

«Похоже, соглашение ОПЕК+, которое и так всегда расходилось с реальностью, ушло в прошлое»

мостью добычи, сделав их бизнес нерентабельным. В первую очередь это касается сланцевых производителей в США. «Они особенно чувствительны к уровню цен и, вероятнее всего, приостановят производство, причем некоторые компании могут не выжить», — считает Норберт Рюкер. По оценкам, на горизонте трех месяцев цены будут держаться возле \$40 за баррель, а на горизонте 12 месяцев — вернуться к уровню \$50 за баррель.

Прогноз

Однако до тех пор, пока волатильность на нефтяном рынке не спадет, высокие колебания курса рубля сохранятся. «Теоретически стоимости нефти на уровне \$35 за баррель соответствуют курсу доллара в 80–85 руб., а достиг-

нуть уровня в 100 руб. за доллар рубль способен при цене нефти ниже \$30», — отмечает господин Евстифеев. Очень многое будет зависеть от поведения иностранных инвесторов, которые массово заходили в российские облигации федерального займа. По данным ЦБ, за последние 12 месяцев нерезиденты увеличили вложения в ОФЗ на 1,1 трлн руб., до 3 трлн руб., заняв 34% от рынка этих бумаг. «Вряд ли иностранные инвесторы в ОФЗ будут готовы терпеть курсовые убытки, что может стать поводом для распродаж, и уже тогда рубль сможет прочувствовать весь драматизм момента», — предостерегает господин Евстифеев.

Большое значение для рынка будут иметь шаги Минфина и ЦБ по сдерживанию волатильности. 10 марта Банк России объявил о начале продаж иностранной валюты в рамках бюджетного правила. Кроме того, ЦБ провел аукцион репо «тонкой настройки» в объеме 500 млрд руб. и увеличил лимит операций «валютный своп» со сроком исполнения «сегодня» до \$5 млрд. «Российская экономика за последние годы адаптировалась к резкому изменению внешних условий. Бюджетное правило снизило зависимость курса рубля от цен на нефть. Существенные золотовалютные резервы, низкий внешний долг, профицит бюджета и профицит

текущего счета поддерживают устойчивость финансовой системы России», — отмечает главный экономист Совкомбанка Кирилл Соколов.

Побочным эффектом происшедшего роста курса доллара станет рост инфляционных ожиданий. По словам Кирилла Соколова, ослабление рубля ведет к росту инфляции за счет повышения цен на импортные товары и услуги. «В начале марта годовая инфляция составляла 2,3% — существенно ниже целевых 4%. Из-за повышения волатильности на мировых рынках и инфляционных рисков Банк России, вероятно, приостановит цикл смягчения монетарной политики. Полагаем, что ЦБ сохранит ключевую ставку на заседании 20 марта», — отмечает господин Соколов ●



ЧТО ДЕЛАТЬ ПРОСТОМУ РОССИЙСКОМУ ИНВЕСТОРУ

РАВИЛЬ ЮСИПОВ,

заместитель гендиректора — руководитель управления фондовых операций УК ТФГ

Февраль 2020 года войдет в историю мировых рынков как месяц идеального шторма, где сошлись два «черных лебедя»: коронавирус и отказ от соглашения с ОПЕК по ограничению объемов добычи нефти.

До 24 февраля — момента, когда коронавирус пришел в Европу, — макроэкономический прогноз был умеренно позитивный. Мировая макростатистика на 2020 год выглядела не блестяще, но достаточно оптимистично. Рост российского ВВП ожидался выше цифр 2018 года, профицит счета текущих операций ожидался положительным до конца 2021 года даже при цене нефти \$50 за баррель, бюджет исполнялся с профицитом, ЗВР росли до исторических максимумов, а инфляция должна была упасть ниже 2% во втором квартале. В февральском пресс-релизе после снижения ставки до 6% Банк России впервые заявил, что дезинфляционные риски преобладают над инфляционными, что приводит к необходимости сти-

мулирующей монетарной политики. В результате уровень ключевой ставки в 5% стал вполне реалистичным, но мир поменялся, когда пришла первая статистика по вирусу из Европы, в первую очередь из Италии. Теперь необходимо пересматривать макроэкономический прогноз в сторону ухудшения. Вирусные эпидемии достаточно широко распространены в Азии и обычно рынками дисконтировались несильно, а полное восстановление происходило в течение шести месяцев, и мировые рынки так и интерпретировали ситуацию. После первой статистики из Италии правительства, международные организации и рынки осознали высокий риск COVID-19 и потенциальное влияние на мировую торговлю и экономику, и, как следствие, рынки вошли в штопор и панические распродажи широкого спектра активов. Все «побежали» в так называемые безрисковые активы — американские государственные облигации (UST). Высокую степень иррациональности рынков видно на доходностях UST, которая для 10-летних достигала 0,54%, а для 30-летних — 1%, что делало всю кривую UST отрицательной в реальных ставках (за вычетом инфляции США 1,8%). Инвесторы боятся настолько, что готовы сжигать стоимость инвестиций, но зато без риска. В таких условиях говорить о балансе риска и потенциальной доходности с инвесторами невозможно. С одной стороны, все понимают, что текущий вирус имеет низкий уровень смертности для людей до 50 лет и он будет купирован рано или поздно. Но сам факт быстрого распространения высококонтагиоз-

ных инфекций в современной цивилизации, даже в странах с высокими санитарными нормами и культурой гигиены, заставляет задуматься о новых угрозах и риск-факторах, к которым экономики мира оказались не готовы, и это системный сдвиг в сознании. При всем высоком уровне медицинских технологий современной цивилизации наиболее действенным способом борьбы оказалась система тотального карантина, которая может быстро блокировать мировую торговлю и крупные производственные мощности, сконцентрированные в одном географическом регионе. В ответ на риски снижения мировой экономики по причине эпидемии COVID-19 основные мировые ЦБ начали скоординированные действия по смягчению монетарных политик. Федеральная резервная система США внепланово снизила ставку на 50 базисных пунктов и готова продолжать, расширила лимиты по репо. ЕЦБ и Банк Англии приготовились снижать — или уже снижают — ставки и предоставлять ликвидность, а Банк Японии пошел еще дальше и включил самый «совершенный» механизм количественного смягчения — просто начал покупать индексные фонды на японские акции. И вот здесь появляется связь со вторым нашим «черным лебедем» — прекращением соглашения ОПЕК+. Первая реакция в СМИ на результаты переговоров — иррациональность позиции сторон по переговорам. Но за каждой иррациональностью стоит новая форма рациональности. Мир меняется, и в рамках старой системы координат очень сложно понять новую парадигму сразу. Сланцевая революция поро-

дила индустрию низкомаржинальных производителей, известных как «сланцевики», которые паразитировали на соглашениях ОПЕК+ и в условиях низких ставок наращивали кредитное плечо до невероятных размеров. Например, типичный американский «сланцевик» с международным рейтингом BB+ может легко иметь показатель долг/EBITDA свыше 11, а, например, у российской компании с похожим рейтингом такой показатель будет ниже 2. Только по причине страны «прописки» компания имеет приоритет в рейтингах, а следовательно, и доступ к более дешевым кредитным ресурсам, что является очевидным субсидированием и ограничением свободной конкуренции. Резкое снижение ставки ФРС на фоне коронавируса делает субсидирование американской сланцевой нефтегазовой индустрии настолько доминирующим фактором в борьбе за долю рынка, что традиционные производители нефти из других стран просто не имеют шансов. Торговые войны продолжатся, простые формы будут меняться, и в этой системе координат отказ от продолжения действующих условий с ОПЕК выглядит рационально. В современном деловом мире нет ничего окончательного — отказ от продолжения действующей сделки ОПЕК+ всего лишь приглашение к переговорам по новым условиям. Нужно отметить, что благодаря жесткой монетарной, фискальной и бюджетной политике российская экономика подошла к текущему уровню цен на нефть в самой сильной форме за последние 30 лет. Если посмотреть на реальные цифры, макроэкономические и кредитные метрики,

видно, что Саудовская Аравия в куда более слабом экономическом состоянии. Несмотря на то что у Саудовской Аравии средний международный рейтинг (А), а у РФ средний рейтинг (BBB), 20-летние евробонды в долларах первой (3,8%) торгуются с премией в 20 базисных пунктов к российским (3,6%), что говорит о больших кредитных рисках саудитов. Традиционно Россию относят к развивающимся экономикам, но она резко выделяется по кредитным метрикам от них в лучшую сторону и в реальности занимает уникальное место между развитыми и развивающимися рынками, при этом ближе к первым. Что же делать в таких условиях простому российскому инвестору? Первое — активные действия с рыночными активами в условиях текущей исторически высокой волатильности не принесут результата, а вот сбалансированная аллокация активов по классу инструментов и валюте в соответствии с индивидуальным риск-профилем будет наиболее эффективной. Это то домашнее задание, которое каждый инвестор, будь то физик или институционал, должен помнить и делать всегда. Второе — старый рецепт: один из лучших инструментов после девальвации — это акции в локальных валютах. Учитывая текущие кредитные метрики России, можно говорить об ограниченном потенциале дальнейшего ослабления рубля, и с уровня индекса Мосбиржи 2500 соотношение риск / доходность рублевых акций начинает выглядеть привлекательнее рублевых и долларовых облигаций. Волатильность будет продолжаться какое-то время, и это стоит использовать для входа в рынок.