

Опасные облигации

ОКСАНА КУЧУРА

Управляющий партнер
UFG Wealth Management

Специалист по управлению
частными капиталами
с 10-летним опытом

forbes.ru/kuchura



Рост ставок в США может не произойти.

Английский фразеологизм widow maker словари переводят выражением «нечто опасное для жизни». Термин widow maker trade последние 10 лет ассоциируется с попытками продавать японские гособлигации, не имея их на руках и надеясь на падение цены. Но за последние 25 лет опускалась не цена, а доходность — с 8,5% до 0,4% годовых, и сотни управляющих разорились на этих бумагах.

В случае с Японией основные предпосылки для роста доходностей были налицо: огромный госдолг в сочетании с внушительным бюджетным дефицитом должны были стимулировать бегство инвесторов из этих бумаг. В реальности этого не произошло, потому что инвесторы большей частью были японцами, а отсутствие экономического роста, дефляция и демографические проблемы в комбинации с гигантским торговым профицитом обеспечивали непрерывно растущий спрос на госбумаги. Не последнюю роль сыграла и постоянно укрепляющаяся иена, поддерживавшая спрос со стороны иностранных инвесторов. В результате цены на японские бумаги каждый год ставили ценовые рекорды.

По мере того как доходности по американским гособлигациям продолжают медленно сползать вниз, аналогии с японским рынком проглядывают все отчетливее. В 2014 году все крупнейшие брокерские дома предсказали рост доходностей «трежериз» к концу года, апеллируя к тому, что ФРС начнет программу сворачивания количественного смягчения в середине года. Тем не менее плохая экономическая статистика заставила ФРС сдвинуть сроки сворачи-

вания QE, и доходности гособлигаций снизились с 3% годовых в начале года до 2% в конце. Трейдеры, последовавшие «очевидной» рекомендации в начале 2014 года, потеряли деньги.

В 2015 году ситуация с брокерскими прогнозами повторилась. Большинство аналитиков предсказали, что к концу года доходности по американским бумагам достигнут как минимум 3%, объясняя это поднятием учетной ставки в середине года. Однако не все управляющие с ними согласны. Например, Билл Гросс, сменивший в прошлом году гиганта Pimco на Janus Capital, ставит на продолжение снижения доходностей по американским облигациям. Конечно, США это не Япония и история никогда не повторяется буквально, однако параллели начинают явно проследиваться.

Укрепляющийся доллар и перспектива роста ставок в очередной раз ставят под серьезное сомнение возможность 3%-ного роста американского ВВП в 2015 году. С июня 2014 года курс доллара вырос на 20%, что негативно повлияло на динамику американского экспорта, «отрезало» 1% роста от показателя ВВП в IV квартале 2014 года. В 2015 году тренд на укрепление продолжился. По оценке Bank Credit Analyst, для американской экономики каждые 10% роста курса доллара эквивалентны росту учетной ставки на 1%. Это говорит о том, что даже без движения по ставке, реальное ужесточение монетарных условий уже началось. По опыту прошлых циклов роста ставок видно: чем сильнее укрепляется доллар, тем меньше фактический рост ставки, поскольку при росте курса валюты давление инфляции внутри страны ослабевает.

Соответственно, пока тренд на укрепление доллара сохраняется, американский ВВП с завидной регулярностью не

будет оправдывать оптимистичные ожидания аналитиков, а инфляция в США вряд ли преодолет 2%-ный порог. Комбинация этих факторов снижает необходимость торопиться с поднятием процентных ставок, что и отражает низкая доходность казначейских обязательств. Рыночные ожидания начала роста ставки пока отодвинулись на октябрь, но, возможно, они сдвинутся дальше.

Впрочем, даже при росте ставки вероятна ситуация, когда никакого драматического всплеска доходностей не произойдет. Количественное смягчение в Европе и Японии предполагает беспрецедентное изъятие длинных бумаг Европейским центробанком и Банком Японии. Доходности облигаций стран с достойными кредитными рейтингами уже сейчас близки к нулю или находятся и вовсе в отрицательной зоне. Если принять во внимание, что и евро, и иена в последний год неуклонно ослабевают относительно доллара, американские госбумаги, дающие целых 2%, выглядят практически высокодоходными облигациями. С учетом дефицита инвестиционных бондов, который формируется в Европе, на рынок казначейских обязательств США выльются сотни миллиардов ликвидности.

Ну и наконец, не стоит забывать о традиционной роли «тихой гавани», которую выполняют американские госбумаги. Рынки акций перекуплены, значительной коррекции (более 10%) не случалось уже более трех лет. На таком фоне любой сильный всплеск волатильности вызовет переток части денег с рынка акций в «трежериз».

Стоит ли на этом фоне испытывать судьбу, открывая короткие позиции? Возможно, что через пару лет widow maker trade будут связывать с неудачными попытками заработать на грядущем росте ставок, шорта «трежериз». **Ф**