



АРИКАПИТАЛ  
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций  
«Арикапитал – Чистые деньги»

Алексей Третьяков,  
Генеральный директор  
УК Арикапитал



# Сентябрь 2016.

## Взгляд на долговой рынок

На протяжении лета на финансовых рынках сохранился растущий тренд. Американские фондовые индексы обновили исторические максимумы, а облигации большинства развитых стран – исторические минимумы по доходности. Негативные события, такие как Brexit (референдум в Великобритании 23 июня по членству в Евросоюзе) или попытка военного переворота в Турции 15 июля стали лишь поводом для скупки краткосрочно подешевевших активов. Инвесторы по всему миру словно окончательно поверили, что при любом ухудшении центральные банки придут на спасение с новыми стимулирующими мерами.

Мы не разделяем текущую эйфорию и напоминаем о рисках, которые могут испортить настроения и финансовые результаты управляющих в ближайшие месяцы.

• • •

8 сентября глава Европейский Центральный Банк на своем заседании оставил без изменения ключевые процентные ставки и параметры программы выкупа облигаций. Глава ЕЦБ Марио Драги на пресс-конференции подтвердил готовность проводить мягкую политику, однако воздержался от конкретных обещаний. Рынок облигаций Еврозоны отреагировал ростом доходностей до 2-месячных максимумов. В отсутствие новых стимулов от Центробанка Японии доходности по японским гос. облигациям, одни из самых низких в мире, выросли до максимума с начала марта. Наиболее длинные серии с погашением в 2055-2056 гг. подешевели в цене на 15-17% от летних максимумов.

Возможно, это первые предвестники того, что оптимистичные ожидания инвесторов по бесконечному смягчению монетарной политики в ведущих развитых странах достигли нереалистичных уровней. Основные факторы риска для глобального долгового рынка не изменились по сравнению с упомянутыми [в июньском обзоре](#). На наш взгляд, меняется лишь их последовательность. По степени вероятности и соответственно угрозы для финансовых рынков теперь на первом месте риск падения цен на нефть и сырьевые активы, повышение ставки ФРС США, и наконец, риск новой волны конкурентных девальваций, катализатором чего станет контролируемое китайскими властями ослабление юаня. К трем рискам добавляется риск классического циклического кризиса в одной или нескольких развивающихся странах на фоне роста бюджетных дефицитов и экономического спада.

### Риск №1 – падение цен на сырье

В июне мы высказали сомнение по поводу устойчивости роста цен на нефть и сырьевые товары. Прошедшие три месяца подтвердили наши опасения. После достижения в июне локального максимума индекс сырьевых товаров Bloomberg начал дрейфовать без ярко выраженного тренда. Провал цен на нефть в начале 2016 года привел к убыточности практически у всех крупных нефтяных

компаний и мог бы привести к массовому банкротству нефтесланцевых производителей и целых стран с шатким финансовым состоянием вроде Венесуэлы, однако подъем до 45-50 долл. стал достаточным для оживления добычи в США. Произошедшее снижение стоимости услуг нефтесервисных компаний, улучшение условий работы иностранных компаний в Бразилии, Мексике и других странах также привели к снижению планки рентабельности, достаточной для старта новых проектов. Несмотря на устойчивое увеличение мирового потребления нефти и рост цен с начала года, переход от избытка к дефициту снова отложился на более длительную перспективу, и прогнозы аналитиков, ожидавших более существенного подорожания сырья, не оправдались.

### Прогноз и фактические цены на сырье

	Цена на 31.12.2015	Прогноз цены на 30.09.16	Фактическая цена на 09.09.16	Расхождение с прогнозом
Золото	1061	1100	1336	21%
Железная руда	43,57	48	57,8	20%
Платина	893	1100	1083	-2%
Медь	4705	5247	4664	-11%
Нефть Brent	37,3	56,3	49,2	-13%
Пшеница	507,5	508,5	403,5	-21%

Источник: Bloomberg

Если сравнить то, как в конце прошлого года видели аналитики цены на сырьевые ресурсы на данный момент и фактическое изменение, то наиболее неожиданным стало ралли в самом «ненужном» (с точки зрения баланса спроса и предложения) commodity – железной руде. Рост цен на руду стал следствием спроса со стороны Китая который, по мнению многих аналитиков, носил единовременный характер. Сюрпризом со знаком минус стало усугубление падения цен на медь и пшеницу.

По данным компании Rapaport цены на бриллианты после небольшого восстановления в начале года, в июле-августе продолжили падение и на текущий момент опустились до нового минимума с 2009 года. Наверное, сложно провести прямую зависимость между спросом на бриллианты и состоянием мировой экономики, тем не менее, это еще один косвенный признак стагнирующего потребительского спроса на фоне избыточных добывающих мощностей.

### Риск №2 – повышение ставки ФРС США

В прошедшие месяцы прогнозы аналитиков и участников рынка относительно следующего повышения ставки ФРС колебались в широком диапазоне. По следам Brexit казалось, что тема

18.08.2016 Bloomberg.com  
Iron Ore Veteran Foresees  
a Challenging '17 for the  
Commodity

06.09.2016 businesswire.com  
Rapaport Press Release:  
Diamond Prices Mixed in  
Slow August Trading

повышения отложена как минимум до конца 2017 года. Однако, последствия английского референдума оказались вовсе не такими катастрофическими, а выходящая в США макроэкономическая статистика дает все меньше оснований откладывать с ужесточением денежной политики.

Согласно опубликованному на днях отчету бюро статистики по рынку труда количество вакансий, открытых американскими компаниями, достигло в июле исторического максимума 5,87 млн., на 22% больше чем на пике предыдущего экономического цикла в 2007 году.

31 августа Билл Гросс, бывший управляющий крупнейшего в мире облигационного фонда Pimco, заявил, что ФРС должна поднять ставку уже на ближайшем заседании 21 сентября, после чего в течение следующих 6 месяцев повторить повышение. Один из лучших управляющих активами последних лет Джеффри Гандлах заявил, что доходности облигаций развитых стран прошли дно в июле, и теперь наступает черед подготовиться к росту ставок и ускорению инфляции.

### Риск №3 – девальвация юаня

В июне мы указывали на то, что Китай с августа 2015 года проводит политику плавной девальвации своей валюты по отношению к корзине валют стран – основных торговых партнеров. Эта политика была продолжена в летние месяцы, курс юаня к корзине с начала июня снизился еще на 3%. Пока действия китайских властей можно признать успешными, на валютных рынках сохраняется спокойствие, валюты других региональных лидеров Японии и Кореи даже укрепляются. Ключевым моментом является то, что на фоне прекращения глобального роста доллара, курс юань/доллар снизился несущественно. Тем не менее, в отсутствие ясности целевого уровня к которому Китай хочет привести курс юаня, риск нового раунда конкурентных девальваций остается высоким. В этом случае, курс доллара по отношению к евро и валютам развивающихся стран может резко вырасти на накопленный за все прошедшее время размер девальвации китайской валюты.

### Риск №4 – Кризис развивающихся стран

Когда в начале 2015 года в Бразилии разгорелся политический кризис, гос. долг составлял 57% от ВВП – высокий уровень, но не критический с учетом золотовалютных резервов и мощного внутреннего финансового рынка. Однако двухлетняя эпопея с импичментом президента Дилмы Рузефф, на протяжении которой государственная экономическая политика была практически парализована, привели к росту отношения гос.долг/ВВП до 75%. По прогнозам экспертов, в 2017 году этот показатель вырастет еще на 5%. Новому правительству может попросту не хватить времени, чтобы вытянуть страну из долгового штопора.

Другими эпицентрами кризиса могут стать ЮАР, Турция или даже Мексика. Хотя состояние экономики и государственных финансов там не такое тяжелое, как в Бразилии, эти страны

08.09.2016 Bloomberg.com  
More Evidence Employers  
Are Struggling to Fill the  
U.S. Job Void

09.09.2016 Bloomberg.com  
Gundlach Says It's Time to  
Get Defensive as Rates  
May Rise

09.09.2016 Bloomberg.com  
PBOC Adviser Says Yuan  
Should Weaken as Dollar  
Set to Strengthen

находятся под риском снижения кредитных рейтингов, что может стать катализатором распродажи местных активов.

Резюмируя, конъюнктура сырьевых рынков несущественно улучшилась по сравнению с ситуацией годичной давности. Да, цены на нефть и другое сырье стабилизировались, но уровень на котором они стабилизировались, представляет угрозу для финансовой стабильности многих развивающихся стран. Уровень доходности их облигаций неадекватно учитывает имеющиеся факторы риска. Мы рекомендуем оставаться в защитной позиции – коротких и надежных долларовых активах с фиксированной доходностью.

