

ных стимулов в ближайшие месяцы ждать не стоит. По словам Алексея Тихонова, ФРС США и ЕЦБ обладают значительным опытом и экспертизой для предотвращения возможных кризисов на рынках, что они прекрасно продемонстрировали в марте—апреле 2020 года. Однако следует помнить, что центральные банки не таргетируют рынки акций. Регуляторы США и Еврозоны не вмешаются, если на рынках акций или товарных рынках будет наблюдаться коррекция.

«Если же снижение на финансовых рынках будет вызвано существенным ухудшением экономических перспектив, то ФРС и ЕЦБ, безусловно, примут монетарные меры для достижения своих экономических целей», — отмечает господин Тихонов.

В условиях мягкой ДКП со стороны ФРС США для российского рынка клю-

## «Влияние процентных ставок на рынки акций не является линейным — это лишь один из опосредованных факторов определения стоимости компаний»

чевой будет политика ЦБ РФ. По прогнозам Совкомбанка, инфляция в России по итогам года составит около 6,2% г/г, при этом ее пик придется на осень, когда составит 6,9%. В таких условиях, как считает Михаил Васильев, ЦБ повысит ставку 23 июля на 50 б. п., до 6%, при этом растет вероятность

подъема сразу на 100 б. п., до 6,5%.

«В случае сохранения повышенного инфляционного давления Банк России может поднять ключевую ставку до 7%», — отмечает господин Васильев.

Вслед за ключевой ставкой будут расти ставки по депозитам, а также по потребительским и ипотечным кре-

дитам. Поэтому, как считают аналитики, сейчас благоприятное время для заемщиков, чтобы привлечь новый долг или рефинансировать старый. Дальнейший рост ключевой ставки ЦБ позитивно скажется на курсе рубля, в том числе посредством операций керри-трейд. Однако, как считает Михаил Васильев, основными драйверами для рубля останутся динамика нефтяных цен и отношение международных инвесторов ко всей группе развивающихся рынков на фоне потенциальной четвертой волны COVID-19 в мире и возможного ужесточения монетарной политики ФРС. «Мы ожидаем, что рубль до конца года сохранит стабильность и останется в диапазоне 72–76 к доллару и 86–90 к евро. Вторая половина года является традиционно более слабой для нефти и рубля», — отмечает господин Васильев ●



### ИДЕАЛЬНЫЙ ИНФЛЯЦИОННЫЙ ШТОРМ

**РАВИЛЬ ЮСИПОВ,**  
заместитель гендиректора УК ТФГ

**В 2020 году пандемия COVID-19 обрушила экономическую активность и привела к падению мирового ВВП на 3,7% — антирекорду с момента окончания Второй мировой войны. Мировой карантин одновременно остановил потребление, логистические цепочки и производство товаров и услуг.** Борясь с последствиями пандемии, практически все основные экономики в той или иной степени перешли к политике вертолетных денег, что привело к рекордному росту денежных масс в основных валютах мира. В 2020 году денежный агрегатор M2 в США вырос на 25% против среднегодового темпа 5% и 13% в первом квартале 2021 года, а денежный агрегатор M2 Еврозоны вырос на 12% против среднегодового уровня 5%. Российский M2 вырос на 13,5% по результатам 2020 года, а в первом полугодии текущего года вернулся к среднегодовому уровню роста за последние пять лет на уровне 10–11%. Шоковое сжатие потребления привело к усилению дефляционных факторов, и монетарные власти основных экономик перешли на мягкие ДКП путем снижения ключевых ставок, расширения программ по выкупу активов, а когда

последние перестали помогать, где-то даже к механизму контроля уровня кривых процентных ставок, известному как YCC (yield curve control). Такая политика привела к рекордному росту балансов центральных банков. В 2020 году баланс ФРС вырос почти на 80%, превысив в первом полугодии 2021 года отметку \$8 трлн, а баланс ЕЦБ вырос на 52%.

Еще до начала ввода мировых карантинных Банк России в феврале 2020 года впервые отметил преобладание дефляционных факторов над инфляционными и перешел на мягкую ДКП (отрицательную реальную ставку), а далее карантин привел к резкому падению ВВП и росту дефляционных процессов, что позволило регулятору опустить ключевую ставку до 4,25%. До ноября реальная ставка (ключевая ставка минус инфляция) держалась в положительной зоне, но в декабре, впервые с 2015 года, ушла в отрицательную. Тогда еще мало кто верил в инфляцию, а декабрьский консенсус на фондовом рынке по ключевой ставке был за снижение вплоть до 3,75%.

Спустя год ожидания перевернулись на 180 градусов на фоне январской статистики по восстановлению экономической активности — стало очевидно, что восстановление спроса во всем мире привело к фантастическому росту цен на сырье. Индексы цен производителей в первом квартале 2021 года пришли в зону двузначных цифр, и спустя квартал в условиях все еще разрушенных логистических цепочек, низких товарных запасов инфляционный шторм пришел на потребительские рынки. К основным причинам роста российской инфляции можно отнести: низкую базу 2020 года, быстрое восстановление спроса

и экономической активности, а за этим кратный рост мировых цен на сырье, «эффект переноса» валютного курса за счет девальвации, рост цен на недвижимость, закрытие границ, которое сконцентрировало потребление внутри страны, прекратился экспорт инфляции за счет зарубежного туризма, высокая монополизация экономики, которая медленно адаптируется к быстрому восстановлению спроса и ВВП.

В феврале Банк России первый из основных мировых монетарных регуляторов перешел на ужесточение ДКП, повысив ставку с 4,25% до 5,5%, также регулятор объявил пересмотр принципов инфляционного таргетирования и отказ от фиксированной цели. Наиболее вероятным новым принципом будет плавающая цель с коридором, что позволит сокращать циклы ДКП в будущем, и это новая реальность. Противники повышения ставок приводят доводы о повышении нагрузки на компании, что ограничивает их способность к капзатратам, а также о снижении доступности кредитных ресурсов для населения, и с этим сложно не согласиться. Какие контраргументы можно привести? Для основных производственных секторов российской экономики компенсирующим фактором роста ставок является кратный рост цен на сырье и бюджетные стимулы. Наиболее пострадавшими секторами от повышения ставки будут инфраструктурные отрасли, ориентированные на внутренний спрос (энергетика, ЖКХ, транспорт, нежилое строительство и т. д.), и МСП, но и здесь господдержка будет смягчать последствия. Важно оценивать общие эффекты ужесточения ДКП в совокупности с возможной поддержкой и конъюнктурой рынков, а с этой точки зрения выбран-

ный момент ужесточения ДКП выглядит обоснованным. Рост ключевой ставки вызвал сильное движение по кривой доходности ОФЗ, как по углу наклона, так и по абсолютным уровням. В абсолютных значениях кривая ОФЗ выросла сильнее на ближнем конце — на сроках до двух лет рост доходностей превысил 200 б. п., а на десятилетнем горизонте только на 130 б. п. Такое поведение кривой называется «медвежьим уплощением» (по англ. bear flattening) и является самым неприятным сценарием для облигационных портфелей, так как защитная стратегия — покупка «коротких» облигаций — не самая эффективная, а риск дальнейшего уплощения сохраняется вплоть до инверсии. Почему так происходит? В стабильной рыночной экономике повышение ключевой ставки сильнее воздействует на краткосрочные ставки денежного рынка, т. е. на желание хозяйствующих субъектов потратить здесь и сейчас, а стоимость долгосрочных денег определяется стабильностью экономики и способностью регулятора управлять инфляцией. Уровень долгосрочных ставок влияет на желание компаний производить долгосрочные инвестиции и дает им понимание их эффективности.

Позитивным моментом в росте ставок является повышение дифференциала ставок с долларом США. В 2020 году рубль пережил минидевальвацию и падал на 32% в первом квартале прошлого года, а по его итогам обесценился на 20%. В силу особенности структуры торгового баланса резкое ослабление национальной валюты приводит к росту инфляции и такому явлению, как «эффект переноса» валютного курса. Использование механизма плавного ослабления

национальной валюты — удобный инструмент стимулирования внутреннего потребления, но его эффективность обусловлена комбинацией большого набора факторов, которая может меняться в зависимости от условий экзогенного характера, находящихся вне зоны влияния Банка России. Повышение дифференциала ставок в рубле прибавило стабильности валютному курсу, что четко видно на снижении показателя вмененной волатильности (по англ. implied volatility) валютной пары доллар/рубль с 18% в 2020 году до 11% в июне 2021-го и снизило влияние «эффекта переноса».

Дальнейшее ужесточение ДКП будет под влиянием динамики инфляции, которая в свою очередь будет зависеть больше от экзогенных риск-факторов. К началу июля 2021 года в котировках форвардных контрактов на ставку 3 мес. Mosprime закладывается математическое ожидание повышения ставки на уровне 75 б. п. Сейчас можно выделить три наиболее сильных экзогенных риск-фактора российской инфляции: рост инфляции в США и ужесточение ДКП ФРС; конъюнктура сырьевых рынков; рост курса доллара. Но каждый из этих факторов ограничен в своем влиянии — текущий дефицит бюджета США на уровне 10% ВВП в совокупности с высокой общей долговой нагрузкой на уровне 135% ВВП явно будет сдерживать ужесточение ДКП от ФРС, кратный рост цен на сырье уже маловероятен, а волатильность курса рубля может сглаживаться с помощью ЗВР. В следующем году рост восстановления экономик в мире замедлится, восстановятся логистические цепочки и товарные запасы, что на фоне уже высокой базы 2021 года позволит инфляции снизиться.