

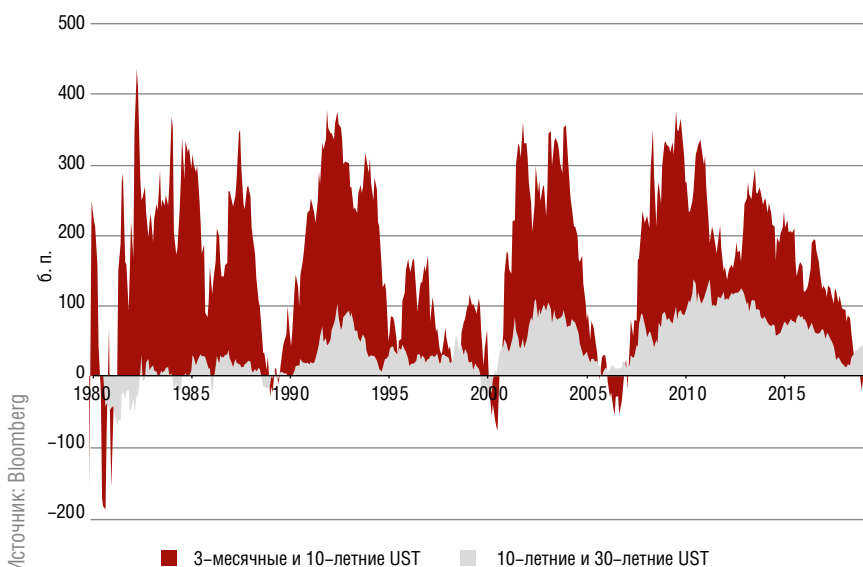


◀ **Алексей ТРЕТЬЯКОВ,**
генеральный директор, УК «Арикапитал»

Как инвестору в облигации подготовиться к рецессии в США?

Одной из самых обсуждаемых тем последнего года стала приближающаяся рецессия американской экономики. В октябре в опросе популярного экономического Telegram-канала MMI 58% респондентов предсказали, что в США начнется циклический спад в 2020 году, а 9% поставили на его начало уже в конце 2019 года. Насколько высока вероятность глобального экономического кризиса и как облигационному инвестору подготовиться к его возможному наступлению?

Рисунок 1
Спред между доходностью
гособлигаций США



Одним из наиболее точных индикаторов рецессии считается инверсия кривой доходности облигаций. Инвесторы, понимая, что центральный банк будет снижать ставки, заранее скупают долгосрочные

облигации; в результате их доходность опускается ниже текущей ключевой ставки.

В мае 2019 года доходность по 10-летним американским казначейским облигациям сократилась до 2.1% и впервые с 2007 года оказалась ниже ставки ФРС и 3-месячных гособлигаций. Начиная с 1980 года отрицательное значение спреда доходности 10-летних и 3-месячных американских гособлигаций всегда означало наступление рецессии не позднее чем через полтора года.

Еще один индикатор — индекс ISM Manufacturing PMI, отражающий производственную активность, в сентябре опустился до 47.8. Значение индекса ниже 50.0 означает спад производства, а значение 47.8 стало минимальным с 2009 года.

Но есть индикаторы, которые говорят, что не все так безнадежно. Например, индекс опережающих индикаторов (Conference Board US Leading Index), который просигнализировал наступление предыдущей рецессии в августе 2006 года, то есть за 16 месяцев до ее фактического начала, по состоянию

на начало ноября 2019 года, все еще находился на положительной территории. Хотя он резко снизился по сравнению с сентябрем 2018 года с 6 до 0.4, это говорит скорее о слабом росте в 2020 году, но не о рецессии.

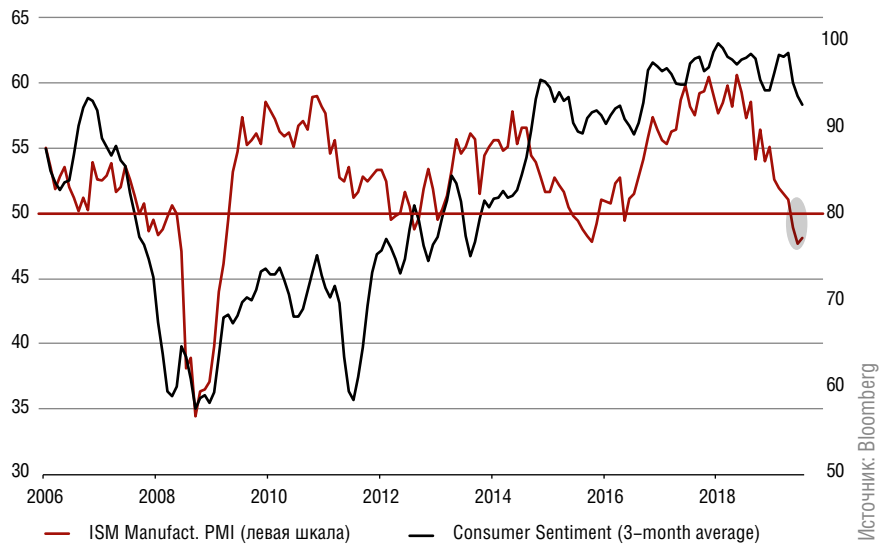
Что касается кривой US Treasuries, полноценно инвертированной она так и не стала. 30-летние облигации приближались по доходности к 10-летним вплоть до июля 2019 года, когда был зафиксирован минимальный спред — 0.1%, но затем разрыв в доходности начал расти и достиг в ноябре 2019 года 0.5% годовых. Если рецессия наступит вот-вот, то почему инвесторы не скупают наиболее длинные безрисковые бумаги, которые больше всего выиграют от снижения ставок?

На наш взгляд, совокупность всех индикаторов показывает, что, несмотря на высокий риск рецессии в США во втором полугодии 2020 года, вероятность ее наступления далеко не 100%. Есть шанс, что благодаря проведенному смягчению политики ФРС после замедления экономика вновь начнет набирать обороты. Нечто подобное произошло в 2016 году, когда из-за падения цен на нефть и металлы в американской промышленности также наблюдался спад, значение индекса PMI опускалось в январе 2016-го до 48.0. Тогда увольнения в нефтяной отрасли и металлургии не распространились на остальную экономику. ВВП США притормозил рост с 2.9% в 2015 году до 1.6% в 2016 и вновь ускорился до 2.4% в 2017 году.

В этом году причиной замедления активности стала торговая война между США и Китаем, нарушившая производственные связи и заставившая бизнес отложить новые инвестиционные проекты. Но при этом потребительский сектор и высокотехнологичные компании вроде Apple или Microsoft не испытывают никаких проблем, котировки их акций обновляют исторические максимумы. Если Дональд Трамп договорится с Си Цзиньпином, вполне возможно, мы увидим новую волну оптимизма.

Консенсусный прогноз Bloomberg, согласно которому ВВП США после роста на 2.9% в 2018-м замедлится до 2.3% в 2019 году и 1.7% в 2020-м, возможно, выглядит избыточно оптимистичным, но прислушаться к мнению аналитиков стоит!

Другая причина, по которой мы не ждем рецессию в США в ближайшем будущем, заключается в том, что почти все предыдущие спады происходили под воздействием нескольких факторов: исчерпанием потенциала для роста, ужесточением политики ФРС и какого-либо дополнительного шока. Само по себе достижение полной



Источник: Bloomberg

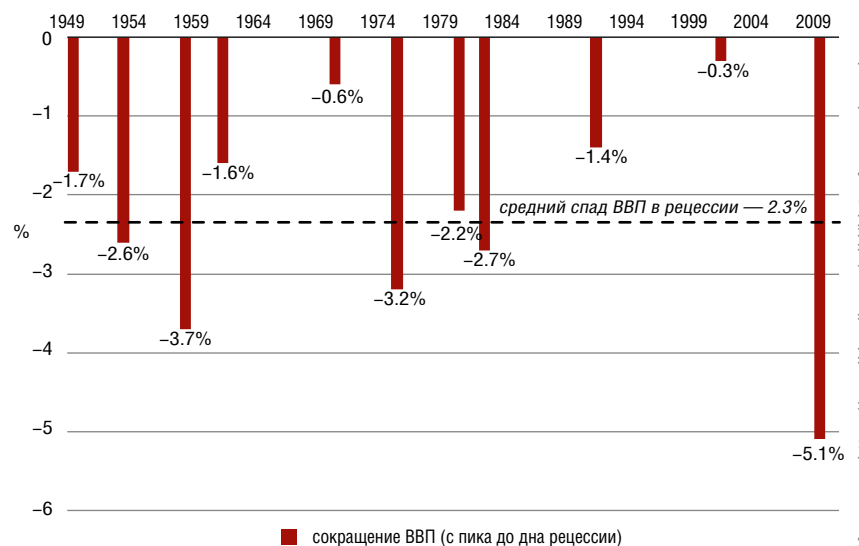
Рисунок 2
Производственная активность и настроения потребителей в США

занятости на рынке труда является недостаточным фактором для начала рецессии.

Кризис 2008 года произошел, когда лопнул пузырь производных инструментов, подпитывавший долгие годы жилищный бум в США. Сначала проблемы у отдельных фондов привели к остановке финансирования ипотеки, а кульминацией стало банкротство одного из крупнейших инвестиционных банков Lehman Brothers.

Рецессии в начале 1990-х и 2000-х также случились не на пустом месте. В начале 2000-х в США лопнул пузырь интернет-стартапов, который унес сбережения большого количества домохозяйств. С марта 2000-го по март 2001 года индекс Nasdaq обвалился с 5000 пунктов более чем в два раза, прежде чем начался общеэкономический спад. Рецессии начала 1990-х годов предшествовала серия повышений ставки ФРС, а затем нефтяной шок, последо-

Рисунок 3
Сокращение ВВП в период рецессии в США, %



Источник: https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_recessions_in_the_United_States

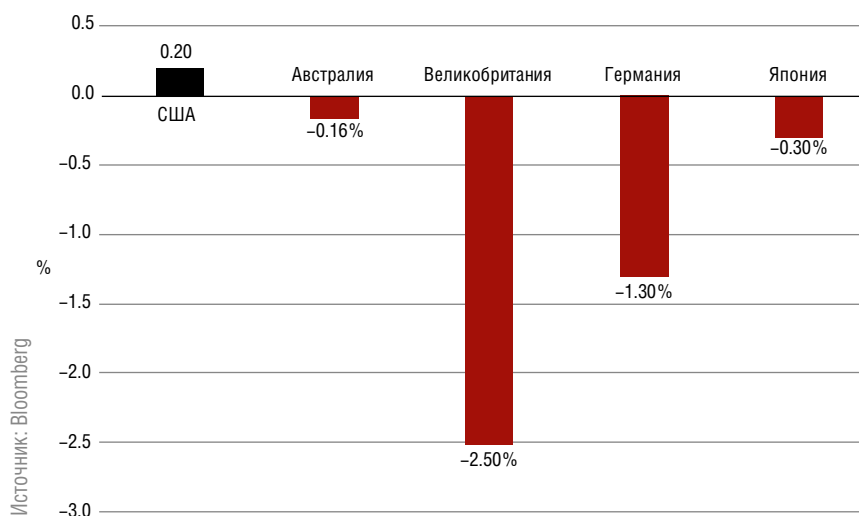


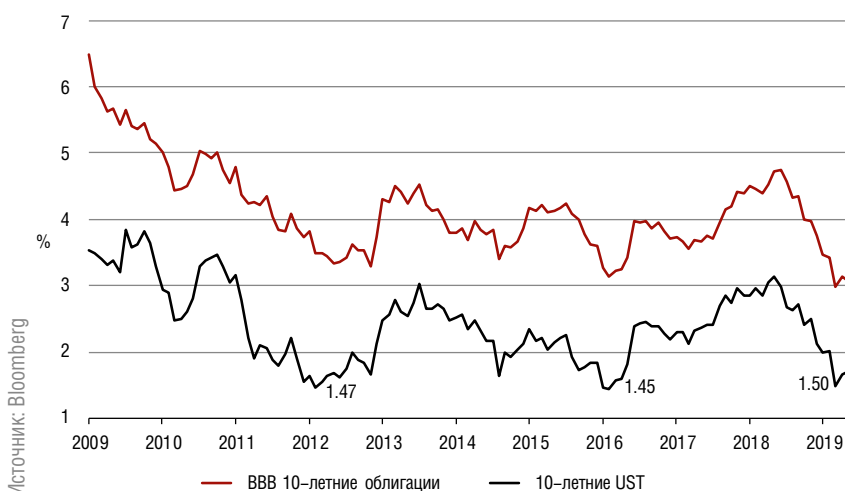
Рисунок 4
Реальная доходность по 10-летним государственным облигациям (на 18.10.2019)

вавший за вторжением Садда Хусейна в Кувейт. Еще более ранние рецессии также следовали за энергетическими кризисами, например в 1973 году, когда страны ОПЕК объявили эмбарго, или в 1979-м после Иранской революции.

В отсутствие подобных шоков рецессия, если и произойдет, вряд ли будет драматичной. Нужно заметить, что сокращение американского ВВП в 2008–2009 на 5.1% было самым сильным в послевоенной истории. Предыдущие рецессии были гораздо мягче. Например, за обвалом акций dotcom в 2000 году последовал спад ВВП всего лишь на 0.3%. В среднем в период рецессии в послевоенной Америке ВВП сокращался на 2.3%, а без учета последнего кризиса — всего на 2.0%, то есть перекрывался первым же годом роста.

На наш взгляд, болезненные воспоминания о кризисе 2008 года заставляют инвесторов избыточно волноваться по поводу следующей рецессии. На самом деле для инвесторов в надежные облигации вариант

Рисунок 5
Доходность по 10-летним US Treasuries и американским корпоративным облигациям с рейтингом BBB



мягкой рецессии гораздо лучше, чем бурного роста, сопровождающегося инфляцией.

Нынешняя политика ФРС гораздо дружелюбнее, чем действия регулятора в предшествующие десятилетия. Текущий консенсус-прогноз предполагает снижение ставки к концу 2020 года до 1.25–1.50% на фоне замедления экономического роста. В октябре ФРС объявила о возобновлении покупки гособлигаций, правда, попросив не считать это QE. Можно с уверенностью сказать, что если динамика ВВП сменится на отрицательную, регулятор будет смягчать политику еще сильнее и вновь прибегнет к массивному количественному смягчению. Реальные ставки в США остаются значительно выше остальных развитых стран. Рецессия будет отличным поводом для обнуления ставки ФРС, которое поможет выполнить и задачи ослабления доллара для уменьшения внешнеторгового дефицита.

На наш взгляд, многие инвесторы уже подготовились к рецессии, предполагая, что это будет полномасштабный экономический кризис наподобие 2008 года, чего точно не случится.

Лучше не дожидаться «в кэше» рецессии или кризиса, а использовать возможность инвестировать в качественные корпоративные облигации, доходность которых доходит до 4–5% в долларах, что значительно выше, чем в валютах других развитых стран. Если ФРС продолжит снижать ставку так, как это предполагает консенсусный прогноз, доходности US Treasuries скорее всего обновят исторические минимумы и опустятся до 1.25–1.50% годовых. Если рецессия все-таки произойдет, то ФРС США снизит ставку сильнее и доходности US Treasuries опустятся ниже 1%.

Как и в 2019 году, в 2020-м лучшим классом активов могут стать долгосрочные облигации эмитентов с инвестиционным кредитным рейтингом или максимальным неинвестиционным уровнем BB+. Доходность по 10-летним BBB облигациям с текущего уровня 3.0% может опуститься до 2.20–2.50% в обоих вариантах, так как более масштабное снижение доходности US Treasuries при рецессии будет компенсировано расширением кредитных спредов. Суммарно купонный доход и положительная переоценка позволят заработать на вложениях до 7–9% годовых в валюте. Возможно, 2020 год будет последним, когда столь существенную долларовую доходность можно будет заработать в надежных вложениях, после чего инвесторам придется смириться с тем, что долларские ставки станут такими же непривлекательными, как и в Старом Свете. ©

СБЕРБАНК – ЛАУРЕАТ ПРЕМИИ

«ЛУЧШИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ БАНКИ МИРА 2019»

по версии журнала Global Finance*
в Центральной и Восточной Европе

В НОМИНАЦИЯХ:

- Лучший банк на рынке
долгового капитала
- Лучший банк в области
новых финансовых технологий

*Сбербанк — лучший инвестиционный банк в 2019 г. по версии премии международного журнала Global Finance (Глобал Финанс) «Лучшие инвестиционные банки мира» в номинациях «Лучший банк на рынке долгового капитала» и «Лучший банк в области новых финансовых технологий» в регионе Центральной и Восточной Европы, источник <https://d2tlytutevw8th.cloudfront.net/media/document/press-release-global-finance-names-the-worlds-be-1551798835.pdf>
ПАО Сбербанк. Генеральная лицензия Банка России на осуществление банковских операций №1481 от 11.08.2015