к снижению процентных ставок. Резкие изменения процентных ставок повышают риск использования стратегии кэрри-трейд. Росту операций кэрри-трейд с российской валютой способствует сохранение в России сравнительно высоких процентных ставок. Однако повышенный спрос инвесторов на высоконадежные активы в условиях сохраняющихся опасений относительно перспектив мировой экономики, с одной стороны, и недостаточная для компенсации риска доходность инвестиций в российские долговые инструменты – с другой, обуславливают перспективы сокращения объемов кэрри-трейд в России.

DEVELOPMENT OF THE KERRY-TRADE STRATEGY DURING THE CURRENCY WARS

S. V. Yakunin, A. V. Yakunina

Trying to solve economic problems, countries often resort to depreciation of the national currency both through direct devaluation and by reducing the key rate. Following the regulators of economically developed countries, which still solve problems by easing monetary policy, the central banks of developing countries also begin to resort to lower interest rates, trying to limit the sharp capital outflows resulting from carry trade. Sudden changes in interest rates increase the risk of using the carry trade strategy. The growth of carry trade with the Russian currency is facilitated by the preservation of relatively high interest rates in Russia. However, increased investor demand for highly reliable assets in the face of continuing concerns about the global economy prospects, on the one hand, and insufficient return on investment for Russian debt instruments to compensate for the risk, on the other hand, give rise to prospects for a carry trade volumes decrease in Russia.

Исследователи причин и последствий валютных войн уделяют основное внимание их влиянию на внешнюю торговлю и возможностям получения страной торговых преимуществ в результате девальвации своей валюты. В современных условиях, однако, особый интерес представляет исследование влияния валютных войн на развитие сделок кэрри-трейд.

Согласно стратегии кэрри-трейд, верный способ улучшить доходность актива – это использовать более дешевые деньги, чтобы купить его. Инвесторы пользуются разницей в процентных ставках между двумя странами. Наиболее распространенным способом осуществления кэрри-трейд является заимствова-

ние денег в стране с низкими процентными ставками, обмен их на валюту страны с высокими ставками и инвестирование в облигации в этой стране. Таким образом, покупается валюта и размещается до тех пор, пока инвестор не получит прибыль (валютная кэрри-трейд). Также можно использовать валютные свопы и фьючерсные контракты, т.е. инструменты, предполагающие выплаты, основанные на изменениях обменного курса с течением времени.

До 1990-х годов стратегия кэрри-трейд была сферой, где менеджеры хедж-фондов делали ставки на непонятные валюты развивающихся рынков, и большинству финансистов этот термин был мало знаком. Затем Банк Японии снизил свои процентные ставки почти до нуля, и трейдеры по всему миру осознали, что они могут получить прибыль, занимая в иенах, чтобы купить долларové активы. В наши дни стратегия является территорией инвесторов в облигации и другие активы с фиксированным доходом, а торги, как правило, носят краткосрочный характер.

Инвесторы использовали стратегию кэрри-трейд в течение десятилетий, делая ставки на валюты тех стран, где они могли получить большую доходность, размещая активы в облигации. Сами участники сделок кэрри-трейд помогают укрепить валюту с высокой процентной ставкой, инвестируя в нее, и затем число инвесторов, желающих участвовать в торговле, растет, помогая валюте укрепляться еще больше. Кроме того, иногда высокие процентные ставки наблюдаются в поворотный момент, когда руководство страны начинает реализацию программы оздоровления экономики, вызывая рост стоимости активов страны. Одной из причин возникновения Турции и Аргентины в качестве объектов кэрри-трейд является то, что их центральные банки подняли процентные ставки, чтобы справиться с экономическими проблемами.

Однако резкие изменения процентных ставок повышают риск использования стратегии кэрри-трейд. Разворот тренда в кэрри-трейд может быть вызван ужесточением денежно-кредитной политики в стране с низким процентным курсом, непредвиденным событием, резко снижающим привлекательность целевой валюты, или просто осознанием рынком того, что целевая валюта не соответствует складывающимся в этой стране экономическим условиям. Ярким примером является кэрри-трейд иена-доллар в конце 1990-х гг. Всего за одну неделю в 1998 г. иена выросла на 16% по отношению к доллару, что изменило годы прибыльности для инвесторов кэрри-трейд, бравших кредиты в иенах для инвестиций в других странах. Другой, более «свежий» пример – это банкротство в 2013 году Американского хедж-фонда FX Concepts в результате того, что он медленно реагировал на решения центральных банков по всему миру снизить процентные ставки практически до нуля. Наконец, введение США санкций против России привело к выходу иностранных инвесторов из российских облигаций и снижению курса рубля в августе 2019 г. Особенно рискованной стратегия кэрри-трейд становится в результате распространения валютных войн.

У торгово-валютных войн богатая история [1]. Как теоретические исследования, так и исторические примеры свидетельствуют, что, удешевляя свои валюты, страны могут получить краткосрочную выгоду, хотя в последствие их

торговые партнеры также удешевляют свои валюты, чтобы восстановить экспортные преимущества. В такой игре вряд ли могут быть победители. Однако страны снова и снова прибегают к снижению курса валюты как инструменту достижения экономических целей.

Цели девальвации национальных валют и её масштабы варьируются по странам. Девальвацию могут осуществлять с целью защиты отечественного товаропроизводителя, обеспечения исполнения бездефицитного бюджета, сохранения объёма золотовалютных резервов. На уровень девальвации национальной валюты оказывает влияние уровень золото-валютных запасов, определяющих возможность финансирования дефицита бюджета; зависимость бюджета страны от стоимости продаваемых ресурсов; степень диверсификации экономики; зависимость экономики страны от стран, осуществляющих девальвацию национальной валюты [2].

Одним из наиболее ярких примеров последних лет является решение Народного банка Китая о девальвации национальной валюты в августе 2015 г. с целью смягчить и даже полностью нивелировать действие американских пошлин. На наш взгляд, оно было обусловлено, прежде всего, стремлением поддержать экономику страны, так как традиционные рычаги влияния на экономику практически уже перестали действовать [2]. Девальвация юаня стала на тот момент тем единственным инструментом, который позволил выполнить экономические планы по развитию страны и стимулировал экспорт произведенных в стране товаров. Интересно, что еще в начале 2015 г. эксперты банка Bank of America утверждали, что сценарий девальвации юаня крайне маловероятен и что, если это произойдет, можно будет смело говорить об эскалации валютных войн. Это позволяет нам считать август 2015 г. началом нового этапа валютных войн между крупнейшими мировыми экономическими державами.

Следует подчеркнуть, что политические лидеры Китая имеют больший контроль над денежно-кредитной и валютной политикой, чем руководство традиционно рыночных стран, к которым относятся США. Регуляторы США такого контроля не имеют и вынуждены использовать рыночные рычаги [3]. Отметим, что снижение курса национальной валюты часто является следствием такой стимулирующей меры, используемой для оживления экономики страны, как снижение ключевой ставки (ставки рефинансирования). Когда центральный банк снижает процентную ставку, краткосрочные мобильные капиталы стремительно покидают страну в поисках более высокой доходности. В долгосрочном периоде отток капитала из страны, вызванный смягчением денежно-кредитной политики, может вызвать падение валютного курса [4]. Возможность использовать низкую стоимость заимствований создает дополнительные условия для распространения операций кэрри трейд.

Валютные войны в сочетании с распространением операций кэрри-трейд способствуют надуванию пузыря на финансовом рынке. Рост фондовых рынков развивающихся стран в ряде случаев можно рассматривать как эффект слабой иены, швейцарского франка и других аналогичных валют. Спекулянты занимают в дешевеющих валютах, покупая их. После покупки происходит их

конвертация в слабые валюты развивающихся рынков и инвестирование в облигации данных стран, предлагающих более высокую ставку, чем имеющаяся ставка в облигациях развитых стран. В развивающихся странах выше инфляция и, соответственно, доходность. В случае укрепления валюты развивающихся стран валютный спекулянт увеличивает свой доход. Например, в 2006-2007 годах укрепление рубля по отношению к доллару вместе с высокой доходностью российской валюты (ставка рефинансирования ЦБ РФ была тогда двузначной) позволили получать от рублевых активов двойной доход. По прошествии определенного времени активы в высокодоходной валюте продаются, проводится обратная конвертация валют, кредит возвращается, а разница между доходностью высокодоходных валют-мишеней и низкодоходных валют заимствования оседает у инвесторов.

Однако вызванный операциями кэрри-трейд резкий «переток» капитала в странах с развивающейся экономикой представляет опасность. Это заставило регуляторы данных стран пересмотреть политику по изменению ключевой ставки. Только в августе 2019 г. центральные банки 37 стран с формирующейся экономикой снизили ставки 14 раз [5]. Причем в ряде случаев (например, ЦБ Мексики и Таиланда) это было неожиданно для рынка. Напомним, что на протяжении всего 2018 г. регуляторы развивающихся стран, напротив, повышали ставки, пытаясь остановить падение своих валют на фоне укрепляющегося доллара.

Таким образом, мы наблюдаем, что пока регуляторы экономически развитых стран по-прежнему стараются решать проблемы смягчением денежной политики путем снижения процентной ставки, центральные банки развивающихся стран, в свою очередь, стараются ограничить возникающие в результате операций кэрри-трейд резкие перетоки капитала и также начинают прибегать к снижению процентных ставок.

Что касается России, то более десяти лет назад краткосрочному притоку капитала в нашу страну способствовал фиксированный курс рубля. Сейчас действует плавающий курс, что значительно повысило непредсказуемость поведения российской валюты и ее волатильность. При инвестициях в российские активы сегодня, существует более высокий риск того, что курс национальной валюты может существенно измениться за короткий промежуток времени, а это легко «съедает» прибыль, заработанную на операциях кэрри-трейд. Заметим, что прибыль не столь большая – всего 6-7% за год, а изменения курса могут достигать нескольких десятков процентов. Если раньше было ясно, что Банк России сдержит курс как от чрезмерного укрепления, так и от чрезмерного ослабления, то сейчас это уже не так однозначно [6].

В то же время, валютных спекулянтов, занимающихся операциями кэрри-трейд с российской валютой, привлекают снижение инфляции при сохранении достаточно высоких (реально положительных) процентных ставок по сравнению со ставками в экономически развитых странах. Кроме того, Банк России не перестает посылать кэрри-трейдером сигналы о том, что резких изменений не произойдет и трейдерам не придется быстро выходить из российских активов.

Перспективы развития стратегии кэрри-трейд в дальнейшем будут связаны с действиями монетарных властей мировых держав по предотвращению рецессии в своих странах вследствие роста экономических и политических рисков и угрозы замедления роста мировой экономики. Количественное смягчение в том или ином виде остается одним из наиболее эффективных инструментов – это общий мировой сложившийся среднесрочный тренд. Таким образом, меры по оживлению экономики в развитых странах направлены на дальнейшее снижение стоимости заимствования. «Голубиный настрой» регуляторов мировых экономик в отношении ставок более отдаленных периодов предопределяет снижение затрат на рефинансирование долга в будущем, что стимулирует инвесторов инвестировать сегодня под действующие низкие ставки. Так, Германия впервые в августе 2019 г. начала продавать тридцатилетние облигации с нулевой доходностью, а так как на аукционе они продавались чуть выше номинальной стоимости, доходность этих облигаций оказалась отрицательной, составив – 0,11% [7]. Во время данного аукциона Германия привлекла €869 млн, а через 30 лет инвесторы смогут получить по ним €795 млн. Таким образом, инвесторы покупают облигации с отрицательной доходностью, желая вложить средства в безопасные активы, а также делая ставку на то, что дальнейшее снижение доходности облигаций повысит ценность этих облигаций в будущем.

На данном фоне российские корпоративные и государственные облигации остаются привлекательными для инвесторов. В то же время, все более очевидно постепенное замещение спроса нерезидентов отечественными игроками.

Мы считаем, что объемы кэрри-трейд в России снизятся. Это обусловлено, во-первых, повышенным спросом инвесторов на высоконадежные активы в условиях сохраняющихся опасений относительно перспектив мировой экономики. Дело в том, что в последнее время увеличивается расхождение между представлением инвесторов о состоянии мировой экономики и её фактическим состоянием. Сегодня инвесторы находятся в ожидании начала рецессии мировой экономики, сравнимой по масштабам с событиями 2008 года. На финансовых рынках неуверенность инвесторов выражается в избыточной реакции на негативные новости, что в свою очередь ведет к повышению волатильности мировых рынков. В результате волатильность финансовых рынков может «самовоспроизводиться», что ведет к охлаждению у глобальных инвесторов «аппетита» к риску и способствует снижению спроса на рискованные активы. В полном соответствии с мировым трендом на российском долговом рынке можно наблюдать снижение доходностей и переход капитала в долгосрочные облигации надежных эмитентов.

Во-вторых, у глобальных инвесторов сохраняются ожидания дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики регуляторами крупнейших стран, в том числе и ЦБ РФ. В результате меняются спреды на рынке облигаций, и осуществляется пересмотр политики кэрри-трейд в разрезе стран. Расширение США санкций против России, включая запрет американскому финансовому сектору покупать российские еврооблигации (не ОФЗ) при первичном размещении, привело к переоценке требуемого инвесторами соотношения риска и

доходности. Об этом свидетельствует отток вложений инвесторов-нерезидентов, который по итогам августа 2019 г. составил 4 млрд руб. Аналитики отмечают, что предлагаемой эмитентами премии инвесторам очевидно недостаточно [8].

Таким образом, несмотря на профицит бюджета, низкий госдолг, более высокую, чем в европейских странах и США, доходность и другие позитивные экономические факторы, рост спроса иностранных инвесторов на российские рублевые активы при существующих уровнях доходности при размещении маловероятен.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Якунин С. В.* Пути стабилизации курса национальной валюты // Саратовской области - 80 лет: история, опыт развития, перспективы роста : сб. науч. трудов Междунар. науч.-практ. конф. 2016. Ч. 2. С. 50-52.
2. *Якунин С. В., Андронов И. И.* Теория и практика девальвации валют // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. № 47. С. 2-10.
3. Услышано на улице: Следует привыкнуть к торговой войне // Россия сегодня. 26 августа 2019 г. [Электронный ресурс]. URL: https://1prime.ru/state_regulation/20190826/830269306.html (дата обращения: 10.09.2019).
4. *Polak J. J.* The Two Monetary Approaches to the Balance of Payments: Keynesian and Johnsonian // IMF Working Paper WP/01/100. IMF. 2001.
5. Паника центробанков: снижение ставок бьет рекорды с 2008 года [Электронный ресурс]. URL: <https://www.vestifinance.ru/articles/124425> (дата обращения: 10.09.2019).
6. *Шевченко Л. М.* Воздействие глобализации на устойчивость национальной финансовой системы // Вестник СГСЭУ. 2014. № 2 (51). С. 108-112.
7. *Рождественская Я.* Германия впервые продала 30-летние облигации с отрицательной доходностью // Коммерсантъ. 21.08.2019. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/4067574> (дата обращения: 10.09.2019).
8. *Ермак А.* Рынок ОФЗ: ажиотажный спрос на последних в текущем квартале аукционах. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.vestifinance.ru/articles/125692> (дата обращения: 10.09.2019).