

КОММЕНТАРИЙ ПО СИТУАЦИИ НА РЫНКАХ

Департамент управления активами УК «Альфа-Капитал»

Новая парадигма. Время переписывать прогнозы

В эти выходные стало окончательно понятно, что прогноз, который мы недавно сформулировали на этот год, уже неактуален. Если ситуация с коронавирусом еще вполне могла разрешиться таким образом, чтобы общая картина развития ситуации в мировой экономике и на фондовых рынках оказалась в рамках наших ожиданий, то после развала сделки ОПЕК+ все резко изменилось. Ожидания, что коронавирус может иметь более серьезные последствия, чем просто охлаждение деловой активности, сказывается и продолжит сказываться как на состоянии фондовых рынков, так и на экономике в целом.

*От договора-
гаранта
стабильных цен
до ценовой войны*

Россия не согласилась на предложенные Саудовской Аравией меры по сокращению квот на 1,5 млн баррелей в рамках ОПЕК+, на что последняя ответила обещанием увеличения добычи и анонсирования скидок покупателям своей нефти. Так в один день прекратило действие соглашение ОПЕК+, которое три с половиной года обеспечивало стабильность мировым ценам на нефть.

Это соглашение выдержало испытание высокими ценами на нефть в 2018 году, но не прошло проверку падением спроса, вызванного карантинными мерами Китая и других стран из-за коронавируса. К сожалению, перед участниками ОПЕК+ стоял выбор из двух зол: либо терпеть низкие цены, оставив балансировку спроса и предложения рыночным силам, либо потерять значительную долю рынка без перспективы ее возврата. В любом случае когда-нибудь придется выбрать первый вариант, вопрос лишь в том, какая доля рынка к тому моменту останется у участников соглашения. В этих условиях ожидаемое сильное сокращение спроса – это веский повод выхода из соглашения, и оно же – главное препятствие его восстановления.

То, что сейчас происходит на рынке нефти, – это результат снижающегося спроса (снижение экономической активности в Китае, а теперь еще и в Италии, список будет пополняться) и растущего предложения (спасибо Саудовской Аравии). В совокупности это оказывает максимально возможное давление на цены на нефть.

*Ценовая война –
дело
неблагодарное*

С точки зрения макроэкономики у России много козырей: зависимость экономики от нефти гораздо меньше, чем у Саудовской Аравии, есть подушка в виде ФНБ объемом 170 млрд долл., плавающий курс рубля, который смягчит удар по экономике, профицит бюджета, который при текущих ценах обернется умеренным дефицитом. Тем не менее для России снижение цен на нефть ниже 40 долл. за баррель будет

далеко не таким безболезненным из-за всплеска волатильности рубля, роста инфляционных рисков, снижения фондовых индексов и цен облигаций.

По всем оценкам, себестоимость добычи нефти в Саудовской Аравии ниже, чем в России, но цена, при которой бюджет сводится без дефицита, наоборот, намного выше, как и зависимость госфинансов от нефти. Кроме того, принцу Саудовской Аравии нужны деньги для финансирования запланированных реформ. Есть еще фактор капитализации Saudi Aramco, которая снизилась примерно на 20% относительно уровня IPO в декабре прошлого года. С другой стороны, полные издержки добычи в Саудовской Аравии существенно ниже, чем в РФ.

Но это противостояние стоит рассматривать шире, оно является результатом потребности получить доли на рынке, в том числе за счет вытеснения сланцевых производителей. Без достижения этой цели возврат к соглашению не имеет смысла, так как влияние на цены подразумевает обладание высокой долей рынка. Как следствие, вероятность скорого достижения нового соглашения пока невысока.

Цены на нефть и мировая экономика

В истории есть примеры того, как высокие цен на нефть вызывали проблемы в мировой экономике. Есть примеры того, как проблемы в мировой экономике вызывали падение цен на нефть.

Но нет ни одного примера, как низкие цены на нефть сами по себе вызывают экономический кризис в мировом масштабе. Не стоит забывать, что страны, производящие львиную долю мирового ВВП, являются нетто-импортерами нефти: Европа, Китай и даже США (несмотря на сильное снижение чистого импорта за последнее десятилетие). Для них снижение цен на нефть – это снижение издержек в экономике. Поэтому ценовая война на рынке нефти может серьезно смягчить последствия карантинных мер, связанных с коронавирусом.

Проблема, на наш взгляд, отчасти в том, что рынок, уже напуганный коронавирусом, обращает внимание на корреляции, игнорируя причинно-следственную связь. Поэтому падение цен на нефть было воспринято как сигнал о том, что в мировой экономике дела по-настоящему плохи...

Кроме того, нынешний ход развития событий чем-то напоминает 1998 год, в том плане что тогда падение цен на нефть также было вызвано проблемами в экономике (азиатский кризис) на фоне избыточного предложения.

Тогда, кстати, для стабилизации рынка ОПЕК снизила добычу примерно на 3 млн баррелей в сутки (около 5% мировой добычи).

Страхи и технические факторы

Резкое падение цен на нефть вызвало целый каскад последствий для рынков, вылившееся в снижение цен в очень широком круге активов.

1. Рекордный рост волатильности в сегменте нефтяных фьючерсов, перекинувшийся на остальные сегменты рынка. Бегство от риска, как часто бывает в таких случаях, было усилено принудительным закрытием маржинальных позиций и срабатыванием уровней стоп-лосс.
2. Падение котировок нефтегазовых компаний США. Если смотреть по индексу S&P 500, то та его часть, которая приходится на нефтегазовые компании, снизилась на 20%.
3. Коррекция в сегменте высокодоходных облигаций США, где существенную долю составляют облигации нефтегазовых компаний. Например, если рассматривать фонд iBoxx NY Corporate Bond ETF, то с начала года при снижении индекса на 5,7%

снижение в сегменте нефтегазовых компаний составило 28,5%, больше половины которого пришлось на последние дни.

С учетом низкой ликвидности в данном сегменте, инвесторы могли начать сокращать риски по портфелям за счет других инструментов.

4. Пересмотр оценки рисков квазисуверенных заемщиков на рынке еврооблигаций. Например, вся кривая доходности REMEX сместилась вверх примерно на 2 п.п. только за последние дни.
5. Ослабление валют развивающихся рынков, особенно «нефтяных валют», – первая и самая понятная реакция. В этом ряду находится и российский рубль, который при снижении цены нефти ниже 40 долл. за баррель воспринимается как сырьевая валюта, несмотря на наличие бюджетного правила. Вчера ослабление рубля внутри дня составляло порядка 10%, примерно столько же, сколько у мексиканского песо.
6. Специфическое для России обстоятельство – выходной день 9 марта, что привело к неадекватно сильным движениям котировок бумаг, цены которых формировались только на рынке ADR.

Сегодня мы можем увидеть как некоторую стабилизацию ситуации на рынках, так и принудительные и вынужденные закрытия позиций, что будет выливаться в непредсказуемые ценовые движения.

На российском рынке акций сегодняшней день начался с фронтального снижения цен по широкому кругу активов, но рубль немного укрепился, частично отыграв вчерашнее снижение. Иностранные рынки акций открываются в плюсе, там же торгуются и фьючерсы на индексы США.

*Что еще может
пойти не так?*

Важно понимать, что развал сделки ОПЕК – это только одно из последствий вспышки нового коронавируса, а точнее – мер, предпринимаемых для борьбы с ней. Если не устояла парадигма «стабильного нефтяного рынка», то возникает вопрос и по поводу других устоявшихся представлений: «многолетний тренд роста прибылей компаний», «все проблемы решаются ликвидностью», «инфляции нет», «все правительства развивающихся рынков имеют достаточно ресурсов для исполнения своих обязательств и поддержки крупнейших заемщиков».

Пример развала сделки ОПЕК+ означает, что ситуацию с коронавирусом следует расценивать гораздо серьезнее, чем казалось ранее.

В то же время вынужденное снижение экономической активности может иметь и некоторые позитивные с точки зрения долгосрочных перспектив последствия. Как мы говорили ранее, это открывает сценарий мягкой посадки мировой экономики, что на коротком горизонте будет негативно сказываться на рынках, но на более длинном горизонте позволит избежать гораздо более серьезной проблемы, а именно – рецессии, вызванной накоплением критической массы внутренних проблем (см. письмо от 28.02.2020).

*Роль
регуляторов*

Монетарные регуляторы и правительства не стоят в стороне от ситуации. Среди последних предпринятых мер можно упомянуть:

1. Снижение ставки ФРС на внеочередном заседании на 0,5 п.п.
2. ФРС увеличил лимиты по РЕПО с 100 до 150 млрд долл., а также обозначил пересмотр мер поддержки банков и экономики.
3. Идея снижения налога на фонд оплаты труда в США (payroll tax).

Не отстает и российский ЦБ РФ.

1. Запуск ЦБ РФ аукционов РЕПО и валютный своп, что должно снизить риски рублевой и валютной ликвидности в РФ.
2. Приостановка покупок валюты в рамках бюджетного правила и готовность начать продажи валюты.
3. Послабления для банков.

Сюда же стоит отнести и решение «Газпрома» возобновить регулярные продажи валюты на российском рынке, что также должно способствовать стабилизации ситуации.

Подобные действия регуляторов хотя и не способны в текущей ситуации компенсировать все последствия коронавируса и падения цен на нефть, но позволят сгладить ситуацию, уменьшить рыночную волатильность.

*Россия:
макрэкономика
и рынки*

Падение цен на нефть для российской экономики и рынка, естественно, не пройдет незамеченным. Но сила эффектов может серьезно отличаться от того, что было в прошлые кризисы. Особенности текущего момента являются:

1. Крайне низкая долговая нагрузка, причем как в суверенном, так и корпоративном сегменте. Чистый внешний долг у РФ отрицательный.
2. Низкая цена нефти, при которой бюджет сводится без дефицита. Поэтому если снижение до 30 долл. за баррель и приведет к дефициту бюджета, то он будет ограниченным – 1,5–2,5%. При этом остатки денежных средств Федерального казначейства на счетах в Банке России (за исключением средств дополнительных нефтегазовых доходов) и в размещении на банковских счетах в кредитных организациях и по операциям РЕПО по состоянию на 1 марта 2020 года составляет 4,2 трлн рублей, чего вполне достаточно, чтобы не размещать ОФЗ года полтора.
3. Плавающий курс рубля. Предыдущее падение цен на нефть мы встретили на переходе от фиксированного курса к плавающему, что было одной из основных причин высокой волатильности.
4. Снижение зависимости от импорта потребительских товаров, что означает меньшую чувствительность инфляции к ослаблению рубля.
5. Относительно низкий градус популизма макроэкономической политики. В отличие от 2014 года в нас нет попыток стимулирования роста за счет подстегивания заработных плат и потребления.

Поэтому на уровне макропоказателей падение цен на нефть для российской экономики сейчас не представляет опасности. Кроме того, оно не требует столь же жестких мер со стороны ЦБ РФ – например, резкого повышения ключевой ставки.

Тем не менее на уровне отдельных компаний опасения инвесторов могут быть оправданны:

1. Снижение дивидендов по нефтегазовому сектору. При меньшей чувствительности рубля к цене на нефть рентабельность экспортеров нефти снизится, что неизбежно скажется на возможности выплачивать дивиденды.
2. Давление на рискованные сегменты – например, субординированные облигации.
3. Ожидания снижения ключевой ставки ЦБ РФ больше не имеют смысла. Рублевые доходности могут ощутимо вырасти.

*Рублевые
облигации*

Продажи связаны не с положением дел в РФ, а с глобальным уходом от риска и низкой ценой нефти и прочих сырьевых товаров. Поэтому мы и наблюдаем продажи, в том числе и в рублевых облигациях. Кроме того, сегодня только первый день после

праздников. И если акции и евробонды инвесторы могли продавать в понедельник, то на рублевом рынке облигаций возможность продать большую часть бумаг представилась только сегодня.

Доходности ОФЗ на открытии во вторник были на 0,8–1% выше уровней недельной давности. В длинных выпусках это выразилось в снижении цен порядка 6–7%.

Еврооблигации

Пока не появятся признаки экономической стабилизации и снижения активности вируса, на рынке еврооблигаций, скорее всего, продолжат расширяться спреды. При этом движение будет неравномерным, возможны значительные дислокации в оценке стоимости долга/риска компаний.

Американские казначейские облигации – очевидный бенефициар снижения ставок в мире. Подходит для консервативных инвесторов и людей, кто хочет снизить волатильность своих инвестиционных портфелей. Доходности по длинным казначейским облигациям торгуются вблизи исторических минимумов, но в случае распространения коронавирусной эпидемии в мире цены на данные облигации могут продолжить расти.

Сегмент качественных облигаций – защитный актив, но в текущий момент, скорее всего, принесет инвесторам плохой результат из-за расширения спредов. В особенности это касается развивающихся рынков, где оценка страновых рисков может значительно меняться в зависимости от конъюнктуры рынка.

В высокодоходных облигациях развивающихся рынков будет рост числа неправильно оцененных с точки зрения кредитного риска эмитентов: компании энергетического сектора, ресурсные компании, эмитенты, страдающие от снижения деловой активности в мире. Где-то будут реальные риски дефолта. Другая часть компаний может находиться в хорошей финансовой форме, при этом оценка их долга может страдать со всем сектором вместе. Именно среди них будут наиболее интересные идеи для покупки с горизонтом инвестирования 1–2 года.

Американские высокодоходные облигации пострадали от бегства инвесторов из рискованных активов. Наиболее сильное снижение цен в среднем более чем на 10 п.п. произошло в облигациях нефтегазовых компаний, которые потянули за собой весь рынок. Среднее снижение цен по индексу высокодоходных облигаций составило около

7 п.п. Рекомендуем избегать инвестиций в данном сегменте, т.к. он может понести наибольшие потери в случае дальнейшего распространения коронавирусной эпидемии в мире.

Российские еврооблигации меньше всего пострадали от распродаж, кредитное качество остается высоким, в целом они подходят для консервативных инвесторов. Стоит избегать вложений в нефтегазовые компании.

Российские банковские субординированные евробонды сильно пострадали от ухода ликвидности с рынков. Падение цен – до 10 п.п., доходности выросли в среднем до 8–10%. Кредитное качество большинства банков является приемлемым, и сценарий списания субординированных облигаций пока не стоит на повестке дня. Сегмент интересен для покупок по мере стабилизации ситуации в мире, но пока входить в него опасно, из-за риска периодических панических продаж.

Европейские банковские субординированные евробонды – самый рискованный и высокодоходный сегмент для европейских инвесторов. Банковский сектор первый понесет потери от введения карантинных мер в Европе и падения деловой активности в

регионе. Субординированный займы как раз и создавались для сглаживания внешних шоков для банковской системы за счет частных средств, поэтому данный сегмент наиболее чувствителен к новостям о распространении коронавируса в Европе. В среднем цены в сегменте упали на 10 п.п., а доходности по длинным выпускам поднялись до 6–7,5%. Текущие цены не отражают рисков в случае распространения коронавирусной эпидемии в Европе. Рекомендуем пока воздержаться от увеличения позиций в сегменте.

*Российский рынок
акций*

После развала ОПЕК+ ситуация на рынке нефти стала более напряженной, и цены на российские акции, в первую очередь нефтегазовых компаний, достаточно сильно снизились.

Нельзя сказать, что данное снижение было необоснованным, однако стоит отметить, что более дальние фьючерсы на нефть закладывают высокую вероятность их восстановления на горизонте нескольких лет. За последние 15 лет цены на нефть ниже 35 долл. не держались больше 6–12 месяцев. Также стоит говорить об определенных рыночных перекосах, которые связаны со снижением акций компаний с высокой дивидендной доходностью, что мы воспринимаем как возможности для реаллокации портфеля (Юнипро, ФСК, Мосбиржа), а также есть ряд компаний, которые могут выиграть от снижения курса доллара (Сургутнефтегаз прив, ГМК Норникель и пр.).

В подобной ситуации стоит сконцентрироваться на компаниях, чья выручка в меньшей степени зависит от рыночных колебаний (компании с более низкой чувствительностью к изменению конъюнктуры, как, например, электроэнергетика). После столь существенного снижения растет вероятность коррекции, т.к. и российские, и тем более мировые монетарные власти будут задействовать меры для стабилизации ситуации.

*Иностранные
рынки акций*

Общая реакция на глобальном рынке акций – классический забег от риска. Мы выделяем два сегмента, которые, на наш взгляд, представляют наибольший интерес.

Акции IT-компаний страдают от распространения вируса намного меньше компаний из других секторов («реальной» экономики). Производители игр (Activision Blizzard, Electronic Arts и пр.), медийные цифровые компании (Netflix), электронная коммерция (Amazon) и некоторые другие могут даже показать рост выручки по итогам 1 кв. 2020, учитывая повсеместные ограничения на проведение массовых мероприятий. Кроме этого, IT-компании относятся к числу одних из наиболее капиталоемких – именно они в наибольшей степени выигрывают от снижения процентных ставок (как коротких, так и длинных).

Акции сектора здравоохранения ощутят сильный рост спроса на свои товары и услуги по итогам первого квартала 2020, а возможно, и в будущем. Прежде всего речь идет о повышенном спросе на противовирусные и гигиенические препараты, а также на услуги больниц и поликлиник. В регионах, пораженных инфекцией, ощущается острая нехватка мощностей (персонала, коек, оборудования и пр.). Кроме этого, есть надежда на появление вакцины против вируса – правда, ближе к концу 2020 года. Таким образом, акции сектора здравоохранения относятся к числу защитных.

*Краткосрочные
рекомендации*

Ценовая волатильность на рынке еврооблигаций будет оставаться высокой. В текущей ситуации мы рекомендуем занять выжидательную позицию. В качестве защитных инструментов инвестирования можно выбрать суверенные облигации РФ средней длины, короткие американские казначейские облигации.

То же самое можно сказать и о рублевых облигациях. Несмотря на более привлекательные доходности, ликвидность до стабилизации рынка будет оставаться низкой, а ценовые движения, вызываемые вынужденными продажами, могут быть неожиданно сильными.

В акциях, учитывая высокую волатильность на рынках, есть риск, что резкие действия с инвестиционным портфелем приведут к образованию еще больших потерь. Можно все продать перед отскоком или, напротив, слишком много купить перед снижением. При этом мы видим много перекосов в отдельных инструментах, чем и стараемся пользоваться, по мере возможности, для улучшения доходности фондов.

«Альфа-Капитал» – лидер* в сфере доверительного управления, строящий долгосрочные отношения с каждым клиентом

Данный обзор подготовлен аналитиками УК «Альфа-Капитал» на основе данных из открытых источников, бирж, данных статистических агентств, монетарных регуляторов, в том числе транслируемых агентствами Bloomberg и Reuters.

* – Эксперт РА на 07.02.2019.

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 года выдана ФСФР России, без ограничения срока действия. Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 года, без ограничения срока действия. Информация, содержащаяся в данном Обзоре, предназначена исключительно для определенного и ограниченного круга лиц и не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Представленные в Обзоре мнения учитывают ситуацию на дату предоставления информации. УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная в Обзоре информация или мнения верны, или приведены полностью. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях, носит исключительно ознакомительный характер и может быть изменена УК «Альфа-Капитал» в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» не рекомендует использовать Обзор в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения и не дает гарантий или заверений в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования указанной информации. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» Вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1. Телефоны: 783-4-783, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал»: www.alfacapital.ru. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.