



АРИКАПИТАЛ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций
«Арикапитал – Чистые деньги»
На 31 декабря 2013:
СЧА – 410 148 261.42 руб.
Стоимость пая – 1 090.12 руб.

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал



Новости по теме:

04.12.2013 International Business Times
'Fragile Five' 2014 Outlook:
Following Currency Sell-Off,
Watch For Election Uncertain

Январь 2014.

Взгляд на долговой рынок

Аналитики ведущих мировых инвестиционных банков прогнозируют в 2014 году сильный доллар, уверенно растущую американскую экономику и плавно замедляющуюся китайскую, дешевеющую нефть и растущие ставки. Если все эти прогнозы сбудутся, то держателей российских долговых инструментов ждет не очень урожайный год. В лучшем случае можно будет рассчитывать на получение дохода в размере купонной ставки по портфелю.

На наш взгляд, консенсус-прогноз Bloomberg можно рассматривать в качестве базового сценария развития ситуации в 2014 году с большой осторожностью. Нужно быть готовым к волатильности со знаком минус. Защитная позиция по портфелю в начале года поможет активным управляющим «превратить минус в плюс» и заработать на покупке бумаг в моменты распродаж.

■ ■ ■

Прошедший год оказался самым трудным для участников облигационного рынка после 2008 года. 2013 начинался в атмосфере повсеместной убежденности в стабильности статус-кво – низкие ставки в развитых странах, мягкая денежная политика со стороны ведущих центробанков и приток инвестиций в развивающиеся страны. Однако уверенное восстановление американской экономики привело к развороту в политике ФРС, которая начала в декабре сворачивать программу выкупа государственных облигаций, иными словами сбавлять темпы печатного станка. В декабре объем выкупа был уменьшен на 10 млрд. долл. в месяц, с 85 до 75 млрд. долл.

Решение ФРС трудно назвать неожиданным. Две предыдущие программы выкупа облигаций с рынка (QE-1 и QE-2) были гораздо короче и меньше по объему вброшенных в экономику долларов. Неожданной стала реакция рынков – валюты многих развивающихся стран девальвировались на 10-20%, доходности по локальным облигациям выросли на 1-5%, весенний приток в ЕМ сменился оттоком во 2 полугодии 2013 года.

Причина бегства портфельных инвесторов с развивающихся рынков, скорее всего, заключалась не в фундаментальном ухудшении ситуации вследствие ужесточения политики ФРС, а в опасениях того, что пузырь лопнет. За 15 лет, прошедших после Азиатского кризиса, который потянул за собой дефолт России в 1998, 2-кратную девальвацию в Бразилии в начале 1999, и наконец, дефолт и мировую финансовую изоляцию Аргентины в 2001, западные инвесторы не теряли больших денег в развивающихся странах. Не удивительно, что за эти годы надулись многочисленные новые пузыри, и страны, плохо выучившие уроки предыдущих кризисов, могут стать эпицентром нового, не уступающего по масштабам 1998 году.

В 2013 году на смену аббревиатуре BRICS пришел новый термин «Fragile five» (хрупкая пятерка), введенный аналитиками

американского инвестиционного банка Morgan Stanley. В пятерку наиболее уязвимых стран (из-за высокой инфляции, слабых бюджетных показателей, дефицита счета текущих операций) попали Бразилия, Индия, Индонезия, Турция и ЮАР. Возможно, новый кризис развивающихся стран пройдет без географической привязки и начнется с «пятерки», тем более что в 2014 году во всех упомянутых странах пройдут важные выборы.

Приятно, что Россия в отличие от 1998 года – далеко не самое слабое звено. Тем не менее, она вряд ли сможет оставаться тихой гаванью в случае серьезного кризиса развивающихся рынков. И в свете возможных серьезных перемен в мировой экономике, мы думаем, что именно внешние факторы будут определять динамику финансовых рынков, в том числе и долгового в 2014 году.

В этом обзоре мы решили рассмотреть консенсусные прогнозы Bloomberg (по состоянию на 03.01.2014) наиболее важных индикаторов:

Американская экономика: рост ВВП США в 2014 году составит 2,6% (в 2013 ожидается 1,7%), индекс потребительских цен – 1,7% (1,5% в 2013), безработица снизится с 7,4% до 6,8%.

Аналитики верят, что американская экономика практически вернется к своим историческим темпам роста, которые последние 50 лет составляли в среднем 3,1% в год. Однако нынешний «стероидный» рост обусловлен политикой ФРС, вследствие которой фондовый индекс S&P 500 вырос в 2013 году на 29,6% (максимальный рост с 1997 года), а индекс цен на недвижимость Case-Shiller – на 13,6% (максимальный рост с конца 2005 года). Возможно, эффект возросшего благосостояния продлит «экономическое чудо» в 2014 году, тем не менее прогноз выглядит слишком оптимистичным.

Доходность по 10-летним US Treasuries вырастет до 3,4% (2,98% - по состоянию на 03.01.2014).

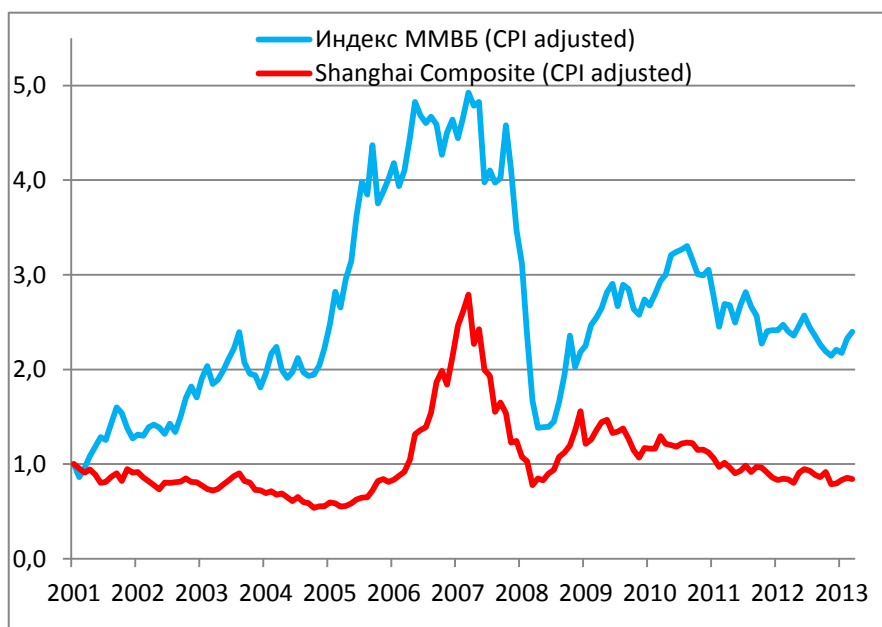
Традиционный образ мыслей подталкивает аналитиков считать, что рост экономики означает рост процентных ставок. В условиях низких инфляционных ожиданий это означает, что процентные ставки в реальном выражении должны вырасти из отрицательной зоны, где они были в начале 2013 года, до уровня 1,5-2,0%. На наш взгляд, это наиболее противоречивый прогноз. В значительной мере искусственный экономический рост и нерешенная долговая проблема делают необходимым сохранение реальных процентных ставок на очень низком, возможно, отрицательном уровне на протяжении длительного периода времени. Рост ставок в 2013 году произошел не из-за уменьшения объема выкупа облигаций со стороны ФРС (очевидно, что начатое в декабре 2013 сокращение просто не могло как-либо повлиять), а из-за сокращения позиций в US Treasuries рыночными инвесторами. Например, только американские облигационные фонды испытали в 2013 году отток средств в размере 80 млрд. долл. Возможно, тенденция перетока из облигаций в акции продолжится и в Новом году. Однако, это вряд ли кто-то

достоверно может предсказать. Поэтому, на наш взгляд, прогноз Bloomberg скорее отражает верхнюю границу по доходности Treasuries, которой они могут коснуться в течение года. Однако, учитывая безосновательность ожиданий роста реальных процентных ставок, доходность 10-летних UST может через год как вырасти, так и снизиться. И мы остаемся сторонниками второго варианта.

Китайская экономика: рост ВВП Китая в 2014 году составит 7,5% (в 2013 ожидается 7,6%), индекс потребительских цен – 3,1% (2,7% в 2013), безработица не изменится, оставшись на уровне 4,1%.

Месяц назад мы писали про исследование Ларри Саммерса (бывший глава Казначейства США) и Ланта Притчетта, поставивших под сомнение сценарий плавного замедления китайской экономики. Пожалуй, риск скатывания Китая в жесткую посадку – наиболее серьезный из всех рисков в 2014 году. Нельзя сказать, что рынки полностью его игнорируют. Китайский фондовый рынок – один из самых депрессивных в мире. С учетом инфляции индекс Shanghai Composite не растет почти 15 лет, на текущий момент его значение – точно такое, как в конце 2008 года.

Динамика фондовых индексов Китая и России с 2001 года с поправкой на инфляцию (Значения индексов на 31.08.2001 = 1)



Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

Цена на нефть сорта Brent снизится до 104 долл. за баррель к концу 2014 года (108,35 - по состоянию на 03.01.2014), WTI подешевеет до 90,5 долл. (95,50 - по состоянию на 03.01.2014).

Аналитики прогнозируют умеренное снижение цен на нефть

из-за роста добычи нефти в США, послевоенного восстановления в Ираке и Ливии, возвращения на международный топливный рынок Ирана. 104 долл. – негативный, но не худший вариант развития событий для России, однако нельзя забывать про волатильность. Цены на нефть могут свободно колебаться в диапазоне +/- 10-15% от среднегодового уровня, и если даже среднегодовая цена барреля Brent останется выше 100 долл., это не означает, что в какой-то момент она не может снизиться ниже 90 долл.

Курс евро/доллар упадет в 2014 году до 1,28 (1,365 - по состоянию на 03.01.2014).

Прогноз курса евро/доллар стал, пожалуй, самым большим фиаско аналитиков в 2013 году. Ровно год назад при курсе 1,31 они ожидали ослабление евро к концу 2013 года до 1,27. Вместо этого евро укрепилось до 1,37. Тем не менее, на 2014 год аналитики вновь – за слабый евро. На самом деле, вину за неоправдавшийся прогноз на 2013 год можно переложить на Европейский Центральный Банк, который неосознанно проводил крайне жесткую монетарную политику. В то время как ФРС США увеличивала ликвидность путем выкупа с рынка гос. облигаций, ЕЦБ сократил свой баланс почти на 1 трлн. до 2,3 трлн. евро вследствие того, что европейские банки досрочно гасили взятые в конце 2011 года трехлетние кредиты.

В 2014 году политика двух мировых центробанков, по ожиданиям Credit Suisse и Deutsche Bank, развернется. ФРС продолжит сокращать QE-3, в то время ЕЦБ будет вынужден стимулировать стагнирующую экономику еврозоны, что приведет к сильному снижению евро относительно доллара США.

В общем, аналитики ведущих мировых инвестиционных банков прогнозируют в 2014 году сильный доллар, уверенно растущую американскую экономику и плавно замедляющуюся китайскую, дешевеющую нефть и растущие ставки. Если все эти прогнозы сбудутся, то держателей российских долговых инструментов ждет не очень урожайный год. В лучшем случае можно будет рассчитывать на сохранение котировок на текущем уровне и получение дохода в размере купонной ставки.

На наш взгляд, это можно взять за базовый сценарий развития ситуации в 2014 году, однако нужно быть готовым к волатильности со знаком минус. Например, в случае появления признаков ухудшения в американской экономике, доходности Treasuries могут пойти вниз, что в целом хорошо для облигаций, но первой реакцией может стать распродажа на развивающихся рынках и рост спрэдов.

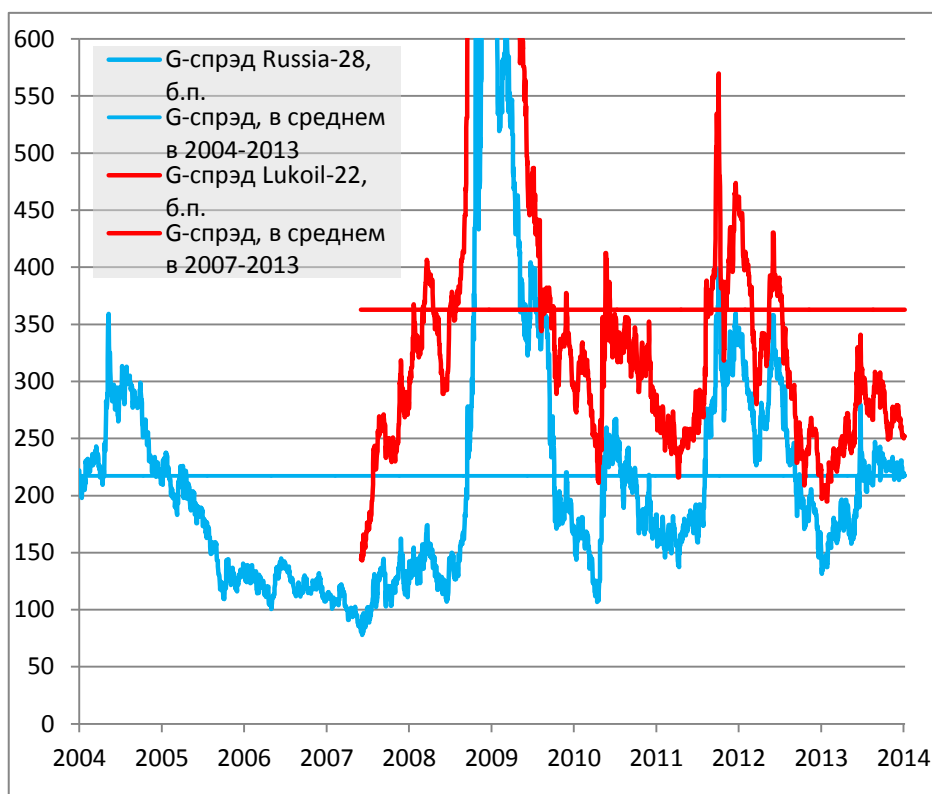
Еврооблигации

Рост доходностей по 10-летним US Treasuries до 3%, на наш взгляд, является хорошим поводом включить американские гос.

облигации в портфель. Разница между доходностью 10-летних и 2-летних Treasuries составляет сейчас 260 б.п. что близко к 40-летнему максимуму 280 б.п., зафиксированному в начале 2010 года. Сильный наклон кривой дает запас прочности с точки зрения риска обесценения длинных облигаций. В случае роста доходности 10-летних UST до 3,40% к концу 2014 года, текущий выпуск 10-летних Treasuries через год будет уже 9-летним, и при текущем наклоне его доходность снизится до 3%, т.е. останется на месте. Безусловно, может реализоваться более неблагоприятный сценарий «bearish flattening» опережающего роста ставок на коротком конце кривой. Однако если исходить из того, что равно вероятен как рост, так и снижение доходностей по US Treasuries, то математическое ожидание дает доходность по текущему 10-летнему выпуску UST с погашением 15.11.2023 в конце 2014 года на уровне 2,70%, а совокупный доход с учетом роста цены и купона – 5,5% годовых.

Ставку на снижение доходностей за счет приближения срока погашения можно сделать и в российских суверенных еврооблигациях. На текущий момент спрэд между доходностью Russia-28 и Treasuries-28 точно соответствует 15-летнему среднему, а также среднему значению за период с 2010 года.

Динамика спреда между Russia-28, Lukoil-22 и US Treasuries, б.п.



Источник: Bloomberg

Однако приведенный график показывает, что российские бумаги торговались с меньшей премией к UST, чем сейчас, в

основном в благополучные времена роста цен на нефть, здорового роста российской экономики и позитивного отношения к emerging markets в целом. На наш взгляд, с покупками российских активов не стоит торопиться, в 2014 году будут лучшие моменты для открытия позиций.

В российском корпоративном сегменте с инвестиционными идеями еще хуже. Если суверенные еврооблигации можно считать справедливо оцененными, то корпоративные выпуски 1 эшелона продолжают оставаться переоцененными, что контрастирует с ползучим ухудшением кредитного качества в целом по сегменту. Например, G-спрэд по выпуску Lukoil-22 (Лукойл, размещенный в 2007 году, мы взяли как пример ликвидной корпоративной еврооблигации с продолжительной историей торгов) сейчас почти на 100 б.п. меньше, чем в среднем за последние 6 лет.

Мы ожидаем ценовой рост лишь в сегменте банковских субординированных выпусков, для которого второе полугодие 2013 года сложилось не самым удачным образом сначала из-за опасений по поводу розничных банков, затем из-за большого количества размещений по новым стандартам Базель-3, и под конец года – из-за отзыва лицензий и чистки банковской системы, затеянной ЦБ РФ.

Рублевые облигации

Мы сознательно уделяем внутренним факторам существенно меньше внимания, поскольку в данный момент достаточно эффективная экономическая политика правительства и денежная политика ЦБ, на наш взгляд, уже достигли максимально возможного результата. В отсутствие резких изменений российский долговой и валютный рынок останется более устойчивым на фоне других EM, но, тем не менее, разделит общие тенденции, которые будут преобладать в 2014 году на развивающихся рынках.

Внутренний долговой рынок, на наш взгляд, в 2014 году может быть интересен лишь банкам, придерживающимся стратегии покупать высоконадежные бумаги с последующим РЕПО в Центральном Банке.

Сочетание высокой инфляции и падающего рубля остается доминирующей темой в обозримом будущем. Мы не испытываем большого оптимизма несмотря на распространенное ожидание замедления инфляции в 2014 году до 5%. Если инфляция устойчиво войдет в диапазон 5-5,5% при текущих уровнях доходностей долгосрочные ОФЗ будут лишь справедливо оценены. Два важных внутренних фактора, которые будут определять дальнейшее направление рынка:

- удастся ли в условиях снижающегося курса рубля предотвратить индексацию внутренних цен экспортерами сырьевых товаров (бензин, зерно, металлы и т.п.);

- согласятся ли монополии после 2014 года выступить буферами по сдерживанию инфляции (с учетом того, что

замораживание тарифов в 2014 году нанесёт удар по их финансовому состоянию)?

Валютный рынок

Ослабление рубля стало настолько избитой темой, что кажется уже излишним её обсуждать. В 2013 году курс национальной валюты по отношению к доллару снизился на 7,1%, реальное ослабление с учетом разницы в инфляции составило всего около 2%. Рубль показал себя гораздо устойчивее валют многих развивающихся стран, но это произошло благодаря валютным интервенциям ЦБ РФ, потратившим за год около 30 млрд. долл. из своих золотовалютных резервов.

Негативный прогноз цен на нефть и намерение Центрального банка уменьшать объем интервенций неминуемо ведут к девальвации рубля. Вопрос лишь в ее силе. Мы разделяем прогноз авторитетных аналитиков, которые ждут снижение курса рубля до отметки 35-36 рублей за доллар США. Мы рекомендуем держать большую часть активов в валюте до достижения этой отметки, обращая внимание на то, что происходит с нефтью. Падение Brent существенно ниже отметки в 100 долл. за баррель может привести к падению курса рубля до 37-38 за долл. США, если же нефть против ожиданий аналитиков вырастет, то ослабление национальной валюты может ограничиться уровнем 34.

06.12.2013 Независимая Газета
Национальной валюте
предсказывают плавную
девальвацию