Внимание на ставки: почему 2024 год может стать годом облигаций

Алексей КОРНЕВ,
портфельный управляющий
УК «Альфа-Капитал»

Артем ПРИВАЛОВ,
портфельный управляющий
УК «Альфа-Капитал»

После резкого повышения ставок мировыми центробанками инвесторы ожидают, что в этом году регуляторы перейдут к более мягкой политике. Снижение ставок должно позитивно отразиться на стоимости облигаций — как на глобальном рынке, так и в рублевом сегменте. Однако потенциал снижения доходностей бумаг ограничен, поскольку предстоящее снижение ставок уже отчасти заложено в ценах. Остальное будет зависеть от макроэкономических факторов и инфляции.

ФРС ГОТОВА К СНИЖЕНИЮ

На глобальных рынках минувший год прошел под знаком повышения ставок (Рисунок 1). Мировые регуляторы в условиях растущей инфляции ужесточали монетарную политику, причем еще в середине года у участников сохранялось твердое убеждение, что период высоких ставок — это надолго. Особенно высокие риски такая ситуация создавала в секторе высокодоходных облигаций (HY), поскольку в этом случае компаниям пришлось бы занимать под существенно более высокие ставки, нежели 2–3 года назад, а для некоторых заемщиков рынок был бы полностью закрыт. К счастью, несмотря на быстрый рост ставок, крупных дефолтов не случилось (банки, рухнувшие в 2023 году, имели рейтинги инвестиционного уровня).

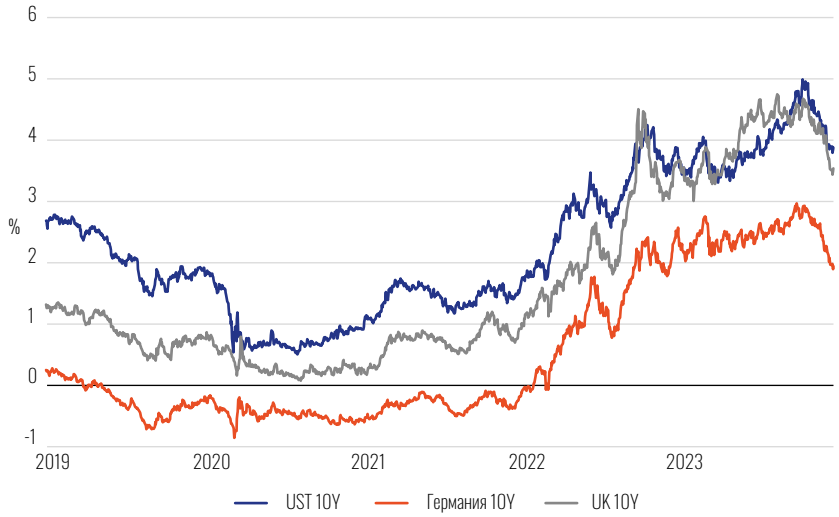
На глобальных рынках минувший год прошел под знаком повышения ставок

Однако уже в ноябре 2023 года начали появляться более оптимистичные данные: инфляция начинает снижаться, а экономика остается сильной. В декабре ФРС в третий раз оставила ставку без изменений и смягчила риторику. Это добавило топлива на рынок и привело к сильнейшему ралли на облигационных рынках. Снижение инфляции — только одна из причин, побудивших американского регулятора сменить тональность. Во-первых, из-за высоких ставок резко выросли процентные расходы на обслуживание государственного долга, объем которого при этом сильно вырос. Во-вторых, из-за падения цен на долговые инструменты у банков образовались убытки, что потребовало от государства их поддержки. Наконец, в-третьих, в 2024 году пройдут выборы президента США.

Рынки Европы в конце года выросли наравне с США, несмотря на то что ЕЦБ и Банк Англии сохранили жесткую тональность и готовность бороться с инфляцией до конца, в отличие от ФРС.

Рисунок 1
Доходность 10-летних облигаций США, Германии и Великобритании

Источник: Cbonds



РОСТ UST ОГРАНИЧЕН

Сейчас новая тональность ФРС исключает вариант долгого сохранения высоких ставок. В текущем году регулятор прогнозирует три снижения ставки рефинансирования, в то время как рынок закладывает шесть. Дальнейшая траектория цен на долговом рынке будет зависеть от поступающих макроданных, в первую очередь касающихся инфляции и состояния экономики США. Рост американского ВВП может оказаться ниже тренда (сценарий «мягкой посадки»). Однако поскольку рынок уже закладывает несколько понижений ставки в текущем году, потенциал роста бондов ограничен, особенно это касается длинных бумаг. При этом на коротком конце кривой казначейских облигаций США (UST) есть существенный потенциал для снижения доходности. В случае низкой инфляции и рецессии доходности UST могут начать быстро снижаться.

Что касается сегмента высокодоходных бумаг, то с учетом того, что многие эмитенты провели программы рефинансирования на длинные сроки в период низких ставок (2020–2021 гг.), инвесторы сейчас не ожидают массовых дефолтов. Тем более что в конце 2023 года спреды на облигации в этом сегменте существенно скорректировались, что увеличивает возможности компаний с низкими инвестиционными рейтингами для привлечения финансирования. Конечно, нет гарантий, что все потенциальные проблемы высокодоходных облигаций остались позади. Инвесторам по-прежнему надо уделять большое внимание анализу кредитного качества заемщиков.

ПОЛИТИКА — ОДИН ИЗ ГЛАВНЫХ ФАКТОРОВ ДЛЯ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ

Скорее всего, макроэкономическая ситуация будет благоприятной для развивающихся рынков в 2024 году и, как следствие, для доходностей еврооблигаций. Но после сильного роста цен в ноябре — декабре 2023 года потенциал

Рисунок 2
Спреды на суверенные еврооблигации и облигации со спекулятивными рейтингами развивающихся рынков

Источник: Cbonds

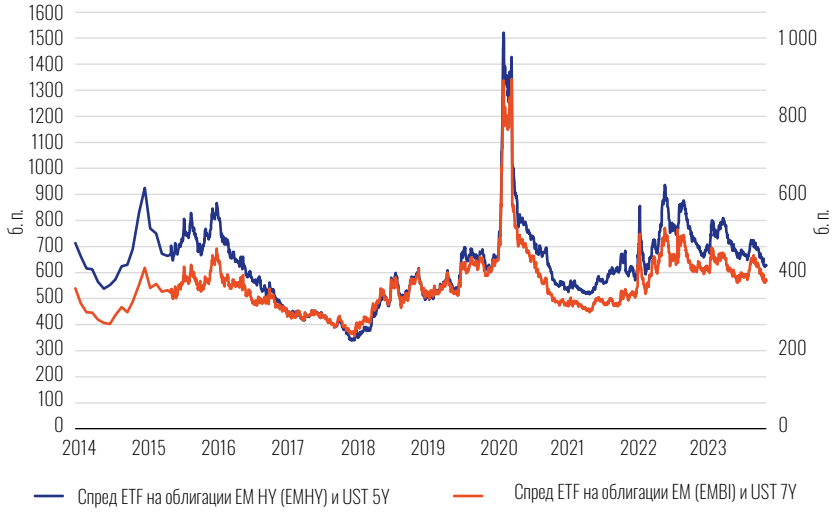


Рисунок 3
Индекс RGBI, доходность

Источник: Cbonds, расчеты «Альфа-Капитала»

сужения спредов долговых бумаг более ограничен (Рисунок 2). На этом фоне ожидаемая доходность еврооблигаций развивающихся рынков может составить 7–8 %. Более привлекательно с точки зрения сокращения спредов выглядят высокодоходные облигации с инвестиционным рейтингом (IG) вследствие большего потенциала сужения спредов, в частности корпоративные еврооблигации Индии, Бразилии, Казахстана, Турции и некоторых стран Азии (кроме Китая).

При этом инвесторам в евробонды развивающихся рынков стоит учитывать политическую ситуацию в этих странах. В этом году выборы пройдут в Индонезии, ЮАР, Индии, на Тайване, в Мексике. Это может создавать нестабильность на рынках, хотя ситуация может развиваться по-разному. Например, недавние выборы в Турции и Польше привели к последующему росту цен на активы. В Аргентине картина пока остается неопределенной, не исключен еще один дефолт по суверенным обязательствам. Отдельно стоит отметить ситуацию с еврободами Pemex — кредитное качество эмитента продолжает ухудшаться с каждым годом. Новый президент Мексики может изменить финансовую политику в отношении компании.

ВРЕМЯ ФЛОАТЕРОВ

Для рынка рублевых облигаций определяющим фактором в 2023 году стало повышение Банком России ключевой ставки, пик которого пришелся на вторую половину года. С начала 2023 года ключевая ставка выросла на 8.5 % — до 16 %. Резкий рост ставки привел к росту доходностей во всех сегментах рынка облигаций (Рисунок 3).

На фоне падения цен инвесторы предпочитали фонды денежного рынка и флоатеры, поскольку они позволяют, с одной стороны, защитить средства на случай дальнейшего роста ставок, а с другой — получать доход, привязанный к ключевой ставке или RUONIA.

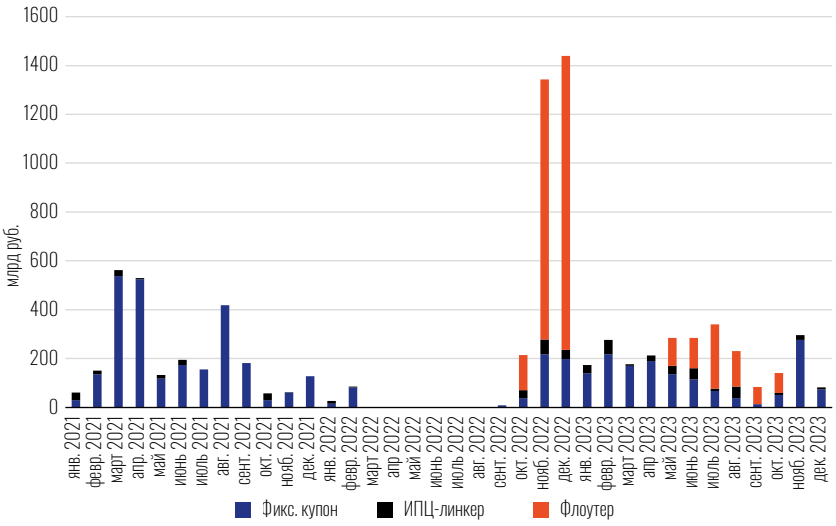
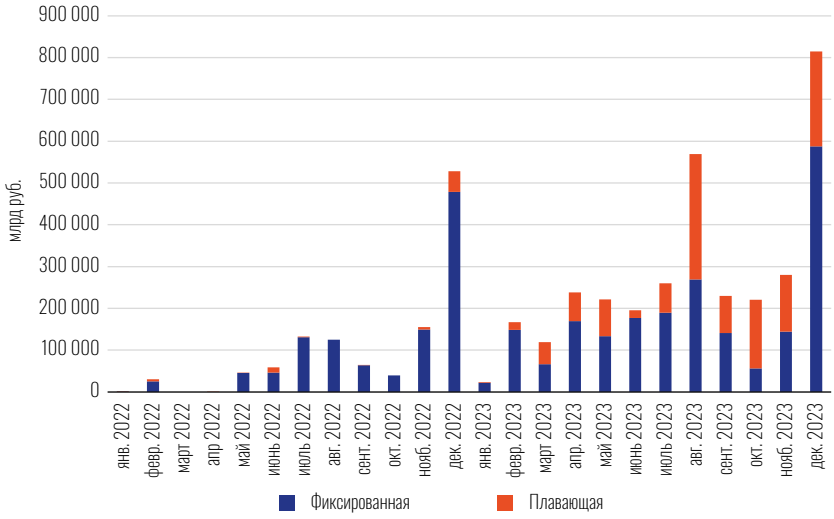


Рисунок 4
Валовые размещения ОФЗ (месячные данные)

Источник: Cbonds, Минфин РФ, макропрогноз «Альфа-Капитала», Bondresearch

Рисунок 5
Объем первичных размещений корпоративных бумаг

Источник: Cbonds, Минфин РФ, макропрогноз «Альфа-Капитала»



В подобной ситуации Минфину пришлось использовать бумаги с высоким фиксированным купоном, а также увеличивать в структуре заимствований долю флоатеров (Рисунок 4).

Исключением не стали и корпоративные облигации: объем предложения флоатеров российскими компаниями побил исторические рекорды (Рисунок 5). При этом можно констатировать, что если раньше компании рассматривали облигации исключительно как источник длинных денег по фиксированным ставкам, то в настоящее время этот инструмент все больше становится альтернативой банковскому финансированию.

СТАВКА НА ДЛИНУ

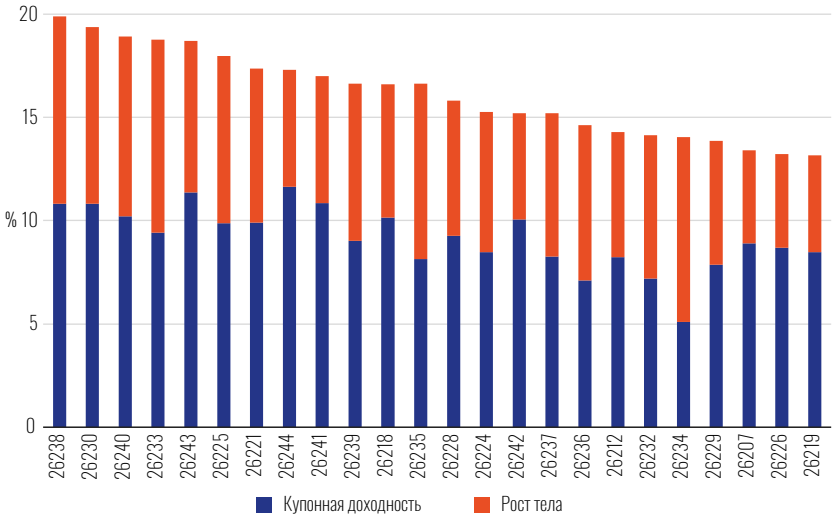
В текущем году облигации с фиксированным купоном выглядят более интересными для инвесторов. В частности, длинные ОФЗ остаются привлекательными для долгосрочных инвестиций, поскольку позволяют зафиксировать доходность более 12% на максимально длинный срок — более 20 лет. Высокий уровень процентного риска позволит максимизировать доходность по мере замедления инфляции и смягчения денежно-кредитной политики ЦБ РФ.

Пока длинные ОФЗ остаются волатильным инструментом: за последние несколько месяцев цена находилась в диапазоне +/-5%, и в ближайший квартал вряд ли рынок обретет стабильность. Однако инвесторы, которые готовы переждать краткосрочную волатильность, получат максимальный доход в случае снижения ключевой ставки и доходностей. Например, в случае 1%-ного параллельного сдвига в течение года в кривой доходности ОФЗ общий доход инвестора в 26 238 рублей составит около 20% (Рисунок 6). При этом не стоит исключать и более значительного снижения доходностей, что выразится в еще более высокой доходности облигационных портфелей.

Мы считаем сегмент корпоративных облигаций 1–2-го эшелонов

Рисунок 6
Общий доход ОФЗ на год при параллельном снижении на 1%

Источник: Cbonds, расчеты «Альфа-Капитала»



привлекательным для инвесторов с горизонтом инвестирования 2–3 года. В то же время стоит отметить, что, хотя доходности многих корпоративных бумаг находятся на высоких и привлекательных уровнях, дюрация корпоративных бумаг в среднем составляет 2–2.5 года, из-за чего эффект от снижения ставок в таких инструментах ограничен. Для краткосрочного горизонта могут быть интересны ОФЗ с плавающим купоном, фонды денежного рынка и корпоративные флоатеры. Однако следует учитывать ограниченную ликвидность последних, что может затруднить ребалансировку портфеля в случае необходимости.

В целом, по нашим прогнозам, доходность сегмента рублевых облигаций в этом году может составить 16–18 %.

По нашим оценкам, к концу этого года ключевая ставка может быть снижена до 12 %

КРЕДИТНЫЕ РИСКИ ОСТАЮТСЯ ВЫСОКИМИ

В настоящее время на рынке ОФЗ с фиксированным купоном наблюдается дисбаланс: доходность бумаг с погашением 6–12 месяцев находится существенно ниже, чем ключевая ставка и ставки денежного рынка. Такая ситуация привела к видимому расширению спредов корпоративных бумаг, однако при сравнении спредов с уровнями RUONIA/RUSFAR на 6–12 месяцев можно отметить, что они все еще находятся на умеренных уровнях.

Конечно, после повышения ключевой ставки стоимость обслуживания плавающего и краткосрочного долга для многих эмитентов резко выросла. В течение 2023-го высокая долговая нагрузка и сомнения рынка в кредитоспособности компаний уже привели к расширению спредов на бумаги таких компаний, как «М.Видео» и «Сегежа». Уровень кредитных рисков на рынке сейчас довольно высокий, особенно это касается компаний третьего эшелона с высокой долговой нагрузкой, в связи с чем в этом году потребуется особенный мониторинг результатов компаний и их финансового состояния.

МИНФИН УВЕЛИЧИТ ОБЪЕМ ЗАИМСТВОВАНИЙ

С учетом снижения темпов роста инфляции, которое мы наблюдали в декабре 2023 года, мы настроены довольно оптимистично относительно дальнейшего смягчения политики ЦБ РФ. По нашим оценкам, к концу этого года ключевая ставка может быть снижена до 12 %. Это произойдет в случае сохранения тренда на замедление инфляции. Тем не менее помимо ставки ЦБ еще одним не менее значимым фактором для формирования цен на облигации могут быть заимствования для пополнения бюджета.

Согласно проекту федерального бюджета, в этом году доходы вырастут до 28.67 трлн рублей, расходы будут выше на 1.6 трлн рублей. В связи с этим дефицитом Минфин в 2024 году планирует привлечь более 4 трлн рублей на облигационном рынке (Рисунок 7). При этом ведомство по-прежнему будет отдавать предпочтение ОФЗ с фиксированным купоном, из-за чего кривая ОФЗ бумаг с фиксированным купоном будет находиться под давлением. В случае слабого спроса Минфину придется увеличивать дисконт ко вторичному рынку, что негативно отразится на стоимости облигаций.

РЫНОК ВАЛЮТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПРОДОЛЖИТ РОСТ

В 2023 году объем рынка замещающих облигаций вырос в 2.5 раза. Новое предложение на рынке составило около $12 млрд, при этом в основном за счет выпусков Газпрома. В этом году газовой монополии

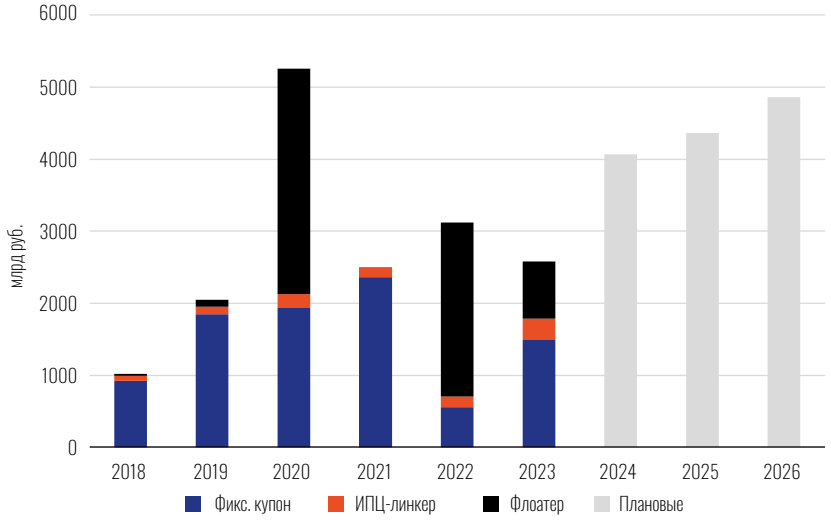
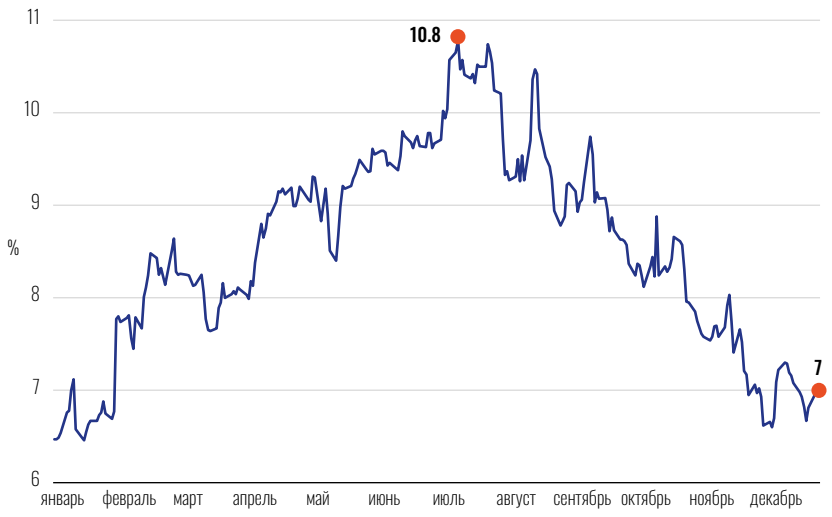


Рисунок 7
Размещения ОФЗ (+ планы)

Источник: Cbonds, Минфин РФ, макропрогноз «Альфа-Капитала», Bondresearch

Рисунок 8
Доходность индекса замещающих облигаций

Источник: Cbonds



должен прийти конец. С одной стороны, уже в конце прошлого года на рынок вышли «ФосАгро», ГТЛК, Тинькофф Банк и ГМК «Норильский никель», теперь мы ожидаем значительных объемов размещения от РЖД, МКБ, Альфа-Банка и ВТБ. Кроме того, в 2024 году начать выпуск замещающих облигаций может и Минфин. Всего на рынок должно выйти минимум 10 эмитентов с общим объемом еврооблигаций с хранением в депозитариях РФ в пределах $28.5 млрд (с учетом еврооблигаций Минфина). Таким образом, объем рынка снова может удвоиться, что, безусловно, окажет давление на цены.

С другой стороны, процесс замещения еврооблигаций российских эмитентов должен завершиться в этом году. Это снизит объем предложения на рынке, плюс к этому значительная часть средств, полученных в результате погашений еврооблигаций, скорее всего, будет реинвестирована в аналогичные инструменты. Всего в 2024-м и 2025 годах будут погашены бумаги с хранением в депозитариях РФ объемом $6.3 и $4.8 млрд (без учета купонов) соответственно. На этом фоне ожидаемая доходность замещающих облигаций даже с учетом возможного давления на рынок со стороны новых выпусков составит 7–9 % в иностранной валюте (Рисунок 8).

Это выглядит более привлекательно, чем доходность по облигациям, номинированным в китайской валюте (Рисунок 9). На конец 2023 года доходность индекса Cbonds корпоративных выпусков в юанях составляла всего 5.8 %. Ожидаемая доходность бондов, номинированных в юанях, по нашим оценкам, составит 4–5 %. При этом рынок таких бумаг сравнительно мал: всего $8 млрд. В перспективе его ликвидность будет расти по мере выхода новых эмитентов. В частности, интересными для рынка юаневых бондов будут колл-оферты по бумагам «Роснефти» в марте и сентябре, так как эти два выпуска фактически составляют половину ликвидного рынка облигаций в китайской валюте.

Рисунок 9
Доходность индекса облигаций в CNY

Источник: Cbonds