**Александр ВАРЮШКИН,**
старший партнер,
FP Wealth Solutions

# Куда кривая вывезет

Как часто в последнее время у вас появлялось ощущение, что на облигационном рынке происходит нечто такое, чего давно не было? Лично у меня постоянно. Во-первых, волатильность: она сильно снизилась. Аккуратный подсчет показывает, что последний раз реализованная волатильность 10-летних казначейских облигаций США была такой низкой в начале 60-х годов прошлого века. На рынке US Treasuries стало так скучно, что доходность 10-леток перестала быть первым пунктом в списке того, с чем вы сверяетесь первым делом, приходя утром на деск. Когда еще такое было? Впрочем, если взять историю подлиннее (лет этак за 200!), то окажется, что ничего необычного с волатильностью не происходит — похоже, она снижается вместе с процентными ставками с начала 80-х годов и, в принципе, вполне может находиться гораздо ниже текущих уровней весьма продолжительное время...

Во-вторых, продолжающееся «спрямление» кривой доходности. Самый близкий пример такого наклона кривой — конец 2003-го — начало 2005 года. Тогда происходило ужесточение монетарной политики со стороны ФРС, индексы деловой активности находились на уровне 55–60 пунктов (то есть были довольно агрессивные надежды на рост производства, которые, как мы знаем, потом оправдались), инфляция на уровне 2–3%, уровень безработицы, близкий к полной занятости, снижение доллара, рост фондовых индексов. Единственное отличие от 2017 года, которое я вижу, это сам уровень процентных ставок — доходность 10-леток 4.3% против 2.7% в 2017 году.

Такая «прямая» кривая доходности, с точки зрения «большой картины», также не бог весть какое редкое событие: ФРС начинает цикл повышения процентных ставок — длинная часть кривой не то что не растет, она снижается. В этом смысле не очень понятно, почему Алан Гринспен в 2005 году говорил про conundrum, то же самое наблюдалось при нем и в 1994-м, и в 1998 году, и много раз до него. Более того, попробуйте найти хотя бы один цикл повышения, во время которого кривая доходности не «спрямлялась» бы.

Поскольку исторические примеры такие очевидные, прогноз вида кривой доходности на 2018 год — бесполезная штука. И вот почему. ФРС редко удивляет рынки в последние годы. Если исходить из того, что в текущем году нас ждет повышение ставки рефинансирования на 0.5–1%, то стоит ожидать дальнейшего спрямления (чем больше повысят, тем больше спрямление, исходя из прошлого опыта) и едва ли доходности 10-леток в итоге превысят 3% (при текущих 2.72%). Рынок американских казначейских обязательств, как и положено большому,

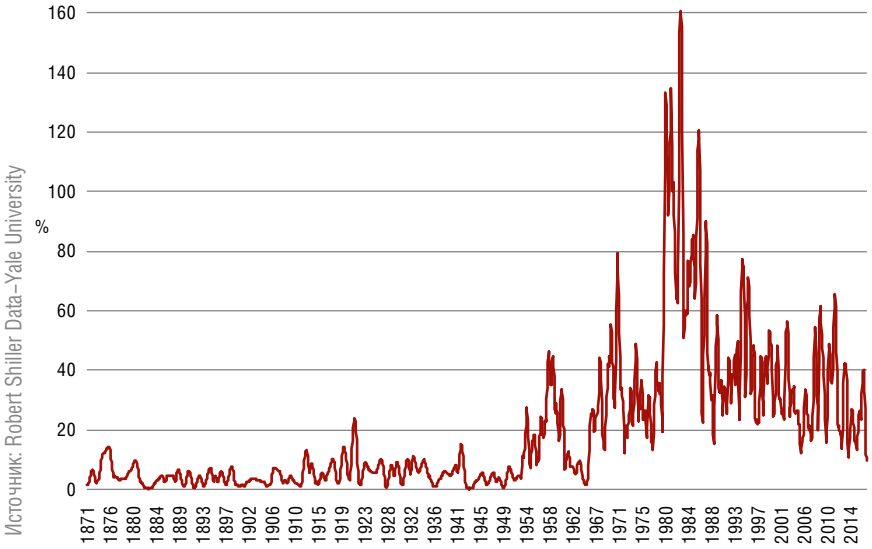
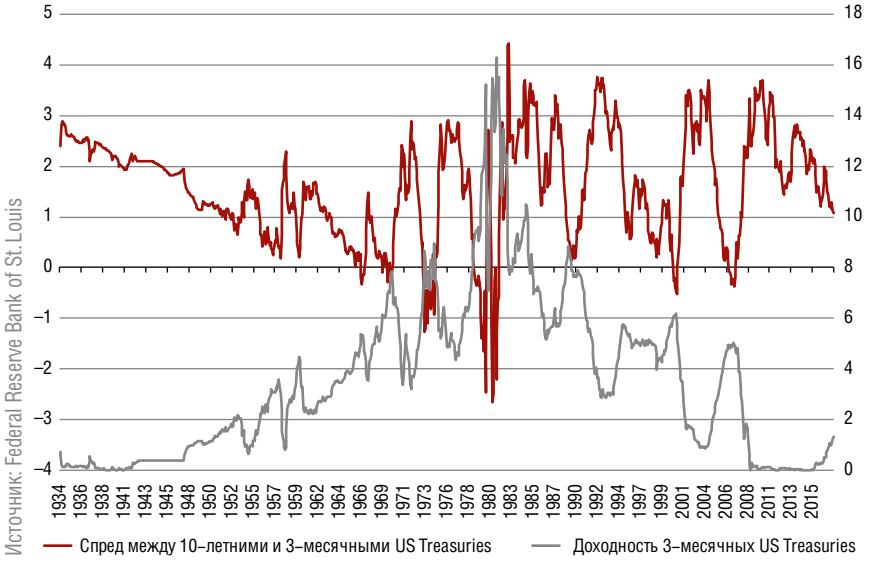



**Рисунок 1**
Волатильность 10-летних US Treasuries

профессиональному и ликвидному рынку, почти всегда эффективен и все исторические закономерности учитывает в полной мере. Заработать на нем с помощью дирекционных позиций, основанных на консенсус-прогнозе действий ФРС, маловероятно. Поскольку ставка ФРС — это функция от макроэкономических параметров (рост, инфляция и безработица), которые в силу своей природы меняются медленно и так же медленно (и не всегда однозначно!) реагируют на разного рода регуляторные стимулы, — мы с достаточно высокой степенью уверенности можем прогнозировать действия ФРС (тем более что ФРС сама прислушивается к мнению участников рынка) на краткосрочный период, например на год, и при этом будем находиться в полной неопределенности, когда речь заходит о долгосрочных прогнозах.

**Рисунок 2**
Спред между 10-летними и 3-месячными US Treasuries




Ну и в-третьих – долгосрочный тренд на снижение доходностей на рынке облигаций, который продолжался 40 лет, закончился по той простой причине, что дальше снижаться доходностям стало просто некуда.

За время постоянного снижения процентных ставок выросло и сменилось поколение на облигационном рынке. К снижению ставок (и, как следствие, опережающей доходности облигационных рынков по сравнению с другими классами активов), а также к снижению инфляции все привыкли. Среди участников рынка облигаций много «случайных людей», пришедших за этой опережающей доходностью, кто-то даже успел себе сделать имя «короля облигаций», «оседлав» этот тренд. Для всех нас новый, еще пока не определенный тренд на рынке облигаций (будь это lower for longer сценарий или, например, сценарий инфляционного роста) — это своеобразная terra incognita. Уже давно рынок не работал в такой парадигме.

В дополнение к изменившемуся тренду меняются и макроэкономические подходы — забытое всеми на те же самые 40 лет кейнсианство со своими рецептами вмешательства государства в экономику снова в деле. Увеличение денежного предложения, показавшее свою неэффективность для целей стимулирования совокупного спроса, сворачивается и уступает место фискальному стимулированию. Пока что в ход пошло только снижение корпоративных налогов, мера с точки зрения стимулирования конечного спроса достаточно спорная: предыдущие пять лет корпорации показывали почти рекордные прибыли, но направлялись эти прибыли куда угодно, только не на капитальные инвестиции. Другое дело, что в планах регуляторов значится также значительное увеличение государственных расходов на инфраструктуру. Можно ли назвать планом фразу Дональда Трампа «spend on infrastructure big»? Пока можно сказать, что предвыборные обещания новый американский президент хоть и не быстро (да и вряд ли возможно быстрее), но выполняет. И если так, то возможно, что в 2019-м увидит свет новый пакет мер по фискальному стимулированию, конечно, при условии, что тот всплеск экономической активности, который мы видели в конце 2017 года, не продолжится в 2018-м.

Что мы имеем в практическом плане с точки зрения управления процентным риском в облигационных портфелях?

• Долгосрочное снижение доходностей закончилось, и легкой жизни на облигационном рынке в ближайшие

годы (или десятилетия) уже не будет.

• «Большая» макроэкономическая картинка представляет собой скорее new normal — с низкими темпами роста и низкой инфляцией. Эта «новая нормальность» имеет риск превратиться в новую фазу роста (и нас в этом росте интересует прежде всего инфляция), но, вероятно, не в ближайший год-два, а в ожидании нового фискального стимулирования, «когда и если» оно случится.

• Повышение ставок ФРС в рамках консенсусного сценария (до 2.5% в 2018-м и до 3% в 2019 году) не приведет к существенному росту долгосрочных доходностей и весьма вероятно приведет к дальнейшему спрямлению кривой доходности. В терминах доходности 10-леток ожидаемый диапазон — 2.5–3%, то есть фактически текущее значение и возможное сокращение спреда до 0 пунктов.

• Я вижу риск для консенсус-прогноза с негативной стороны, то есть рост будет несколько медленнее, чем ожидается, соответственно, ставки будут повышаться медленнее. В этой связи единственная дирекционная позиция, которая может оказаться актуальной для портфеля, это покупка длинных облигаций в том, и только том случае, если доходности превысят 3%.

• Позиция на спрямление кривой, казалось бы, лежащая на поверхности, на самом деле неактуальна: как уже было сказано, рынок эффективный и спрямление на 20–30 пунктов уже в ценах фьючерсов.

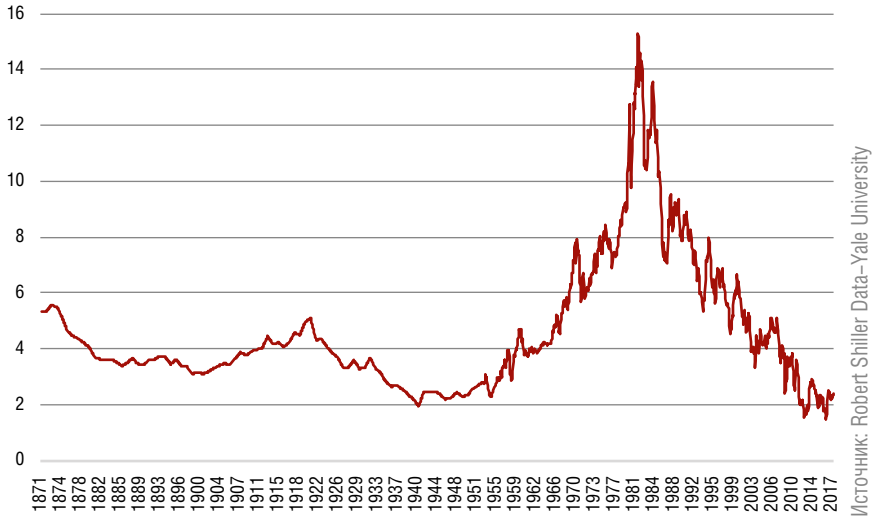



**Рисунок 3**
Доходность 10-летних US Treasuries

19-20 апреля 2018, Лондон

# VII Cbonds Emerging Markets Bond Conference

**О конференции**

С 2010 года конференция Cbonds Emerging Markets Bond Conference является самым актуальным событием, связанным с рынком капитала развивающихся стран. В ключевых тематических сессиях принимают участие известные макроаналитики, портфельные управляющие, эмитенты, руководители DCM–команд. Список участников включает в себя финансовые структуры Великобритании, финансовые структуры и промышленные предприятия развивающихся стран, международные рейтинговые агентства и инфраструктурные компании.

Конференция Cbonds Emerging Markets Bond Conference – это ежегодное место встречи для всех профессионалов, вовлеченных в работу долговых рынков развивающихся стран.

**Основные темы для обсуждения:**

- макроаналитика: мировая экономика и долговые рынки;
- дискуссия институциональных инвесторов;
- дискуссия DCM;
- специальные секции: Латинская Америка, Ближний Восток, Африка, Россия, Украина, страны СНГ и Кавказского региона.

Реклама.

**Контакты**

**Спонсорство:**
Сергей Зобов:
szobov@cbonds.info
+7 (812)336–97–21 *103

**Участие:**
Ксения Арделян:
ka@cbonds.info
+7 (812) 336–97–21 *132