

ОБЗОР ETF ФОНДОВ FinEx

Краткий гид по кривой
доходностей
государственных
долговых бумаг США



FINEX+ ETF RESEARCH

Краткий гид по кривой доходностей государственных долговых бумаг США

В последнее время финансовые СМИ вдруг разом вспомнили про кривую доходности долговых бумаг правительства США. С декабря прошлого года регулярно мелькают заголовки с предостережениями о надвигающейся рецессии в американской экономике, а в марте спред между десятилетними и трехмесячными бумагами на неделю стал отрицательным. Объясняем, что это значит и какое отношение имеет к российскому инвестору.

Кривая treasury yield curve

Кривая доходности гособлигаций США (US yield curve) в своей самой простой форме — кривая, соединяющая ставки доходности по облигациям Казначейства США со сроком до погашения от 3 месяцев до 30 лет. Инструмент годится как бечмарк для оценки стоимости других долговых инструментов стран в качестве показателя целевой безрисковой доходности. Риск дефолта по долговым бумагам правительства США близок к нулю.

Еще одной популярной трактовкой yield curve является разница между доходностями длинных

и коротких бумаг — десятилетними и трехмесячными выпусками. Динамика этого индикатора часто используется как опережающий индикатор проблем в экономике и вероятности рецессии. Если ставка доходности по десятилетним бумагам стала ниже трехмесячной, то обычно считается, что фаза роста экономики подходит к концу и рецессия близко.

«Предвестник» рецессии

Первым нашел зависимость между ожиданиями экономического роста страны и ставками по долгосрочным государственным бумагам Харви Кэмпбелл в своей диссертации 1998 года *The Real Term Structure and Consumption Growth*¹. Он показал, что отрицательный спред между десятилетними и трехмесячными бумагами может сигнализировать о скором наступлении рецессии.

Кривая доходностей государственных ценных бумаг является классическим индикатором экономического здоровья страны. Если «длинные» ставки ниже коротких, несмотря на премию за риск дюрации, это значит, что инвесторы закладывают в цены госбондов свои ожидания относительно замедления экономического роста, рецессии, дефляции.

ФРС не имеет прямого влияния на «длинный» конец кривой, зато «короткий» полностью

¹ https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=812924

определяется ее политикой. Соответственно, когда денежные власти переходят к «нормализации» политики, они поднимают ключевую ставку, но «автоматического» подъема доходностей по длинным бумагам может и не произойти.

Тревожный сигнал

С момента начала ужесточения денежно-кредитной политики и повышения ставок наблюдается уплощение кривой. Это значит, что доходности по длинным бумагам «не успевают» расти вслед за повышением ключевой ставки и спред между длинными и короткими бумагами уменьшается. Уплощающаяся кривая — это уже тревожный сигнал для ФРС. Он отражает критическое восприятие инвесторов дальнейшего повышения ставок, что может повлечь за собой инверсию кривой. Еще одной причиной уплощения кривой могут быть низкие инфляционные ожидания. Инвесторы закладывают более высокие ставки по длинным бумагам, чтобы восстановить свои потери от инфляции, но ожидают более низкой инфляции (или даже дефляции) в будущем. Раз инфляция будет низкой, то и нет необходимости требовать более высокой доходности.

В этом году с 22 по 29 марта спред между десятилетними и трехмесячными бумагами впервые опустился ниже нуля². Помимо этого, в последние месяцы наблюдается инверсия на среднем отрезке кривой между пятилетней и шестимесячной бумагами со спредом в $-0,09$ п. п.

У страха глаза экономических СМИ

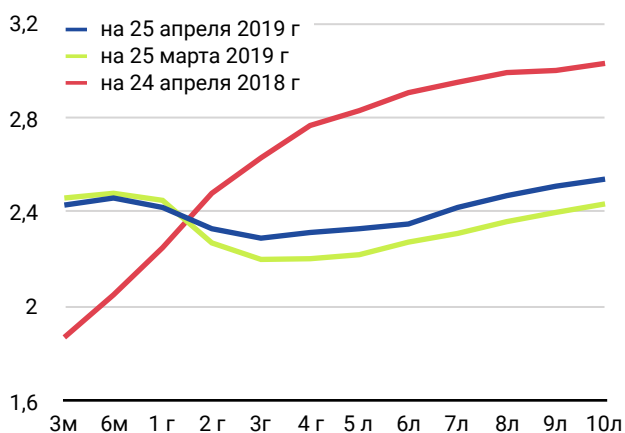
Учитывая, что в среднем после инверсии кривой проходит от 8 до 24 месяцев до наступления рецессии, паниковать пока, возможно, рано.

График 1. Спред между 10-у Treasury notes и 3-м T-bills и периоды рецессии в США



Источник: St Louis FED, расчеты FinEx

График 2. Кривые доходностей долговых бумаг правительства США год назад, во время инверсии и на текущий момент



Источник: St Louis FED, расчеты FinEx

Да и была ли инверсия? Харви Кэмпбелл в своем интервью подчеркнул, что для того, чтобы инверсия кривой действительно считалась предвестником рецессии, отрицательный спред между бумагами с погашением 10 лет и 3 месяца должен

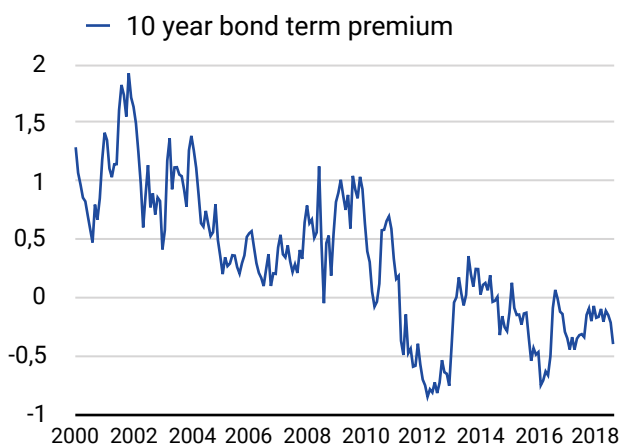
² <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019>

продержаться как минимум 3 месяца³. Мартовская инверсия продержалась всего 7 дней, поэтому говорить о каких-то действительно серьезных проблемах в американской экономике пока рано. При этом Кэмпбелл не видит никаких причин для сомнений в этом индикаторе в отличие от других исследователей. Такое упрямство характерно для профессиональных экономистов — вспомним Шиллера и его CAPE.

Есть и голоса скептиков. Аналитики JP Morgan Asset Management и Pictet Asset Management в своих весенних обзорах пришли к одному и тому же выводу: спред между десятилетними и трехлетними бумагами уже не имеет такой предсказательной силы, как раньше. Причина заключается в ультрамягкой посткризисной политике, проводимой ФРС с ноября 2008 года. Представители Pictet Asset Management считают, что эта политика привела к разрыву между экономическим ростом и ожидаемыми ставками.

Аналитики JP Morgan считают⁴, что программы количественного смягчения и низкие ставки привели к сокращению премии по более длинным облигациям, сохраняя ее на крайне низком уровне. В силу этого кривая доходностей по государственным бумагам США вполне могла утратить свои предиктивную силу. Кривая может оставаться плоской, даже если ставки остаются стимулирующими. И хотя мы с 2000-х годов слышим от ведущих инвестиционных домов и даже от некоторых председателей ФРС и экономистов, как, например, Бен Бернанке и Джон Сноу⁵, что в этот раз все будет по-другому и кривая не сработает, пока еще этот показатель ни разу не ошибался и предсказал последние 7 рецессий.

График 3. Временная премия по десятилетним Treasury Notes



Источник: St Louis FED, расчеты FinEx

Есть ли какие-то преимущества у плоской кривой?

Если смотреть с позиции частного инвестора, а не с точки зрения перспектив экономики, то плоская кривая — это неплохо. При плоской и инверсной кривых процентные ставки по коротким бумагам (до года) находятся на уровне или даже выше более длинных бумаг.

Это значит, что для инвестора нет необходимости брать на себя большие риски ради большей доходности и инвестировать в длинные бумаги. Как мы выяснили выше, премия по ним в последнее время находится на экстремально низком уровне. Вместо этого можно получить более высокую доходность, инвестируя в короткие безрисковые бумаги. Например, в казначейские векселя T-BILLS.

³ <https://www.etf.com/sections/features-and-news/research-affiliates-flattening-yield-curve?nopaging=1>

⁴ [http://www.jpmorganassetmanagement.lu/dms/JPM51893_MI_OTMOI_Yield%20Curve_\[LU_EN\].pdf](http://www.jpmorganassetmanagement.lu/dms/JPM51893_MI_OTMOI_Yield%20Curve_[LU_EN].pdf)

⁵ <https://www.bloomberg.com/research/stocks/people/person.asp?personId=641123&privcapId=410467>

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 92,8%	FXCN 43,3%	FXRU 20,1%	FXIT 19,6%	FXIT 7,6%
FXCN 51,4%	FXIT 28,7%	FXGD 18,3%	FXCN 12,1%	FXDE 6,5%
FXRL 49,3%	FXDE 19,2%	FXIT 17,9%	FXUS 10,6%	FXUS 4,9%
FXUS 41,6%	FXJP 15,2%	FXRL 16,7%	FXRL 9,0%	FXCN 3,7%
FXRB 35,4%	FXRB 14,8%	FXUS 12,6%	FXAU 5,9%	FXAU 3,7%
FXAU 26,1%	FXUK 14,0%	FXKZ 7,3%	FXUK 5,7%	FXRL 3,3%
FXMM 23,6%	FXUS 13,1%	FXAU 5,7%	FXDE 5,5%	FXRB 1,4%
FXJP 18,0%	FXAU 11,9%	FXMM 5,7%	FXRB 5,5%	FXUK 1,4%
FXRU 13,9%	FXMM 7,9%	FXJP 3,8%	FXMM 2,1%	FXRU 1,2%
FXUK 13,2%	FXGD 4,4%	FXUK 2,7%	FXJP 0,9%	FXMM 0,6%
FXDE 12,4%	FXRU 1,4%	FXRB 2,7%	FXRU -3,0%	FXJP -0,2%
FXGD -0,1%	FXRL -2,2%	FXCN -3,4%	FXKZ -5,5%	FXKZ -1,4%
FXKZ -	FXKZ -	FXDE -6,6%	FXGD -6,8%	FXGD -2,7%
FXTB -	FXTB -	FXTB -	FXTB -	FXTB -

Доходности указаны на 26/04/2019

FINEX+ ETF RESEARCH

29 апреля 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.