

ОБЗОР ETF ФОНДОВ FinEx

Отрицательные ставки
и места, где они обитают

FINEX+ ETF RESEARCH

Отрицательные ставки и места, где они обитают

Отрицательные ставки, существовавшие когда-то лишь в теории, стали новой реальностью для большинства развитых стран.

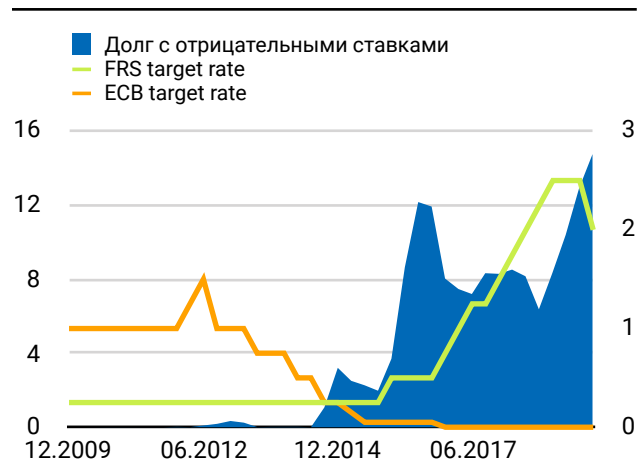
Одной из главных целей политики отрицательных ставок является стимулирование внутреннего спроса и потребления, что должно подстегнуть инфляцию и экономический рост. Однако пока проводимая политика не приносит ожидаемых результатов.

Среди инвесторов больше всего затронуты оказались институциональные страховые и пенсионные фонды, вынужденные инвестировать преимущественно в государственные долговые бумаги и держать их до погашения.

Частные инвесторы, особенно в России, пока не ощутили на себе какого-либо влияния отрицательных ставок, кроме пониженных ставок по высокорейтинговым облигациям развитых рынков. Проблему с фиксированием убытков при погашении подобных облигаций может решить ETF на высокорейтинговые облигации развитых стран, так как стратегия роллирования позволяет ему не держать их до погашения.

Совсем недавно доля государственных облигаций развитых стран, характеризующихся отрицательной доходностью, достигла 30%. Еще десять лет назад это было невозможно представить. Большинство экономических моделей строились в предположении, что отрицательных процентных ставок не бывает и быть не может. До 2009 года если бы студент экономического факультета во время экзамена допустил возможность отрицательных номинальных процентных ставок, то он бы провалил экзамен на 100% и получил бы репутацию «безнадежного».

Рис. 1. Динамика мирового долга с отрицательной доходностью и ставок ФРС и ЕЦБ



Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

Российские инвесторы не исключение: для них, как и для большинства, отрицательные ставки по облигациям до недавнего времени были оксюмороном. Для тех из них, кто действительно стремится за качеством при формировании облигационного портфеля, проблема отрицательных ставок становится все актуальнее. И хотя еще в начале года экономисты и аналитики предсказывали дальнейшее повышение ставок в ЕС и США, сейчас все как один твердят о возобновлении количественного смягчения, дальнейшего снижения ставок и роста государственного долга с отрицательной доходностью.

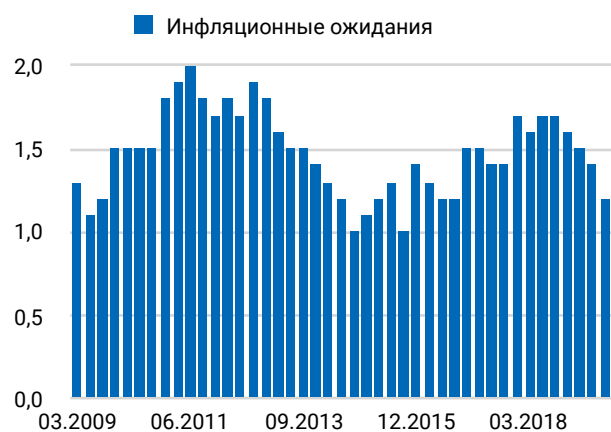
Низкие ставки наводнили Европу не год и не два назад. В целом причина этому — последствия кризиса 2008 года. Однако это справедливо не для всех европейских стран. Так, Национальный Банк Дании в июле 2012 года установил отрицательные ставки в целях сдерживания притока иностранного капитала в страну, чтобы остановить укрепление национальной валюты. В феврале 2015 года Национальный Банк Швеции перешел на отрицательную ставку для борьбы с дефляцией.

Идея, лежащая в основе политики отрицательных ставок, в целом проста. Если положительные процентные ставки поощряют банки и население на сбережение и хранение своих средств на депозитах, то отрицательные ставки должны, наоборот, их «наказывать» и стимулировать к повышенному спросу. Все это вкуче с политикой количественного смягчения должно было помочь экономике бороться с нулевой инфляцией и подстегнуть экономический рост. Однако спустя несколько лет такой политики можно сказать, что пока поставленных результатов она не достигла. И в недавних заявлениях главы ЕЦБ и Банка Японии подтвердили, что будут продолжать политику отрицательных процентных ставок, пока цели не будут достигнуты. При этом одной из причин столь низкой инфляции в Еврозоне являются

низкие инфляционные ожидания населения, которые в июне обновили свой исторический минимум (рис.2). При этом, рост заработной платы за несколько лет ускорился и составил 2,3%, что в теории должно вести к повышению инфляции (рис.3). И вполне разумно, что, получая больше, население должно больше тратить, но этот механизм пока не работает. По данным ЕЦБ, доля сбережений европейцев за 10 лет увеличилась с 12,2% до 13,45%. И в этом случае многие экономисты спорят о том, что низкая инфляция и экономический рост надолго обосновались в ЕС в силу структурных факторов: усиливающегося разрыва между богатыми и бедными, низких цен на сырье, стагнирующей производительности труда и т. д.

Мы не станем обсуждать значение и результаты подобной политики для мировой экономики, а сосредоточимся на том, что это значит для институциональных и частных инвесторов, и попробуем сформулировать разумное инвестиционное решение.

Рис.2. Динамика инфляционных ожиданий населения ЕС (% , год к году)



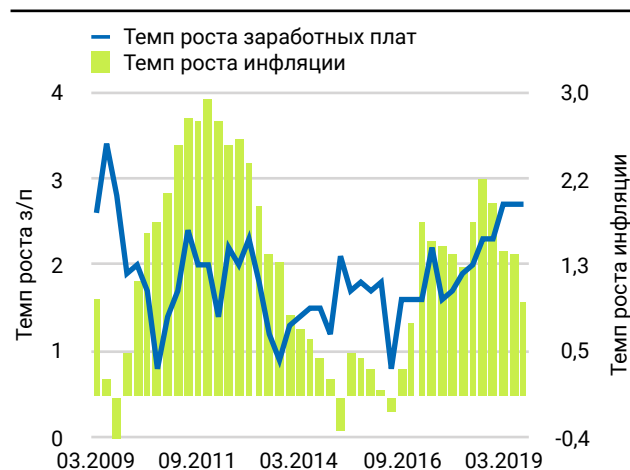
Источник: Eurostat, расчеты FinEx

Что об этом пишут

Марк Ржепчински, CFA и CEO Funds Group, в своем блоге называет отрицательные ставки финансовым вандализмом, а чиновников центральных банков — финансовыми вандалами¹. В подтверждение этому он приводит в пример тех пассивных инвесторов, кто копит на пенсию путем инвестирования в облигации, видя в них одних из основных жертв проводимой политики. Инвесторы привыкли ожидать от своих инвестиций денежные потоки от больших ставок, теперь вынуждены пересмотреть структуру своих накоплений и даже время выхода на пенсию. Другие говорят, что банковская система продолжает нормально существовать и в период отрицательных ставок. Отрицательные ставки по депозитам появились в июне 2014 года и добрались бы до России в 2019-м, если бы не позиция ЦБ.

Группа исследователей из ЦБ Италии, ФРБ и Центра экономических и политических исследований (CEPR) в статье «Negative monetary policy rates and portfolio rebalancing: evidence from credit register data»² оценила влияние политики отрицательных процентных ставок на балансы портфелей коммерческих банков. Исследователи пришли к выводу, что европейские банки стран, где введены отрицательные ставки, «сдвигают» свои портфели в сторону более рискованных кредитных активов. Они кредитуют под более высокий процент небольших и более рискованных корпоративных клиентов и уменьшают долю более ликвидных и низкорисковых активов. При этом доля депозитов населения в таких банках не снижается, однако для поддержания маржинальности банки вынуждены облагать такие депозиты дополнительными комиссиями.

Рис.3. Динамика заработных плат и инфляции в ЕС(% , год к году)



Источник: Bloomberg, Eurostat, расчеты FinEx

Влияние отрицательных ставок на инвесторов

Если послушать некоторых активных управляющих, то в целом в отрицательных ставках при должном подходе нет ничего плохого. На чем зарабатывать, если ни купонов, ни доходности как таковой нет? Зарабатывать предлагается на разнице цен. Так, при понижении ставок и, соответственно, доходности облигации, цена ее идет вверх. Следовательно, инвестор может не держать ее до погашения и продать сейчас, зафиксировав прибыль.

Приведенный выше пример в чистом виде относится к активному управлению. Попробуем посмотреть на ситуацию глазами институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды, страховые компании и другие.

¹ <https://mrzeczynski.blogspot.com/2019/08/negative-interest-rates-as-financial.html>

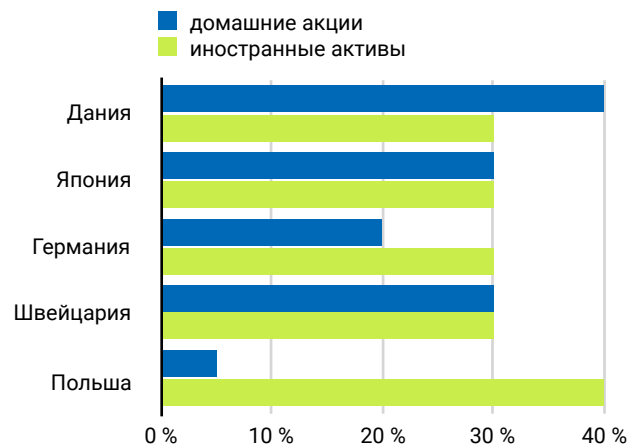
² http://www.crei.cat/wp-content/uploads/2019/04/Bottero-et-al_Feb_22_2019.pdf

Отрицательные доходности облигаций заставили пенсионные фонды и страховые компании внести резкие изменения в аллокацию своих активов в пользу более рискованных, что расходится с их обещаниями инвесторам. В дополнение к этому Рик Ридер, СIO по инструментам с фиксированной доходностью в BlackRock, в интервью Financial Times³ заявил, что пенсионные фонды не могут сопоставить свои денежные потоки с обязательствами из-за крайне низкого уровня ставок, поэтому вынуждены увеличивать долю рискованных активов в надежде на дальнейшее ралли. Однако они не могут постоянно увеличивать долю рискованных активов в силу регуляторных ограничений и особенностей расходования средств. (рис. 4 и 5)

Как видно из графиков, самые жесткие ограничения по доле акций в портфелях институционалов налагаются на страховые компании, управляющие своими портфелями на основе подхода ALM (asset liability management): в Европе — не более 5%, в Америке примерно также, а в Японии — 11–15%. Из-за проблем с ликвидностью пенсионные фонды с трудом могут отойти от стратегии «держат бумаги до погашения, в данном случае генерирующей лишь убытки. Таким образом, наиболее уязвимыми в условиях отрицательных ставок становятся институциональные инвесторы.

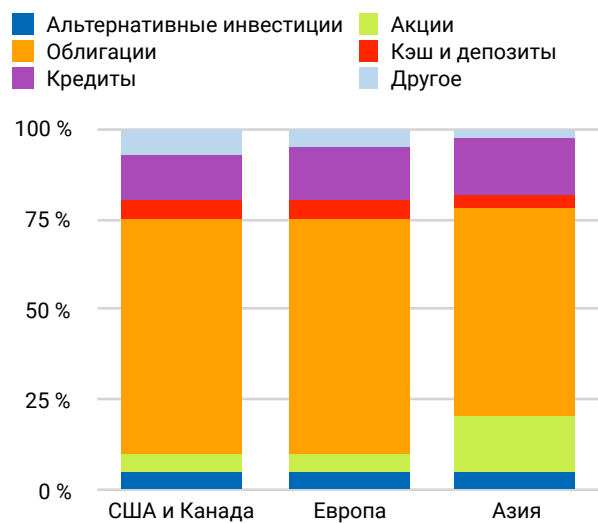
Помимо страховщиков и пенсионных фондов, от негативных ставок страдает и банковская система. По данным Bloomberg, европейские банки отчитываются о падении прибыли в первом полугодии 2019 года в силу снижения ключевых ставок: так, Deutsche Bank рапортовал о 4-процентном снижении прибыли в 3-м квартале, частные клиенты Credit Suisse за 3-й квартал вывели 600 млн франков с депозитов банка. Вместе с падением прибыли и понижением ставок снижается и оценка сектора по одному из основных его мультипликаторов — Price to Book ratio.

Рис.4. Ограничения по долях домашних и иностранных акций для пенсионных фондов



Источник: World Bank

Рис.5. Среднестатистическая аллокация активов страховых компаний Европы и Америки



Источник: OECD Large Insurer Survey

³ <https://www.ft.com/content/e27c430f-30bc-3cf6-9917-962ca2eee807>

Что делать частным инвесторам

На данный момент российские инвесторы далеки от проблем отрицательных ставок, накрывшей Европу и Японию. К примеру, текущая доходность FXRU — ETF еврооблигаций, составляет 2,5%. Однако при желании диверсифицировать портфель с помощью высокорейтинговых облигаций развитых рынков одним из вариантов могут стать ETF на данный класс активов. По сути, любые ETF, отслеживающие индексы облигаций развитых рынков, никогда не держат бумаги до погашения — наоборот, в соответствии с индексной методологией (например, у Bloomberg Barclays) указывается минимальных срок до погашения бумаг, которые могут приобретаться и оставаться в составе индексов. Таким образом они реализуют стратегию роллирования, то есть переключивания из бумаг с близким погашением в бумаги с большей дюрацией и, соответственно, большим потенциалом роста цены на фоне падения процентных ставок. Еще один вариант — хеджирование в валюту с положительными ставками — будь то доллар или рубль. В этом случае форвардная премия также достанется инвестору в обмен на трансфер валютного риска.

Пожалуйста, обратите внимание: у каждого ETF свой цвет. В разные периоды доходность продуктов может существенно различаться; именно поэтому FinEx рекомендует стратегию диверсификации портфеля.

Доходность фондов FinEx ETF в рублях

За 3 года	2017	2018	С нач.2019	За 1 месяц
FXIT 97,0%	FXCN 43,3%	FXRU 20,1%	FXRL 34,2%	FXCN 3,4%
FXRL 55,7%	FXIT 28,7%	FXGD 18,3%	FXIT 28,8%	FXUK 2,5%
FXCN 48,0%	FXDE 19,2%	FXIT 17,9%	FXUS 15,5%	FXIT 2,1%
FXUS 47,7%	FXJP 15,2%	FXRL 16,7%	FXRB 14,9%	FXRL 1,4%
FXRB 36,4%	FXRB 14,8%	FXUS 12,6%	FXAU 8,7%	FXUS 1,2%
FXGD 28,6%	FXUK 14,0%	FXKZ 7,3%	FXDE 8,5%	FXTB 1,0%
FXJP 27,7%	FXUS 13,1%	FXAU 5,7%	FXJP 8,0%	FXRB 1,0%
FXAU 26,7%	FXAU 11,9%	FXMM 5,7%	FXCN 7,7%	FXKZ 0,9%
FXUK 26,4%	FXMM 7,9%	FXJP 3,8%	FXUK 6,6%	FXMM 0,5%
FXDE 23,3%	FXGD 4,4%	FXUK 2,7%	FXMM 6,3%	FXJP 0,2%
FXRU 22,3%	FXRU 1,4%	FXRB 2,7%	FXGD 3,0%	FXDE -0,4%
FXMM 21,8%	FXRL -2,2%	FXCN -3,4%	FXRU -0,2%	FXRU -0,8%
FXKZ -	FXKZ -	FXDE -6,6%	FXKZ -6,1%	FXGD -1,3%
FXTB -	FXTB -	FXTB -	FXTB -	FXAU -1,6%

Доходности указаны на 13/12/2019

FINEX+ ETF RESEARCH

17 декабря 2019

Владимир Крейндель

+7 499 286-00-36

kreyndel@finxplus.ru

Анна Бердникова

+7 499 286-00-36

a.berdnikova@finxplus.ru

Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО «УК «ФинЭкс Плюс» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО «УК «ФинЭкс Плюс». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг и иных финансовых инструментов; не являются заявлением о возможных выгодах, связанных с методами управления активами; не являются офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном аналитическом исследовании, могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, информация о которых приведена в данном аналитическом исследовании. Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых вами на основе настоящего документа ООО «УК «ФинЭкс Плюс» ответственности не несет. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» обращает внимание, что инвестиции в рынок ценных бумаг связаны с риском. Стоимость активов может увеличиваться и уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем. Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультированием по вопросам налогообложения. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов Компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов.

Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем исследовании, необходимо обратиться в ООО «УК «ФинЭкс Плюс».

Любое копирование из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО «УК «ФинЭкс Плюс» запрещено.

Все права защищены.