



АРИКАПИТАЛ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций
«Арикапитал – Чистые деньги»

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал



Взгляд на глобальный долговой рынок – возможности в сырьевом секторе

Кризисы-близнецы (сырьевых рынков и развивающихся стран) отметили в сентябре свою первую годовщину и продолжили поступательное развитие.

Из наиболее значимых событий последних двух месяцев следует отметить снижение агентством Standard&Poor's кредитного рейтинга Бразилии до мусорной категории BB+ и паническую распродажу акций Glencore, в результате которой капитализация крупнейшей в мире горнодобывающей и трейдинговой компании сократилась более чем вдвое.

Доходности облигаций отдельных развивающихся стран и глобальных сырьевых компаний выросли до максимальных уровней с 2009 года. На наш взгляд, в начале октября впервые с 2007 года на глобальном долговом рынке появились интересные инвестиционные истории, превосходящие по соотношению риск/доходность инструменты российских эмитентов. Инвесторам стоит начать присматриваться к точечным покупкам долговых обязательств компаний – лидеров отдельных сырьевых секторов, которые уже адаптировались к затяжному периоду низких цен на сырье.

■ ■ ■

Произошедшая в сентябре распродажа ценных бумаг глобальных горнодобывающих компаний, напоминает то, что произошло с российскими активами год назад. Инвесторы очень долго закрывали глаза на набирающую силу ухудшение конъюнктуры сырьевого рынка. Индекс Bloomberg Commodities Composite на протяжении 2014 года понизился на 17%, в то время как акции Glencore, Rio Tinto, Anglo American и других сырьевых гигантов ограничились незначительной коррекцией на 5-10%. Небольшое повышение цен на сырье весной 2015 года инвесторы и вовсе приняли за последний шанс купить акции дешево, рыночная капитализация Glencore в начале мая восстановилась до 95% от среднего уровня 2013-2014 года. Однако последовавшее с июня новое снижение цен на все виды сырьевых товаров, хотя в относительном выражении было вдвое меньше падения 2014 года, оказалось спусковым крючком, вызвавшим панические закрытия позиций в акциях и облигациях Glencore, Anglo American, Vale и ряда других сырьевых компаний.

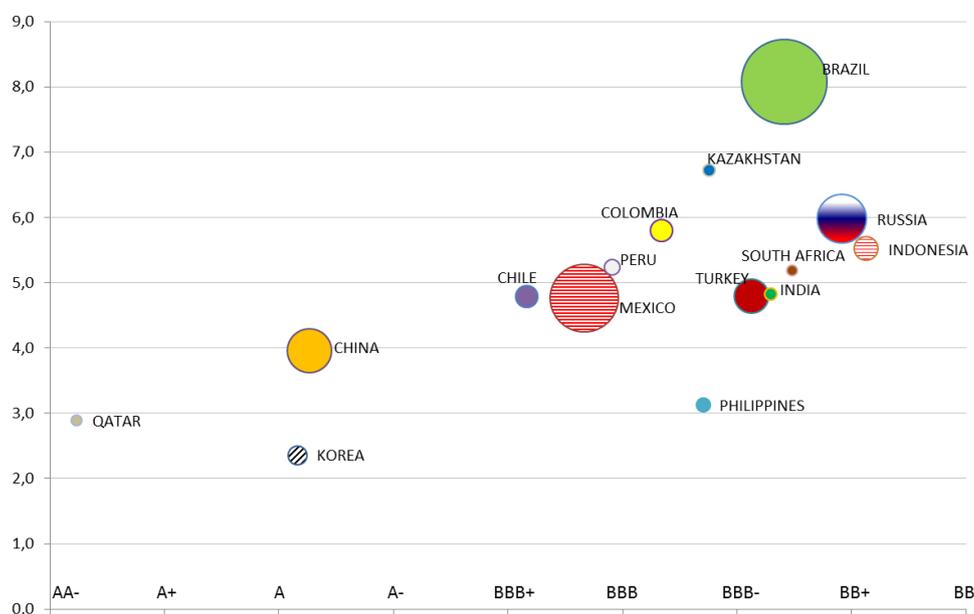
Можно провести интересные параллели с панической распродажей российских облигаций осенью прошлого года:

- 1) **Во-первых, наличие технического фактора – избыточного предложения облигаций на вторичном рынке.** Вряд ли бы распродажа российских еврооблигаций довела бы цены на бумаги 1 эшелона до 50-60% от номинала, если бы не тот факт, что весь 2013 год и вплоть до лета 2014 года российские компании и банки занимали в долг рекордными темпами за всю историю рынка. Аналогично, в сентябре 2015 главной мишенью «медведей» стали облигации стран и компаний с наибольшим объемом публичного долга. У Glencore,

пострадавшей больше всех среди глобальных горнодобывающих компаний, самая большая облигационная программа на 35 млрд. долл. Только в марте и апреле 2015 года Glencore занял на рынке около 5 млрд. долл., причем инвесторы раскупили облигации как горячие пирожки с доходностью от 1 до 4%. Среди развивающихся стран наиболее перепроданным оказался сегмент бразильских эмитентов. Это не удивительно, учитывая то, что Бразилия с большим отрывом лидирует по объему выпущенных еврооблигаций – 165 млрд. долл., из которых более трети было выпущено в период с начала 2014 по май 2015 года (по иронии судьбы, закрытие международными инвесторами лимитов на Россию подстегнуло спрос на Бразилию).

- 2) Во-вторых, наличие фактора неопределенности, которую инвесторы боятся больше, чем собственно то, что эта неопределенность может принести. В декабре 2014 года инвесторы в российские еврооблигации капитулировали перед лицом сонма непросчитываемых рисков – отключения российских банков от международной системы SWIFT, возможного моратория на выплату внешнего долга, расширения фронта военных действий. Тот факт, что балансы крупнейших российских экспортеров были почти в идеальном состоянии, и многие из них имели активы за рубежом, которые стали источником погашения внешнего долга при самом худшем сценарии, отошли на второй план. Аналогично, катализатором событий этого года стал панический страх экономического кризиса в Китае. Инвесторы потеряли доверие к официальной статистике из Поднебесной, хотя даже скептики признают, что официальный рост ВВП (+6,9% в 3 кв. 2015) завышен не более чем на 2-2,5% пункта, что трудно назвать кризисом.

Кривая доходности еврооблигаций EM по состоянию на 30.09.2015*



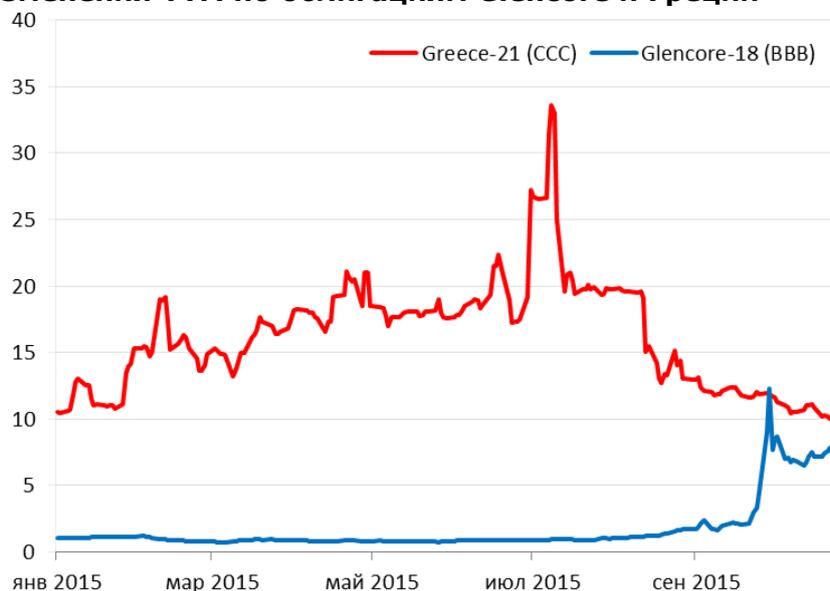
Источник: расчеты УК Арикапитал

* диаметр точек на кривой соответствует номинальному объему еврооблигаций, выпущенных эмитентами из данной страны, доходность и кредитный рейтинг – средневзвешенный по всем выпущенным еврооблигациям эмитентами данной страны (без корректировок на среднюю дюрацию, которая может отличаться в различных странах)

По состоянию на начало октября облигации некоторых ведущих глобальных горнорудных компаний оказались распроданы до уровней «мусорных» эмитентов. Наиболее ярким примером оказалась «распродажа» облигаций крупнейшей в мире горнодобывающей и трейдинговой компании Glencore, которые несмотря на кредитный рейтинг инвестиционного уровня (Baa2 – Moody's/BBB – Standard&Poor's) торговались в какой момент с более высокой доходностью, чем греческие суверенные облигации.

Впервые с 2007 года на глобальном долговом рынке появилась возможность приобрести облигации эмитентов с более высоким чем российский суверенный кредитный рейтинг под более высокую доходность.

Динамика изменения YTM по облигациям Glencore и Греции



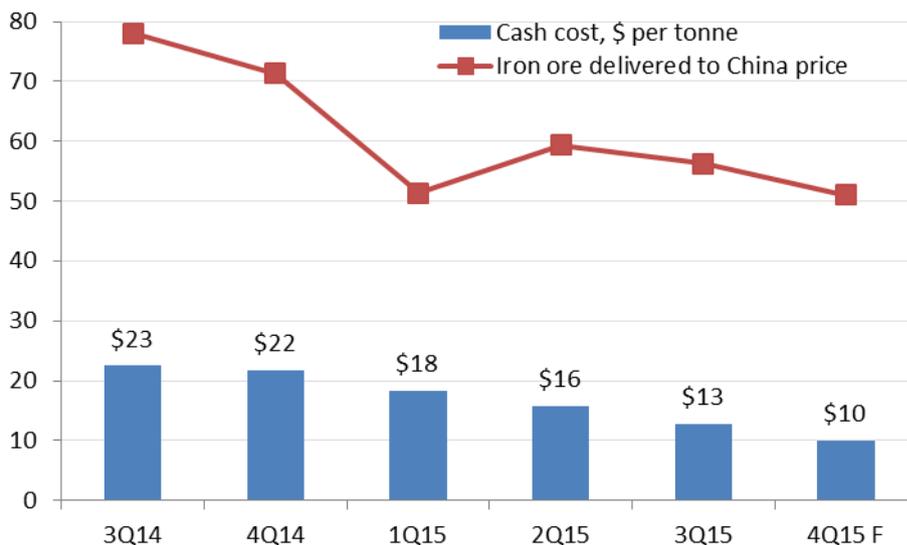
Источник: Bloomberg

Мы считаем, что инвесторам стоит начинать выходить из защитной позиции и делать точечные инвестиции несмотря на то, что разделяем опасения по поводу ситуации в Китае и того, что период низких цен на сырье еще может растянуться на несколько лет по нескольким причинам:

Во-первых, крупные сырьевые компании и развивающиеся страны успешно адаптируются. В отличие от предыдущих кризисов подобного масштаба (середина 80-х годов, кризис 1997-1998 года) в развивающихся странах – гибкие валютные курсы. Девальвация снижает себестоимость производства сырья в тех странах, где от него большая зависимость. В конечном счете, это вынудит сократить добычу ископаемых в странах с диверсифицированными экономиками и более сильными валютами (США, Европа, Китай). Хорошим примером является крупнейшая в мире по производству железной руды бразильская Vale, которая изначально проигрывала по себестоимости австралийским гигантам BHP Billiton и Rio Tinto, однако, по итогам 3 квартала вырвалась в лидеры с большим отрывом. За год себестоимость производства тонны руды (без учета транспортных расходов, роялти) снизилась почти вдвое до 12,7 долл. Менеджмент Vale ожидает, что после запуска нового комплекса по добыче железной руды, при текущем курсе бразильского реала (~3,9 за 1 долл. США) себестоимость упадет ниже 10 долл. за тонну, что сделает компанию неуязвимой практически при любом дальнейшем ухудшении конъюнктуры рынка.

22.10.2015 Vale.com
Quarterly results: lowest export cost in the industry and record operating performance are the 3Q15 highlights

График изменение себестоимости производства руды Vale



Источник: Bloomberg, корпоративные отчеты Vale

Во-вторых, глубокая перепроданность облигаций сырьевых компаний обусловлена фактором неожиданности и большого объема размещений в недавнем прошлом. В ближайшие месяцы облигации переключаются из портфелей консервативных инвесторов к более активным и толерантным к волатильности. Сами компании переключаются с облигационного рынка на прямые банковские кредиты и авансовые схемы реализации. Давление предложения облигаций на рынке начнет спадать. Как показал российский кейс, даже при очень большом первоначальном объеме облигаций в обращении навес продаж при отсутствии покупателей может перевернуться в дефицит бумаг при отсутствии продавцов всего лишь менее чем за год.

Наконец, на наш взгляд, в конце сентября инвесторы не учитывали, что те факторы риска, которые, по их мнению, утянут Китай и всю мировую экономику в рецессию, станут сигналом для смягчения монетарной политики мировыми державами.

Если еще в начале августа рынок ждал, что уже на ближайшем заседании (17 сентября) ФРС США начнет цикл повышения процентных ставок, то теперь ожидания перенесли это событие как минимум на середину следующего года. 22 октября глава Европейского Центрального Банка заявил о подготовке новых стимулирующих мер к декабрю, а днем позже Китайский центробанк снизил процентную ставку до рекордно-низкого уровня.