TINKOFF PREMIUM

МАКРООБЗОР

Повышение ставки ФРС

Что будет с рынком еврооблигаций?

10.02.2022

Сейчас рынок уверен в том, что ФРС начнет повышать ключевую ставку уже в марте. Более того, некоторые инвесторы ждут, что в следующем году ставка будет уже на уровне 1,75—2% — это семь повышений с текущих значений. Поэтому многие готовятся к падению спроса на облигации.

Связано это с тем, что практически все учебники по экономике называют процентный риск ключевым для инвесторов на рынке облигаций.

Согласно теории, держатель облигаций может нести потери, когда процентные ставки растут, потому что другие участники рынка будут воздерживаться от покупок облигаций, ожидая более высоких ставок купона в будущем. Стоит ли избегать облигаций в период повышения ставок — разбираем в этом обзоре.

Аналитический обзор составлен в соответствии с Методикой оценки ценных бумаг Тинькофф Банка.

Обзор содержит информацию о ценных бумагах, которые предназначены только для квалифицированных инвесторов в соответствии со ст. 51.2 Федерального закона №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Что показывает история?

Посмотрим, что происходило с долларовыми облигациями во время последних двух циклов повышения ставок в США.

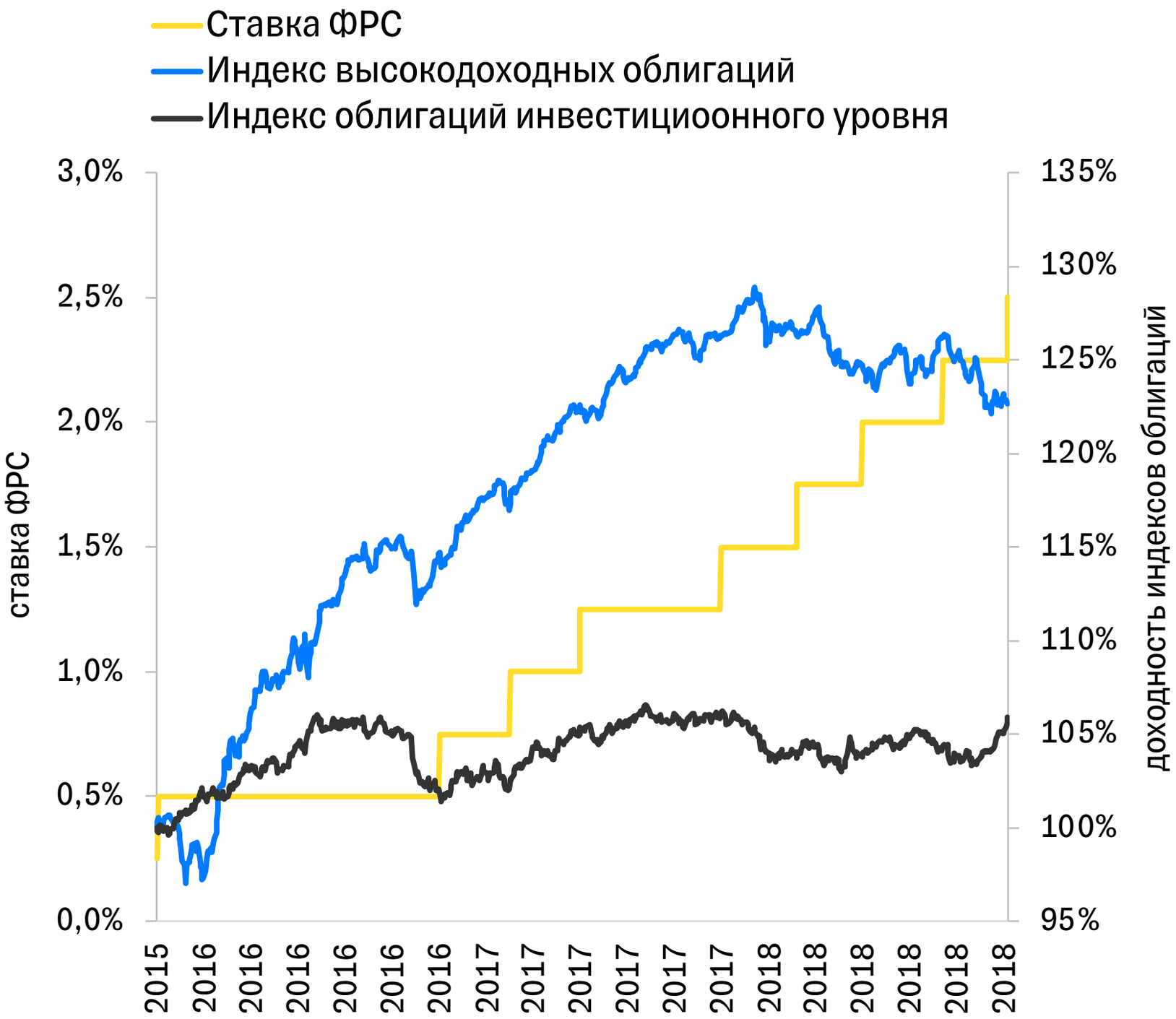
Апрель 2004 года — июнь 2006 года: ФРС повысила ключевую ставку с 1% до 5,25%

Источник: Bloomberg

✔ За этот период индекс высокодоходных облигаций вырос на 21,2% (с учетом купонных выплат) — это 10,1% годовых в долларах.

- ✔ А индекс облигаций инвестиционного уровня (с рейтингом BBB и выше) — на 6,6%, что эквивалентно 3,3% годовых в долларах.

Декабрь 2015 года — декабрь 2018 года: ФРС повысила ключевую ставку с 0,25% до 2,5%



дек. февр. апр. июнь авг. окт. дек. февр. апр. июнь авг. окт. дек. февр. апр. июнь авг. окт. дек.

Источник: Bloomberg

- За этот период индекс высокодоходных облигаций вырос на 22,6% — это 7% годовых в долларах.
- А индекс облигаций инвестиционного уровня — на 5,8%, что эквивалентно 1,9% годовых в долларах.

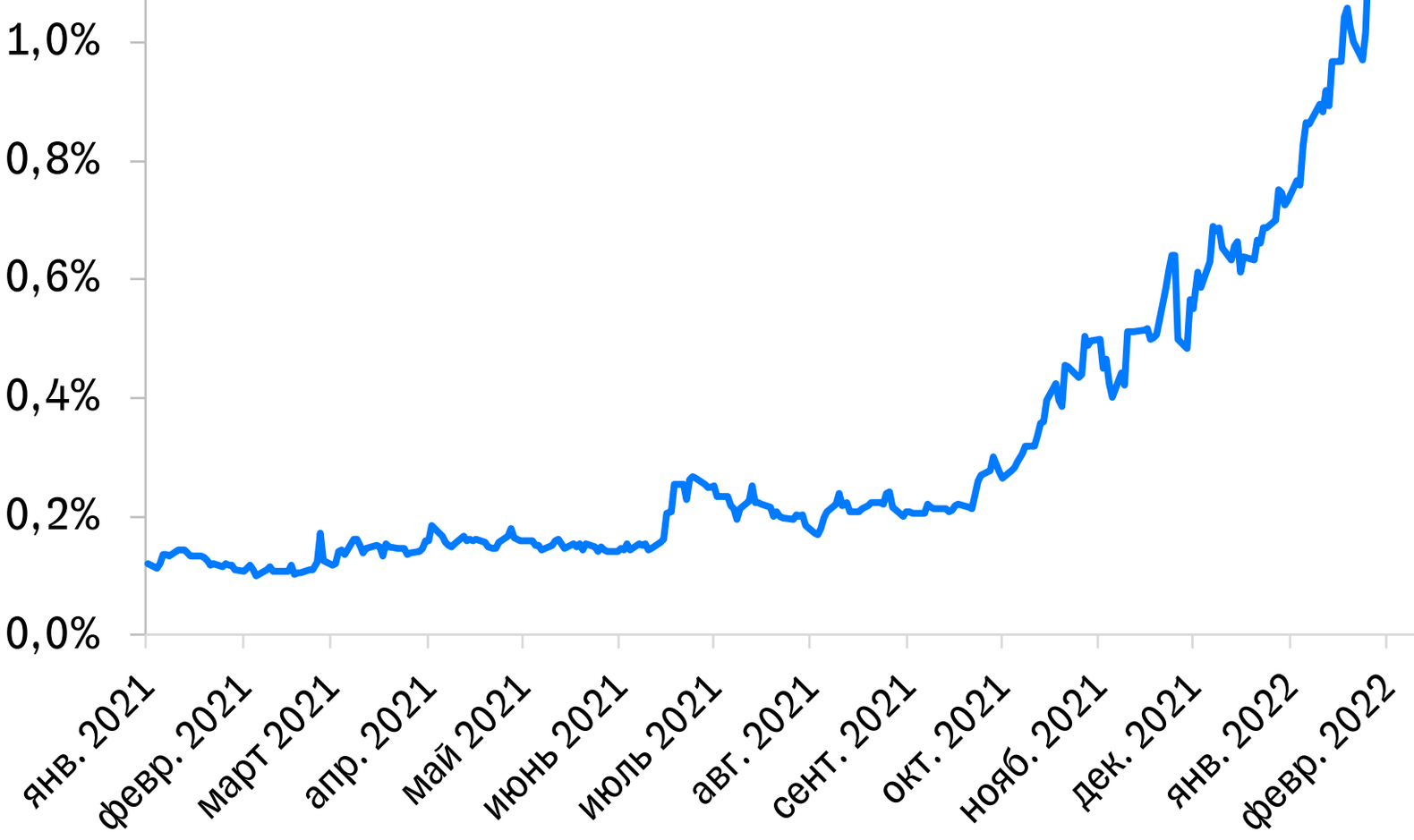
Таким образом, в течение каждого из рассмотренных циклов повышения ключевой ставки в США инвесторы долларовых облигаций смогли не только не потерять, но и заработать: 7% годовых и более на высокодоходных облигациях и около 2—3% на облигациях инвестиционного уровня.

Почему так происходит?

Причина №1. Рынки заранее готовятся к повышению ключевой ставки, и цены на облигации зачастую учитывают ее рост еще до начала ее повышения.

Долговые рынки, в особенности такие крупные и ликвидные, как рынки казначейских облигаций США, невероятно быстро закладывают в цены будущие действия регуляторов. Например, после первого заседания в этом году ФРС намекнула на повышение ставки уже в марте. Рынок отреагировал незамедлительно: доходность двухлетних гособлигаций США подскочила до 1,5% с 0,75% в начале года. Более того, инвесторы стали ждать шесть повышений в этом году вместо четырех.

Доходность двухлетних казначейских облигаций США



Источник: Bloomberg

Доходность двухлетних казначейских облигаций США — это процент, который получит инвестор, если купит американские гособлигации с погашением через два года. Получается, что она отражает ожидания инвесторов относительно среднего уровня ключевой ставки ФРС в ближайшие два года.

Сами же повышения ставки ФРС практически никак не влияют на рынок облигаций, так как все основные движения произошли заранее, когда менялись ожидания инвесторов. Как показывает история, двухлетние гособлигации вообще не реагируют на факт повышения. Исключения могут быть только в случае, если ФРС представит новый план по будущим изменениям ставки.

ПРИМЕРЫ:

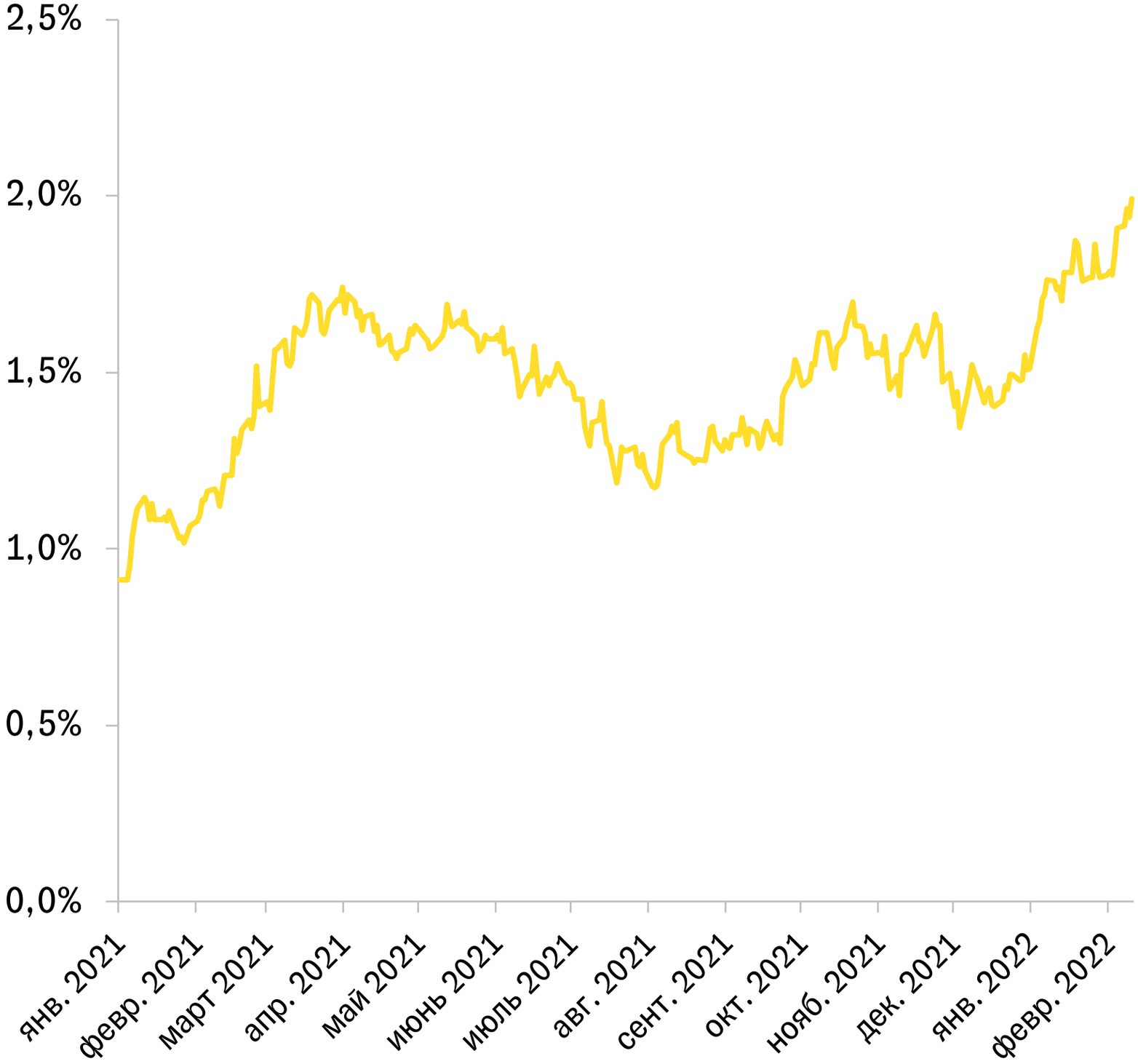
- За полгода до первого повышения ставки ФРС в 2004 году индексы высокодоходных облигаций и облигаций инвестиционного уровня упали на 0—0,5%.
- За полгода до первого повышения ставки ФРС в 2015 году индекс высокодоходных облигаций упал на 5,5%, а индекс облигаций инвестиционного уровня — на 0,5%.

Если посмотреть на текущую динамику, то с середины 2021 года индекс высокодоходных облигаций потерял уже 3,9%, а индекс облигаций инвестиционного уровня — 2,9%. Значит, большая часть негатива уже в цене еврооблигаций.

Причина №2. ФРС повышает ставку, чтобы бороться с инфляцией.

Согласно экономической теории, чем выше ставки в экономике, тем меньше население берет кредитов и расходует средств. Такое поведение потребителей в конечном счете должно привести к снижению инфляции. Когда она стабилизируется, ФРС может закончить цикл повышения ставки и со временем снова перейти к ее снижению. Поэтому ставки могут расти в краткосрочной и среднесрочной перспективах, а в долгосрочной — возвращаться к более низким уровням. Такие ожидания отражены в доходностях десятилетних казначейских облигаций США.

Доходность десятилетних казначейских облигаций США



Источник: Bloomberg

Доходность десятилетних казначейских облигаций США — это процент, который инвестор получит, если купит американские гособлигации с погашением через десять лет. То есть они примерно отражают ожидания инвесторов относи-тельно среднего уровня ставки ФРС в ближайшие десять лет. Долгосрочные доходности также зависят от ожиданий относительно инфляции и прогнозов экономического роста.

i

Когда компания планирует новый выпуск облигаций, она всегда отталкивается от уровня доходностей казначейских облигаций США. Например, в июле 2021 года Газпром разместил десятилетние еврооблигации. В то время доходность десятилетних гособлигаций США была на уровне 1,33%. Газпром предложил инвесторам премию за кредитный риск в размере 2,17%. Таким образом, ставка купона по новым еврооблигациям компании составила 3,5% (1,33+2,17%). Если бы Газпром размещал такие еврооблигации в феврале этого года, ему бы пришлось предложить более высокий купон — около 4,15%, так как доходность американских десятилетних гособлигаций с тех пор увеличилась на 0,65%.

НАШ ПРОГНОЗ

Мы считаем, что доходности десятилетних казначейских облигаций США еще немного подрастут в этом году и достигнут приблизительно 2,1—2,3%. Намного выше этого уровня доходности в этом году вряд ли поднимутся, и вот почему.

- В ближайшие пять-десять лет рост экономики США может замедлиться из-за повышения ставки ФРС.
- Демографические тренды в США приведут к росту спроса на активы с низким уровнем риска. В Штатах основная доля населения — это послевоенное поколение бэби-бумеров, которое готовится к выходу на пенсию. Как правило, более возрастные инвесторы выбирают более безопасные активы для вложений, к которым и относятся долгосрочные облигации.

- Во второй половине 2022 года инфляция в США может начать замедляться на фоне восстановления мировых цепочек поставок.

- Доходность десятилетних гособлигаций США выше 2% уже может начать привлекать крупные инвестфонды из Азии (Китая и Японии), которым важно сохранить накопленные средства.

Что делать инвестору?

Мы понимаем опасения инвесторов, которые сейчас не хотят покупать еврооблигации, ожидая роста доходности в будущем. Действительно, каждый цикл повышения ставки ФРС имеет свои предпосылки и нет никакой гарантии, что история прошлых циклов повторится в этот раз.

Но давайте здраво оценим текущую ситуацию. Рынок облигаций уже заложил в цены шесть повышений ставки ФРС в 2022 году. Процентный риск реализуется только в том случае, если повышений в этом году будет еще больше. Ближайшее же повышение, которое может произойти в марте, вряд ли приведет к кардинальным движениям на рынке: они уже случились. Но оно может дать сигнал для начала формирования портфеля облигаций.

К тому же важно помнить, что облигации всегда имеют конкретную дату погашения. Чем меньше срок до погашения, тем ниже доходность. Поэтому, если инвестор хочет купить, допустим, двухлетние суверенные бумаги России в долларах, но ждет роста доходностей на долговом рынке и покупает их через год, то он может не только потерять год пассивного дохода, но и столкнуться с более низкой доходностью. Ведь через год это будут уже однолетние бумаги.

Наши рекомендации

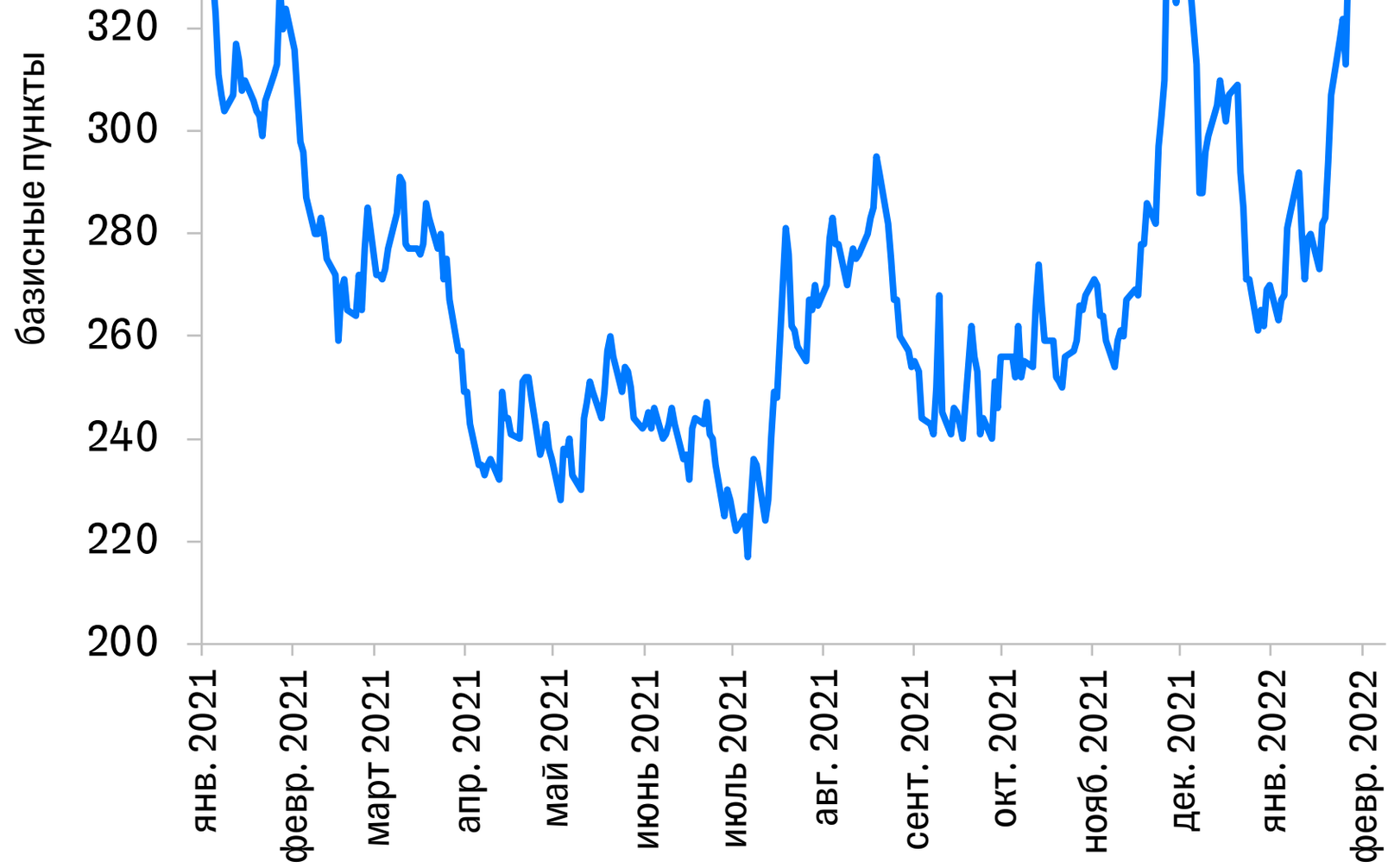
- ✔ *Высокодоходные еврооблигации (High Yield USD)*

Два предыдущих цикла повышения ставки

ФРС показали, что в такие периоды на высокодоходных облигациях можно заработать около 7—10% годовых в долларах. Поэтому среди видов облигаций мы выделяем именно их.

В их пользу говорят еще два фактора. Во-первых, большая часть негатива уже в цене: как мы писали выше, индекс высокодоходных облигаций с середины 2021 года упал уже на 3,9%. Во-вторых, кредитные спреды по этим бумагам растут — с 260 б.п. в начале 2022-го до текущих 350 б.п. В прошлом году такого высокого спреда не было.

Спред между доходностями еврооблигаций кредитного уровня BB и ниже и доходностями десятилетних гособлигаций США



Источник: Bloomberg

Кредитный спред — это разница между доходностями облигаций эмитентов в индексе и сопоставимой доходностью безрисковых гособлигаций США, которая отражает кредитные риски этих эмитентов.

И все же напомним, что высокодоходные облигации несут более высокие риски, чем облигации инвестиционного уровня. Каждый год в высокодоходном сегменте дефолт объявляет около 1,5—3% компаний. Поэтому рекомендуем тщательно осуществлять отбор и не гнаться за самыми высокими доходностями.

Наш выбор

✔ *Еврооблигации инвестиционного уровня (Investment Grade USD)*

В течение последних циклов повышения ставки ФРС этот сегмент приносил заметно меньше дохода, чем высокодоходный сегмент, — около 2—3% годовых в долларах. Это логично, ведь доходности еврооблигаций инвестиционного уровня изначально существенно ниже из-за более низких рисков.

Мы считаем целесообразным начать постепенное формирование позиций в долгосрочных еврооблигациях высокого кредитного качества после того, как доходности десятилетних гос-облигаций США достигнут 2,1—2,3%. Тем самым инвестор может сделать ставку на постепенное снижение инфляционного давления. До этих уровней осталось совсем немного — около 0,1—0,3%.

Более того, эти облигации помогут диверсифицировать риски и обеспечат стабильность инвестпортфеля в периоды высокой волатильности фондового рынка.

Наш выбор

Остались вопросы?

Задайте их вашему персональному менеджеру

Ценные бумаги и другие финансовые инструменты, упомянутые в данном обзоре, приведены исключительно в информационных целях; обзор не является инвестиционной идеей, советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги и другие финансовые инструменты.

Весь текст дисклеймера