

## 7 тучных лет прошли? Для некоторых классов активов точно.



**Александр Варюшкин**  
Партнер,  
Руководитель департамента по  
управлению активами

В 2015 году исполнится ровно семь лет с того момента, как ФРС США (и остальные ведущие центральные банки) начали использовать беспрецедентно мягкую монетарную политику в попытках стимулировать рост мировой экономики. И в том же 2015-м, как ожидает большинство участников рынка, ФРС США начнет процесс **нормализации** процентных ставок (в том смысле, что сейчас они ненормально низкие). Фьючерсы на уровень процентных ставок предполагают рост к концу 2015 года до 0,75% (повышение на 0,5%), и к концу 2016 года до 1,75% (еще на 1%). Прогнозы экономистов немного агрессивнее: к концу 2015 года ставка 1%, к концу 2016 года – 2,5%, и 3,5% к концу 2017 года. Однако, несмотря на то, что участники рынка «как бы» ожидают роста процентных ставок, уровни доходностей по облигациям с длинными сроками до погашения не соответствуют этому прогнозу. В самом деле, на текущий момент доходность 10-летних US Treasuries около 2,5%, если предположить, что краткосрочная доходность в конце 2017 года станет 3,5%, то справедливый уровень доходности должен находиться в диапазоне 2,8–3,6% (с большим количеством оговорок на тему формы кривой доходности). В чем причина того, что цены игнорируют прогнозы экономистов или не игнорируют? Как нам кажется, есть 2 возможные причины:

1) Дисбаланс между горизонтом инвестирования большинства инвесторов и срочностью инструментов, в которые они инвестируют. Мы имеем в виду, что несколько лет до начала 2013 года были крайне удачными для инвесторов в высококачественные облигации с длинными сроками до погашения – некоторые инвесторы «привыкли» к низкой волатильности и прекрасной доходности, некоторые инвесторы не могут позволить себе инвестиции в краткосрочные инструменты в силу близких к нулю

доходностей.

Известное высказывание Чака Принса, бывшего главы «Ситигрупп», о рынке ипотечных облигаций как нельзя более применимо здесь: «Когда музыка остановится, если говорить о ликвидности, все станет сложно. Но пока музыка играет, нужно танцевать. Мы пока танцуем».

2) Рынок не согласен с экономистами и ожидает низких темпов роста экономики и, соответственно, сохранения монетарных стимулов на больший период. По существу, сохранения «японского» сценария в смысле процентных ставок (потому что в смысле динамики фондового рынка и темпов роста он уже не выполнен). Доходности 10-летних японских государственных облигаций находятся на уровне 0,52% при фактически нулевой инфляции в последние 10 лет. Рынок японских облигаций даже прозвали «widow-maker» – за последние 10 лет многие инвесторы, ожидавшие роста процентных ставок и открывшие короткие позиции, разорились. В какой-то степени это мнение поддерживают крупнейшие центральные банки, исключая ФРС, например ЕЦБ и Банк Японии, которые двигаются в обратном направлении – то есть еще больше смягчают монетарную политику.

С другой стороны, возможно, что на облигационном рынке «тощие» годы начались еще в начале 2013 года, просто адаптация к ожиданиям рынка относительно будущей монетарной политики происходит не одномоментно. В начале 2013 года мы знали, что в ближайшие 7–10 лет доходность от инвестиций в US Treasuries (эталонные долгосрочные качественные облигации) составит 1,2–1,5%, что близко к нулю в номинальном и отрицательно в реальном выражении.

С начала 2013 года по текущий момент инвестиции в долгосрочные US Treasuries дали инвесторам 0, чуть более рискованные инвестиции в качественные корпоративные бумаги дали инвесторам за полтора года около 3%, что как раз соответствует периоду «тощих» лет.

Мы склонны придерживаться мнения, что secular bear market в бондах уже начался, что он, весьма вероятно, не будет излишне агрессивным, так же как не будет агрессивной ФРС США в плане ужесточения монетарной политики. Это означает, что время для простых инвестиций «в рынок» (beta returns) осталось в прошлом и тщательный выбор срочности объектов для инвестиций и кредитный анализ должны стать второй натурой для облигационного инвестора на ближайшие годы.