Григорий СЕДОВ,
глава направления по работе с частными клиентами и глава институциональной дистрибуции в России и СНГ, ИК «Ренессанс Капитал»

Долговые рынки: из медвежьей хватки на дикое родео

Сегодня, когда долговой рынок находится в зоне повышенной турбулентности, возникает закономерный вопрос: какие облигации сохраняют потенциал и какие риски за этим потенциалом скрываются?

В середине апреля Международный валютный фонд (МВФ) опубликовал обзор на 2020 год, в котором обновил прогнозы по динамике глобального ВВП. Вместо ожидавшегося еще в январе роста этого показателя на 3.3% по итогам 2020 года МВФ теперь прогнозирует сокращение на 3%. Мировая торговля, по мнению экспертов фонда, может потерять до 11% в годовом выражении.

В целом развитые экономики ждет спад на 6.1% в этом году и рост на 4.5% в 2021-м, следует из доклада МВФ. Экономический спад будет в Германии, Франции и Великобритании. Американская экономика, по расчетам МВФ, потеряет 5.9% ВВП, хотя еще в январе прогнозировался рост на 2%.

Рост прогнозируется только в Китае и Индии, однако оценки темпа роста и в этих странах кардинально ухудшены. Экономика Китая вырастет на 1.2% вместо ожидавшихся 6%, Индии — на 1.9% вместо 5%. Российская экономика, по прогнозу МВФ, в 2020 году сократится на 5.5% после роста на 1.3% в прошлом году.

Центральные банки по всему миру идут на беспрецедентные меры по спасению экономики. ФРС США снизила диапазон ставки по федеральным фондам до 0–0.25%, а совокупный пакет мер по спасению экономики США составит $4 трлн (20% ВВП США), при этом часть средств направлена на выкуп облигаций, в том числе неинвестиционного уровня.

ПОД ЗНАКОМ КАЧЕСТВА

На конец апреля доходность 10-летних американских казначейских облигаций составляла около 0.6%, 30-летних — 1.2%. Учитывая текущие экономические реалии, наиболее вероятно, что низкие процентные ставки необходимо будет сохранять длительное время, для того чтобы простимулировать рост экономики. Соответственно, мы наблюдаем ситуацию, при которой по классическим безрисковым активам доходность стремится к нулю, а на рынке евробондов наблюдается существенное падение котировок, что привело к расширению спредов до экстремальных уровней. На наш взгляд, эта ситуация создает неплохую инвестиционную возможность — сделать ставку на компрессию спреда через покупку просевших качественных евробондов.

Мы предпочитаем качественные суверенные, квазисуверенные выпуски и корпоративные бонды системообразующих компаний с минимальным кредитным риском. Также есть смысл увеличивать дюрацию портфелей, для того чтобы получить более существенный потенциал роста, поскольку мы ожидаем длительный период низких ставок в развитых странах и в США.

Очень важно понимать, что не все то золото, что блестит. Из-за спада экономической активности сильно выросла вероятность дефолтов эмитентов, поэтому очень важен глубокий кредитный анализ перед принятием инвестиционных решений. Так, например, популярные в спокойные времена евробонды Эквадора просели до дистресс-уровней и с большой вероятностью могут уйти на реструктуризацию. Выпуск 2023 года торгуется ниже 30% от номинала.

УМЕРЕННЫЙ АППЕТИТ К РИСКУ

Центральные банки развитых стран мира накачивают рынки беспрецедентным объемом ликвидности. Часть денег однозначно пойдет на облигационный рынок: обратите внимание, с какой переподпиской проходили недавние размещения евробондов.

Крупные инвестиционные банки один за другим начинают формировать фонды для скупки бондов, в том числе спекулятивного рейтинга, для того чтобы в полной мере отыграть грандиозные вливания в этот рынок со стороны ФРС. Все это говорит о том, что крупные участники рынка готовы покупать бонды, причем не только инвестиционного рейтинга, что подтверждает наш тезис о возникшей привлекательной инвестиционной возможности.

ИЗ ПЕРВЫХ РУК

Хотелось бы обратить отдельное внимание на первичные размещения евробондов. За несколько недель, предшествовавших написанию этого материала, состоялись очень удачные размещения малайзийской Petronas, суверенных выпусков Саудовской Аравии, Ford, Booking.com, Lenovo и ряда других эмитентов. В выпусках была существенная переподписка, и, как следствие, многие бумаги отрастали на несколько фигур на старте торгов.

Участие в такого рода размещениях — отличная возможность сделать ставку на будущее снижение доходностей в мире. Также на фоне высокой волатильности мы часто наблюдаем ситуацию, когда на вторичном рынке спред покупки/продажи, даже в понятных именах, достигает 5–8 фигур, что определенно снижает инвестиционную эффективность, а покупка бумаг на первичном размещении позволяет оптимизировать риск неэффективного исполнения заявки.

ИЗ ОГНЯ ДА В ПОЛЫМЯ

Хотелось бы отметить, что гигантский объем эмитируемых долларов теоретически может привести к инфляции или даже гиперинфляции, а такого рода рисковый сценарий может негативно сказаться на стоимости бондов. За длительный период отсутствия инфляции в мире сложно представить существенное обесценение американского доллара, но и эмиссии денег в таком масштабе никогда не наблюдалось. Мы считаем такой сценарий маловероятным, но тем не менее возможным.

Для того чтобы защитить портфели от роста процентных ставок (к чему может привести инфляция), мы бы использовали относительно недорогие инструменты хеджирования, которые позволят полностью или частично обезопасить портфель от этого риска, сохранив его доходность. При этом в реальных цифрах стоимость хеджа процентной ставки может доходить до 1–1.5% от портфеля, что не очень существенно, учитывая потенциальную переоценку бондов.

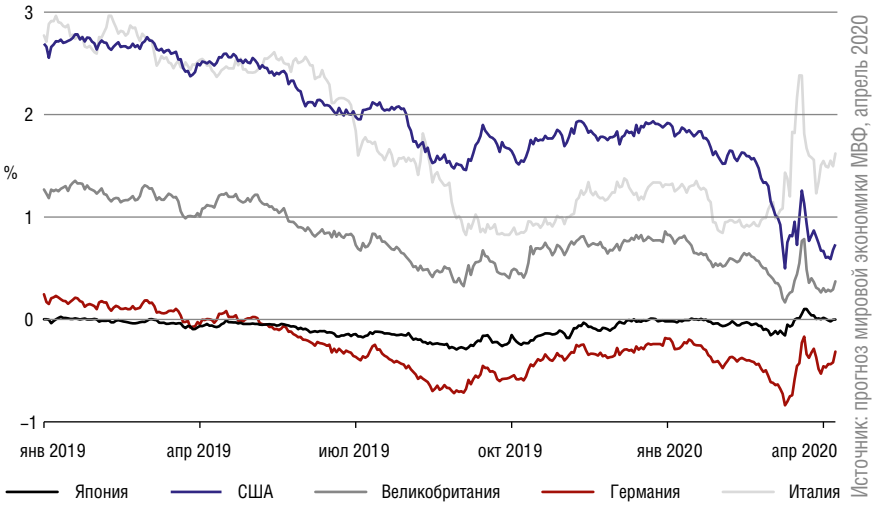

Рисунок 1
Доходность 10-летних гособлигаций

«ПОКУПАЙ, КОГДА НА УЛИЦАХ ТЕЧЕТ КРОВЬ…»

В средне- и долгосрочной перспективе обоснованной выглядит покупка длинных, качественных и просевших бондов с минимальным кредитным риском, в том числе в рамках первичных размещений. Потенциальное сужение спредов между американскими казначейскими облигациями и указанными евробондами с большой вероятностью позволит заработать существенную прибыль, которая может выражаться десятками процентов. При этом стоит хеджировать облигационный портфель от маловероятного, но вполне возможного сценария роста ставок.
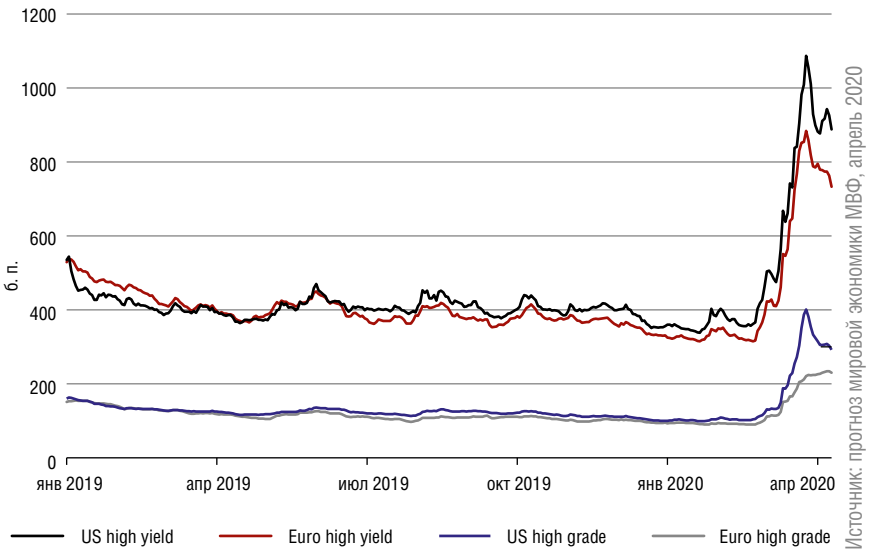
Рисунок 2
Кредитные спреды