



Январь 2015.

Кризисная стратегия на долговом рынке

2014 год оказался успешным для большинства развитых и развивающихся стран, за исключением России. У нас он завершается банковским кризисом, 20-30% ставками по депозитам и МБК. В «черный вторник» 16 декабря рубль опускался на последнее место среди всех мировых валют по темпам девальвации, отобрав это непочетное звание у украинской гривны. Еврооблигации ведущих российских компаний и банков обогнали по доходности наиболее слаборазвитых африканских заемщиков. Несмотря на некоторое восстановление ценовых индикаторов в последние дни, с полной уверенностью можно сказать, что мы шагнули в третий, считая с 1998 года полномасштабный финансовый кризис.

Глубина обесценения российских долговых активов отодвигает на задний план глобальные факторы, за исключением цен на нефть. Определять конъюнктуру российского финансового рынка будут действия властей, их способность если не преодолеть кризис, то хотя бы не завести ситуацию до полного дефолта по образцу 1998 года.

Управляющим активами вновь приходит время реализовывать кризисную стратегию, удерживаясь от панического желания сбросить все активы, но в то же время критически оценивать адекватность действий властей и риски дальнейшего ухудшения ситуации.

■ ■ ■

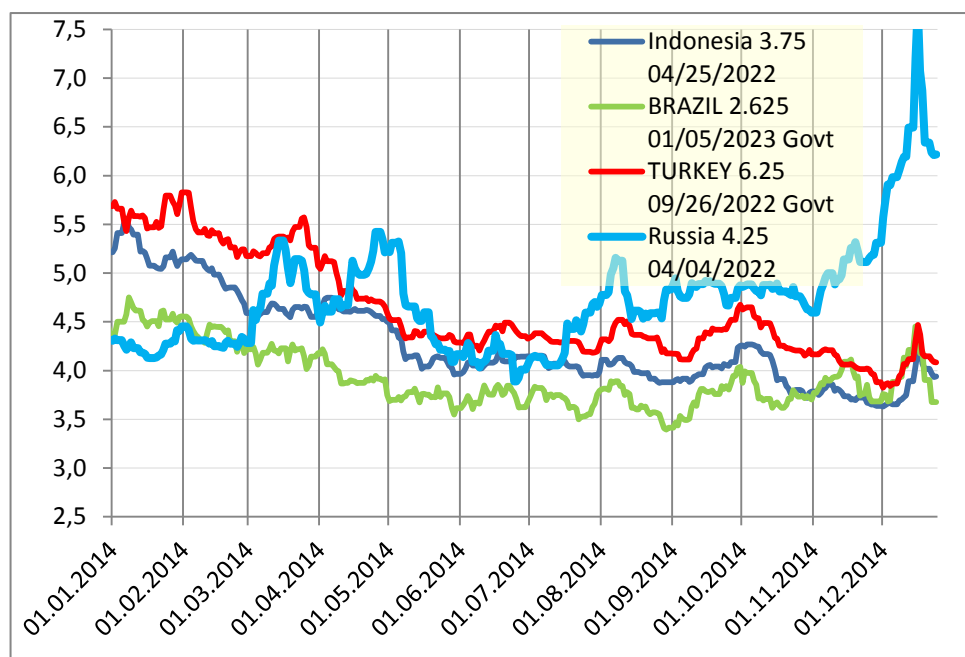
2014 год оказался неплохим для глобального финансового рынка. Рост экономики США на уровне 2,7% совпал с ожиданиями аналитиков, при этом доходности по казначейским гос. облигациям не выросли (ожидался рост с 3,0 до 3,4% по 10-летним US Treasuries), а напротив снизились (2,25% по состоянию на 24.12.2014) благодаря сохраняющейся низкой инфляции и плавному сворачиванию программы количественного смягчения ФРС.

Доллар, как и ожидали аналитики, вырос относительно евро и практически всех остальных мировых валют. Темпы укрепления американской валюты оказались выше ожиданий на фоне геополитической нестабильности на других континентах.

Для развивающихся стран укрепление доллара и снижение цен на сырьевые товары создало ожидаемые, но не критичные проблемы. В четырех из пяти стран «хрупкой пятерки» (Бразилия, Индонезия, Турция, ЮАР) экономический рост замедлился до минимальных темпов за последние пять лет. Бразилия, где по итогам 2 и 3 кварталов ВВП даже сократился на 0,9% и 0,2%, оказалась в рецессии даже раньше России. Ответной реакцией на ухудшение конъюнктуры стало ослабление национальных валют на 7-10% и повышение процентных ставок. Тем не менее, низкие долларовые доходности и избыточная ликвидность по всему миру

поддержали долговые рынки развивающихся стран. Суверенные еврооблигации Бразилии, Турции и других стран продемонстрировали уверенный рост, которому поспособствовал отток капитала из России.

Динамика доходностей по суверенным еврооблигациям развивающихся стран



Источник: Bloomberg

К сожалению, российским инвесторам оказалось не суждено наслаждаться плодами стабильности. Вместо подсчета прибылей, в очередной раз пришло время реализовывать кризисную стратегию. И мы осознанно избегаем слова «антикризисная», поскольку видим задачу на ближайшую перспективу в выживании в условиях дальнейшего ухудшения ситуации.

Для успешного управления в ближайшие месяцы важно:

1) Проанализировать опыт предыдущих российских кризисов. Понять, схожи ли нынешний и предыдущие кризисы настолько, чтобы предшествующий опыт мог бы быть полезным для современного инвестора?

2) Выделить область компетенции, в которой можно делать обоснованные прогнозы, и занять нейтральную позицию в отношении индикаторов, ставших непредсказуемыми.

Кризис. 3 серия

Пожалуй, лучший анализ причин кризиса можно прочитать в интервью министра экономического развития Алексея Улюкаева газете Ведомости 18.12.2014, который предположил, что сейчас в России сочетание трех кризисов:

1) Структурный экономический кризис, иными словами

кризис российской модели экономики;

2) Циклический кризис, т.е. кризис спроса на основные российские товары, в т. ч. выражающийся в снижении цен на нефть;

3) Геополитический кризис, связанный с механизмом санкций.

Получается, что на две трети нынешний кризис - рукотворный, по выражению Министра: «Вот это мы сделали своими руками. Это как «Хроника объявленной смерти» Маркеса — хроника объявленного кризиса: мы сами каждый раз, делая какие-то движения, готовили этот кризис.» Честное и самокритичное заявление, но, к сожалению, влекущее за собой неоптимистичный вывод – оснований ожидать полноценного выздоровления экономики пока нет.

Предыдущие кризисы также сопровождались повышением политической нестабильности и происходили на фоне структурных экономических проблем. Но, если послекризисное восстановление начала 2000-х годов не вызывает никаких сомнений, то урок кризиса 2008 года заключается в том, что простое заливание деньгами не решает проблемы, а лишь дает отсрочку в столкновении с ними лицом к лицу, причем в усиленном варианте.

Можно ли залить ликвидностью нынешний кризис? Мы исходим из того, что:

А) Бюджетные ресурсы гораздо меньше чем в 2008 году, когда ЦБ потратил более 200 млрд. долл. золотовалютных резервов. С начала 2014 года ЗВР сократились примерно на 100 млрд. долл., после чего фактически было принято решение о сворачивании валютных интервенций;

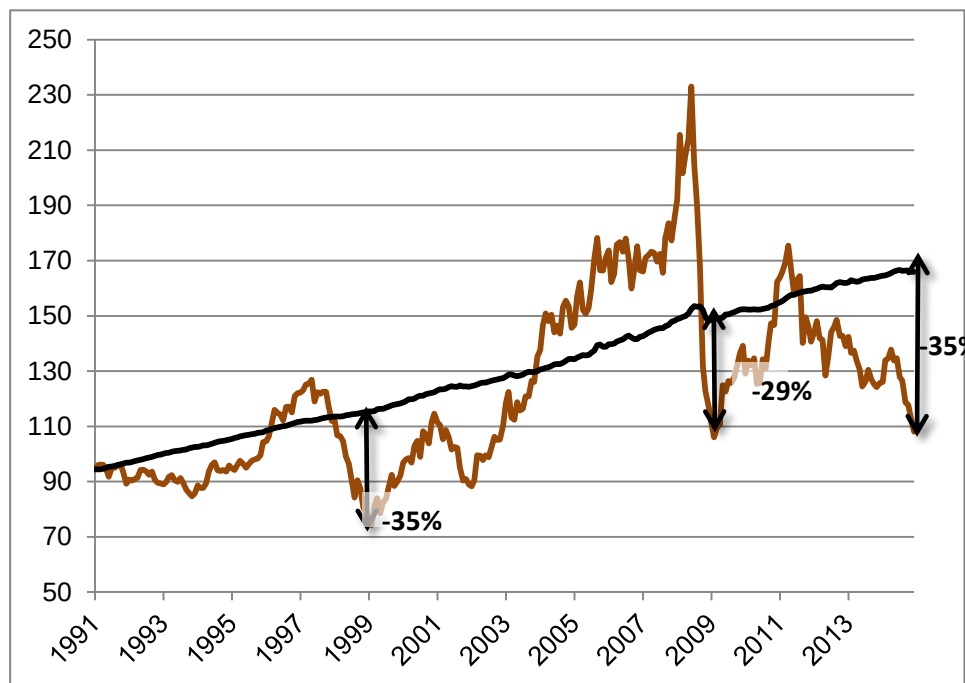
Б) В 2008 году был кризис ликвидности в крупных частных компаниях и у их владельцев. Им были предоставлены государственные ресурсы на рыночных условиях платности и возвратности, что в итоге минимизировало бюджетные расходы. Сейчас на гос. помощь претендуют в основные государственные компании и банки. Скорее всего, эффективность помощи им будет значительно ниже, чем в 2008 году.

В кризис 1998 года у российского государства не было денег, но была воля для проведения реальных преобразований. В кризис 2008 главным инструментом решения проблем стали огромные золотовалютные резервы. В данный момент мы видим третий вариант: власти реагируют на кризис, выделяя финансовую помощь как банкам, так и крупным компаниям, но в основном через рублевую эмиссию. В таких условиях возрастают риски гиперинфляции и долларизации экономики. В то же время, благодаря остаточной прочности бюджетной и финансовой системы на какое-то время антикризисные меры помогут, и если в ближайшие месяцы начнется восстановление цен на нефть, то худшего варианта кризиса по образцу 1998 года удастся избежать.

Прогнозирование развития геополитической ситуации выходит за рамки аналитического обзора. Остается последняя треть кризиса, в которой некого винить – циклическое снижение цен на нефть и сырьевые ресурсы.

Индекс сырьевых товаров Bloomberg Commodities Index, агрегирующий динамику энергоносителей, металлов и сельскохозяйственных товаров (подробнее на сайте Bloomberg) упал практически до уровней начала 2009 года. С учетом накопленной за 6 лет долларовой инфляции сырьевые товары сейчас ценятся даже ниже, чем на дне кризиса 2008-2009 годов (примерно на 8% в ценах 2008 года). Накопленное отставание от роста долларовых потребительских цен достигло 35%, что последний раз наблюдалось в 1998 году.

Динамика индекса сырьевых товаров Bloomberg Commodities Index



Источник: Bloomberg

Для сырьевого рынка характерны сильные циклические колебания. Обычно в периоды ускорения мировой экономики цены на сырье растут опережающими темпами, за несколько лет увеличиваясь на 50% и более, а затем на спаде почти также сильно падая. На более длительных отрезках времени, цены на сырье растут в среднем на 2% в год вровень с общей долларовой инфляцией. 2002 по 2008гг. стали периодом сырьевого супербума, когда цены на сырье в среднем выросли почти в 3 раза, на нефть — в 7 раз! Рост цен на сырье вызвал приток инвестиций, результатом которого стало перепроизводство сырья.

Во время кризиса 2008-2009 годов цены на сырье резко упали более чем в два раза, но вливание денежной ликвидности ведущими центральными банками мира вернуло спрос на сырье на докризисные уровни. Кроме того, денежная эмиссия сформировала опасения разгона инфляции и создало

дополнительный спекулятивный спрос на commodities, прежде всего нефть и золото. Таким образом 2014 год стал первым по настоящему тяжелым для производителей сырья. Для возврата цен на уровни, обеспечивающие привычную рентабельность, необходимо существенное сокращение избыточных мощностей. В соответствии с экономической теорией, если избыток предложения товара составляет 10%, то ценам достаточно упасть ниже уровня себестоимости 10% наименее эффективных производителей, чтобы сбалансировать спрос и предложение. Однако простая теория не работает в отраслях, где субъектами являются не частные компании, работающие по рыночным законам, а государственные чемпионы, а на принятие решений влияют геополитические факторы.

По оценкам Goldman Sachs, проекты более чем на 1 трлн. долл. нерентабельны при 70 долл. за баррель. Однако даже 60 долл., которые мы видим сейчас, еще не привели к снижению производства, но уже заметна гонка по снижению себестоимости добычи у производителей, в некоторых странах принимающая форму «конкурирующих девальваций».

Существенное отличие нынешнего сырьевого кризиса от 1998 и 2008 года в том, что он происходит на фоне нормально растущей мировой экономики. Это тревожный сигнал, что ценовое дно, возможно еще не пройдено. Замедление китайской экономики или рецидив европейского долгового кризиса могут усугубить ситуацию в 2015 году. И хотя на горизонте 2-3 лет должен начаться новый повышательный цикл, 2015 год еще может преподнести неприятные сюрпризы.

Нефть

Прогнозы цены на нефть в 2015 как никогда в широком диапазоне – от 65 до 95 долл. за баррель Brent. Консенсусный прогноз Bloomberg на конец следующего года – 83 долл. отражает фундаментальную стоимость, при которой будет рентабельна добыча у достаточного количества производителей для удовлетворения мирового спроса. Однако в условиях, когда для большинства игроков, уже проинвестировавших в проекты, даже наиболее высокочрезмерные, выгоднее выкачать и поставить нефть на рынок, предсказать точное начало сокращения поставок становится проблематичным. На наш взгляд, в ближайшее время стоит исходить из того, что нефть останется в текущем диапазоне 60 +/- 5 долл. за баррель с вытекающими последствиями для российского бюджета и финансового состояния отдельных регионов, компаний и банков.

19.12.2014 Vestifinance.ru

«Мертвые» проекты на
рынке нефти: промах в \$1
трлн.

Рубль

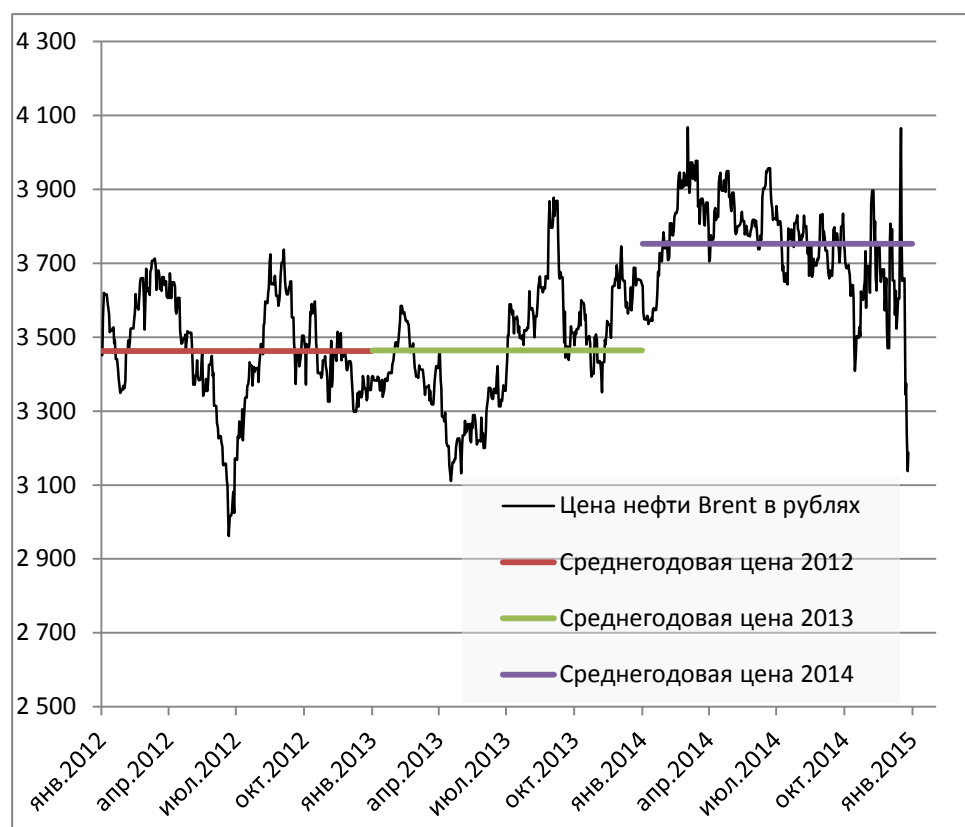
Консенсусный прогноз Bloomberg курса на конец 2015 года – 50 рублей за доллар США. Мы скептически относимся к любым валютным прогнозам. Если нельзя спрогнозировать цены на нефть, то тем более бессмысленным становится прогнозирование курса рубля, область прогнозов которых – множество сценариев для нефти, умноженное на множество возможных вариантов рублевой инфляции и денежно-кредитной политики ЦБ РФ. Аналитики прогнозируют, что инфляция после прохождения пика в 1 квартале 2015 года начнет снижаться и по итогам 2015 года составит около 8%. Однако, нынешний кризис на валютном рынке развивается скорее по сценарию 1998 года. В 2008 году ЦБ выступил с практически неограниченными интервенциями для защиты курса рубля. Рублевые процентные ставки доходили как и сейчас до 20-30% годовых, но инфляционный скачок оказался краткосрочным благодаря жесткой монетарной политике ЦБ – предоставление ликвидности было ограниченным, точечным, а помощь компаниям предоставлялась преимущественно в валюте. После достижения в феврале 2009 года 14%, по итогам года инфляция замедлилась до 8,8%.

Нынешняя реакция властей на валютный кризис разрушают доверие к национальной валюте, если уже не разрушили. Проблемами 2015 года станут продолжение оттока капитала, неконтролируемая денежная эмиссия (примером которой стала недавняя сделка по размещению рублевых облигаций Роснефти на 600 млрд. рублей) и банковский кризис. На наш взгляд, к консенсусному прогнозу Bloomberg курса рубля и рублевой инфляции следует относиться как к чуду, которое может произойти, но с небольшой вероятностью. С другой стороны, нельзя исключать шоковый инфляционный скачок до 50% (в 2008 годовая инфляция разогналась до 15%, в 1998 году – до 126%), и рост курса доллар/рубли до трехзначных отметок.

Нефть & Рубль

В последнее время набирает популярность гипотеза о том, что стабильность российской финансовой системы обеспечивается стабильно высокой ценой нефти в рублевом выражении. То есть, девальвация рубля компенсирует снижение долларовых котировок нефти. Хотя это очень упрощенное суждение, интересно рассмотреть каким должен быть курс рубля при различной стоимости нефти.

Динамика стоимости нефти Brent (руб. за баррель)



Источник: Bloomberg

В 2012 и 2013 годах среднегодовая цена барреля Brent в рублях была практически одинаковой – 3462 и 3464 рубля соответственно. В 2014 году среднегодовая цена нефти складывается на уровне 3753 рубля, на 8,3% выше. Резкое снижение стоимости нефти в 4 квартале этого года с 95 до 60 долл. за баррель, действительно, оказалось довольно точно компенсировано девальвацией рубля. Если по первым 9 месяцам 2014 года средняя рублевая цена барреля нефти – 3788 рублей, то в 4 квартале она снизилась всего на 4% до 3638 рублей. На графике видно, что скачок курса доллара до 80 рублей в «черный вторник» 16 декабря приводил к «избыточному» скачку рублевой цены нефти выше 4000 рублей за баррель. Но при текущем курсе

(52 рубля за долл. по состоянию на 26.12.2014) цена нефти опустилась до дискомфортного уровня 3100 рублей.

Если следовать данной логике, то в зависимости от цены нефти и уровня инфляции в 2015 году получается следующая зависимость:

Взаимосвязь курса рубля и стоимости нефти в 2015 году:

Цена нефти, долл. за баррель Brent	Курс рубля для выхода на рублевую цену нефти 3750 руб.	Курс рубля для выхода на рублевую цену нефти 4125 руб. (+10% к 2014)
40	93,8	103,1
45	83,3	91,7
50	75,0	82,5
55	68,2	75,0
60	62,5	68,8
65	57,7	63,5
70	53,6	58,9
75	50,0	55,0
80	46,9	51,6

Еврооблигации

Еврооблигации, пожалуй, единственный сегмент российского долгового рынка, в котором можно принимать обоснованные решения. Положительные факторы:

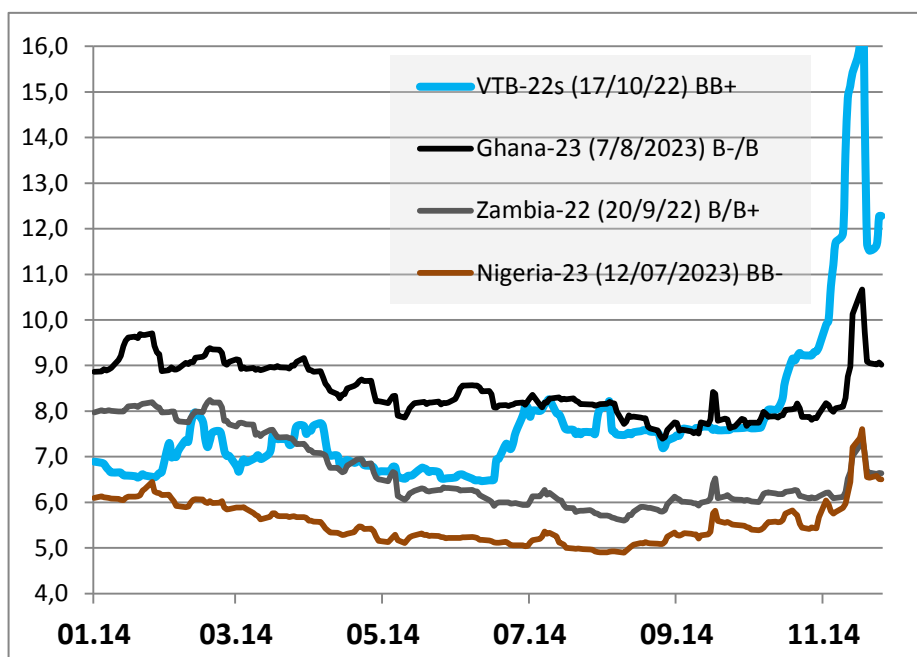
1) Благоприятная конъюнктура глобального долгового рынка. Благодаря снижению цен на нефть и сырьевые товары, ожидания по долларовой инфляции снизились до минимального уровня с 2010 года. Начало цикла повышения ставки ФРС может быть отодвинуто на вторую половину 2015 года и оказаться более мягким, чем предполагали участники рынка еще пару месяцев назад.

2) Баланс спроса и предложения в 2015 году изменится. Мы считаем, что пик продаж инвесторов, закрывающих лимиты на Россию, прошел в ноябре-декабре этого года. В следующем году пройдет погашение примерно 10% из 200 млрд. долл. рыночных выпусков еврооблигаций. Еще более 12 млрд. долл. держатели получают в виде купонных платежей. В условиях санкций российские заемщики не могут выходить с новыми заимствованиями, да им это и не нужно. У компаний-экспортеров комфортные денежные потоки от основной деятельности, для банков дешевым источником долларовых пассивов остается ЦБ и розничные вкладчики.

3) Учитывая перепроданность российских активов, являющаяся сейчас наиболее вероятным сценарием ползущая

деградация макроэкономических показателей – не самый худший сценарий для финансового рынка. У российских эмитентов останется потенциал роста даже после снижения кредитных рейтингов на 2-3 ступени.

Динамика доходностей по субординированному выпуску еврооблигаций VTB-22 и суверенным еврооблигациям развивающихся стран



Источник: Bloomberg

Мы рекомендуем покупать бумаги наиболее качественных эмитентов, имеющих на данный момент хотя бы один международный рейтинг инвестиционного уровня (BBB- и выше).

Для долгосрочных инвесторов, не нуждающихся в привлечении рефинансирования, очень привлекательно выглядит сегмент субординированных еврооблигаций государственных банков.

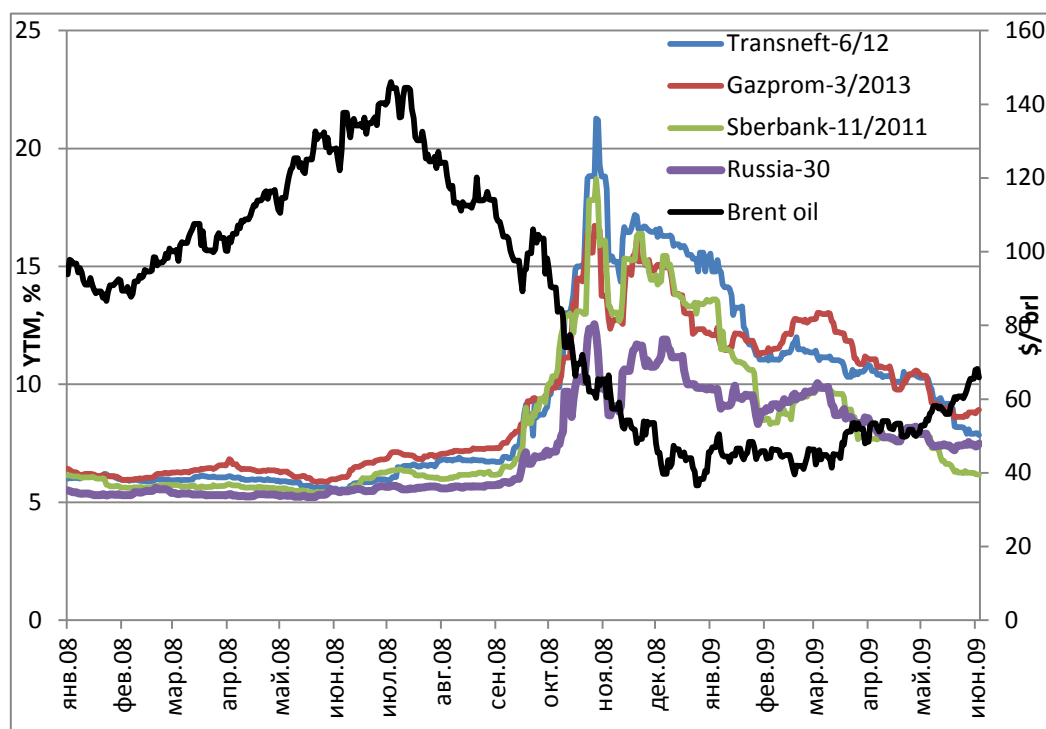
Стоит освежить в памяти как вели себя российские еврооблигации в предыдущий кризис 2008 года, чтобы напомнить, что рост на финансовом рынке часто происходит значительно раньше, чем в реальной экономике:

- пик паники 2008 года пришелся на ноябрь, когда доходность РФ-30 достигла 12%, 1 эшелона корп. евробондов - 15-20%;

- начиная с 6 декабря 2008 начался устойчивый рост котировок еврооблигаций. Нефть дешевела до конца декабря 2008 и до середины марта 2009 оставалась на уровне 40 долл. за баррель, к тому времени корпоративные еврооблигации отыграли 2/3 падения;

- к моменту, когда цены на нефть достигли относительно безопасного для российской экономики уровня >60\$ в мае 2009, российские евробонды отыграли уже 90% снижения.

Динамика доходностей по российским еврооблигациям (левая шкала) и цена нефти (правая шкала) в 2008-2009гг.



Источник: Bloomberg

Рублевые облигации

Долгосрочные ОФЗ и корпоративные облигации заканчивают 2014 год потерей до 30% в цене и кризисными доходностями 15-20% годовых.

В силу вышеизложенных сомнений в способности адекватно спрогнозировать динамику инфляции и рублевых процентных ставок этот сегмент выглядит как казино, в котором может повезти удачливому игроку, но также вероятно понести очередные потери.

На наш взгляд, долгосрочные рублевые облигации 1 эшелона могут стать интересной торговой идеей после прохождения пика инфляции при условии начала стабилизации в экономике или, по крайней мере, восстановления цен на нефть. Банковский кризис также является одним из факторов риска. Как показал нынешний декабрь, проблемы с ликвидностью могут вызвать скачок процентных ставок существенно выше ставки РЕПО Центрального Банка. В то же время, опасения роста количества дефолтов по локальным облигациям, на наш взгляд, преувеличены. Доля эмитентов 3 эшелона, не имеющих международных кредитных рейтингов, составляет единицы процентов от общего объема рублевых облигаций в обращении.