



АРИКАПИТАЛ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций
«Арикапитал – Чистые деньги»
На 31 октября 2014:
СЧА – 636 403 497 руб.
Стоимость пая – 1 280.70 руб.

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал



Новости по теме:



Ноябрь 2014.

Взгляд на долговой рынок

Октябрь ознаменовался сильнейшей паникой на российском валютном рынке. Доллар подорожал с начала года уже на 40%, что стало худшей динамикой с 2008 года. Негатив распространился на остальные классы активов: индекс акций РТС опустился до минимума с 2009 года, доходность долгосрочных ОФЗ превысила 10% годовых (максимум с 2009 года), еврооблигации вновь подошли к ценовым минимумам 2014 года.

Несмотря на снижение котировок, рынок акций и облигаций выглядят на удивление устойчивыми в контексте столь сильного обесценения рубля. Невооруженным глазом заметно, что один из лагерей инвесторов в данный момент серьезно ошибается: если обменный курс национальной валюты указывает на глубокий кризис в будущем, остальные активы торгуются, как будто российская экономика уже преодолела кризис и начинает подниматься.

...

Чтобы разобраться, кто прав, мы предлагаем рассмотреть девальвацию рубля и падение цен на нефть с обратной стороны. Т.е. вместо того, чтобы прогнозировать, какой будет цена на нефть и курс рубля, примем их как константы, от которых спрогнозируем остальные показатели.

В октябре нефть подешевела до минимальной отметки с 2010 года. К моменту написания данного обзора (10.11.2014) стоимость барреля марки Brent упала с 94,7 до 83,7 долл. Это снижение – негативная новость для российского финансового рынка, но далеко не катастрофичная. Нефть подешевела вслед за остальными commodities, в которых «сверхрентабельность» уже давно ушла в прошлое.

Изменение стоимости сырьевых товаров

	Цена по состоянию на 10.11.2014	Изменение с начала года	Снижение от 3-летнего максимума
Нефть марки Brent, долл. за баррель	83,55	-24,6%	-33,8%
Bloomberg Commodities Index	118	-6,2%	-22,4%
Пшеница, долл. за бушель	5,12	-14,6%	-45,0%
Золото, долл. за унцию	1172	-2,0%	-34,7%
Индекс металлов LME	3123,1	-1,0%	-18,3%

Источник: Bloomberg

Снижение цен на commodities в последние три года

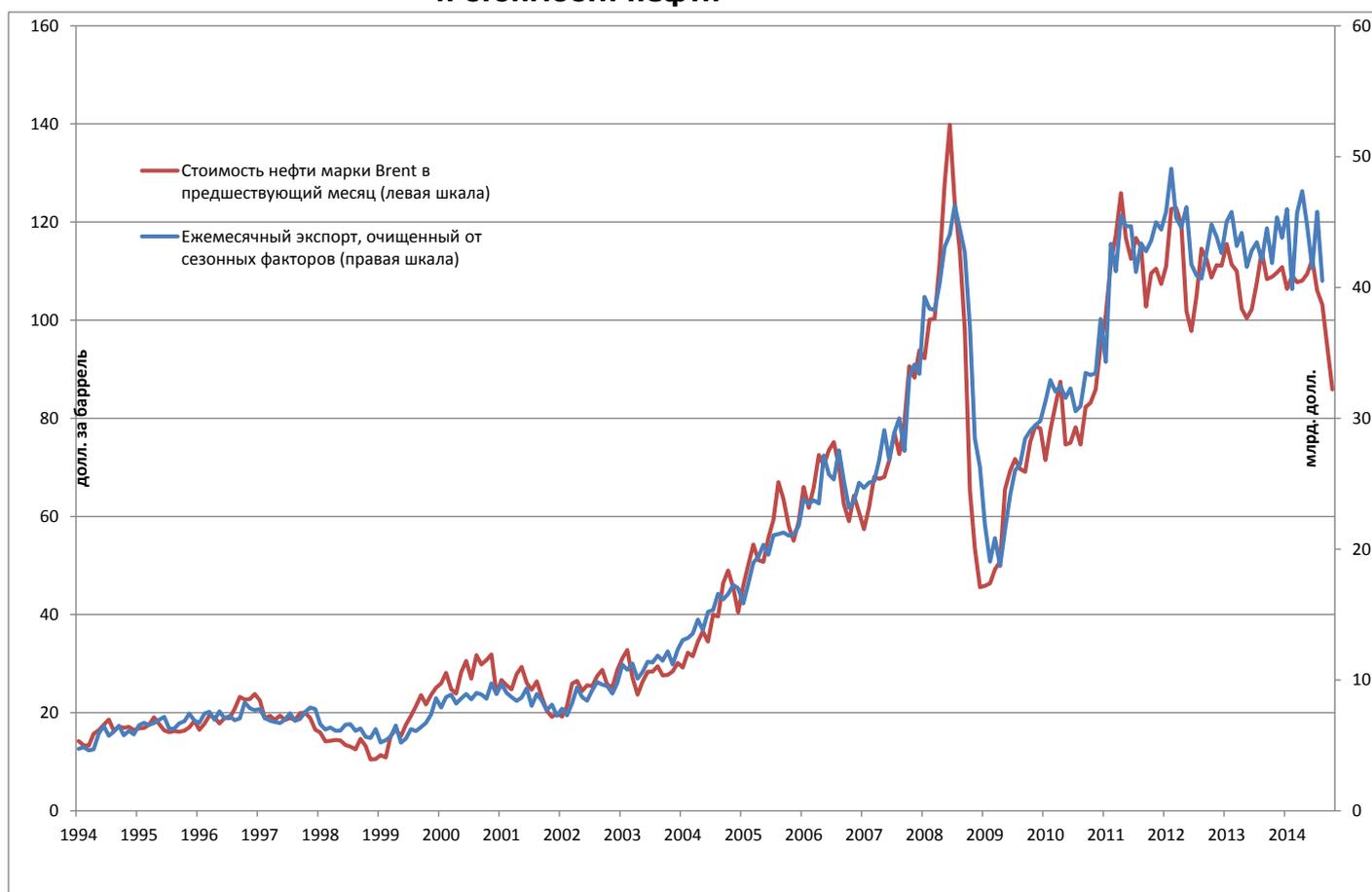
происходит на фоне роста, а не падения спроса, как это было в 1998 и 2008 году. Проблема в том, что производители переоценили спрос и на волне бурного роста потребления в Китае создали избыточные мощности. Теперь же ухудшение конъюнктуры затрагивает не только Россию, но и многие другие страны мира, например, Бразилию, ЮАР или Нигерию. Однако ни в одной из них в 2014 не было даже близких к России колебаний на валютном рынке.

Какой цене за баррель нефти соответствует курс рубля?

Нефть и экспорт

Цена на нефть сильно влияет на объем экспортной выручки России. Степень зависимости наглядно видна на графике очищенного от сезонных колебаний ежемесячного экспорта и стоимости барреля нефти Brent в предшествующий месяц.

Динамика ежемесячного экспорта из России, млрд. долл. и стоимости нефти



Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

Если нефть останется на том же уровне, до которого упала за последний месяц (82-85 долл.), ежемесячный экспорт может сократиться с 40-45 до 33-36 млрд. долл., что означает потерю в месяц 5-10 млрд. долларов.

Насколько это болезненно для других показателей финансового состояния России? Учитывая то, что российский экспорт превышал импорт в последние месяцы практически на рекордные 15-20 млрд. долл. в месяц, сокращение профицита на 5 млрд. долл. в месяц – не критично. Сокращение профицита на 10 млрд. долл. уже хуже – это будут показатели зимы 2008-2009 года, когда финансовый сектор переживал глубокий кризис. Конечно, были времена в начале 2000-х годов, когда профицит не превышал 5 млрд. долл. в месяц, и экономика чувствовала себя неплохо. Однако тогда действовали ограничения на движение капитала и обязательная продажа экспортной выручки.

Рубль и импорт

Вариант двукратного сокращения торгового профицита маловероятен, потому что импорт также сократится. Связь между стоимостью нефти и курсом рубля – абсолютно объективна, поскольку включается механизм: снижение цен на нефть – уменьшение экспорта – снижение рубля – уменьшение импорта.

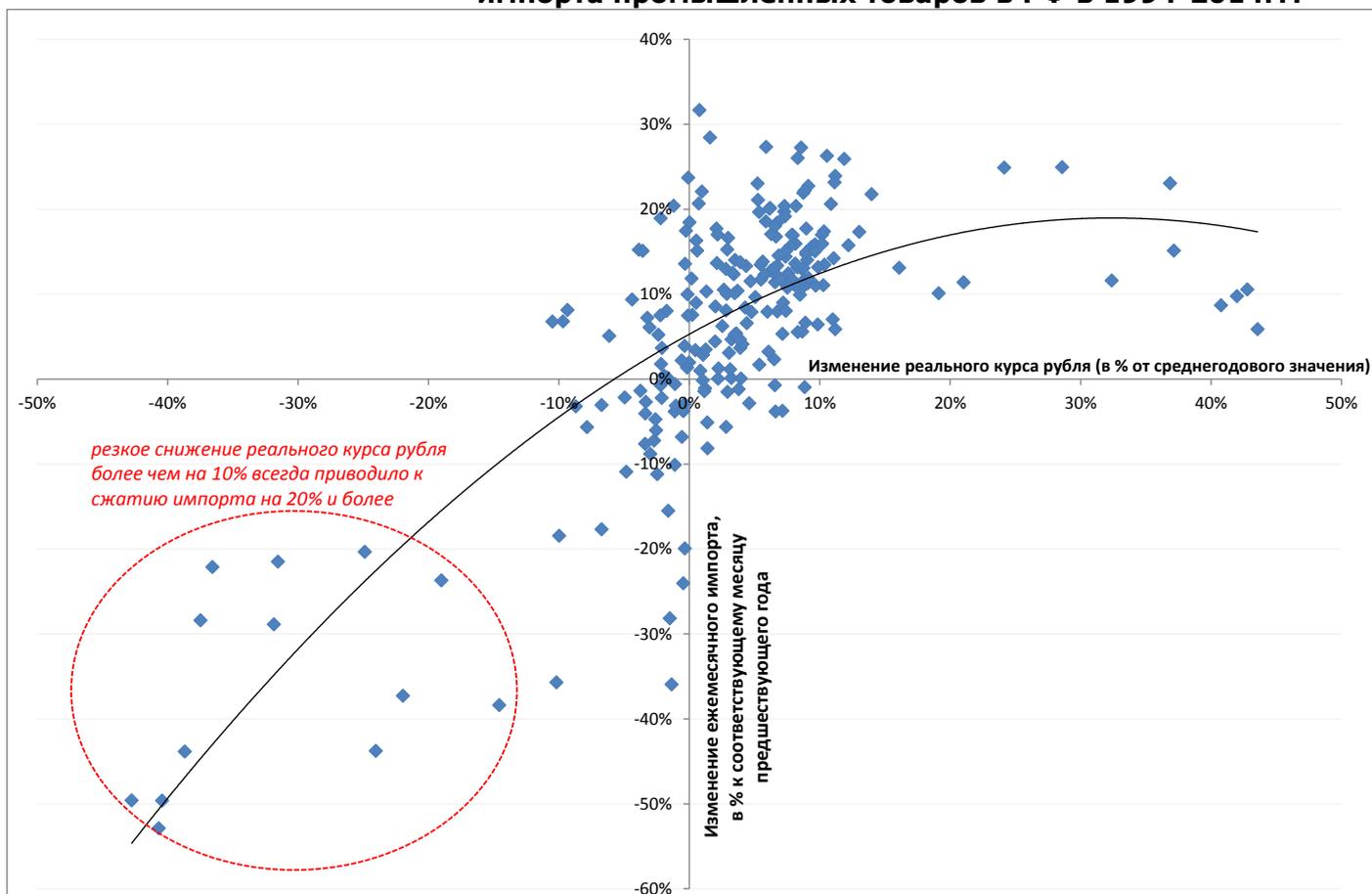
На графике ежемесячного изменения курса рубля и импорта с 1994 года видно, что девальвация больше чем на 10% (к среднему курсу за последние 12 месяцев) в прошлом всегда (13 точек за последние 20 лет) приводила к сокращению импорта на 20-50%. Дважды после того, как Центральный Банк отпускал рубль в 1998 и 2008 годах за девальвацией российской валюты наступало двукратное сжатие импорта.

Интересно то, что если при девальвации импорт сжимается практически в линейной зависимости, при укреплении рубля импорт растет более плавно, и даже при самой благоприятной конъюнктуре не увеличивается более чем на 25% в годовом выражении.

Произошедшая с начала 2014 года девальвация рубля может также привести в первые месяцы к шоковому сокращению импорта на 30-50%, после чего объем импорта стабилизируется на уровне 75-80% от докризисного. Таким образом, снижение импорта улучшит сальдо внешней торговли на 5-10 млрд. долл. в месяц.

Результатирующее влияние дешевой нефти и слабого рубля будет выражаться в незначительном сокращении торгового баланса, который останется высоко профицитным.

Взаимосвязь изменения реального курса рубля и импорта промышленных товаров в РФ в 1994-2014гг.



Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

Однако вариант, при котором цена на нефть, курс рубля и уровень платежного баланса останутся на текущих отметках возможна лишь при условии постоянного давления на рубль через скупку валюты населением или компаниями для погашения валютных кредитов в условиях закрытых внешних рынков капитала. Оба фактора, скорее всего, ограничены в действии горизонтом в несколько месяцев, после чего возможны два сценария дальнейшего движения в сторону равновесия:

1. Снижение цен на нефть до 60 долл., которое может привести к падению экспорта не на 10, а на 15 млрд. долл. в месяц. При такой цене нефти уменьшение притока валюты станет постоянным и не приведет к укреплению рубля.

2. Укрепление курса российской валюты до 40 рублей за доллар. В этом случае произойдет умеренное сжатие импорта и некоторое ухудшение торгового баланса (которое абсолютно допустимо в нижней фазе цикла на сырьевом рынке).

Еврооблигации

Еврооблигации российских эмитентов с начала октября по 10.11.2014 подешевели более чем на 1% и по ценам приблизились к минимумам с начала 2014 года. Однако в двух эпизодах сильной девальвации рубля (1998 и 2008 годы) стоимость российских долгов была значительно ниже. Более того, доходность российских евробондов подсакивала значительно сильнее и в моменты локальных коррекций в 2010 и 2011 годах, которые уже почти стерлись из памяти участников рынка:

Максимальная доходность по отдельным выпускам еврооблигаций в моменты нестабильности на российском финансовом рынке

Инструмент	июнь 2010 (курс доллара вырос на 10% с 29 до 31,8 руб.)	октябрь 2011 (курс доллара вырос на 19% с 27,5 до 32,7 руб.)	ноябрь 2014
Россия-30	5,8%	5,5%	4,9%
Лукойл-2022	7,7%	7,6%	6,4%
Вымпелком-2018	8,5%	10,8%	7,0%

Источник: Bloomberg

Вывод – в текущих котировках еврооблигаций не учитывается риск существенного снижения цен на нефть.

По нашему мнению, лучше сократить позиции в долгосрочных еврооблигациях. Позиции в коротких еврооблигациях качественных эмитентов можно оставить, заехджеровав валютный риск путем продажи фьючерсных или форвардных контрактов на курс доллара.

Рублевые облигации

Аналогично рынку еврооблигаций, в котировках рублевых облигаций не учитывается произошедшая за последнее время девальвация рубля. В начале осени эксперты предполагали, что годовая инфляция достигнет пика в начале 2015 года, после чего из-за слабого потребительского спроса начнет снижаться. Однако после девальвации 2008 года инфляция разогналась при крайне слабом потребительском спросе до 15% и оставалась на пике до сентября 2009 года.

На октябрьском заседании Совета директоров ЦБ неожиданно повысил ставку на 1,5% до 9,5%, подтвердив намерение держать краткосрочные процентные ставки в положительной зоне, пока дезинфляционные процессы не проявятся в полной мере.

Если в ближайшее время не произойдет разворот на валютном рынке, и нефть продолжит снижение, ЦБ вполне может еще раз повысить ставки.

Если замедление инфляции отложится до осени 2015 года, с учетом того, что эффективная минимальная процентная ставка уже сейчас на уровне 10% (минимальная ставка недельного РЕПО 9,5% с учетом еженедельной рекапитализации процентов), на наш взгляд, доходность рублевых облигаций должна подняться до 10,5% по коротким ОФЗ и 11,5% по корпоративным облигациям первого эшелона.

Вывод – если рубль не отыграет в ближайшее время октябрьское падение, рублевые облигации выглядят не очень привлекательно. Дожидаться момента, когда можно будет сделать ставку на рост котировок, лучше всего в коротких выпусках эмитентов с инвестиционным кредитным рейтингом.