



Итоги 2015 и взгляд на рынок в 2016 году

В 2015 году инвесторы на финансовых рынках испытали давление многочисленных неблагоприятных факторов, среди которых наиболее существенным оказалось продолжение падения цен на нефть и сырьевые ресурсы, замедление экономики Китая и ужесточение денежной политики ФРС США. Для российского финансового рынка итоги года оказались противоречивыми. Акции и облигации оказались среди немногих в мире, принесших положительные результаты. На фоне относительной стабилизации на Украине, инвесторы обратили внимание на сильные финансовые показатели крупнейших российских компаний и низкий уровень государственного долга.

В текущей ситуации, на наш взгляд, следует крайне осторожно относиться к краткосрочным прогнозам цен на нефть и валютных курсов развивающихся стран. В 2016 году можно заниматься поиском хороших инвестиционных идей в сырьевом секторе инвесторам с долгосрочным горизонтом вложений и готовностью переносить высокую волатильность.

■ ■ ■

Обзор рынка в 2015 году. Внешний фон.

Индикаторы	2014	2015	изменение, %	Комментарий
Нефть Brent, \$ за барр.	57,3	37,3	-35%	Цены на нефть опустились до минимума с 2004 года
S&P 500	2 059	2 044	-1%	Индекс S&P впервые с 2011 года показал минус по итогам года
Hang Seng China Ent.	11 985	9 661	-19%	Китайские акции бурно росли в первом, но обвалились во втором полугодии
Курс евро/долл.	1,21	1,09	-10%	Курс евро опустился до минимума с 2002 года
10-летние UST	2,17%	2,27%	+10 б.п.	Доходность по 10-летним US Treasuries выросла на 10б.п.

Цены на нефть и сырьевые товары усугубили падение 2014 года, опустившись по итогам года до новых многолетних минимумов. На мировых фондовых биржах прервался 7-летний повышательный тренд. Китай вплоть до лета показывал чудеса устойчивости на фоне других развивающихся стран. На ожиданиях либерализации внутреннего фондового рынка, китайский индекс Shanghai Composite демонстрировал рост почти на 60% с начала года, однако последовавший бум IPO создал навес предложения акций, а затем, когда оказалось, что финансовые показатели китайских компаний не оправдывают столь высоких мультипликаторов, ралли сменилось обвалом. Попытки властей Китая по поддержанию финансового рынка дали краткосрочный эффект, но привели к бегству капитала и сокращению золотовалютных резервов за 2015 год на 513 млрд. долл. (почти в 1,5 раза больше, чем совокупные резервы России).

Слабые темпы экономического роста подтолкнули ведущие центробанки мира к дальнейшему смягчению денежной политики, наиболее ярким примером чего стало объявление ЕЦБ программы по выкупу облигаций стран еврозоны на 60 млрд. евро в месяц. К девальвационной гонке присоединился Китай, ослабивший национальную валюту более чем на 5%, что стало самым сильным снижением с 1994 года. Успехи США, где безработица сократилась до 5%, уровня, предшествующего кризису 2008 года, стали еще более контрастировать с остальными странами G-7. ФРС начала

опасаться перегрева экономики и в декабре 2015 впервые за 9 лет подняла ключевую процентную ставку. На этом фоне доллар США укрепился относительно евро на 10% до максимума с 2002 года и продолжил укрепление относительно подавляющего большинства мировых валют.

Второй год подряд кризис сильно ударил по развивающимся странам. Бразильский реал и аргентинский песо по итогам года потеряли более чем 30% стоимости, на 25% ослабили колумбийская и южноафриканские валюты. Доходности по еврооблигациям выросли практически во всех развивающихся странах. Бразилия, которая как и Россия, потеряла в 2015 году два из трех инвестиционных кредитных рейтинга, показала худшую динамику среди крупных развивающихся долговых рынков, доходность её суверенных 10-летних еврооблигаций выросла с 4,1% до 7,1% годовых.

- 1) Не удивительно, что инвесторы сохранили скептицизм относительно объявленных ФРС планов по повышению ставок. Доходность 10-летних US Treasuries почти не изменилась, по итогам года составив 2,27% годовых. Несмотря на то, что на последней пресс-конференции руководитель ФРС Джанет Йеллен заявила о возможности повышения в 2016 году ставки еще на 1% (до 1,25-1,5%), по мнению участников рынка, вероятность столь сильного ужесточения политики снизилась до 14%, хотя еще в начале 2015 года составляла 77%.

Российский рынок в 2015 году.

Индикаторы	2014	2015	изменение, %	Комментарий
Индекс ММВБ	1397	1761	26%	Индекс ММВБ вырос на 26% и закончил год на максимальном уровне с 2007 года
Курс доллара ЦБ РФ	56,26	72,88	30%	Курс рубля опустился до исторического минимума
Доходность ОФЗ 26207	13,10%	9,60%	-350 б.п.	Доходность по долгосрочным ОФЗ вернулась на уровень сентября 2014 года
Доходность Russia-23	6,60%	4,60%	-200 б.п.	Доходность по еврооблигациям опустилась на «докризисный» уровень конца 2013 года

После резкого обесценения в 2014 году российские активы показали год восстановления: доходность суверенных еврооблигаций Russia-23 снизилась с 6,6% до 4,6% годовых, ниже ставки, под которую они были размещены в сентябре 2013 года. Корпоративные еврооблигации 1 эшелона продемонстрировали ценовое ралли и снижение доходностей с 9-11% до 6-7%. На локальном рынке доходность долгосрочных ОФЗ (серия 26207 с погашением в 2027 году) опустилась с 13% до 9,6% годовых, в корпоративном сегменте доходности снизились с 15-20% до 11-12%.

Падение цен на нефть с 57 до 37 долл. за баррель марки Brent отразилось лишь на стоимости национальной валюты. Курс доллара после краткосрочного скачка до 70 рублей в январе 2015 затем снижался на протяжении всего первого полугодия. В апреле-мае доллар стоил менее 50 рублей, и рубль мог укрепиться еще сильнее, если бы не интервенции Центрального Банка, решившего воспользоваться моментом для пополнения золотовалютных резервов. Однако во втором полугодии тренд на ослабление рубля возобновился, и по итогам года официальный курс доллара США ЦБ РФ вырос почти на 30% с 56,26 до 72,88 рублей, рекордного максимума на тот момент.

Взгляд на рынок в 2016 году

Инвестиционные возможности в 2016

- ✓ Нефть и сырьевые товары – начало восстановления цен во втором полугодии 2016 года
- ✓ Смягчение денежной политики ФРС США во втором полугодии
- ✓ Рубль – укрепление во втором полугодии параллельно с восстановлением цен на нефть

Основные риски в 2016

- ✓ «Жесткая посадка» китайской экономики
- ✓ Рецессия в США в случае промедления ФРС с мерами по смягчению денежной политики
- ✓ Политическая и социальная дестабилизация в развивающихся странах в качестве реакции на ухудшение жизненного уровня

Год назад в январе 2015 в обзоре [«Кризисная стратегия на долговом рынке»](#) мы высказали два постулата инвестиционной стратегии в условиях российского кризиса:

1. Анализ опыта предыдущих кризисов, который может помочь найти аналогии, которые помогут прогнозировать развитие текущего кризиса;
2. Распознавание области компетенции, в которой можно делать обоснованные прогнозы с тем, чтобы занять нейтральную позицию в отношении прочих индикаторов, объективно непредсказуемых.

Спустя год обстановка на финансовом рынке еще больше усложнилась. Локальный российский кризис, спровоцированный конфликтом на Украине, уступил место глубокому кризису развивающихся и сырьевых рынков, по многим параметрам не имеющим аналогов в истории. Это иллюстрирует, например, то, что цены на сырьевые товары согласно индексу Bloomberg Commodities упали в начале 2016 года до минимального уровня с момента создания индекса в 1991 году. Столь сильное падение цен на commodities делает малорелевантными сравнения с кризисами 2008 и даже 1997-1998 годов, в то время как поиск аналогий с еще более отдаленными мировыми кризисами затруднен из-за недостатка информации и разительного отличия тогдашних финансовых рынков от современного. Еще никогда в современной экономической истории ни одно государство не удерживало темпы экономического роста на уровне выше 5% непрерывно в течение почти 30 лет, как это по состоянию на начало 2016 года демонстрировал Китай. Замедление его экономики может привести к непредсказуемым последствиям. Никогда в современной истории не было такого вмешательства центральных банков в ценообразование рынка облигаций, следствием которого стало образование многотриллионного сегмента рынка гос. облигаций с отрицательными доходностями.

Формулирование области компетенции в текущей ситуации стоит начать с расстановки красных флажков, которых лучше избегать:

- во-первых, краткосрочных прогнозов цен на сырьевые

ресурсы. Текущая ситуация ценовых войн на рынке нефти и металлов характеризуется тем, что цены упали ниже себестоимости полного цикла у большинства производителей, но до сих пор это не привело к устранению дисбалансов между спросом и предложением, поэтому цены в краткосрочной перспективе могут продолжить колебаться в широком диапазоне значений, оторванных от реальности;

- во-вторых, прогнозов валютных курсов развивающихся стран. Страны, зависящие от цен на сырье, в своем большинстве отпустили национальные валюты в свободное плавание и отвели им функцию балансировки колебаний на сырьевом рынке. В результате цены на сырьевые товары, выраженные в валютах стран, для которых соответствующий commodity является ключевым, сохранили стабильность, однако это удлинит горизонт завершения ценовых войн и затрудняет не только краткосрочные, но и долгосрочные прогнозы валютных курсов. Разгоняющаяся инфляция делает необратимой девальвацию номинальных курсов местных валют.

Тем не менее, в условиях, когда перед каждым управляющим активами стоит дилемма выбора делать или не делать ставку на продолжение снижения цен на commodities и ослабление валют развивающихся стран, на наш взгляд, рациональнее не поддаваться панике и не присоединяться к тренду в завершающей стадии, когда, судя по историческим аналогиям, вероятность роста цен на активы значительно выше вероятности падения. Индекс цен на сырьевые товары Bloomberg уже упал на 70% от исторического максимума, достигнутого летом 2008 года. С учетом накопленной с 2008 года долларовой инфляции, его отклонение от «нормального» тренда почти вдвое больше, чем на дне падения цен в кризис 2008-2009 гг.

Прогнозы падения цен на нефть до 20 и даже 10 долл. за баррель в основном основываются на краткосрочных факторах, таких как увеличение избытка предложения из-за снятия санкций с Ирана или замедление экономики Китая. Пессимисты игнорируют простую арифметику растущего мирового потребительского спроса и резкое падение инвестиций в сырьевой сектор, которое начнет сказываться по мере выработки проектов, начатых в период высоких цен.

Важный фактор, влияющий на динамику долларовых цен на нефть в 2016 году – денежная политика ФРС США. Ожидаемое повышение процентных ставок ведет к укреплению доллара, что влечет за собой снижение долларовых цен на сырьевые товары. В то же время, это наносит двойной урон американским компаниям сырьевого и производственного сектора в целом. А по мере того, как к девальвации национальных валют все чаще прибегают нессырьевые страны, все выше риск распространения дефляции из сырьевого сектора в сектор потребительских товаров, что станет уже прямой угрозой для продолжения роста американского ВВП.

Как было отмечено ранее, рынок не верит в возможность ФРС существенно повысить ставки. Однако, ФРС рискует стать заложником собственных многочисленных подготовительных заявлений и из-за проблематичности резкого изменения курса

денежной политики может промедлить со стимулирующими мерами, что приведет экономику США к рецессии.

Этот фактор, также как остающееся загадкой реальное состояние дел в экономике Китая, будут главными препятствиями в восстановлении цен на сырьевые товары. На наш взгляд, перспектива полноценного начала повышательного тренда реализуется не ранее, чем во втором полугодии 2016 года, когда прояснится ситуация с физическим спросом Китая на нефть и другие commodities, а финансовые трудности ряда производителей начнут переходить в ограничение предложения. Учитывая рекордное количество коротких спекулятивных позиций и перепроданность облигаций глобальных сырьевых компаний, многие из которых торгуются на уровне «мусорных» облигаций с рейтингом «В» при сохранении кредитных рейтингов инвестиционного уровня, мы считаем целесообразным инвестировать в сектор заранее, допуская, что в целом 2016 год будет волатильным и может не принести быстрых дивидендов.