



REUTERS

рального займа (ОФЗ) достигла максимума с 14 апреля 2020 года — 6,5%, прибавив с начала года почти 0,6 процентного пункта. По словам инвестиционного стратега «Арикапитала» Сергея Суверова, рост ставок в США стал одной из причин продаж длинных ОФЗ, происходивших в последние недели. Также это стало одним из факторов, почему рубль укрепляется медленнее, чем растет цена на нефть. С начала года курс доллара снизился в России только на 0,9%, до отметки 73,70 руб./\$. Тем самым был почти полностью проигнорирован рост ключевого экспортного сырья — нефти, которая подорожала более чем на 20% и закрепилась выше уровня \$60 за баррель. «При росте доходности казначейских облигаций США при неизменной доходности ОФЗ снижается потенциал carry trade, то есть сокращается разница ставок. Поэтому инвесторы продают ОФЗ, так как разница ставок уже не устраивает часть инвесторов», — поясняет господин Суверов.

Аналитики считают, что дальнейшего роста доходностей американских казначейских облигаций, скорее всего, не произойдет. По мнению Сергея Суверова, объявленный пакет стимулов в США, вероятно, последний и инфляционные ожидания должны снизиться. «Фактором риска остается произошедший резкий рост цен на

биржевые продовольственные товары — сою, кукурузу, пшеницу, что может усилить глобальную продовольственную инфляцию», — отмечает господин Суверов.

Не ожидают участники рынка и резких изменений в денежно-кредитной политике ФРС США. По словам Дмитрия Космодемьянского, за последние десять лет ФРС дважды (в 2011 и 2018 годах) пыталась по-настоящему повысить ставку, однако рынок отреагировал жесточайшей коррекцией, местами напоминая панику. «Видимо, американские монетарные власти этот урок усвоили и почти на каждом заседании спешат успокоить инвесторов, что режим нулевых ставок продлится за горизонт. Так что со стороны базовых ставок нам не стоит ждать „торпед“. Если что-то и может утопить тот или иной развивающийся рынок, так это внутренние истории», — полагает господин Космодемьянский.

В таких условиях не исключено снижение доходности ОФЗ и укрепление рубля. «Курс рубля будут поддерживать прежде всего возросшие цены на нефть, также важна риторика Центробанка в отношении денежно-кредитной политики. Ее возможное ужесточение в конце года может уменьшить спрос нерезидентов на ОФЗ, а соответственно, негативно повлиять на курс рубля», — считает господин Суверов ●



## ОСТОРОЖНО, СТАВКИ ПОДНИМАЮТСЯ... И СНИЖАЮТСЯ

**ВЛАДИМИР БРАГИН,**  
директор по анализу финансовых рынков и макроэкономики УК «Альфа-Капитал»

**Доходности американских госбумаг повышаются в последние два-три месяца, но стоит отметить, что скорее это коррекционное движение — рынок излишне самоуверенно ждал продолжительного сохранения нулевых ставок ФРС. Важно и то, что если десятилетние казначейские облигации стали дешеветь, то двухлетние — наоборот, подорожали. Таким образом, мы наблюдаем подстройку кривой доходности под более взвешенный взгляд на развитие ситуации.**

Снижение цен на госбумаги со средним и длинным сроками погашения ведет к важным последствиям для глобального рынка. И самое очевидное из них — давление на котировки качественных длинных облигаций, номинированных в долларах. В этом сегменте сохраняются узкие кредитные спреды, то есть невелика разница с доходностями базовых активов — тех самых американских госбумаг. Соответственно, любое изменение стоимости последних сразу транслируется в рост или падение котировок качественных облигаций. Второй канал влияния затрагивает рынок акций, а именно ухудшает оценки справедливой стоимости, так называемых компаний роста, от которых инвесторы ждут отдачи в будущем. Чем дольше, по прогнозам аналитиков, акционерам предстоит дождаться существенных выплат, тем сильнее на оценку компании влияет ставка дисконтирования, используемая в расчетах. А так, как нетрудно догадаться, зависит в том числе от доходности длинных казначейских облигаций. Чем выше доходность и выше ставка дисконтирования, тем ниже оценки «компаний роста». Еще одно следствие наблюдаемой нами динамики — это укрепление

доллара, в частности к евро. Если в середине прошлого года разница в доходности десятилетних госбумаг США и Европы составляла менее 1%, то сейчас уже 1,6%. Это означает, что евро снова становится предпочтительнее для открытия коротких позиций — например, для фондирования инвестиций в высокодоходные валюты. То есть для проведения сделок carry trade, которые могут вновь набрать обороты в случае улучшения ситуации в мировой экономике и формирования позитивных ожиданий по валютам развивающихся рынков. Теперь что касается влияния непосредственно на Россию и рубль. Во-первых, важно то, что повышение доходностей казначейских госбумаг может привести к переключению внимания инвесторов на «компании стоимости», то есть такие, которые характеризуются стабильными финансовыми показателями и выплачивают дивиденды. Тогда российский рынок акций получит серьезное преимущество из-за высокой концентрации на нем бумаг с привлекательной дивидендной доходностью. В свою очередь, дополнительный приток средств иностранных инвесторов в российские акции будет способствовать укреплению рубля.

Во-вторых, российские еврооблигации, как и другие качественные инструменты в валюте, будут находиться под некоторым давлением. Причина та же: рост доходности базовых активов — казначейских госбумаг — почти не может быть компенсирован сужением спредов, поскольку они и так очень узкие. Соответственно, российские еврооблигации могут продемонстрировать некоторое снижение котировок вслед за длинными госбумагами США.

В-третьих, может произойти значительное увеличение ставок по длинным долларовым депозитам. Впрочем, не настолько существенное, чтобы этот инструмент вновь стал по-настоящему привлекательным.

Для полноты картины следует упомянуть и о последствиях другого тренда — снижения доходности казначейских облигаций с коротким сроком до погашения. Несмотря на всеобщее внимание к бумагам с длинной дюрацией, именно короткий сегмент кривой доходности играет важную роль для центральных банков и других регуляторов. Поскольку доходность коротких выпусков не растет, а уменьшается, это ясный сигнал о том, что в ближайшие два-три года ставка ФРС —

по глубочайшей уверенности рынка — останется без изменений. В таких условиях центральные банки развивающихся стран будут гораздо спокойнее придерживаться мягкой денежно-кредитной политики, в том числе и российский ЦБ. В частности, появляется дополнительный аргумент против повышения ключевой ставки даже в условиях, когда она оказалась ниже инфляции. Рост потребительских цен в России, по последним данным, ускорился до 5,2% в годовом выражении, тогда как ключевая ставка с июля прошлого года находится на уровне 4,25% годовых. Напомню, что последний раз инфляция была выше ключевой ставки в 2014 году — еще до скачка валютного курса, который последовал за переходом к плавающему рублю и совпал с периодом сильной просадки нефтяных цен. Кроме того, если говорить о США, то низкие процентные ставки в коротком сегменте кривой доходности будут стимулировать инвесторов переводить средства из фондов денежного рынка в более доходные инструменты. А это источник спроса на акции и корпоративные облигации, то есть еще один аргумент в пользу продолжения ралли в рискованных активах.