



АРИКАПИТАЛ

УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

**Взгляд на
глобальный долговой рынок
в 2018 году**



Взгляд на рынок в 2018 году

Итоги 2017 года. Риски, ощущаемые в начале 2017, не реализовались. Инвесторы в поисках доходностей. Пик ликвидности, предоставленной центробанками. Emerging markets – доступное долговое финансирование позволило отложить решение проблем.

Взгляд на рынок в 2018 году:

США. Повышение ставок и сворачивание баланса ФРС. Риски ускорения инфляции. Налоговая реформа и инфраструктурные проекты. Рост доходности в коротком и среднем сегменте кривой. Сужение спредов между долгосрочными и короткими US Treasuries. Окончание повышательного цикла в 2020 году. Растущие процентные расходы в бюджете США – долгосрочный ограничитель жесткой монетарной политики. Корпорации – долг в хорошем состоянии, премия за риск в кредитной группе «А» - на адекватном уровне.

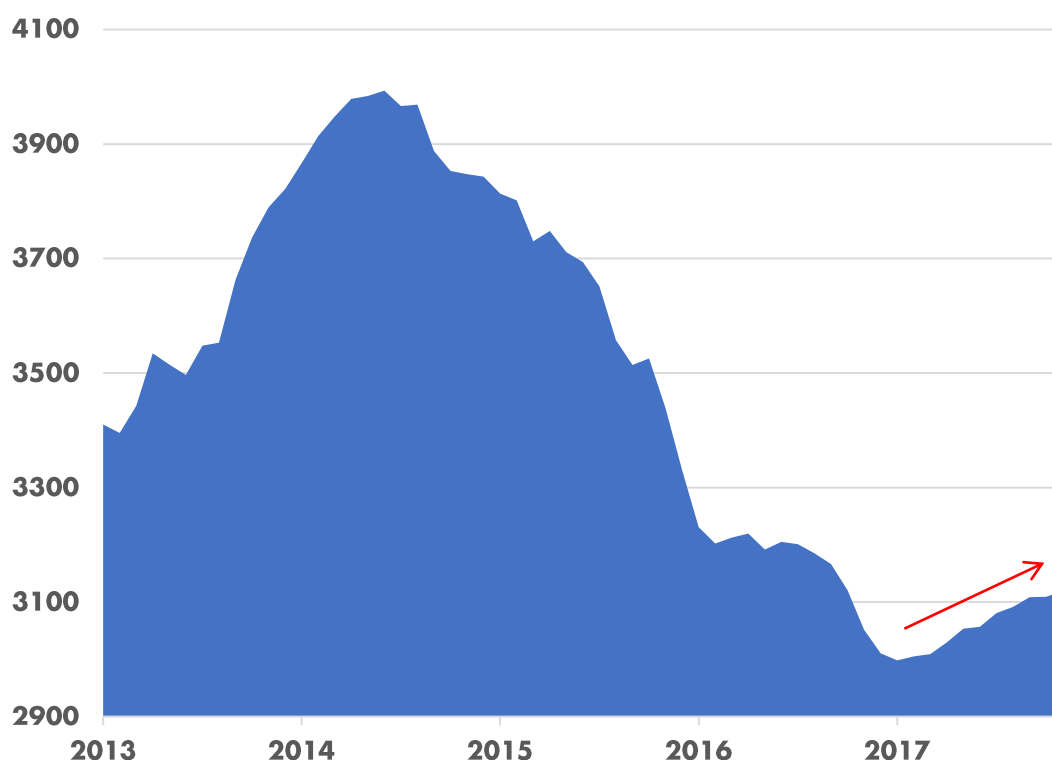
Развивающиеся страны. Растущие риски, заниженные спреды и конкуренция за капитал со стороны США. Инвесторы могут потерять интерес. Бразилия, Турция, Мексика, ЮАР, Россия – геополитическая или внутривнутриполитическая неопределенность. Долг – too big to bail. Малые страны с большим долгом (Египет, Шри Ланка, Украина, Бахрейн, Монголия, Иордания). Китайские эмитенты 1 эшелона (Sinopet, Baidu, Alibaba) могут стать интересными в случае коррекции.

Инвестиционная стратегия. Защитная стратегия в начале года. Ставка на долгосрочные долларовые облигации с высоким кредитным рейтингом. Избегаем emerging markets.

Итоги 2017 года

2017 год оказался хорошим для большинства инвесторов. Риски, волновавшие участников рынка в начале года, не реализовались. Экономический рост в крупнейших странах мира, цены на сырьевые ресурсы, динамика котировок акций и облигаций превзошла ожидания большинства экспертов. После того, как в 2016 году рост глобальной экономики замедлился до 3,2% (минимального уровня после кризиса 2008 года), мы опасались, что в 2017 году экономика Китая еще больше замедлится. В США мы опасались ускорения инфляции. В действительности мировая экономика в 2017 году ускоряет темпы роста до 3,5%. В 2017 году ВВП Китая вырастет на 6,8%, больше чем темпы роста 2016 года (6,7%) и прогноз аналитиков годичной давности (6,6%). В номинальном выражении ВВП увеличится на 930 млрд. долл. до 12,1 трлн. долл. Таким образом, Китай за год вырастет на величину, соответствующую 60% ВВП России. Отток капитала и девальвация юаня перестали рассматриваться как риски, по крайней мере, в краткосрочной перспективе, благодаря тому, что китайские власти смогли остановить снижение, а с февраля обеспечить устойчивый рост золотовалютных резервов.

Золотовалютные резервы Китая (в млрд. долл.)

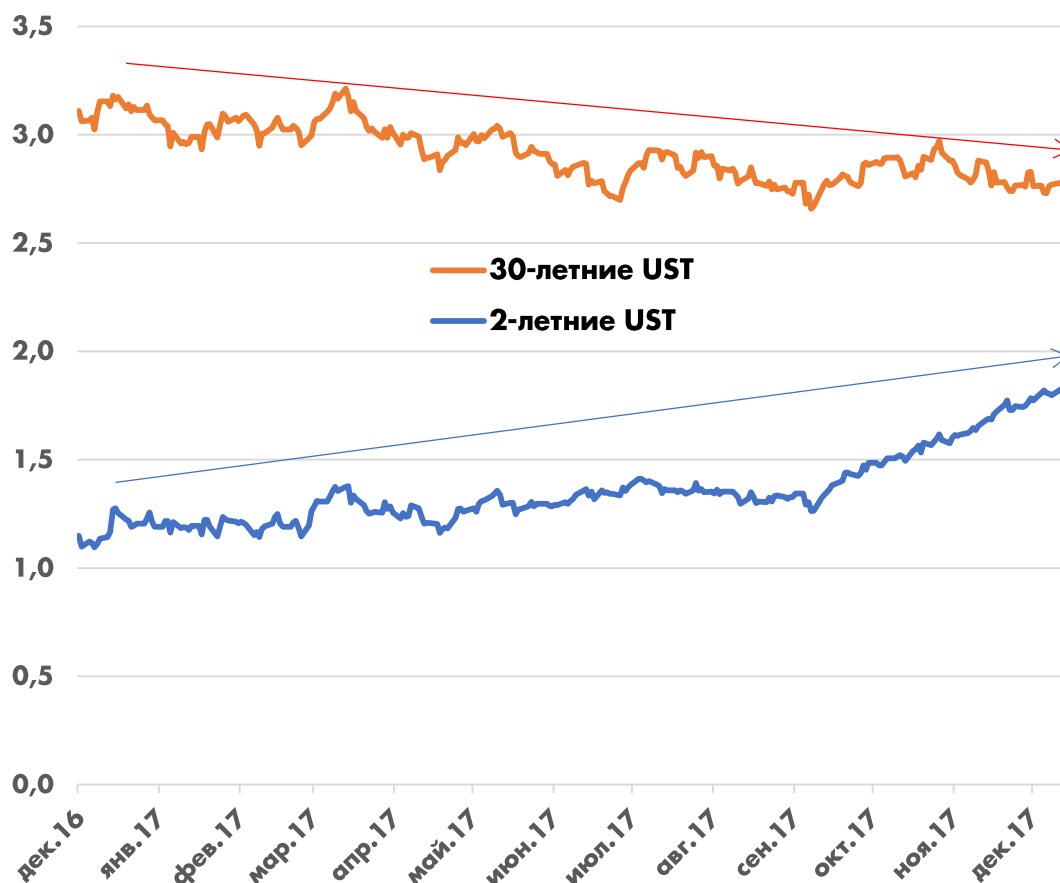


Источник: Bloomberg

Рост американской экономики по прогнозам аналитиков составит в 2017 году 2,3% по сравнению с 1,8% в 2016 году. Ускорение инфляции в начале 2017 года оказалось краткосрочным: после пика в феврале на уровне 2,7% уже к июню рост цен замедлился до 1,6% в годовом выражении и, согласно ожиданиям аналитиков, в обозримом будущем останется на комфортном уровне 2,0-2,2%.

ФРС трижды повышала ставку в 2017 году: в марте, июне и декабре, по итогам года доведя её уровень до 1,25-1,50%. В четвертом квартале ФРС начала сокращение баланса на 10 млрд. долл. в месяц. Эти действия вызвали рост краткосрочных ставок кредитования и доходностей US Treasuries, но практически не повлияли на уровень долгосрочных процентных ставок. С начала года доходность по 2-летним US Treasuries выросла на 60 базисных пунктов с 1,19% до 1,79%, а по 30-летним – снизилась на 32 бп с 3,07% до 2,75% годовых.

Динамика доходности 30-летних и 2-летних US Treasuries



Источник: Bloomberg

Инвесторы, занимавшие в начале года короткие позиции или державшие в портфеле избыточный объем денежных средств, оказались в некомфортной ситуации, которая усугубилась активным вливанием ликвидности ведущими мировыми центральными банками. В результате доминантной темой 2017 года стал поиск и покупка доходных активов. Фондовые индексы США выросли до исторических максимумов, премия за кредитный риск по рискованным корпоративным облигациям сократилась до минимума с 2007 года. Похожая ситуация была и на развивающихся рынках. Несмотря на многочисленные снижения кредитных рейтингов развивающихся стран, это не сказалось на способности потенциально проблемных эмитентов занять в 2017 году значительные суммы.

В 2016 году спред между доходностью долларовых облигаций эмитентов из развивающихся стран и US Treasuries сократился с многолетнего максимума 5% до

3,15%. За 2017 год спред сократился еще в полтора раза до 235 бп, что стало минимумом с октября 2007 года.

Спред долларовых облигаций эмитентов из развивающихся стран и US Treasuries (Bloomberg Barclays EM USD Aggregate Average OAS), в %



Источник: Bloomberg

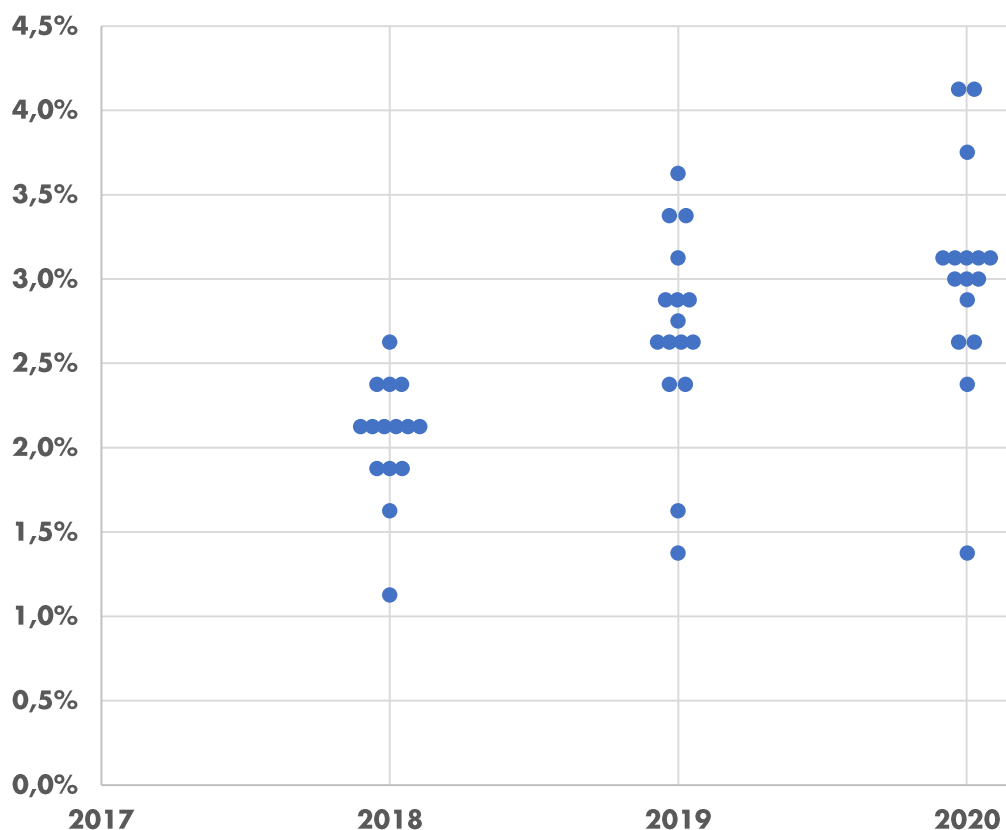
Взгляд на рынок в 2018 году

США

Динамика американского рынка облигаций традиционно задает направление движения для остальных рынков. 2017 год оказался отличным от 2013 и 2016, когда резкий скачок доходности US Treasuries вызвал распродажи в облигациях по всему миру. В 2017 году emerging markets чувствовали себя хорошо, несмотря на негативную динамику UST. Но все же отсутствие корреляции – исключение из правил, и в следующем году, на наш взгляд, облигации эмитентов из развивающихся стран будут следовать за US Treasuries. На текущий момент инвесторов в зависимости от их взгляда на рынок US Treasuries можно разделить на три основных группы:

- одни опасаются, что ФРС проведет 3-4 повышения ставки в 2018 году, как и прогнозируют члены ФРС в рамках «Dot plot» - графика изменения ставки, формируемого по результатам заседания на основе индивидуальных прогнозов членов ФРС. Доходности вырастут как по коротким, так и по длинным US Treasuries;
- другие считают, что повышение ставки мало повлияет на доходности US Treasuries за исключением наиболее коротких бумаг;
- третьи не верят в то, что ФРС сможет повысить ставку более чем 1-2 раза из-за устойчиво низкой инфляции и считают US Treasuries привлекательными для покупки уже на текущих уровнях.

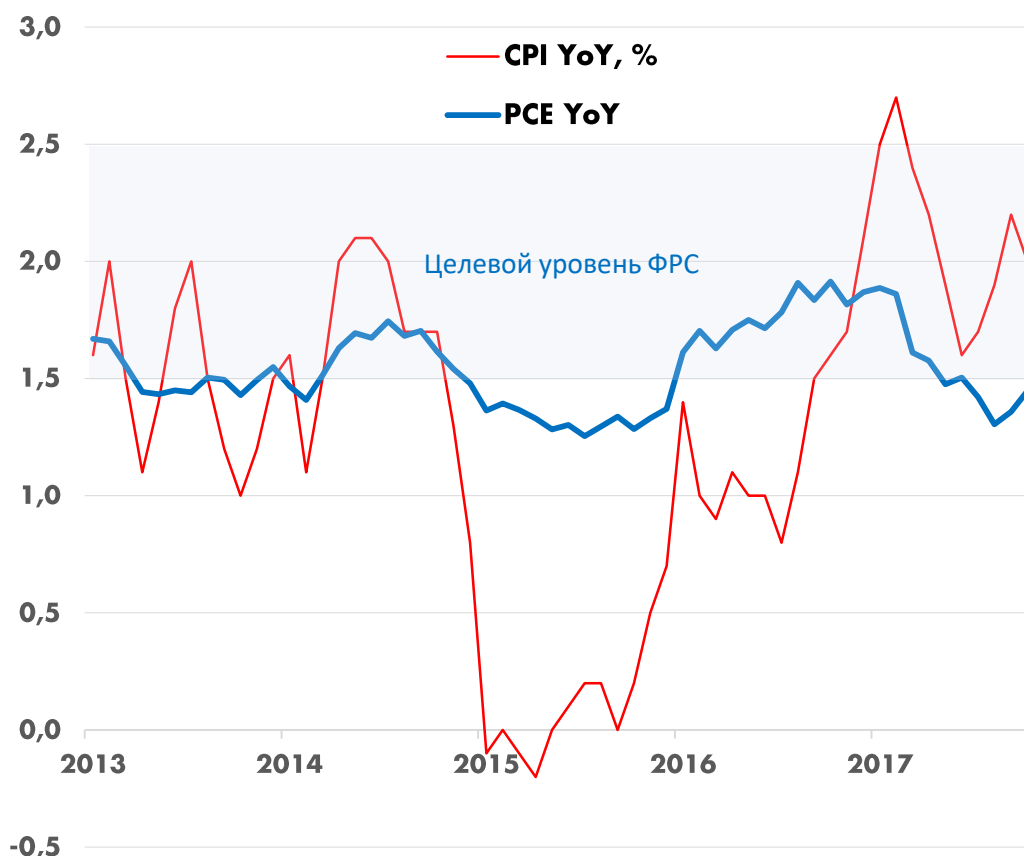
График «Dot Plot» по состоянию на 14 декабря 2017



Источник: Bloomberg

Мы разделяем консенсус-прогноз аналитиков Bloomberg и ждем в 2018 году три повышения ставки по 0,25%. К концу следующего года ставка достигнет уровня 2,00-2,25% и сравняется с инфляцией. Текущий уровень (1,25-1,50%) существенно ниже уровня инфляции (2,2%), поэтому повышение ставок нельзя назвать переходом к жесткой монетарной политике, по крайней мере, до тех пор, пока ставка не достигнет нулевой отметки в реальном выражении. В первом квартале 2018 года индексация зарплат, а также эффект от выросших в конце 2017 года цен на нефть может спровоцировать ускорение инфляции. Это может создать негативный фон для рынка облигаций, но на самом деле рост CPI, а также показателя PCE в пределах 0,5% выглядит как необходимый ФРС для подтверждения точности её прогнозов и роста доверия к политике. После того, как показатель PCE достиг в конце 2016 года 1,9%, в 2017 году он упал до 1,4%, заставляя Джанет Йеллен постоянно защищаться от обвинений в невыполнении мандата ФРС на поддержание 2% уровня роста цен.

Динамика показателей инфляции CPI (Consumer Price Index) и PCE (Personal Consumption Expenditure) в США

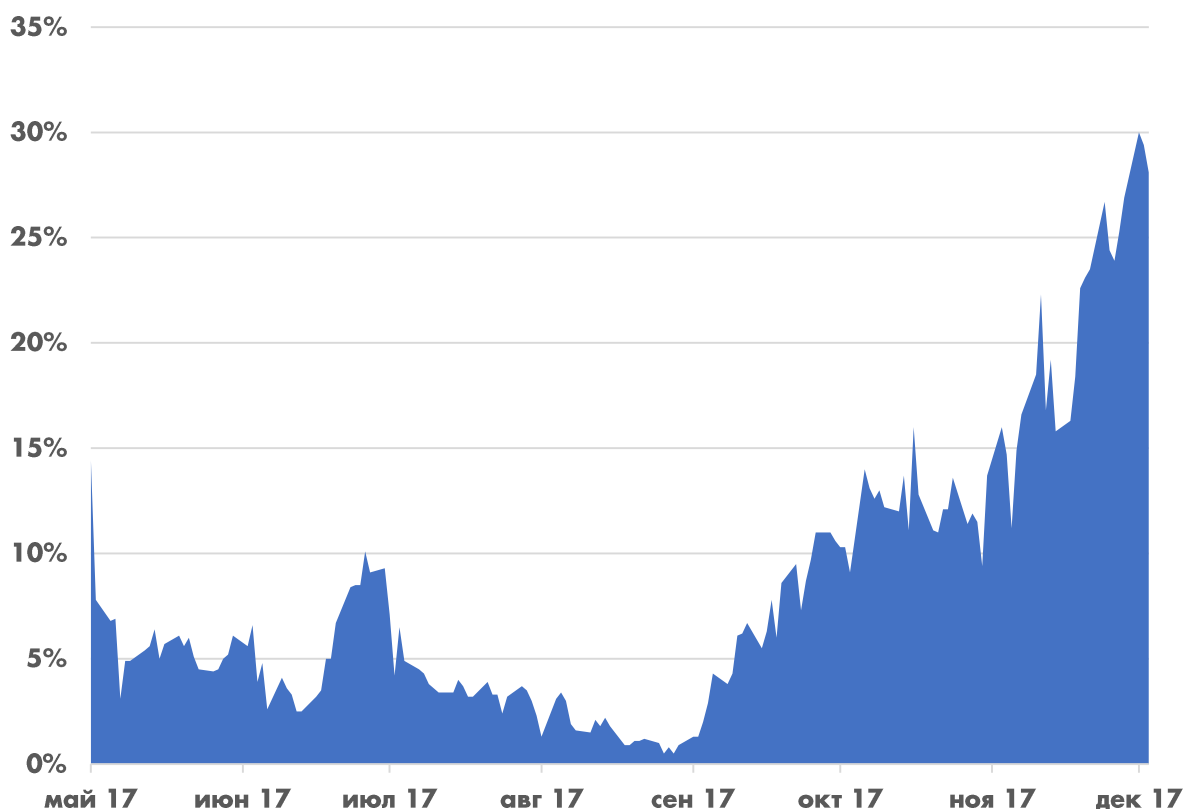


Источник: Bloomberg

Повышение ставки ФРС продолжит оказывать давление, в первую очередь на краткосрочные и среднесрочные US Treasuries. Доходность 5-летних Treasuries с сентября по середину декабря увеличилась на 44 базисных пункта до 2,17% годовых - максимального уровня с апреля 2011 года. Как видно на графике, первые восемь месяцев 2017 года инвесторы не верили в намерения ФРС серьезно повышать ставки, закладывая в котировки облигаций 1-2 повышения в 2018 году, а не 3-4, о чем

неоднократно объявляла ФРС начиная с конца 2016 года. Лишь с сентября рынок начал осознавать реальность намерений ФРС, что вызвало болезненную коррекцию в краткосрочных облигациях. Тем не менее, сценарий 3-4 повышений пока еще не полностью учтен в котировках UST. По нашим оценкам, доходность коротких US Treasuries может вырасти еще на 20-30 базисных пунктов, прежде чем дойдет до уровня, обозначенного членами ФРС на графике «Dot plot».

Вероятность повышения ставки ФРС до 2% или выше к концу 2018 года*



Источник: Bloomberg

Изменение доходности по различным классам долговых инструментов в США за период 31.08.2017-14.12.2017, базисных пунктов

	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
UST	46	48	50	47	44	34	25
AA	40	41	38	34	31	23	14
A	37	38	35	32	28	21	14
BBB	35	36	34	30	26	19	12
BB	46	37	30	24	19	12	3

Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

До последнего времени рост доходности краткосрочных US Treasuries с затуханием переносился на более длинные гособлигации и более рискованные корпоративные облигации. Это можно рассматривать как инерционность рынка. Благодаря предоставленной центральными банками ликвидности, пока участников рынка ничто не вынуждает сокращать позиции даже в переоцененных бумагах, а у эмитентов нет потребности делать заимствования. Возможно, сокращение баланса ФРС и уменьшение покупок Европейским центральным банком почувствуется с временным лагом во втором полугодии 2018 года. Как мы писали в [октябрьском обзоре](#), в первом полугодии 2018 года совокупное влияние ведущих центральных банков мира на ликвидность в мировой финансовой системе будет положительным, вливание ликвидности сменится изъятием после наращивания темпов сокращения баланса ФРС и прекращения покупок активов Европейским центральным банком. В этот момент эффект ужесточения ситуации с ликвидностью наложится на повысившуюся привлекательность краткосрочных надежных облигаций (US Treasuries и корпоративные облигации с рейтингом A-AA) и сможет вызвать усиленную коррекцию цен в долгосрочных и высокодоходных облигациях.

Многие западные инвестиционные банки рекомендуют покупать облигации emerging markets, утверждая, что благоприятная конъюнктура сырьевых рынков благоприятно отражается на кредитоспособности соответствующих эмитентов, а если она испортится, то ФРС это заметит и сделает паузу. Мы не разделяем надежду на помощь ФРС в случае ухудшения ситуации на развивающихся рынках по причинам, описанным выше. Вместо удержания позиций во все более переоцененных облигациях emerging markets, мы рекомендуем постепенное увеличение позиций в наиболее надежных долларовых облигациях (с кредитным качеством на уровне A-AAA). Хотя в краткосрочной перспективе их доходности могут продолжить рост, мы не видим причин для роста доходности 10-летних US Treasuries выше 2,75%, что не так уж далеко от текущих уровней.

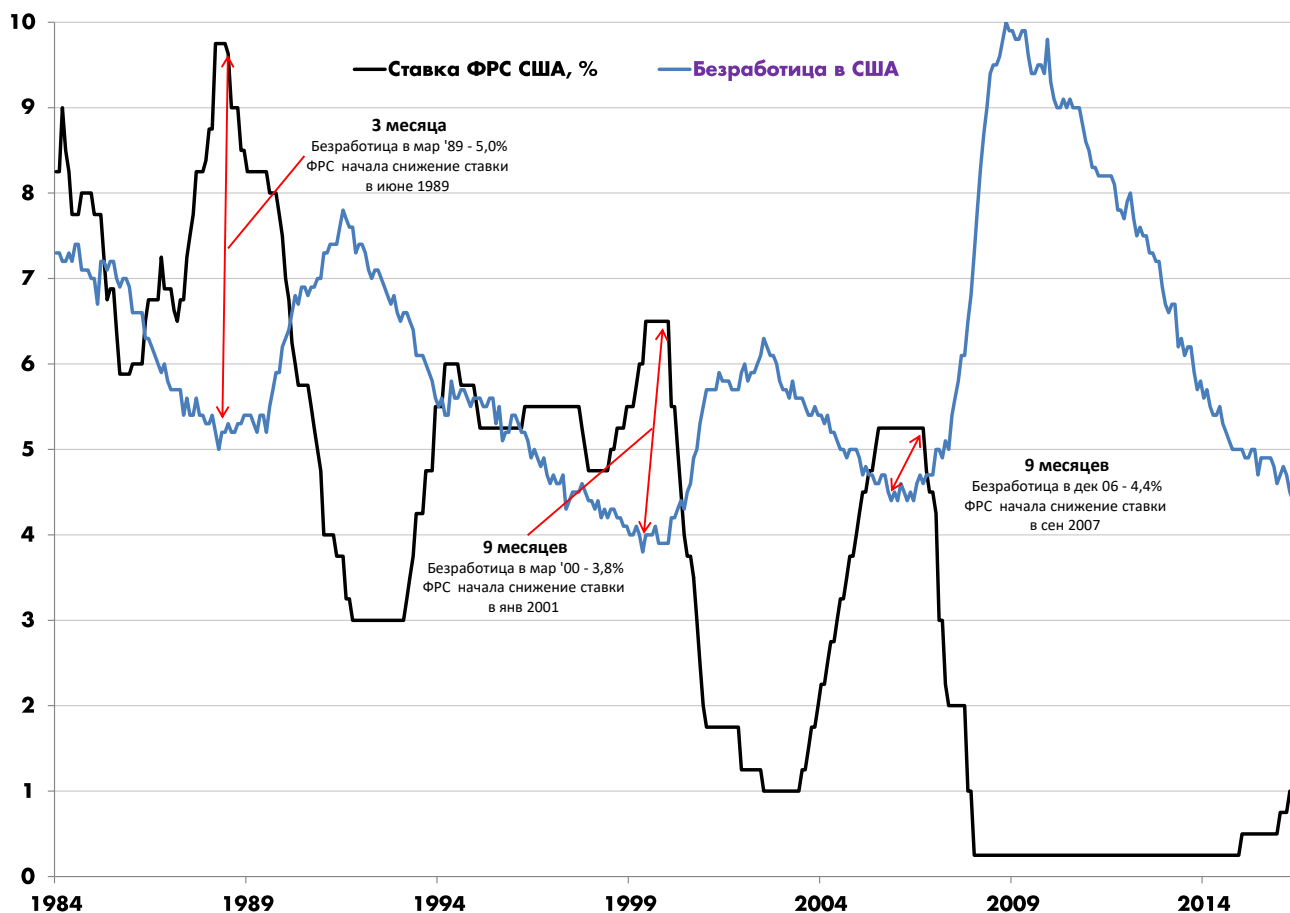
Два основных довода в пользу нашей позиции:

1. Период экономического роста в США приближается к концу, за которым последует новая рецессия и цикл снижения ставок, на чем можно заработать в долгосрочных облигациях;
2. Прогнозируемое повышение ставок в 2018 году и так увеличит процентные расходы США более чем вдвое. Выросший государственный долг США не оставляет ФРС пространства для дальнейшего ужесточения монетарной политики.

Исторически, достижение максимального уровня занятости в США являлось концом экономического цикла. Как мы указывали в [июльском обзоре](#), с 1980-х годов между достижением экономики США полной занятости и минимума по уровню безработицы, до следующего кризиса и начала нового цикла снижения ставок проходило не более 9 месяцев. Самый длинный период полной занятости в послевоенной истории был зафиксирован в 1955-1957 годах и длился чуть больше 2 лет. Хотя Джанет Йеллен неоднократно объявляла о достижении в США полной занятости, американские корпорации в 2017 году продолжили активно создавать новые рабочие места. Налоговая реформа может придать дополнительный импульс, и в следующем году нельзя исключать, что безработица опустится до 3,8% - уровня, достигнутого в апреле 2000 года на пике бума высокотехнологичных компаний. Некоторые инвестиционные банки начали прогнозировать дальнейшее снижение безработицы в 2019 году. Например, JPMorgan и Barclays видят ее на уровне 3,5%, Goldman Sachs и Deutsche Bank – 3,6% в конце 2019 года. Согласно прогнозу ФРС,

минимум безработицы на уровне 3,9% будет в 2018-2019 годах, начиная с 2020 начнется рост до 4,0%. Это будет означать, что разворот и начало нового цикла смягчения монетарной политики вряд ли случится в следующем году, но в цены долгосрочных облигаций можно начинать закладывать разворот монетарной политики с 2020-2021 годов.

Безработица в США и ставка ФРС



Источник: Bloomberg

Интересно как ведет себя еще один индикатор рецессии и приближения цикла смягчения политики – спред между краткосрочными и долгосрочными US Treasuries. Обычно обнуление спреда означает сигнал к скорому снижению ставки. Спред между 10- и 30-летним US Treasuries находится в понижающем тренде с лета 2013 года. В последние месяцы сжатие спреда ускорилось. Простое продление трендовых линий показывает, что кривая может стать плоской в районе 2021 года.

Спред между 10- и 30-летними US Treasuries



Источник: Bloomberg

Второй довод об ограниченности свободы ФРС в повышении процентных ставок мы основываем на том, что хотя ФРС формально независимый от правительства орган, но решения, влекущие многократный рост процентных расходов бюджета не могут приниматься без широкого консенсуса среди американского истеблишмента.

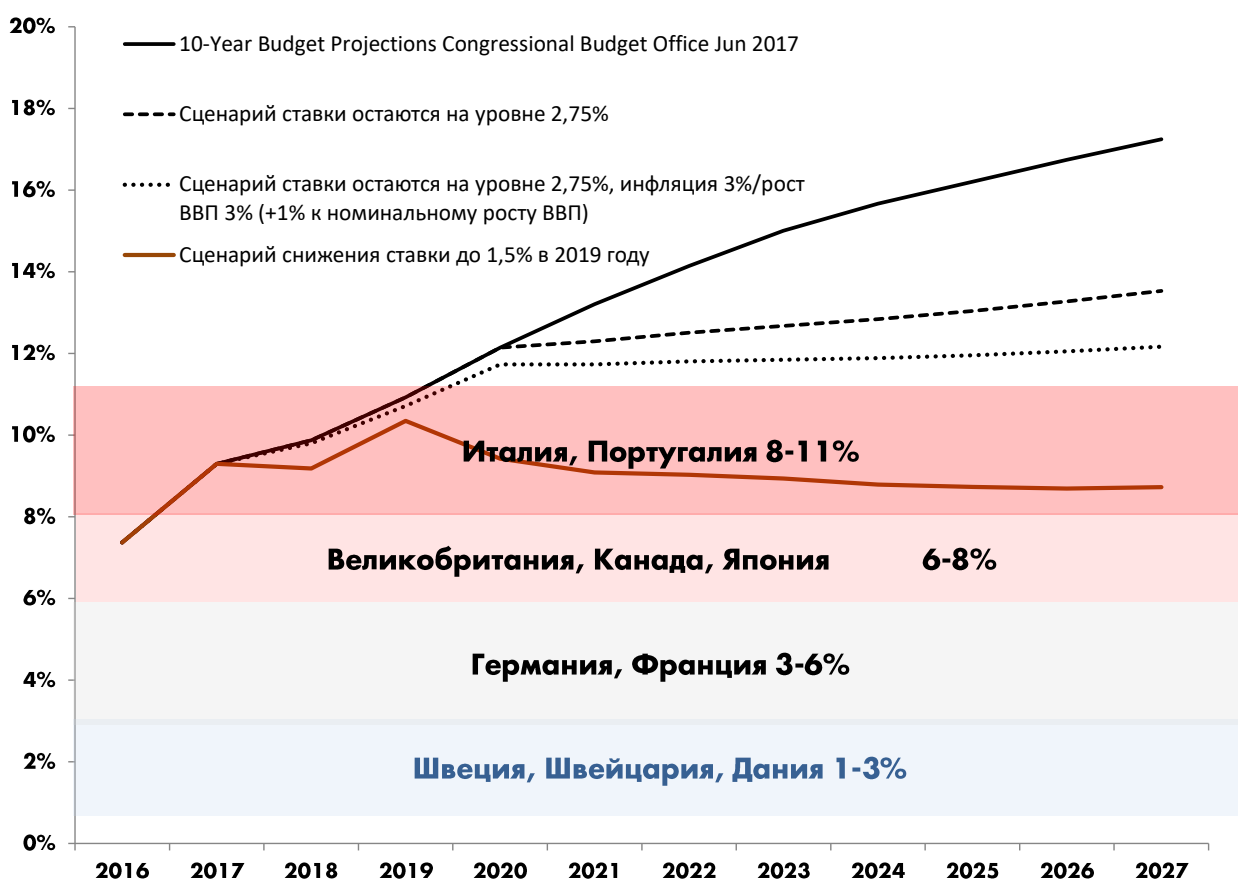
На настоящий момент стоимость обслуживания американского государственного долга находится на комфортном уровне. В 2016 году чистые процентные расходы федерального бюджета США составили 240 млрд. долл., 7% от доходов бюджета. С таким уровнем долговой нагрузки США находятся на уровне Канады и Великобритании, где реальные ставки значительно ниже. Так как основная доля, около 50% рыночного госдолга, занимается Минфином США через короткие инструменты сроком погашения до 1 года (на 10-30-летние облигации приходится чуть более 10% заимствований), повышение ставки ФРС уже начинает болезненно сказываться на бюджетном балансе. В 2020 году процентные расходы могут составить 470 млрд. долл., вдвое больше чем в 2016 году. Согласно прогнозу бюджетного комитета Конгресса США (Congressional Budget Office) при 2% инфляции, 2% росте ВВП и росте средней стоимости долга до 3,5% в 2027 году процентные расходы превысят 800 млрд. долл. в год, столько сейчас составляют расходы на самую большую статью американского бюджета – оборону. Увеличение процентных расходов до 17% от бюджетных доходов сделает США

аутсайдером среди развитых стран. Примерно столько сейчас составляют удельные процентные расходы Бразилии.

Мы рассчитали модель роста процентных расходов относительно бюджетных доходов по двум более реалистичным, на наш взгляд, сценариям:

1. Процентные ставки будут расти и достигнут в 2020 году 2,75%, после чего такой уровень ставок и доходностей по US Treasuries зафиксирован до 2027 года. При остальных показателях в соответствии с прогнозом американских конгрессменов доля процентных расходов увеличится к 2027 году до 13,5%, что все равно существенно больше, чем у Италии и Португалии, наиболее обременённых долгами развитых стран.
2. Во втором сценарии мы заложили рост номинального ВВП на 1% выше, что может быть достигнуто за счет более высоких (3% вместо 2%) темпов роста реального ВВП, либо более высокой инфляции (также 3% вместо 2%). И в этом случае рост процентных расходов увеличивается до 12% бюджетных доходов.

Прогноз динамики доли доходов бюджета США, направляемой на обслуживание государственного долга в сравнении с показателями развитых стран в 2013-2017гг



Источник: СВО, расчеты УК Арикапитал

Все три сценария показывают, что на горизонте ближайших 2-3 лет США могут столкнуться с угрозой снижения кредитного рейтинга, если не предпримут действенных мер по сокращению долга либо снижению стоимости его обслуживания. Без сокращения бюджетных расходов для того, чтобы удержать процентные расходы в пределах показателей развитых стран, США должны будут понизить ставку до 1,5% при 3% инфляции не позднее 2019 года. Это означает, что несмотря на кажущееся

невероятным резкое снижение ставки ФРС в 2019 году, к такому сценарию нужно отнестись серьезно.

Основным риском является неконтролируемый всплеск инфляции. Но пока мы не видим никаких признаков возможного скачка цен в США. Даже если инфляция ускорится до 3%, ФРС, скорее всего, не будет ужесточать риторику, так как руководствуется не CPI индикатором, а PCE (Personal Consumption Expenditure Core), который исторически был примерно на 0,5% пункта ниже основной инфляции. Консервативным инвесторам мы рекомендуем обратить внимание на долгосрочные US Treasuries с защитой от инфляции (TIPS). Реальная доходность по 10-летним TIPS сейчас составляет около 0,5%. Инвесторы в TIPS заработают и в случае ускорения инфляции (при 3% инфляции, номинальная доходность TIPS составит 3%+0,5%), так и от снижения ставки в реальном выражении в случае рецессии.

Корпоративный долг

Отсутствие видимых рисков рецессии в 2018 году может вызвать желание продолжить покупки рискованных активов, например, высокодоходных корпоративных облигаций. Однако, понимание того, что мы находимся в конце экономического цикла, при этом премия за риск инвестирования в рискованные активы – минимальная за много лет, делают актуальной прямо противоположную инвестиционную стратегию.

Мы сделали расчеты долгосрочного total return с учетом динамики различных классов долговых активов в случае возникновения риска рецессии в США. Мы предположили, что облигации среагируют на это следующим образом: доходность 10-летних US Treasuries вернется к историческому минимуму 1,4% годовых, спред AA-облигаций к UST расширится на 50, BBB-облигаций – на 100, BB-облигаций – на 200 базисных пунктов (подобное расширение спредов наблюдалось в 2011 году во время европейского долгового кризиса и в начале 2016 года, в момент падения до минимумов цен на нефть и сырьевые товары). В зависимости от того, когда случится подобная коррекция – в следующем году, 2019-м и т.д., можно заметить, что total return (купонная доходность + переоценка) по приобретенным сейчас 10-летним облигациям выше всего у US Treasuries вплоть до 2020 года. На долгосрочном горизонте «мусорные» облигации будут наиболее доходным активом лишь в том случае, если коррекция случится не ранее 2022 года. Если бы премия за риск облигаций с рейтингом AA была не 70 пунктов как сейчас, а 100, то этот класс облигаций стал бы лучшим независимо от момента коррекции.

Total return в % годовых для различных классов облигаций

	тек. уровень	2018	2019	2020	2021	2022
10-летние UST	2.4%	10.8%	6.2%	4.6%	3.8%	3.4%
AA амер. корп. облигации	3.1%	7.5%	5.1%	4.3%	3.9%	3.6%
BBB амер. корп. облигации	3.7%	4.1%	3.9%	3.8%	3.8%	3.7%
BB амер. корп. облигации	5.3%	-2.3%	1.9%	3.3%	4.0%	4.4%

На наш взгляд, следует рассматривать покупку наиболее качественных по кредитному рейтингу корпоративных облигаций эмитентов из США и развитых стран в случае, если в начале 2018 года доходности несколько вырастут. Неплохую возможность могут предоставить и первичные размещения. Например, в начале ноября Oracle разместил 10-летние облигации с премией 95 пунктов к UST, хотя на вторичном рынке его облигации торговались со спредом 50-60 пунктов.

В случае одобрения налоговой реформы в США особенно привлекательными могут стать высококачественные корпоративные облигации технологических компаний Apple, Amazon, Microsoft, Oracle и т.д. Эти компании с отрицательным чистым долгом выпускали облигации для выплаты дивидендов и финансирования инвестиций из-за нежелания репатриировать в США свою зарубежную прибыль.

Замедление экономики Китая

Риск, о котором все забыли (как мы считаем, временно) – возможное замедление китайской экономики.

Фантастический рост кредитования превратил Китай в одну из самых леведжированных экономик мира. Китайские банки – крупнейшие в мире по размеру активов.

Крупнейшие банки мира (по активам)

Рэнкинг	Страна	Банк	Активы (млрд. долл.)
1	Китай	Industrial & Commercial Bank of China Ltd	3 473
2	Китай	China Construction Bank Ltd	3 017
3	Китай	Agricultural Bank of China Ltd	2 816
4	Китай	Bank of China Ltd	2 604
5	Япония	Mitsubishi UFJ Financial Group Inc	2 590
6	США	JP Morgan Chase & Co	2 491
7	Великобритания	HSBC Holdings Plc	2 374
8	Франция	BNP Paribas SA	2 190
9	США	Bank of America Corp	2 188
10	США	Wells Fargo & Co	1 930

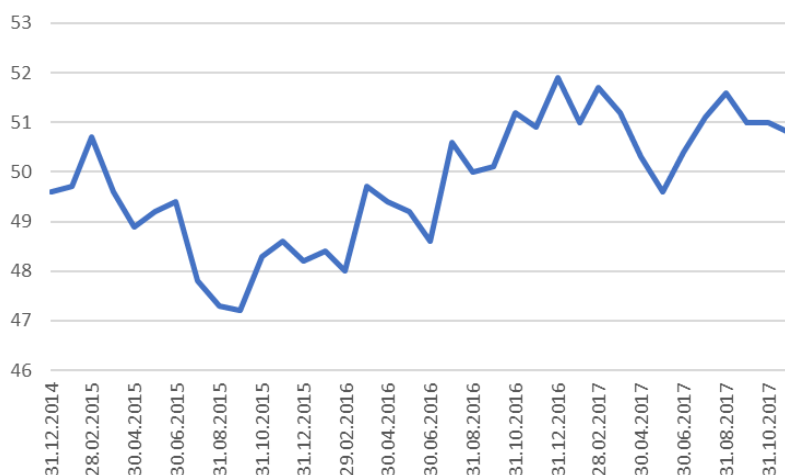
Источник: Standard & Poor's, апрель 2017 года

Исторические сравнения предполагают, что такой рост рано или поздно закончится, как минимум, жесткой рецессией (как максимум, многолетней депрессией). Вопрос лишь в том, когда наступит этот момент.

Повышение ставок ФРС обычно рано или поздно «ударяет» по самым леведжированным сегментам экономики. Вполне возможно, что в рамках текущего цикла этим сегментом будет именно Китай.

С начала года Китай является абсолютным лидером среди крупнейших экономик по росту доходности 10-летних локальных облигаций. Учитывая продолжающееся повышение ставок ФРС и все еще достаточно сильную привязку юаня к доллару, центральный банк Китая, вероятно, будет вынужден продолжить ужесточение монетарной политики. Кроме того, власти начали постепенно принимать меры по ограничению кредитования. Реагируя на эти факторы, китайская экономика, по-видимому, уже начала замедляться.

Caixin China Manufacturing PMI



Источник: Bloomberg

Учитывая планы ФРС и заявления китайских властей, рост ставок и действия по ограничению кредитования, вероятно, продолжатся. Соответственно, продолжится и тренд на замедление экономики.

В последние 10 лет рост китайской экономики был ключевым драйвером глобального роста; существенное замедление Китая, вероятно, приведет к тому, что глобальная экономика вырастет хуже прогнозов. С другой стороны, быстрая реакция ФРС на проблемы Китая маловероятна: ее мандат этого не предполагает. Если инфляция в США ускорится (даже на относительно небольшую величину), ФРС, скорее всего, продолжит повышение ставок даже в ситуации замедления и китайской, и мировой экономики.

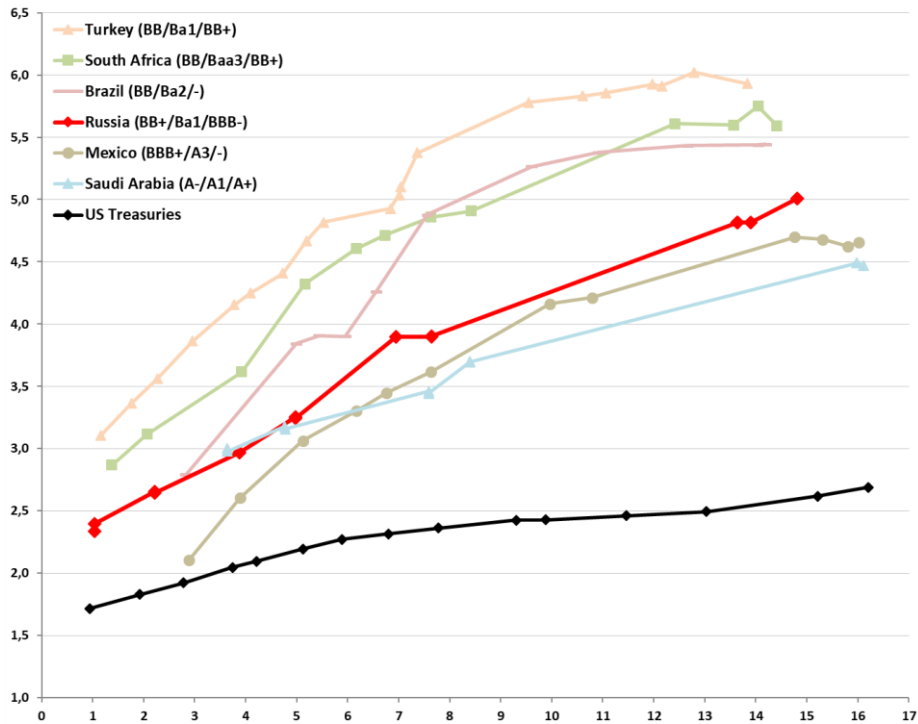
Развивающиеся страны

Растущие цены на сырье, избыток ликвидности в мировой финансовой системе и остающиеся низкими процентные ставки способствовали тому, что в 2017 году инвесторы в облигации развивающихся стран чувствовали себя хорошо. Спред между доходностью еврооблигаций emerging markets и американскими гособлигациями в конце 2017 года опустился до минимума с конца 2007 года. С одной стороны, это типичное поведение для рынков в конце экономического цикла. Но даже в сравнении с оптимизмом 2007 года, нынешняя беззаботность инвесторов вызывает удивление. В отличие от состояния 10-летней давности, сейчас развивающиеся страны отличаются высоким уровнем долга, низкие темпы роста и политические проблемы. В Бразилии основной проблемой является неконтролируемый рост государственного долга, который в 2018-2019 годах превысит 80% от ВВП. В Турции президент Эрдоган, испортив отношения с западными странами, простимулировал рост кредитования, который, по мнению рейтинговых агентств, приведет к жесткой посадке экономики и необходимости очистки банковской системы. В ЮАР подвергающийся обвинениям в коррупции президент Джекоб Зума делает ставку на увеличение государственных расходов и повышение роли чернокожей части населения в бизнесе и политике, что также влечет увеличение долга и сдерживает привлечение инвестиций в страну. В Мексике обремененный долгами государственный нефтяной гигант Pemex снижает нефтедобычу и налоговые отчисления. Во всех странах плавающие валютные курсы, золотовалютные резервы и некритичный уровень внешнего долга делают маловероятным дефолт по суверенным еврооблигациям в ближайшее время. Но в случае уменьшения избыточной ликвидности в мировой финансовой системе, очевидно, что инвесторы начнут запрашивать более высокую премию за риск.

Emerging markets сейчас торгуется с исторически очень узкими спредами, а фундаментальные показатели в большинстве случаев, наоборот, не дают много поводов для оптимизма. За последние годы резко выросла долговая нагрузка многих развивающихся стран, а экономический рост был относительно низким. Усилились политические проблемы, зачастую наблюдается тренд на ухудшение институтов – пример Венесуэлы показывает, как это может буквально разрушить экономику.

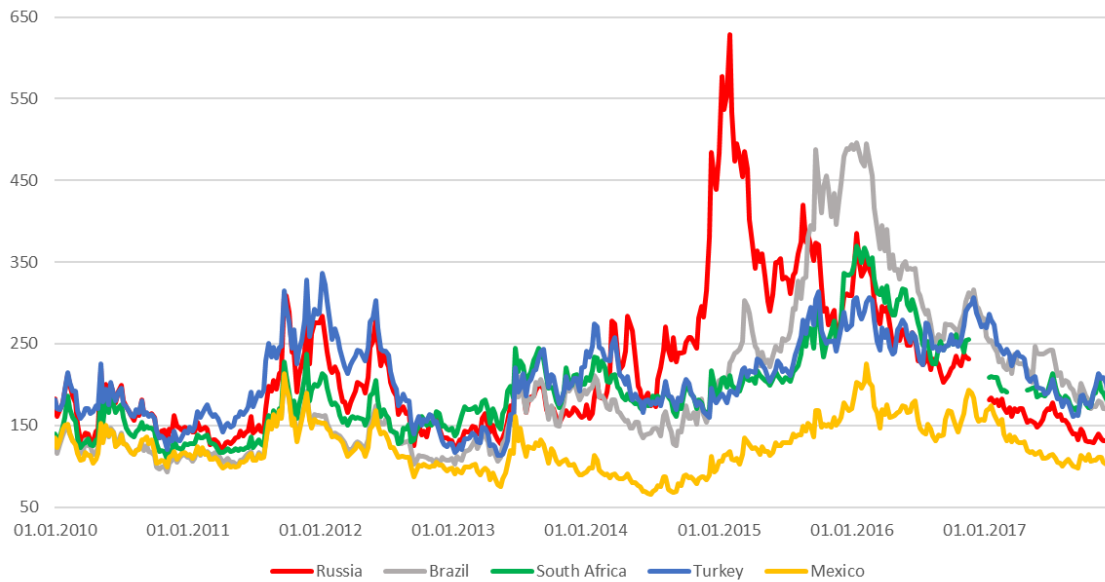
На наш взгляд, в текущей ситуации emerging markets в целом не очень интересны, поэтому мы готовы покупать только отдельные истории. Возможно, оптимизм инвесторов в отношении emerging markets будет остывать постепенно и долго, небольшие понижательные коррекции могут восприниматься как возможность купить на дне. Таких ловушек нужно будет старательно избегать. 2019 год может предоставить еще более привлекательные возможности восстановить позиции в облигациях emerging markets. В то же время, отдельные относительно небольшие страны могут попасть в стрессовую ситуацию уже в 2018 году.

Долларовые суверенные кривые emerging markets



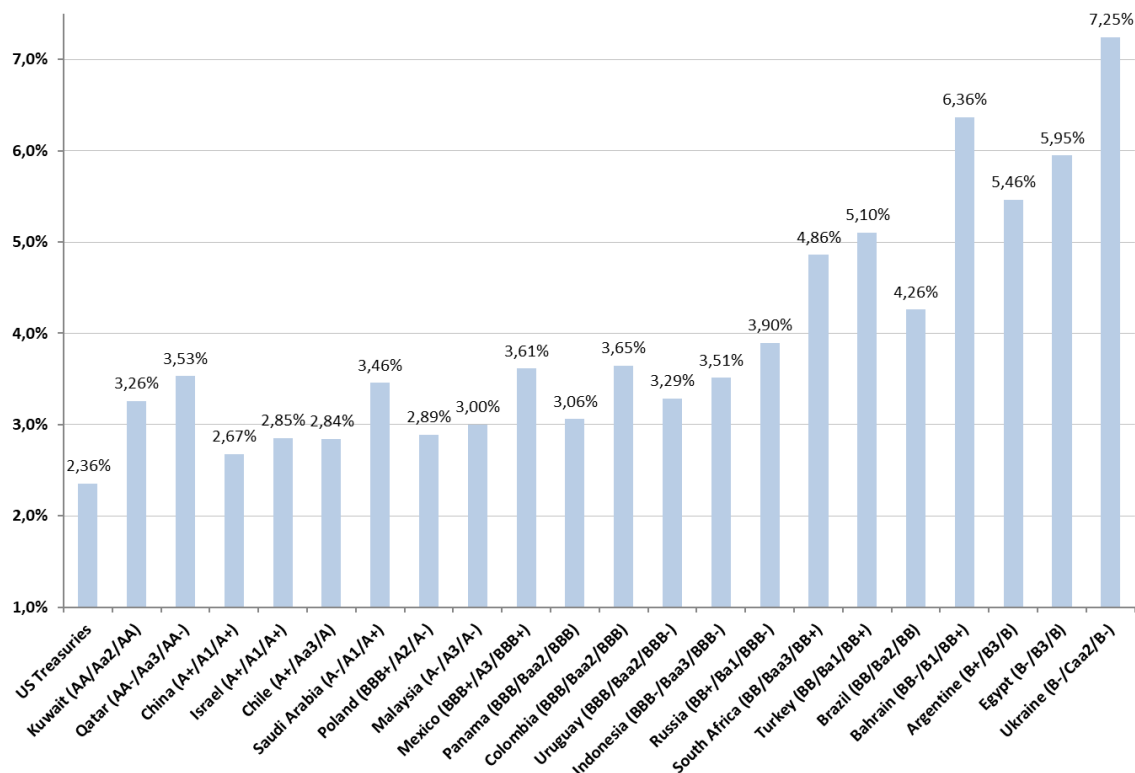
Источник: Bloomberg

Динамика 5-летних CDS на emerging markets



Источник: Bloomberg

Доходность 10-летних суверенных долларовых облигаций (2026-27 год погашения)



Источник: Bloomberg

Мексика

В 2017 году резко выросла инфляция (с 2,1% в декабре 2016 года до 6,6% в ноябре 2017 года), а соответствующего ускорения экономического роста не было. Более того, неудачные внешние факторы (ураганы и землетрясение) привели к снижению ВВП в 3 квартале (на 0,3% по сравнению с предыдущим кварталом). Сочетание высокой инфляции и слабой экономики накладывается на неопределенность по поводу NAFTA и политики следующего президента (после выборов в июле 2018 года): лидирующий по опросам кандидат Manuel Lopez Obrador считается популистом.

Долларовые облигации Мексики традиционно торгуются с доходностью ниже других emerging markets, отражая более высокое кредитное качество и рейтинг. Учитывая очень узкие спреды в целом по рынку и высокую неопределенность с NAFTA и политикой нового президента, Мексика не выглядит интересной.

Бразилия

Макроэкономическая картина в Бразилии выглядит привлекательно по сравнению с многими другими крупными emerging markets. Страна недавно вышла из худшей в истории рецессии и, возможно, находится на относительно ранней стадии восстановления экономики. Рекордно низкая почти за 20 лет инфляция позволяет центральному банку поддержать экономику снижением ставок.

С другой стороны, у Бразилии высокий (примерно 70% ВВП на конец 2016 года) и, главное, быстро растущий государственный долг: дефицит бюджета составляет 5-

10% ВВП. В октябре 2018 года пройдут выборы, что не способствует фискальной дисциплине и создает риски прихода к власти популистов.

На наш взгляд, суверенные долларовые облигации не выглядят привлекательными, однако, учитывая возможный позитив в экономике и то, что проблемы в основном ограничены большим суверенным долгом, могут быть интересные корпоративные истории.

Россия

Формально макроэкономическая ситуация в России выглядит отлично: низкая инфляция, умеренный экономический рост, очень низкий суверенный долг. Но экономика, по нашей оценке, в этом году уже прошла высшую точку цикла и, вероятно, будет постепенно замедляться, а низкий госдолг не отражает долги госкомпаний и потенциально огромные расходы на поддержку банков. Санация Открытия и Бинбанка показала реальное положение дел в банковском секторе. У большинства госбанков ситуация вряд ли лучше, а по размеру они намного больше. По оценке Standard & Poor's, проблемными являются более 20% всех банковских кредитов.

Долгосрочная проблема российской экономики – общий тренд на разрушение институтов и соответствующее снижение потенциального роста – не показывает признаков улучшения (возможно, даже наоборот). Кроме того, существует очень существенный краткосрочный риск – возможное усиление санкций с запретом на инвестиции в суверенные облигации.

Спреды по российским облигациям сейчас находятся на многолетних минимумах. CDS на Россию сейчас находится практически на минимумах предыдущего цикла: по данным на 30 ноября CDS на Россию составил 127, а, для сравнения, среднее за 2013 год значение – 161 (без санкций и при нефти выше \$100 за баррель). Долларовые облигации РФ торгуются недалеко от Мексики и Саудовской Аравии и, соответственно, выглядят очень дорогими.

На наш взгляд, сейчас очень хороший момент для продажи и суверенных облигаций, и в целом любых российских активов.

Турция

Многолетний кредитный бум (за последние 10 лет по росту корпоративного нефинансового долга по отношению к ВВП среди крупных emerging markets Турция уступает только Китаю) финансировался в основном за счет внешних обязательств. Счет текущих операций (current account) – самый низкий среди крупных развивающихся стран. Все это очень напоминает предысторию азиатского кризиса 1997 года.

Кроме того, политика правительства была ориентирована на рост любой ценой, что привело к разгону инфляции и падению лиры до исторического минимума. Недавнее интервью советника Эрдогана сигнализирует возможную смену политики, но это уже вряд ли способно радикально изменить ситуацию.

Мы не считаем Турцию интересной до тех пор, пока не появятся признаки разворота в экономике. На наш взгляд, перегретая турецкая экономика должна войти в рецессию, которая, учитывая предыдущий кредитный бум, будет достаточно жесткой. Обычно это сопровождается очень сильным падением цен на активы. В то же время

сейчас долларские облигации Турции торгуются хотя и дешево относительно рейтинга, но явно не по кризисным ценам.

ЮАР

Макроэкономическая ситуация в ЮАР выглядит хорошо: во 2 квартале экономика вышла из рецессии, инфляция находится примерно в середине целевого диапазона центрального банка.

Ключевая проблема ЮАР – возможное ухудшение институтов (которые пока остаются очень качественными по меркам emerging markets). Один из лидирующих кандидатов на пост президента Nkosazana Dlamini-Zuma, бывшая супруга нынешнего президента Зумы, обсуждает возможность экспроприации земли. В соседнем с ЮАР Зимбабве, ранее бывшим одним из самых развитых в Африке, разрушение экономики началось именно с этого. С другой стороны, победа другого кандидата, нынешнего вице-президента Cyril Ramaphosa, может означать как минимум временное прекращение тренда на ухудшение институтов.

Долларские облигации ЮАР торгуются не очень далеко от Турции и выглядят дешево относительно рейтинга. На наш взгляд, в случае позитивных политических новостей они могут быть интересны для покупки.

Китай

Как описано выше, мы считаем возможное замедление китайской экономики существенным риском для глобального экономического роста и цен на рискованные активы. Соответственно, мы очень осторожно относимся к облигациям китайских эмитентов.

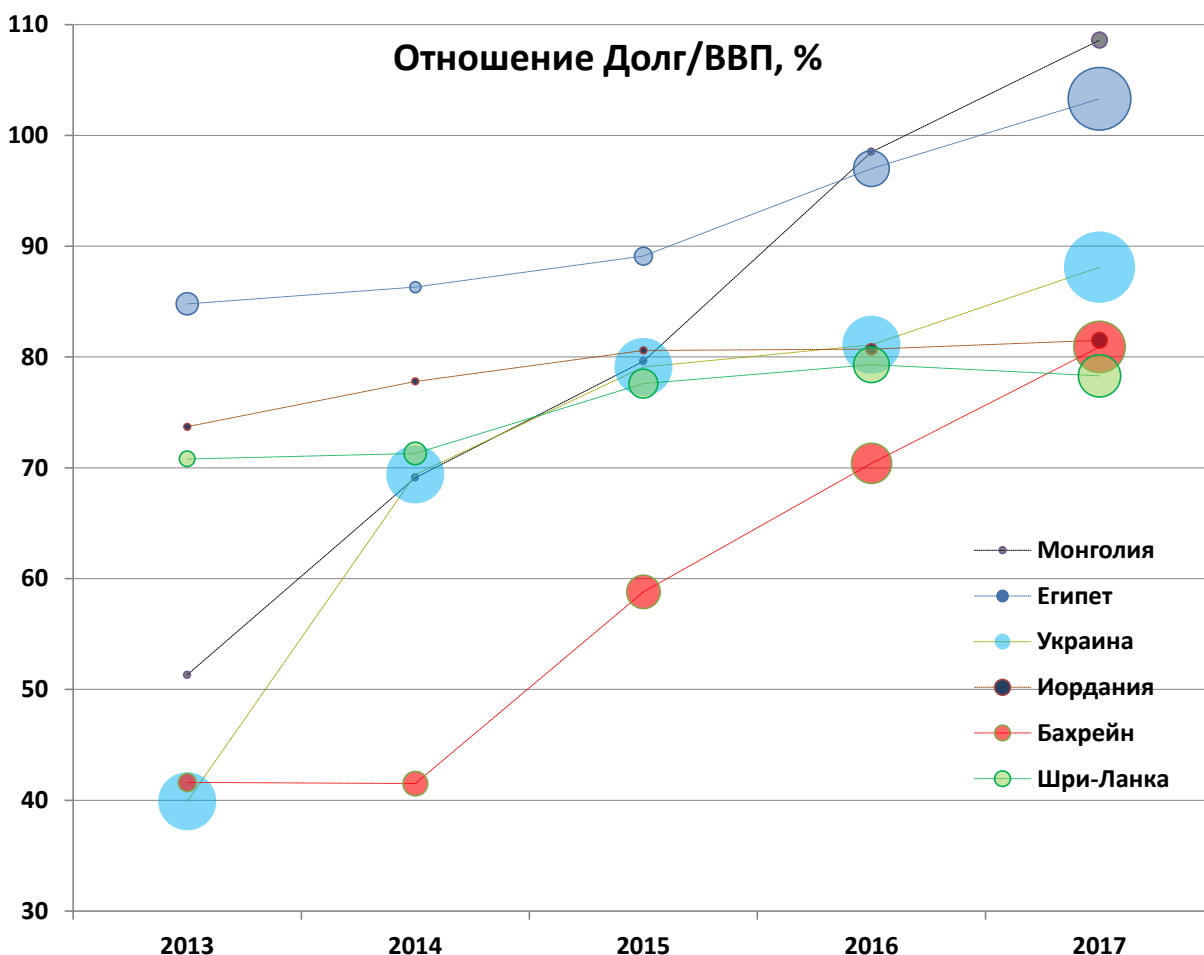
С другой стороны, у Китая относительно небольшой внешний долг, а достаточно диверсифицированная экономика предлагает большой выбор активов, среди которых можно найти интересные истории. Например, Baidu, доминирующий интернет-поисковик в Китае с рыночной капитализацией порядка 80 млрд. долл., имеет отрицательный чистый долг, а его облигации дают одну из самых высоких доходностей для рейтинга его уровня (A-).

Прочие развивающиеся страны

В 2017 году разрешилась интрига, когда объявит дефолт Венесуэла. Но, если бы США не ввели санкции, запретив покупку новых венесуэльских долговых обязательств, возможно, южноамериканская страна смогла бы провести еще одну реструктуризацию наподобие проведенной в 2016 году. Для большинства остальных стран помимо Венесуэлы высокий уровень госдолга не стал препятствием для новых заимствований. 6 стран с отношением долг/ВВП на уровне 80% успешно привлекли новые займы в 2017 году: Бахрейн, Египет, Иордания, Монголия, Украина и Шри-Ланка. Совокупный объем выпущенных ими еврооблигаций за год вырос на 35% и достиг 58 млрд. долл. Для сравнения, объем находящихся в обращении еврооблигаций России 38 млрд. долл. при ВВП в три раза превосходящим суммарный ВВП этих 6 стран. У Египта, Монголии и Бахрейна, по прогнозу агентства Standard&Poor's бюджетный дефицит составит около 10% в 2018, что сделает эти страны наиболее уязвимыми к спаду спроса инвесторов.

Портфельным управляющим следует внимательно следить за ситуацией в этих странах в 2018 году даже при отсутствии позиций в портфелях. Египет и Бахрейн в случае стрессовой ситуации могут обратиться за помощью к богатым странам Персидского залива, например, Саудовской Аравии. Ситуация вокруг украинского долга может отразиться на состоянии рынка еврооблигаций стран СНГ.

Отношение Долг/ВВП в отдельных развивающихся странах (размер круга отражает объем выпущенных еврооблигаций)



Источник: Bloomberg, Standard& Poor's, расчеты УК Арикапитал

Инвестиционная стратегия в 2018 году

В 2018 год мы рекомендуем вступать с защитной структурой портфеля: долларовые инструменты с высоким кредитным рейтингом либо короткой дюрацией. Продолжение роста доходности в US Treasuries можно использовать для наращивания позиции в долгосрочных высококачественных облигациях. На фоне макроэкономической стабильности в США и Европе стоит обращать внимание на индивидуальные истории в сегменте корпоративных облигаций, например, облигации транснациональной фармацевтической компании TEVA Pharmaceuticals после произошедшей в них распродажи. В отношении emerging markets мы рекомендуем сохранять осторожность – избыточный оптимизм инвесторов может сохраниться в начале года, но по мере уменьшения стимулов ведущими центральными банками мира в этом сегменте может начаться понижательная коррекция, которая затянется до 2019 года.

В части валютной структуры на текущий момент мы не видим альтернатив долларовым вложениям. Облигации в других валютах развитых стран: евро, фунт стерлингов, швейцарский франк – остаются непривлекательными с точки зрения реальной доходности. Риски валют emerging markets мы считаем оправданными только после коррекции и при условии просматриваемой на длительном горизонте разумной монетарной политики.