

Сергей Перминов, CFA
Главный экономист УК Арикапитал

Динамика рыночных индикаторов

Процентные ставки, валюты, нефть

| | 29.09.17 | 31.10.17 | Изменение |
|-----------------------------|----------|----------|-----------|
| 2-л. US Treasuries | 1,48 | 1,60 | 0,12 |
| 5-л. US Treasuries | 1,94 | 2,02 | 0,08 |
| 10-л. US Treasuries | 2,33 | 2,38 | 0,05 |
| 30-л. US Treasuries | 2,86 | 2,88 | 0,02 |
| US high yield спред* | 3,21 | 3,04 | -17 |
| EM спред** | 2,35 | 2,29 | -6 |
| Доллар США (DXY Index) | 93,08 | 94,55 | 1,6% |
| JP Morgan EM Currency Index | 69,49 | 68,25 | -1,8% |
| USD / RUB*** | 57,55 | 58,34 | 1,4% |
| Нефть Brent**** | 57,54 | 61,37 | 6,7% |

* BarCap US corporate high yield YTW – 10Y US treasuries spread

** Bloomberg Barclays EM Hard Currency Aggregate Average OAS

*** данные Bloomberg по цене закрытия

**** ближайший фьючерсный контракт

Суверенные еврооблигации emerging markets

| | 29.09.17 | 31.10.17 | Изменение |
|-----------------------|----------|----------|-----------|
| Russia 27 | 4,01 | 3,99 | -2 |
| Russia 47 | 5,10 | 5,08 | -2 |
| Poland 06.04.26 | 2,86 | 2,91 | 5 |
| Saudi Arabia 26.10.26 | 3,36 | 3,45 | 9 |
| S. Africa 27.09.27 | 4,95 | 5,15 | 20 |
| Turkey 25.03.27 | 4,99 | 5,25 | 26 |
| Malaysia 27.04.26 | 3,01 | 2,88 | -13 |
| Mexico 28.03.27 | 3,49 | 3,63 | 14 |
| Brazil 07.04.26 | 4,42 | 4,37 | -5 |
| Venezuela 21.10.26 | 33,58 | 31,21 | -2,37 |

Российские корпоративные еврооблигации

| | 29.09.17 | 31.10.17 | Изменение |
|-------------------|----------|----------|-----------|
| Газпром 19 | 3,01 | 2,89 | -12 |
| Газпром 23.03.27 | 4,62 | 4,61 | -1 |
| Лукойл 23 | 3,74 | 3,75 | 1 |
| Лукойл 26 | 4,02 | 4,05 | 3 |
| НЛМК 23 | 3,84 | 3,77 | -7 |
| Евраз 20 | 3,79 | 3,71 | -8 |
| Сбербанк 07.02.22 | 3,75 | 3,67 | -8 |
| ВТБ 13.10.20 | 3,24 | 3,20 | -4 |

Локальные облигации emerging markets

| | 29.09.17 | 31.10.17 | Изменение |
|------------------------|----------|----------|-----------|
| ОФЗ 26208 | 7,52 | 7,38 | -14 |
| ОФЗ 26215 | 7,65 | 7,46 | -19 |
| ОФЗ 52001 | 3,33* | 3,19* | -14 |
| ОФЗ 26207 | 7,57 | 7,61 | 4 |
| MXN Mexico 03.06.27 | 6,87 | 7,27 | 40 |
| BRL Brazil 01.01.27 | 9,73 | 9,88 | 15 |
| ZAR S. Africa 21.12.26 | 8,55 | 9,09 | 54 |
| TRY Turkey 11.08.27 | 10,68 | 11,50 | 82 |

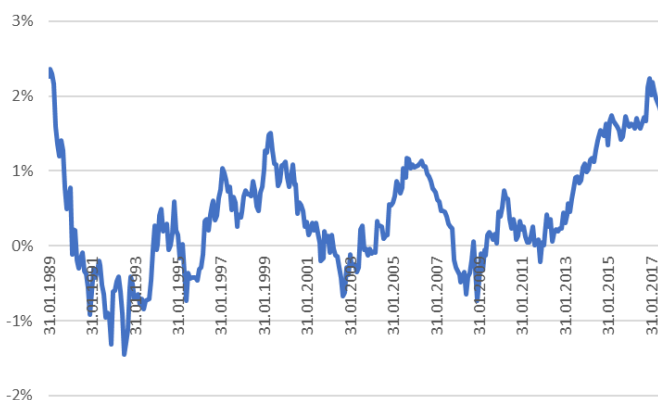
*реальная доходность (после вычета инфляции)

Глобальные рынки

В октябре глобальный рынок облигаций немного снизился. Доходность 10-летних государственных облигаций США выросла с 2,33% до 2,38%, наклон кривой уменьшился (спред 2-30 летних treasuries сократился с 1,38% до 1,28%). Доллар вырос по отношению к большинству валют: индекс доллара по отношению к глобальным валютам (DXY Index) повысился на 1,6%, индекс валют emerging markets по отношению к доллару (JP Morgan EM Currency Index) снизился на 1,8%.

Спред между доходностью долларовых и евровых облигаций в октябре немного вырос и, даже сократившись по сравнению с началом года, находится на максимумах с конца 80-х.

Спред между доходностью 2-летних облигаций США и Германии



Источник: Bloomberg

Ключевыми событиями месяца были, на наш взгляд, заметный прогресс в подготовке налоговой реформы в США, решение ЕЦБ о сокращении программы покупки активов и съезд Коммунистической партии Китая.

Налоговую реформу в США комментировать трудно (все постоянно меняется, многие предлагаемые изменения имеют неоднозначные последствия), но можно отметить, что большая часть ожидаемого эффекта, по-видимому, уже заложена в текущие цены, а вероятность ее принятия, особенно в Сенате, далеко не 100% (у республиканцев очень слабое большинство, расчет должен быть с точностью до каждого голоса).

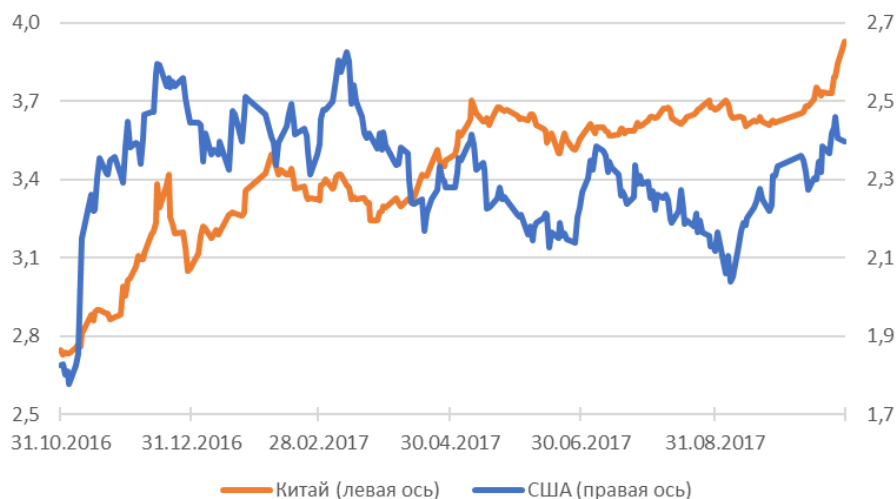
Решение ЕЦБ о сокращении программы покупки активов было ожидаемым, евро упал на его объявлении, однако в сочетании с продажей активов с баланса ФРС это задает достаточно четкий тренд – пик ликвидности прошел, денег будет становиться меньше.

Съезд Коммунистической партии Китая сделал Си Цзиньпина наиболее влиятельным китайским политиком со времен Мао Цзэдуна и Дэна Сяопина. Консенсус предполагает, что это позитивно, так как позволит ускорить экономические реформы. С другой стороны, примеры Турции и России показывают, что концентрация власти рано или поздно приводит к серьезным экономическим проблемам.

Также на съезде КПК был сделан акцент на экологию. В моменте это позитивно для большинства сырьевых товаров (например, алюминия и никеля), так как из экологических соображений сокращается их производство в Китае, но в долгосрочном плане это может сильно сократить спрос на большинство сырьевых товаров (а Китай был главным драйвером роста спроса в последние 10-15 лет).

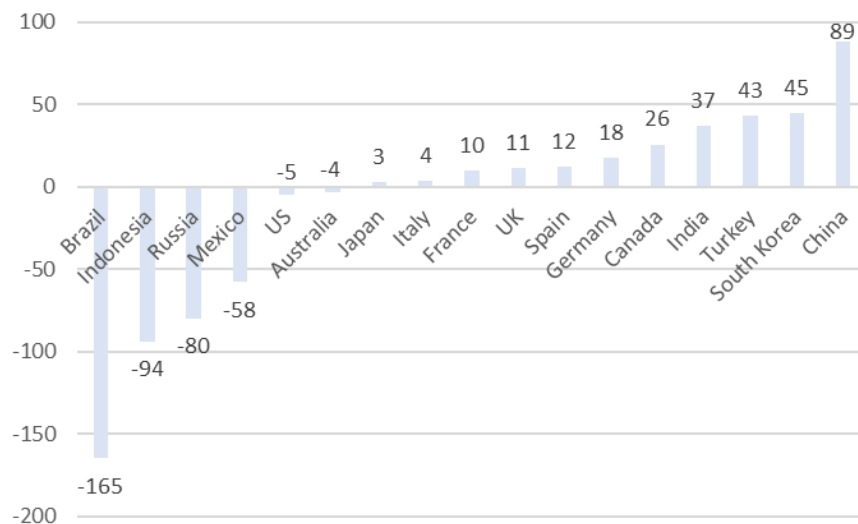
На наш взгляд, стоит отметить продолжающееся падение локальных облигаций в Китае. Доходность китайских гособлигаций (в юанях) выросла на 27 пунктов за месяц, продолжая начавшееся в марте расхождение с доходностью treasuries. С начала года Китай является абсолютным лидером среди крупнейших экономик по росту доходности 10-летних локальных облигаций, доходность локальных облигаций уже более чем отыграла рост доходности treasuries в конце 2016 года. Учитывая то, насколько леведжирована китайская экономика, подобная динамика не может не вызывать беспокойства.

Доходность 10-летних облигаций Китая (в юанях) и США



Источник: Bloomberg

Изменение доходности 10-летних локальных облигаций с начала года

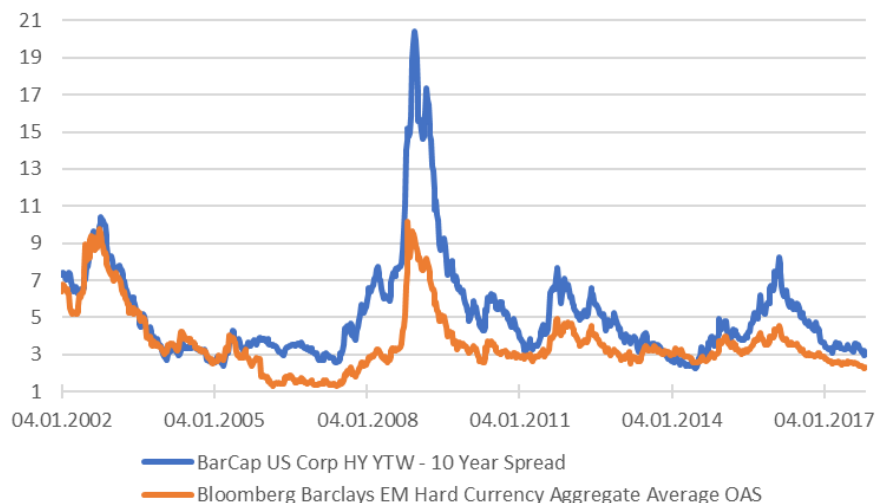


Источник: данные Bloomberg на 30.10.17

Кредитные рынки

Спред по облигациям emerging markets обновил минимум с 2007 года, спред американских высокодоходных корпоративных облигаций остается заметно выше, чем в середине 2014 года (вероятно, из-за производителей сланцевой нефти).

Среды облигаций high yield и emerging markets



Источник: Bloomberg

Emerging markets

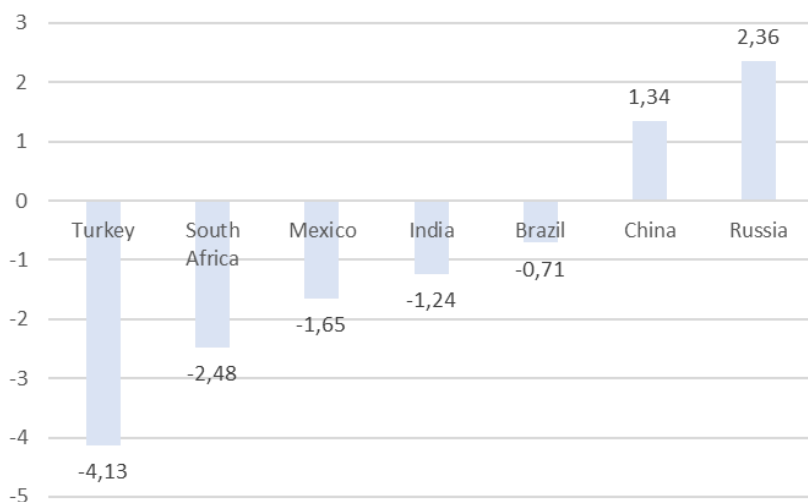
Среды по долларовой облигациям emerging markets продолжили обновлять многолетние минимумы.

Знаковым событием было размещение Китаем еврооблигаций в долларах впервые с 2004 года. Цель размещения – формирование бенчмарка для китайских компаний, а не привлечение финансирования (у Китая большие международные резервы, доходность по которым вряд ли выше ставки по данным облигациям). Небольшой размер (2 млрд. долл.) и «редкость» эмитента привели к большой переподписке и очень узкому спреду (25 пунктов по 10-летним облигациям против 70-80 пунктов у американских компаний со сравнимыми рейтингом и дюрацией).

Несмотря на преобладающий пока еще в целом на emerging markets оптимизм, на отдельных рынках ситуация стала очень негативной. Пока негатив ограничен отдельными странами с плохим счетом текущих операций (current account) и собственными проблемами, но подобная ситуация часто бывает перед общей коррекцией.

Турция фактически оказалась в локальном кризисе из-за ухудшения отношений с США и ЕС и общего снижения качества институтов. Еврооблигации снизились, лира упала за месяц на 6,2% и почти достигла исторического минимума, доходности локальных облигаций выросли до максимума с 2009 года. Сейчас у Турции самый низкий среди крупных emerging markets показатель счета текущих операций, поэтому она наиболее зависима от притока капитала.

Счет текущих операций* (% от ВВП, 2 квартал 2017 года)



* Current account

Источник: Bloomberg

Мексиканское песо упало на 4,9% на фоне ухудшения ситуации и в экономике и отсутствия прогресса в переговорах по NAFTA. Несмотря на циклический максимум в мировой экономике, мексиканский PMI Manufacturing в октябре резко упал и сигнализирует о сокращении производства. По-видимому, сочетание

неопределённости в политике, последствий сентябрьского землетрясения и роста импортных цен из-за снижения песо привело к резкому замедлению экономики, которое может перейти в рецессию.

Южноафриканский рэнд снизился на 4,2%, локальные облигации упали на фоне новостей о массивном увеличении долга для финансирования дефицита бюджета и возможном снижении кредитного рейтинга. Локальные облигации и рэнд особенно чувствительны к возможному снижению рейтинга, так как рейтинг ЮАР в национальной валюте (в отличие от рейтинга в иностранной валюте) находится на нижней границе инвестиционного рейтинга и понижение приведет к исключению локальных облигаций из многих индексов. Как и в случае Турции, у ЮАР сильно отрицательный счет текущих операций и, следовательно, высокая зависимость от иностранных инвестиций.

Укрепление доллара по отношению к глобальным валютам оказало давление на валюты большинства emerging markets, JP Morgan EM Currency Index снова снизился по итогам месяца (на 1,8%). Ослабление не ограничивалось «кризисными» валютами вроде турецкой лиры или южноафриканского рэнда: бразильский реал, несмотря на рост суверенных бразильских еврооблигаций, снизился на 3,4%, колумбийский песо – на 3,6%. Даже рубль снизился на 1,4%, несмотря на взлет цен на нефть и рост российских еврооблигаций.

Сейчас рубль выглядит перекупленным на фоне других валют emerging markets, но из-за отставания рубля от нефти рублевая цена нефти выросла до максимумов с 2015 года.

Рублевая цена нефти Brent (ближайший фьючерсный контракт)



Источник: Bloomberg

Продолжающаяся слабость валют emerging markets выглядит удивительной на фоне практически экстремального оптимизма в других рискованных активах. Трудно сказать, является ли это признаком приближающейся распродажи в других активах emerging markets или просто отражает ухудшение carry из-за роста коротких долларовых ставок, но подобная слабость какого-либо актива на фоне всеобщего оптимизма очень часто транслируется в сильное падение этого актива при смене глобального тренда.

Российские еврооблигации

Доходности российских еврооблигаций в целом немного снизились, несмотря на рост доходности US treasuries. Спреды суверенных еврооблигаций снизились до многолетних минимумов. CDS на Россию достиг минимального уровня с 2012 года.

На наш взгляд, продолжает оставаться привлекательным Евраз 20, который торгуется со спредами, соответственно, 33 и 22 пункта к ближайшим выпускам Полюс Золото и Еврохима. Кредитное качество Евраза, по нашему мнению, сейчас уже не хуже, чем у Полюс Золото и Еврохима.

Рублевые облигации

В октябре ЦБ снизил ставку на 0,25% до 8,25%. Годовая инфляция в октябре (по сравнению с тем же месяцем прошлого года) снизилась до 2,7% (по сравнению с целевым уровнем 4%), но ЦБ пока не воспринимает это как угрозу ценовой стабильности.

Длинные рублевые облигации прекратили рост, доходность ОФЗ 26207 за месяц поднялась с 7,57% до 7,61%. Интересно отметить, что несмотря на то, что номинальные ставки почти достигли уровней 2012-2013 годов, реальные ставки выросли и находятся недалеко от максимумов с 2015 года. На наш взгляд, это отличная возможность для того, чтобы переложиться из классических ОФЗ в ОФЗ, индексируемые на инфляцию (ОФЗ 52001).



Товарные рынки

Нефть обновила максимум года, Brent превысила \$60 долларов за баррель на новостях о вероятном продлении соглашения об ограничении добычи ОПЕК и РФ.

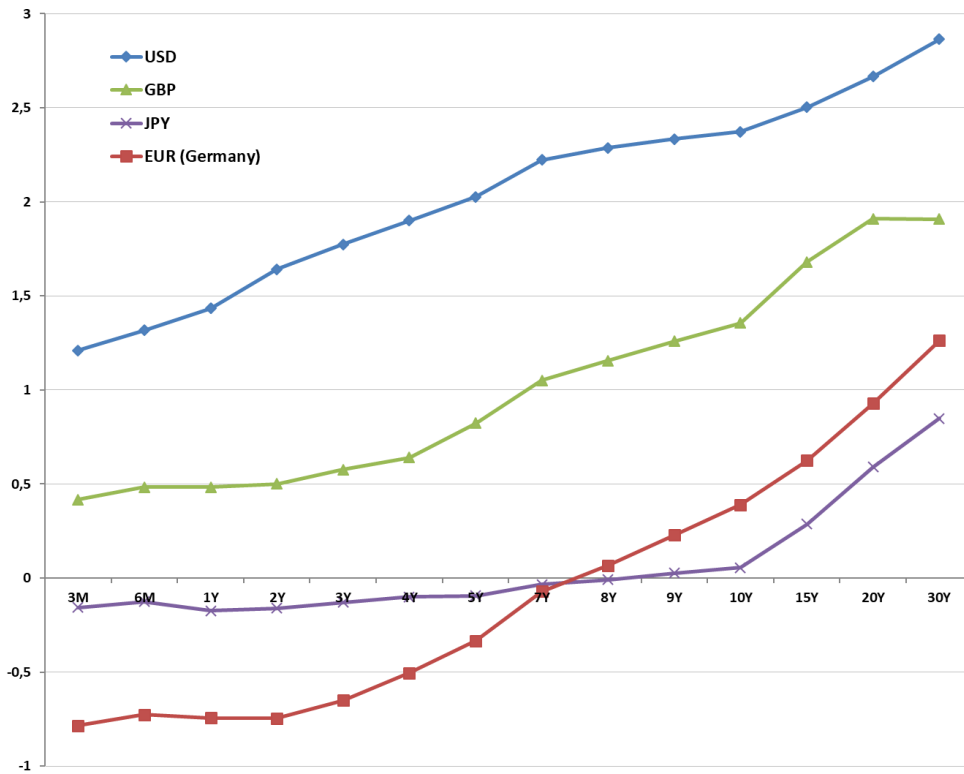
Bloomberg Industrial Metals Subindex (включает медь, алюминий, никель и цинк) в октябре вырос на 5,7% на фоне новостей о сокращении производства металлов в Китае, годовой рост достиг 22,7%. В отличие от большинства других металлов, цены на железную руду продолжили падение (-5,7% за месяц, -25,8% с начала года).

Интересно отметить, что на последней волне роста цен на медь акции производителей меди лишь немного обновили предыдущий максимум и стоят столько же, сколько они стоили в феврале 2017 года при цене на медь примерно на 15% ниже. В последние годы подобное расхождение часто было признаком разворота.



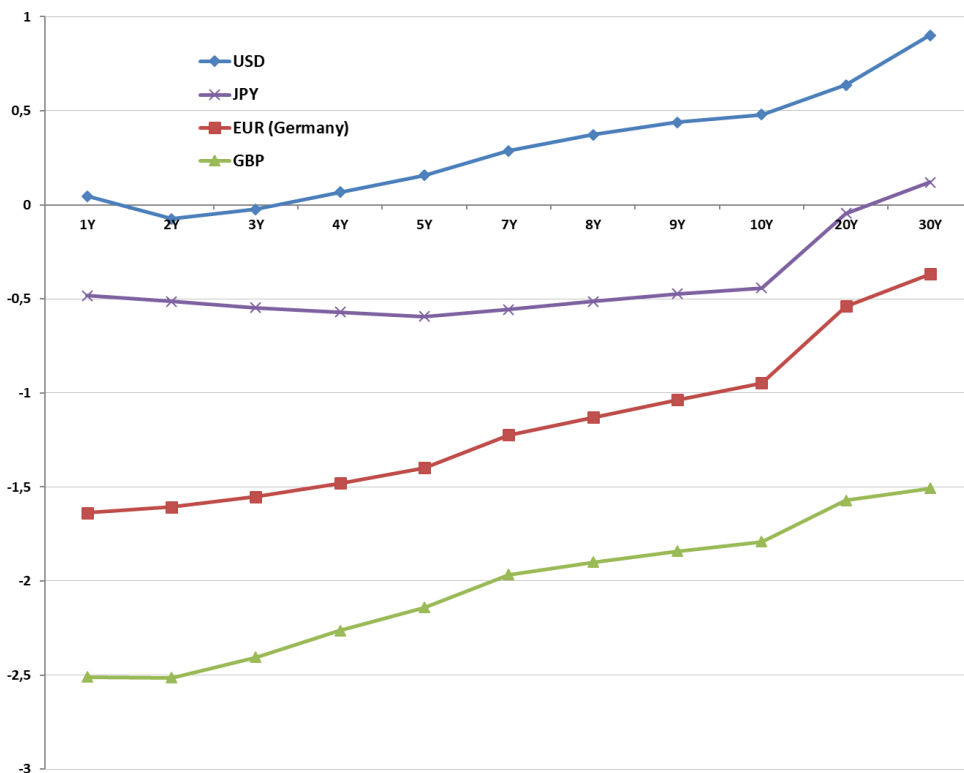
Кривые доходности

Номинальные ставки в основных валютах



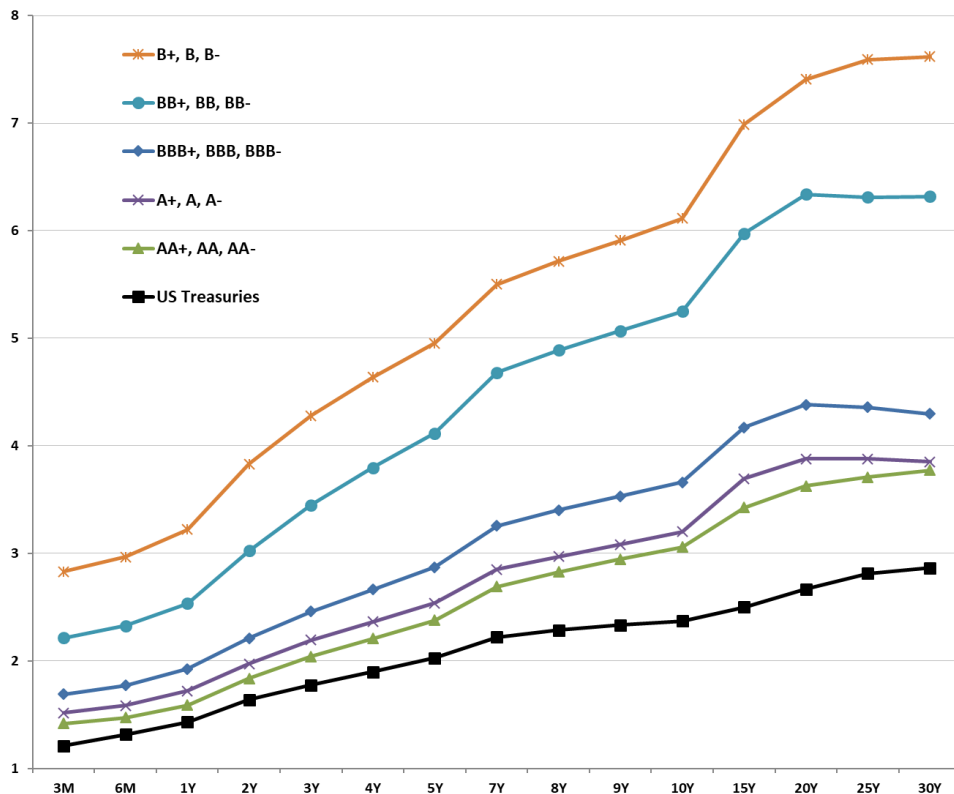
Источник: данные Bloomberg на 02.11.17

Реальные ставки в основных валютах



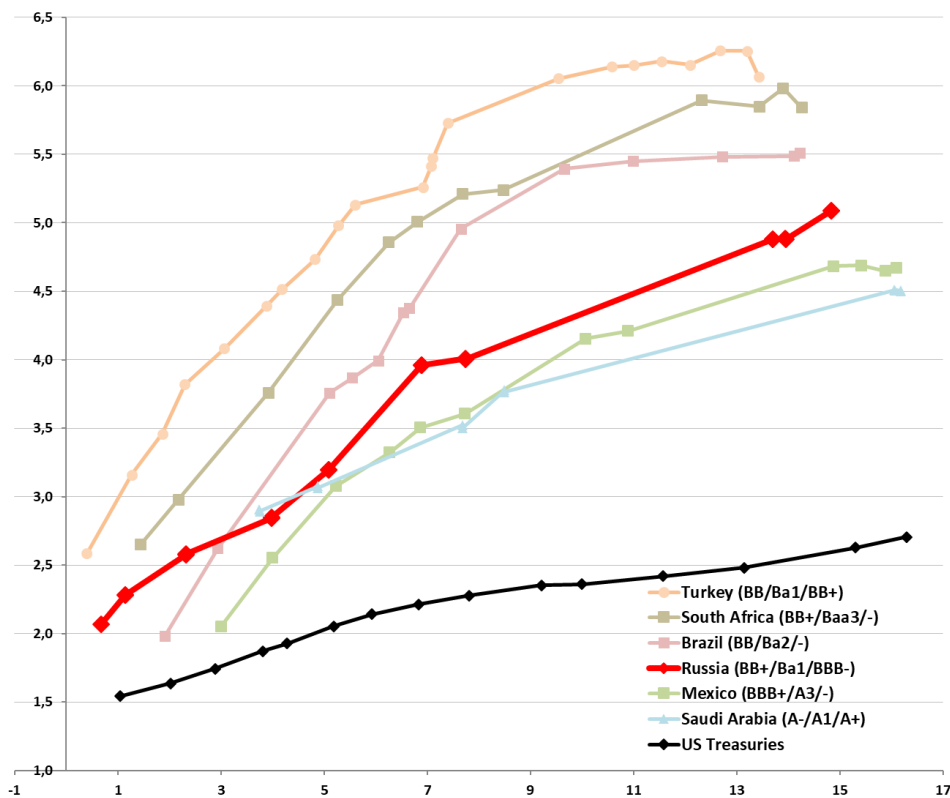
Источник: данные Bloomberg на 02.11.17

Спреды по американским корпоративным облигациям



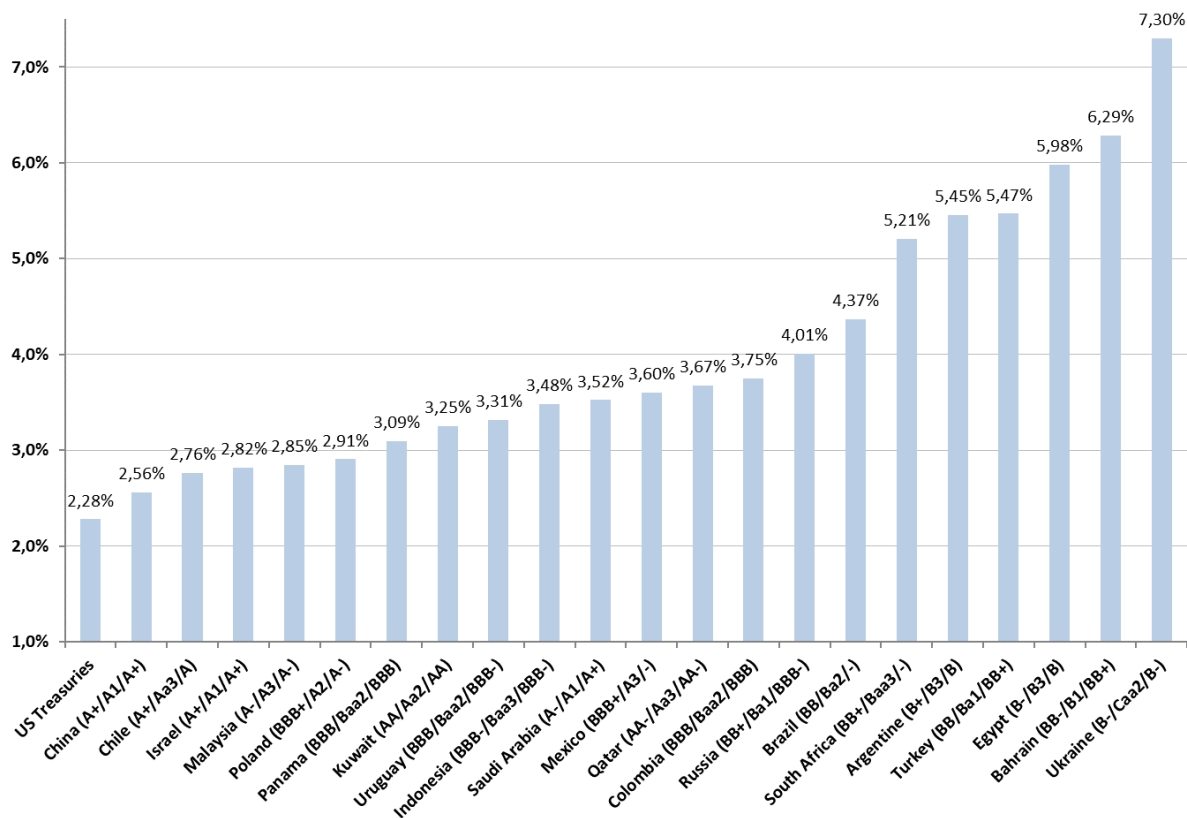
Источник: данные Bloomberg на 02.11.17

Долларовые суверенные кривые emerging markets



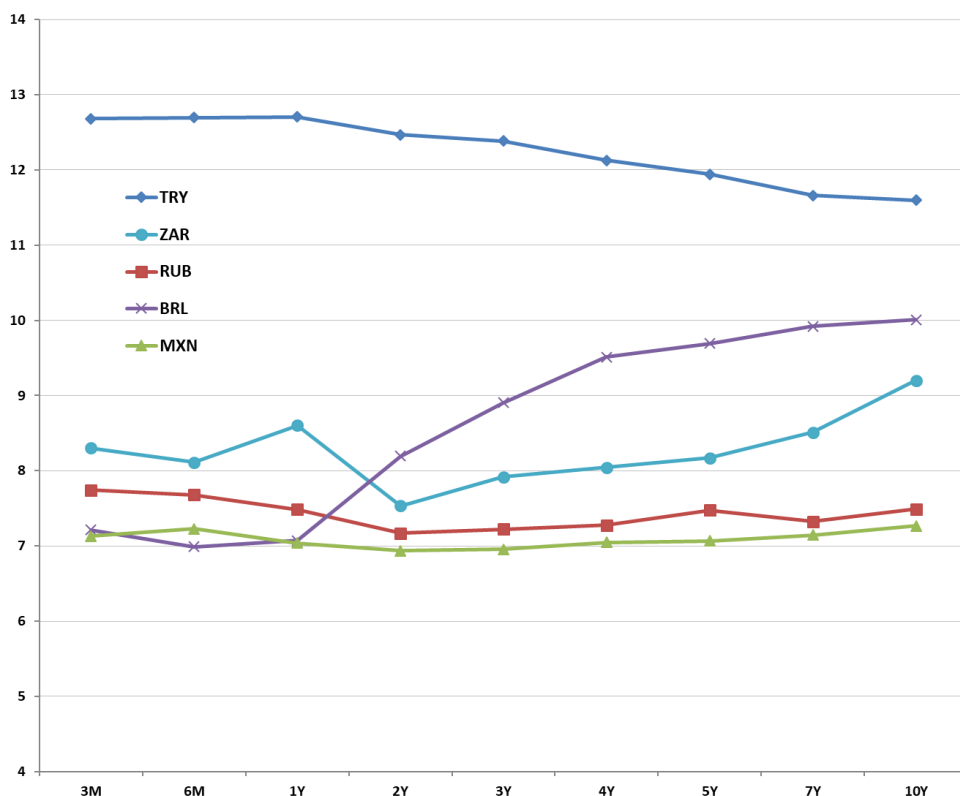
Источник: данные Bloomberg на 03.11.17

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



Источник: данные Bloomberg на 07.11.17

Суверенные кривые emerging markets в локальных валютах



Источник: данные Bloomberg на 03.11.17