Павел Пикулев,
НБ «ТРАСТ»

ЕВРОБОНДЫ: идеи для скептика

Итак, все выросло. Нефть, акции, курс рубля, рублевые и валютные облигации. Рост случился стремительный и, как всегда, в тот момент, когда, казалось бы, ничто этого не предвещало. Западные банки демонстрируют улучшение финансовых результатов, однако все знают, что связано оно с нестабильными торговыми доходами, ограничением использования рыночных цен при определении стоимости активов и переоценкой упавших в цене собственных обязательств. В то же время, стремительный рост безработицы по всему миру, слабость рынков недвижимости, обесценивание залогов обещают дальнейшее ухудшение качества кредитных портфелей и вымывание капитала финансового сектора. Все позитивное связано исключительно со «второй производной» экономического спада, то есть с замедлением его темпов и падением стоимости фондирования на мировых рынках, выраженной спредами LIBOR-OIS, LIBOR-T-Bills. Впрочем, последнее скорее следствие той эйфории, которая наблюдалась весной этого года, нежели ее причина.

Постфактум можно сказать, что в очередной раз ликвидность победила, хотя по-прежнему не ясно, надолго ли. Триллионы долларов, закачанные в мировую финансовую систему центральными банками и правительствами развитых стран, не пропали бесследно, а, вооружившись идей о «зеленых ростках», принялись осваивать товарные и фондовые рынки. Причем на каком-то этапе рост принял самоподдерживающийся характер, вовлекая даже самых осторожных, остававшихся до поры до времени в стороне. Если твоя задача зарабатывать, упустить такой тренд — почти преступление, а это значит, что нужно оставить свое мнение при себе (тем более что оно может оказаться ошибочным) и вступать в общую игру, что бы ты лично о ней ни думал.

Хорошо, с прошлым разобрались, как и с тем, что участвовать в игре надо. Теперь более важный вопрос — как участвовать, что делать дальше или хотя бы от каких предпосылок отталкиваться? Если начать с конца, то набирается довольно внушительный список этих самых предпосылок.

12 ПОСТУЛАТОВ НЫНЕШНЕГО РЫНКА

1. На рынке много дешевых денег, и эти деньги будут искать инвестиционные идеи. Как мы уже сказали, суммы, вложенные правительствами различных стран в поддержку экономики и финансовой системы, исчисляются триллионами долларов. И эти деньги не могут не работать, а следовательно, будут искать инвестиционные идеи. При этом на кредитование реального сектора эти средства будут идти крайне неохотно ввиду значительного ухудшения кредитного качества последнего.

2. Вторая производная действительно выправляется, но это не сулит стремительного восстановления мировой экономики. Экономика не может падать отвесно, темпами на уровне десятков процентов в месяц — рано или поздно должна наступить стабилизация. Зато она может падать долго. Если взять практически любую страну мира, в том числе США или Россию, то можно заметить, что первой реакцией бизнеса на кризис, падение спроса и ограничение доступа к кредиту стало сокращение затрат на производство, пополнение оборотного капитала и урезание инвестиций. Деловая активность на период адаптации к новым условиям встала, а бизнес начал сокращать товарные запасы, высвобождая средства для обслуживания долгов. Если взять США, то складские запасы сокращаются уже семь месяцев подряд.

Однако запасы не бесконечны, и уже скоро бизнесу придется возобновить закупки сырья и нарастить производство, что будет способствовать некоторому восстановлению деловой активности. Тем не менее, это будет скорее коррекция, нежели разворот тренда. Оживление конечного спроса маловероятно, пока продолжается стремительный рост безработицы, а глобальные экономические проблемы (см. ниже) остаются нерешенными.

3. Глобальная долговая бомба не обезврежена. Для оживления мировой экономики в рамках той же модели, что существовала до кризиса, необходимо оживить американский потребительский спрос. Однако можно ли сделать это, не спровоцировав еще больший кризис? Американский потребитель закредитован. Объем долгов американских домохозяйств сопоставим с американским ВВП, дальнейший рост долговой нагрузки возможен только при снижении качества долга. В итоге, попытки стимулировать покупательскую активность американских граждан путем предложения сверхдешевых денег — это шаг на пути к очередному кризису subprime. По этой причине разлитая на рынке ликвидность и не идет в кредиты, предпочитая акции и commodities. Между тем до тех пор, пока американскому потребителю, двигателю мировой экономики, не будет найдена адекватная замена или же не будут решены его долговые проблемы, чтобы он снова смог начать занимать и тратить, восстановление мировых темпов экономического роста до докризисных уровней вряд ли возможно. Решение долговых проблем означает, что кто-то должен взять на себя убытки от списания или обесценения долга. До поры до времени убытки социализировались посредством вливания государственных денег в теряющую капитал банковскую систему, однако возможности национальных правительств не безграничны. На каком-то этапе эта мера приводит к недопустимому росту нагрузки на бюджет и к трансформации проблемы частного долга в проблему долга государственного.

4. Решение долговой проблемы: многолетняя депрессия или инфляция. Решение долговой проблемы возможно двумя путями. Первый — не перераспределять убытки от плохих долгов и позволить «умереть» всем тем неэффективным экономическим субъектам, которые обречены, то есть дождаться, пока экономика «переварит» долги сама. Однако такой путь сулит многолетнюю глобальную экономическую депрессию. Второй путь — активная социализация убытков, замещение частных денег государственными на кредитных рынках. Такой путь в среднесрочной перспективе означает, что долговая проблема будет закрыта путем денежной эмиссии и «инфляционного налога», так как бюджеты развитых стран ограничены. Второй путь представляется гораздо более вероятным с учетом: а) политической необходимости (ни один политик, заботящийся о своем политическом будущем, не может позволить себе сидеть сложа руки, наблюдая за крахом экономики), б) уже имеющейся на рынке свободной ликвидности, которая, опасаясь за судьбу доллара, может выбрать commodities в качестве следующей глобальной инвестиционной идеи, тем самым способствуя ре-старту глобальной инфляции после нынешнего кратковременного периода дефляции.

5. Существует риск падения доллара, если не против других валют, то против commodities. Этот риск логично вытекает из всего сказанного выше.

6. Акции и облигации — пути разойдутся. В последний год рынки привыкли, что корреляция между рисковыми акциями и облигациями была довольно высокой. В большей или меньшей степени динамика всех рынков определялась волнами интереса или отторжения инвесторами риска. Потенциальная инфляционная угроза способна изменить эту картину. Традиционно акции переносят инфляцию гораздо лучше, чем облигации, особенно долгосрочные. Если США воспользуются советом бывшего главного экономиста МВФ и профессора Гарварда Кеннета Рогоффа и будут решать долговые проблемы инфляционным путем, то долгосрочные долларовые облигации будут представлять собой не самую лучшую инвестиционную идею, хотя акции и товарные рынки при этом могут чувствовать себя довольно неплохо. По этой причине мы являемся поклонниками короткой части кривой.

7. Россия = нефть. К большому сожалению, российской экономике так и не удалось избавиться от нефтяной зависимости, и это значит, что если инвесторы говорят о лучших перспективах стран БРИК по сравнению с экономиками развитых стран, то они подразумевают БрИК. Инвестиционная же привлекательность России по-прежнему тесно связана с ценами на нефть. Это огромный минус, если реализуется сценарий депрессии, и преимущество, если реализуется сценарий инфляции. Так или иначе, цены на нефть — это важнейшее, за чем придется смотреть инвесторам, покупающим российское.

8. Рубль — наше все. Правда, не в том смысле, что покупка курса рубля — это обязательно наилучшая идея (привлекательность рубля тоже прямо вытекает из динамики цен на нефть), а в том, что рубль все еще остается главным инструментом «бэйлаута» по-российски. Иначе говоря, если дела вновь обернутся плохой стороной, российский госбюджет и финансы крупных экспортеров опять будут «спасать» при помощи девальвации. Это необходимо учитывать при оценке кредитоспособности заемщиков с большой долей валютного долга.

9. Кредитные риски остаются высокими. Это прямое наследие нынешнего кризиса и экономического спада за рубежом и в России. В условиях падения конечного спроса и ограниченной доступности кредита возможность — а зачастую и желание — обслуживать долги серьезно снизилась, причем даже у некогда неплохих заемщиков. Исправление ситуации пока прогнозировать трудно, а значит, кредитное качество должно оставаться центром инвестиционных стратегий.

10. В тяжелой ситуации не стоит рассчитывать на господдержку. Прошедшие с начала кризиса месяцы позволили извлечь несколько горьких уроков относительно государственной поддержки. И заключаются они в следующем. Кредиторам небольших и средних предприятий слабого кредитного качества, пусть даже имеющим «стратегическую значимость», не стоит рассчитывать на госпомощь. С высокой степенью вероятности такая поддержка будет сопровождаться реструктуризацией долгов. У государства нет ресурсов, чтобы спасать всех подряд. И в этом плане стратегически значимый «джанк» мало отличается от «джанка» простого. На материальную поддержку государства могут рассчитывать

только крупные, национально значимые, в своем роде уникальные предприятия, находящиеся в прямой федеральной собственности («Газпром», «Транснефть», РЖД). Им обеспечена всесторонняя поддержка, «политические» кредиты, прямое государственное финансирование и многое другое. Однако правда в том, что в большинстве своем эти предприятия пока достаточно сильны и без учета фактора господдержки. Точнее, они сильны ровно в той же степени, что и сама Российская Федерация. Эта сила имеет и оборотную сторону: если наступит тот день, когда «Газпрому» понадобится помощь, у Российской Федерации уже не будет возможности эту помощь оказать.

Таким образом, фактор господдержки имеет значение лишь для самых крупных компаний, да и то при условии, что не последует дальнейшего существенного ухудшения экономической конъюнктуры.

11. Финансовый сектор — как всегда слабое звено. Российский финансовый сектор в ближайшее время останется заложником слабости российской экономики и таких вытекающих отсюда последствий, как ухудшение качества кредитных портфелей и необходимость рекапитализации. Тут важно помнить, что доступная ликвидность не решает проблем платежеспособности, которые неизбежно возникают в случае, если кредитные портфели перестают генерировать кэш, а это неизбежно случается, если растет скрытая «просрочка». По нашим оценкам, потребность российской банковской системы в дополнительном капитале до конца этого года составляет не менее 400 млрд руб. В привилегированном положении остаются госбанки, которым пополнение капитала будет доступнее всего. Остальным придется бороться за выживание, и дальнейшая консолидация сектора вполне вероятна. Стоит, правда, отметить, что системно значимые банки остаются в безопасности только при условии неухудшения глобальной экономической конъюнктуры. Как показывает опыт Казахстана, если дела начинают идти по-настоящему плохо, «на бобах» остаются кредиторы даже самых солидных учреждений. Так что вновь смотрим на нефть, курс рубля и валютные резервы ЦБ, чтобы оценить, насколько мы далеко от критической границы.

12. Качественные заемщики: «Занять нельзя ждать». Несмотря на то что крупнейшие корпорации, как мы уже писали ранее, находятся в неплохой финансовой форме, уже запущенные ими ранее инвестиционные проекты продолжают поглощать ресурсы, а это значит, что первый эшелон, а заодно и второй (который чувствует себя далеко не так хорошо, как первый), в ближайшее время будут стараться набирать кредиты при любой возможности и любыми путями. Мы уже видели на первичке Москву, занимающую под 16% на рынке рублевых облигаций, и компании, находящиеся в федеральной собственности, кредитующиеся под 18% в рублях или под 14% годовых в валюте на полгода. Реальность такова, что многие (хотя и не все) качественные и квазисуверенные заемщики готовы занимать и занимать дорого, а следовательно, фактор первичного предложения имеет значение при любой мало-мальски неплохой рыночной конъюнктуре.

ОТ ПОСТУЛАТОВ К ПРИНЦИПАМ

На основании нашего видения нынешней ситуации мы формируем несколько принципов, которыми, как мы считаем, следует руководствоваться при формировании портфеля долговых инструментов:

• ***Валютная диверсификация вложений.*** Глобальные дисбалансы, проблема «долговой бомбы», внутренние противоречия зоны евро — все это сулит довольно высокую и малопредсказуемую волатильность валютных курсов в ближайшие месяцы. Так что лучше иметь в портфеле доллары и евро (и, возможно, рубль как сырьевую валюту), нежели просто доллары.

• ***Короткая дюрация (желательно в пределах 2–3 лет).*** Угроза возвращения глобальной инфляции (пусть и не сегодня) заставляет нас серьезно относиться к риску «взрыва» долгосрочных ставок в развитых странах, прежде всего в США. Обезвреживание «долговой бомбы» может привести к обесценению вложений в долговые обязательства, номинированные в американской валюте, хотя пока неясно, за счет чего это произойдет — за счет прямого снижения стоимости долга или за счет обесценения долларов США. В таких условиях короткая дюрация выглядит более «безопасно». К тому же, если мы говорим о российском рынке, кривая здесь все еще довольно плоская, в отличие от базовой кривой.

• ***Корпорации против банков.*** В случае непредвиденного ухудшения ситуации банки, пусть даже и лучшие, падут первыми, их бизнес наиболее чувствителен к состоянию экономики. И это даже несмотря на постоянную подпитку ликвидностью через каналы рефинансирования ЦБ. В настоящее время проблема ликвидности решена, назревают проблемы платежеспособности. Нас очень беспокоит потребность банковской системы в дополнительном капитале в объеме 40–500 млрд руб. до конца этого года. К тому же в случае, если кризис начнет рисовать вторую букву V, спасение банков будет осуществляться по вторичному принципу, после спасения бюджетоформирующих корпораций (которых, вероятнее всего, опять будут спасать путем девальвации). В таких условиях нельзя исключать, что мы увидим реструктуризации по казахстанскому сценарию.

• ***Качество против доходности.*** На наш взгляд, экономика еще довольно длительное время не будет благоприятствовать инвестициям в «джанк». Мы считаем, что сейчас в портфелях следует иметь первый и/или в крайнем случае качественный второй эшелоны. Предпочтительными являются предприятия с устойчивым денежным потоком и сбалансированными по видам валют долгом и выручкой.

• ***Первичный рынок против вторичного.*** На наш взгляд, следует постоянно держать в уме возможные сюрпризы первичного рынка и не торопиться брать бумагу на вторичке, если есть шансы, что эмитент может скоро выйти с новым выпуском.

Если руководствоваться изложенными выше постулатами и принципами, то мы бы посоветовали инвесторам следующие бумаги: Gazprom 2013, Transneft 2012, Transneft 2012 (euro), Moscow 2011 (Euro), Sistema 2011, Novorosiisky Port 2012.