Денис ГОРЕВ,
управляющий активами,
General Invest

«Мы советуем инвесторам сокращать рублевую дюрацию»

Текущий год не принес серьезных потрясений на российском рынке и по факту повторяет предыдущий. Разная динамика была в нефтяной отрасли, а также несколько отличаются ожидания по процентным ставкам: если в прошлом году снижение ключевой ставки было более динамичным (с 17% в начале года до 11% в конце), то в текущем году мы наблюдали довольно плавное ее снижение (с 11% до 10%). Несмотря на рекордно низкую инфляцию, снизившуюся практически до 6% к концу текущего года (наименьший уровень с 2014 года), ЦБ все же решил сохранить довольно жесткую политику в отношении ключевой ставки до первого квартала следующего года. Учитывая данную риторику, вряд ли стоит ожидать в следующем году более быстрого снижения ставок по сравнению с годом текущим (при стабилизации на нефтяном рынке мы не видим ставок ниже уровня в 8%).

В системе очень много российской рублевой ликвидности, при этом банки не спешат кредитовать реальный сектор (это видно по снижению совокупного кредитного портфеля российских банков). Эти два фактора привели к тому, что реальный сектор продолжил выходить на рынок с размещением облигаций. Качественные эмитенты получали и кредиты, и займы под хорошие проценты, вплоть до 9%.

По корпоративным облигациям у нас продолжился рост — их объем на начало текущего года составил около 8 трлн руб. (по непогашенному номиналу), а на конец года — 8.45 трлн руб. Скорее всего, этот тренд продолжится в 2017 году, особенно на фоне снижения ставок и возможности дешевле занимать. Дорогие займы сейчас продолжат рефинансироваться. Объем финансирования в течение 2017 года сохранит свою позитивную тенденцию.

Также стоит отметить рост рыночных выпусков корпоративных облигаций — с 4.6 трлн руб. (по объему в размещении) в начале 2016 года до 4.7 трлн руб. к настоящему моменту. Это — позитивная деталь, подтверждающая верный вектор развития рынка. Мы видим, что рынок развивается пусть медленно, но верно: все больше новых эмитентов появляется на рынке, дабы воспользоваться благоприятной конъюнктурой. Их увеличение составляет порядка нескольких процентов. Это хорошо, так как растет популяризация рынка и происходит развитие всей системы за счет увеличения объемов финансирования. Вкладывать средства приходит иностранный инвестор. Довольно привлекательный

carry-trade способствует этому: учитывая сохранение высоких процентных ставок ЦБ РФ и довольно медленное повышение их в развитых экономиках, мы ожидаем сохранение данного тренда на ближайшее время.

Если говорить об отраслевой структуре, то здесь продолжают набирать деньги финансовые институты. Этот тренд длится с 2014 года — объем облигаций в обращении вырос с 1.5 трлн руб. в начале 2016 года до 1.8 трлн руб. на данный момент. Это один из основных секторов, которой вырос. Банки стабильны — объем банковских эмитентов составляет около 2.2 трлн руб. Нефтегаз также довольно стабильный сектор. При снижении ставок многие российские компании, скорее всего, будут активнее занимать в рублях. Если мы увидим ставку на уровне 7–8%, компании пойдут на рублевый рынок замещать свои долларовые займы и короткие рублевые. Это вполне возможно при стабильной цене на нефть выше $50 за баррель.

Этот год был в рамках ожиданий и по дефолтам, которые в основном коснулись банковского сектора. Остальные эмитенты стараются реструктурировать свои займы.

Таким образом, в целом данный год выглядит не столь привлекательным, каким был 2015 год, однако и в нем можно было найти несколько неплохих возможностей. Таковым может стать и следующий год: довольно плавное ожидаемое снижение ставок не позволит сыграть на длинных бумагах, однако если мы увидим панику (как в начале текущего года), это может стать неплохой точкой входа. До этого времени рекомендуем переждать, сократив дюрацию портфеля.

Сейчас в России существует хороший carry-trade за счет разницы процентных ставок между российскими бондами, особенно в ОФЗ, где большая доля иностранцев, и американскими бумагами. Если Трамп будет придерживаться своей предвыборной риторики, то ФРС будет быстрее повышать ставки, а это негативно отразится на котировках US treasury bonds, доходности по которым довольно неплохо подросли после избрания Трампа. Любая серьезная динамика на нефтяном рынке очень серьезно отразится на российском рубле за счет больших спекулятивных позиций.

Мы считаем, что диапазон цен на нефть в ближайшее время будет составлять $35–50 за баррель, а доллар, соответственно, будет стоить порядка 60–75 руб. Если ОПЕК не договорится в декабре, то падение цен на нефть продолжится, и, вероятно, уже совсем скоро мы сможем увидеть баррель за $35. В последствии ситуация, скорее всего, нормализуется, и цены откатятся на приемлемый уровень, однако рублевые активы будут довольно волатильны в этот период.

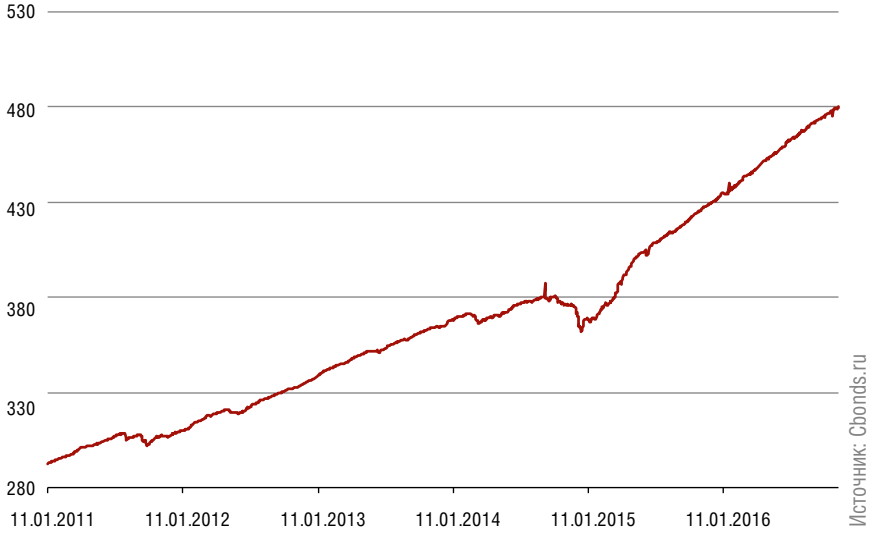

Рисунок 1
Динамика индекса корпоративных облигаций IFX-Cbonds, январь 2011 года – январь 2016 года

В этой связи мы советуем инвесторам сокращать рублевую дюрацию хотя бы на период высокой волатильности (как минимум до декабрьского решения ФРС). Если представится хорошая возможность, то в момент паники, наоборот, увеличить ее и сыграть на этом по аналогии с концом 2014 года, когда доходности подскочили до 17%, и началом этого года с доходностями в длинных бумагах (например, ОФЗ) порядка 10%.

Как и в 2015 году, работа с дюрацией портфеля в момент панического поведения инвесторов дала свои плоды. Начало 2016 года мы переждали в коротких бумагах, однако к февралю все же сочли доходность по длинным бумагам в 10% довольно привлекательной для долгосрочных инвесторов и переложились. Это дало нам ощутимую прибавку в доходности. К нашему сожалению, мы не сразу сократили дюрацию на коррекции в нефтяных ценах, однако даже без этого результат стратегии получился довольно неплохой.

Что касается следующего года, то здесь скорее можно определить те сектора, в бонды компаний которых мы бы не рекомендовали инвестировать (как минимум до окончания периода высокой волатильности). Прежде всего, это банковский сектор. Особое внимание нужно уделять банкам ниже 30 места по активам: учитывая сохранение неблагоприятной ситуации в секторе, активы банков могут продолжить ухудшаться, что потребует дополнительного резервирования. Также мы бы рекомендовали быть достаточно осторожными с бондами финансовых компаний. При этом качественные имена продолжат пользоваться спросом благодаря избытку ликвидности в системе, поэтому вряд ли в них можно будет найти интересные объекты для инвестирования.

МЫ СЧИТАЕМ, ЧТО ДИАПАЗОН ЦЕН НА НЕФТЬ В БЛИЖАЙШЕЕ ВРЕМЯ БУДЕТ СОСТАВЛЯТЬ $35–50 ЗА БАРРЕЛЬ