Высокая доходность при низком риске в облигациях: миф или реальность?

Мария РАДЧЕНКО,
руководитель отдела анализа долгового рынка, управление по работе с клиентами, ИК «Ренессанс Капитал»

Коронавирусный 2020 год вызвал идеальный шторм на мировых фондовых рынках, и хотя отскок был быстрым, а по некоторым классам активов прирост стоимости превзошел самые смелые ожидания, маловероятно, что широкий круг инвесторов воспользовался падением рынков для покупки подешевевших активов (особенно если речь о непрофессиональных инвесторах — физических лицах).

Значительная часть инвесторов не только не заработала на коррекции долгового рынка, но и потеряла, ликвидировав позицию при снижении цен, поддавшись панике

В то же время для многих профессиональных управляющих облигациями 2020 год действительно был выдающимся с точки зрения финансового результата, но позволим себе предположить, что случилось это благодаря тому, что, во-первых, в наличии имелись свободные денежные средства для покупки в марте, когда цены были наиболее низкими, а во-вторых, при покупке был сделан выбор либо в пользу долгосрочных бумаг (что было очень рискованной стратегией из-за большой неопределенности относительно будущего), либо в пользу еврооблигаций качественных эмитентов с высоким запасом прочности и низкими рисками рефинансирования, хотя такая стратегия принесла заметно более низкую доходность. Заметим при этом, что стратегия покупки любых долгосрочных еврооблигаций в надежде на отскок всех классов активов не была успешной, так как бумаги стран и корпораций, понесших заметные потери из-за пандемии, так и не восстановились в цене. Например, суверенные еврооблигации Шри-Ланки, подешевевшие почти вдвое в марте 2020 года, по-прежнему торгуются вблизи достигнутых тогда уровней.

Выше мы отметили, что наличие свободных средств в марте 2020 года было очень важным фактором для того, чтобы заработать на коррекции. При этом значительная часть управляющих формирует существенную часть позиции в начале года. Доходности на рынке еврооблигаций в январе — феврале 2020-го были самыми низкими за более чем 5 лет, что подталкивало инвесторов в поисках доходности к покупке либо бумаг с высокой дюрацией (с погашением более чем через 20 лет), либо выпусков эмитентов с низкими кредитными рейтингами. Всего через месяц именно эти бумаги покажут самое глубокое ценовое падение.

Таким образом, значительная часть инвесторов не только не заработала на коррекции долгового рынка, но и потеряла, ликвидировав позицию при снижении цен, поддавшись панике. Для иллюстрации того, какой в среднем была динамика рын-

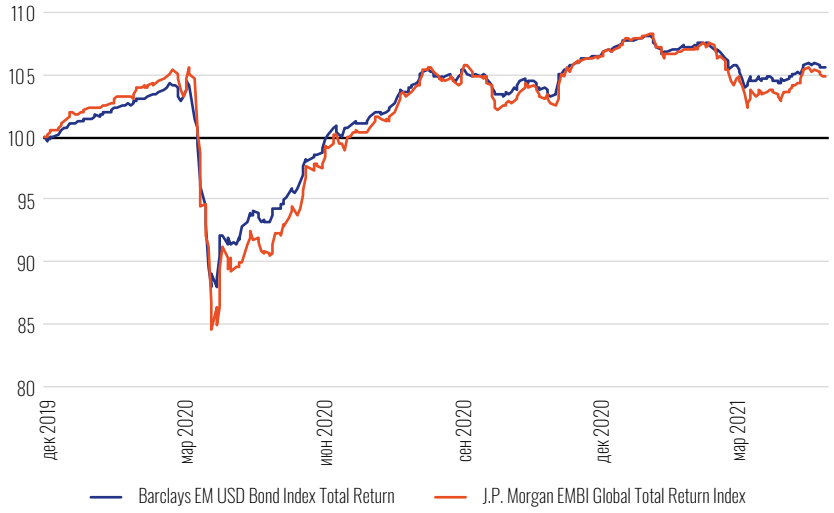

Рисунок 1
Динамика индексов еврооблигаций развивающихся рынков

Источник: Bloomberg

В любой рыночной ситуации лучше быть в рынке, чем не быть, однако важно избирательно подходить к выбору бумаг в портфеле

ка еврооблигаций развивающихся стран, посмотрим на график совокупного дохода по индексам Barclays EM USD и J. P. Morgan EMBI Global с декабря 2019 по конец апреля 2021 года, приведенного к 100% на 1 декабря 2019 года, чтобы показать доходность за период 17 месяцев (Рисунок 1).

На графике видно, что совокупная доходность за весь период составила примерно 5%, или около 3.5% за год. Гораздо более впечатляющей была динамика американских акций (см. Рисунок 2): прирост индекса S&P500 с начала декабря 2019 года составил почти 35%. Если предположить, что некий инвестор продал еврооблигации на дне и купил акции США, то он не только компенсировал потери, но и заработал более 30% за год. Но, как говорится, задним умом мы все крепки, и в реальности такое поведение инвестора с учетом всех обстоятельств марта 2020 года скорее исключение, чем правило.

Текущий уровень доходности еврооблигаций развивающихся рынков близок к уровню февраля 2020 года, когда, как мы упомянули выше, был отмечен минимальный уровень за последние годы. Пытливый инвестор задается вопросом, а стоит ли сейчас продолжать инвестировать в облигации с учетом низкой доходности, или имеет смысл зафиксировать прибыль и подождать коррекции. Ниже приведем несколько типичных мифов, которые мешают частным инвесторам получать привлекательный доход, инвестируя в облигации. Оговоримся, однако, что важно принять во внимание, что в широком смысле облигации — это скорее консервативный инструмент сбережения капитала и получения дохода выше инфляции, а не спекулятивный инвестиционный инструмент, поэтому привлекательным уровнем для облигаций, на мой взгляд, является диапазон 5–8%, а не двузначные цифры. Хотя случается и так, что доходность по облигациям превосходит доходность акций, особенно когда речь идет о развивающихся рынках.

Рисунок 2
Динамика индекса S&P 500 (без дивидендов)

Источник: Bloomberg

МИФ 1. ДЛЯ ПОЛУЧЕНИЯ ВЫСОКОЙ ДОХОДНОСТИ НАДО ДОЖДАТЬСЯ КОРРЕКЦИИ И ТОГДА КУПИТЬ БУМАГИ

Рынки могут оставаться иррациональными гораздо дольше, чем мы ожидаем, и коррекция может не наступить гораздо дольше, чем управляющий сохраняет работу. Это хорошо иллюстрирует 2019 год, когда инвесторы в целом были довольно скептически настроены по отношению к развивающимся рынкам из-за опасений ужесточения денежно-кредитной политики США и роста ставок, а на рынок российских еврооблигаций дополнительно давило послевкусие санкций, угроза которых стала особенно очевидна в апреле 2018 года. На этом фоне парадоксально видеть, что доходность инвестиций в российские суверенные еврооблигации Russia 47 за 2019 год составила почти 40% в долларах. Соответственно, те, кто ожидал коррекцию и не инвестировал, упустили привлекательную доходность. Мы придерживаемся подхода, что в любой рыночной ситуации лучше быть в рынке, чем не быть, однако важно избирательно подходить к выбору бумаг в портфеле. Например, в настоящий момент корпоративные еврооблигации стран с невысоким страновым рейтингом (СНГ, Турция, Бразилия), которые торгуются с доходностью 5–7%, являются привлекательной инвестицией с низким рыночным риском и интересной доходностью. Качественные корпоративные бумаги с дюрацией до 5 лет также не стоит обходить вниманием, несмотря на невысокую доходность 3–4%, так как именно эти бумаги в случае наступления коррекции показывают небольшую просадку в цене и продажа таких выпусков с последующей покупкой подешевевших бумаг с высокой дюрацией позволяет получить дополнительную доходность без существенного риска. Более того, общей коррекции на рынке можно и не ждать, так как долговой рынок регулярно предоставляет возможности для покупки на просадке: только с начала текущего года такие возможности были в корпоративных бумагах эмитентов из Турции (Ulker, Arcelik, Turkcell), Мексики (Credito Real, Unifin), с Украины (Kernel, MHP), когда рост страновых рисков либо инстинктивная паника приводили к ценовой просадке бумаг на 5–10 п. п. с последующим быстрым восстановлением котировок, что позволило за короткий срок заработать 5–10% и даже больше.

МИФ 2. ОЧЕНЬ ШИРОКАЯ ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ПОРТФЕЛЯ ПОЗВОЛИТ СНИЗИТЬ РИСКИ ДЕФОЛТА

По большому счету еврооблигации развивающихся рынков делятся всего на несколько классов: суверенные/корпоративные, краткосрочные/долгосрочные, а также по кредитному качеству (низкое/среднее/высокое). Соответственно, наличие в портфеле долгосрочных бумаг 20 эмитентов нельзя назвать диверсификацией, так как в случае падения рынка все бумаги будут вести себя одинаково. Мы отмечаем высокую важность диверсификации портфеля по срочности и качеству эмитентов, однако с фокусом на ограниченном количестве эмитентов с глубокой экспертизой и пониманием рисков инвестиций в бумаги именно этого ограниченного числа компаний.

МИФ 3: ВЫСОКАЯ ДОХОДНОСТЬ ЕСТЬ ТОЛЬКО ТАМ, ГДЕ ВЫСОКИЕ РИСКИ. ПРИ ИНВЕСТИРОВАНИИ В ВЫСОКОКЛАССНЫЕ ОБЛИГАЦИИ РИСКИ ПОТЕРЬ НИЗКИЕ, НО И ДОХОДНОСТЬ ТОЖЕ НИЗКАЯ

Чем выше риски, тем выше доходность — непреложность этого утверждения не оспаривается, однако из всякого правила есть исключения. Рассмотрим, например, корпоративный кредитный рейтинг, уровень которого в существенной степени ограничен суверенным рейтингом. В таком случае эмитенты одной отрасли с одинаковым кредитным рейтингом, но один из страны с рейтингом, например, BBB, а другой из страны с рейтингом B будут существенно отличаться по кредитному качеству, при этом доходность облигаций эмитента из страны B будет выше при более низких кредитных рисках, как ни парадоксально это звучит. Например, выбирая между облигациями эмитентов с рейтингом B из США и Бразилии, мы предпочтем Бразилию. Важное значение имеет также и дюрация бумаги, так как высокие рыночные риски практически никогда не компенсируют высокое кредитное качество. Например, с августа 2020 по март 2021 года длинные еврооблигации эмитентов с рейтингом инвестиционной категории развивающихся стран (например, еврооблигации «Газпрома» GAZPRU 37) подешевели на 8–10% на фоне роста доходности US Treasuries. И наоборот, открытие позиций в длинных выпусках в марте этого года за полтора-два месяца позволило получить доходность порядка 10% из-за роста котировок длинных бумаг на фоне роста спроса на риск и снижения доходности US Treasuries. Таким образом, активное качественное управление дюрацией портфеля может повысить доходность без увеличения кредитных рисков.

Сбалансированный по срокам и кредитному качеству портфель еврооблигаций эмитентов развивающихся рынков может обеспечить доходность выше 5% без существенного риска

Подводя итог, отметим, что даже в период низких процентных ставок сбалансированный по срокам и кредитному качеству портфель еврооблигаций эмитентов развивающихся рынков может обеспечить доходность выше 5% без существенного риска. Мы ожидаем, что в текущем году интерес к облигациям будет сохраняться, несмотря на рост ожиданий повышения процентной ставки в США. Доходность долгосрочных UST уже находится на уровне декабря 2019 года, то есть, по сути, уже учитывает повышение ставки до уровня того времени, что заметно снижает риски роста доходности еврооблигаций развивающихся стран. Дополнительным фактором поддержки еврооблигаций является и ограниченный потенциал дальнейшего роста рынка акций США (который с начала года вырос более чем на 10%). Ключевым же риском для рынков по-прежнему остается темп восстановления глобальной экономики. И хотя прогресс в вакцинации, а также макроданные крупнейших экономик США и Китая за апрель выглядят позитивно, в некоторых странах, таких как Индия, эпидемиологическая обстановка является тревожной. Высока вероятность того, что финансовые рынки будут оставаться волатильными, соответственно, подходить к формированию инвестиционного портфеля нужно аккуратно, так как время, когда «прилив поднимает все лодки», еще не наступило.