



АРИКАПИТАЛ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций
«Арикапитал – Чистые деньги»
На 31 января 2014:
СЧА – 446 282 245.22 руб.
Стоимость пая – 1 145.56 руб.

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал



Новости по теме:

29.01.2014 Bloomberg.com
[Turkey Rate Increase
Stems Lira Decline as
Basci Defies Erdogan](#)



Февраль 2014.

Взгляд на долговой рынок

Было бы хорошо, если бы в канун Нового Года политики могли поступить с накопившимися проблемами и дисбалансами в экономике так, как это делают итальянцы – выбрасывают старые вещи в окно и освобождают пространство для новых. Но, к сожалению, участникам финансового рынка приходится мириться с тем, что проблемы развивающихся рынков затягивают все дальше вниз котировки активов.

На наш взгляд, к ситуации следует подходить комплексно, не пытаясь нарисовать черно-белую картину. Кризис развивающихся рынков будет разворачиваться медленнее, чем в 1997 году. Не поддаваясь паническому желанию закрыть позиции и выйти в кэш, мы предпочитаем точечные покупки в моменты распродаж качественных активов.

■ ■ ■

Один известный аналитик и мой хороший друг подобрал точное описание январю 2014 года: «В Новый Год со старым хламом». Несмотря на отсутствие действительно серьезных новостей, на развивающихся рынках продолжилось снижение стоимости активов под давлением тех же самых факторов, которые вышли на первые страницы мировых финансовых СМИ еще в прошлом году, а именно:

- **сворачивание ФРС США программы QE-3** (выкуп гос. облигаций за счет долларовой эмиссии), что влечет изъятие западных инвестиций, сделанных в период избыточной ликвидности на EM;

- **замедление экономики Китая**. Несмотря на хорошую статистику (вышедшие в январе данные показали рост ВВП в 2013 году на 7,7%, что всего лишь на 0,2% ниже чем в 2012 году), многие сомневаются в объективности официальной картины;

- **продолжение гонки девальваций и повышения процентных ставок**. Все больше развивающихся стран вынуждены бороться за сокращающееся количество инвесторов путем радикального повышения ставок. Например, 28 января центральный банк Турции беспрецедентно за один день фактически удвоил ключевые процентные ставки.

Бегство западных инвесторов продолжает наиболее болезненно ощущаться на валютном рынке. Аутсайдеры 2013 года – турецкая лира и южноафриканский рэнд по итогам января вновь оказались в лидерах падения, за месяц их курсы по отношению к доллару США снизились на 4,0% и 5,4% соответственно. Для российских инвесторов главным потрясением стала девальвация рубля на 5,9%. Российская валюта в январе оказалась на третьем месте с конца среди всех мировых валют.

Турецкий центральный банк предпринял беспрецедентное за последние несколько лет повышение ставок сразу на 4%. Вслед за ним капитулировал южноафриканский визави, до этого на протяжении всего 2013 года отказавшийся бороться с девальвацией рэнда методами ужесточения денежной политики.

Что делать в такой ситуации – продавать или покупать? На

наш взгляд, к ситуации на развивающихся рынках следует подходить комплексно, не пытаясь нарисовать черно-белую картину. Экономическая история показывает, что затянувшиеся кредитные, а также сырьевые бумы приводят к тяжелым последствиям после того, как заканчиваются. Цикл бурного роста в развивающихся странах был очень длинным, по сути, его естественное окончание должно было наступить в 2008 году, но беспрецедентная накачка ликвидностью мировыми центральными банками привела к продлению *dolce vita* еще на 5 лет.

В результате в начале 2014 года уровень за кредитованности предприятий и резкий рост доходов населения в странах BRIC угрожающе напоминает обстановку в странах – азиатских тиграх 1997 года.

Однако отличия между 2014 и 1997 годами в том, что сейчас курсы валют EM - плавающие, а не фиксированные; золотовалютные резервы даже в странах «хрупкой пятерки» (Бразилия, Индия, Индонезия, Турция и ЮАР) значительно солиднее. Пока развивающиеся страны практически не тратили резервы, позволив ослабиться своим национальным валютам. В результате выпадающие западные портфельные инвестиции частично компенсируются улучшением торговых балансов, а валютные спекулянты лишаются «легкой добычи» - играть против свободно торгуемой валюты гораздо опаснее.

По этим причинам, мы считаем, что кризис будет развиваться медленнее, чем в 1997 году. Не поддаваясь паническому желанию закрыть позиции и выйти в кэш, мы предпочитаем точечные покупки в моменты распродаж качественных активов. Тем более, что Россия выглядит сильнее стран «Fragile five» благодаря низкому долгу, отсутствию дефицитов, большим золото-валютным резервам (эти три компонента хотя и не предотвратили жесткий спад экономики в 2008-2009 году, однако позволили пройти с низким количеством дефолтов), и большим участием локальных инвесторов на рынке облигаций.

Еврооблигации

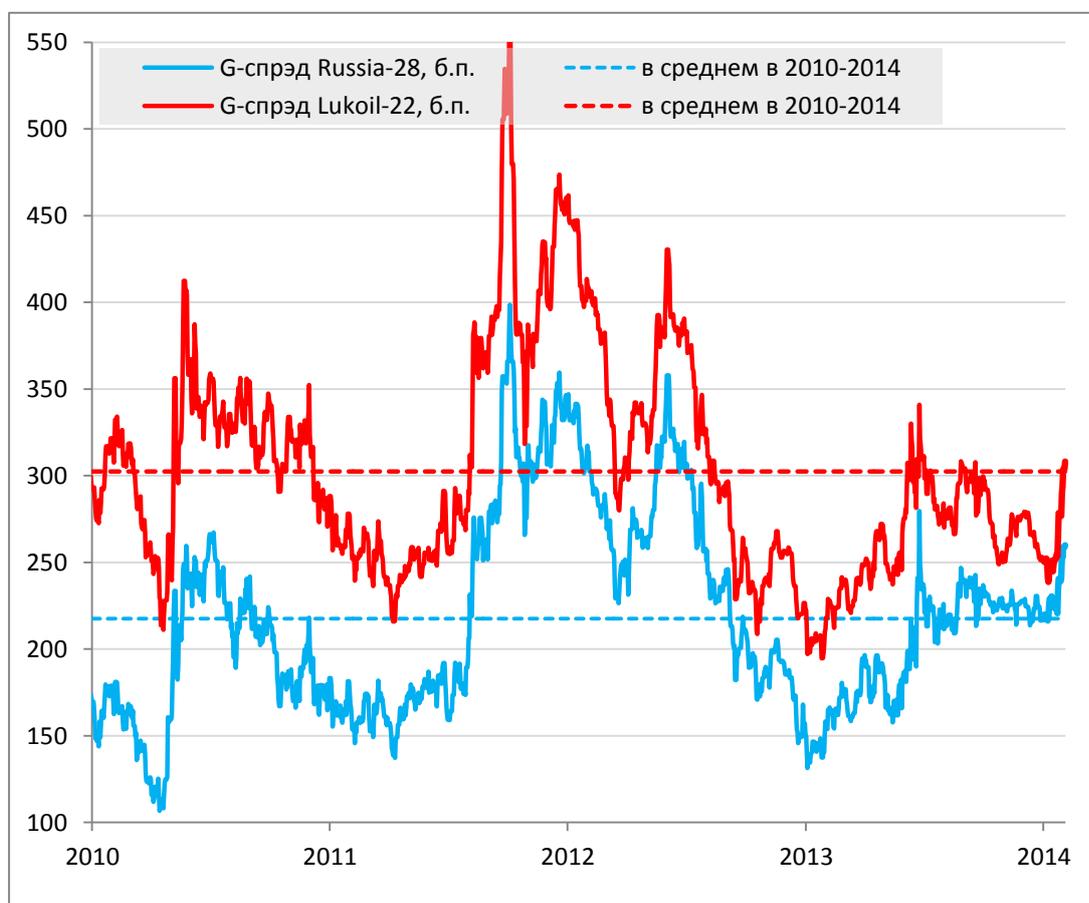
После того как большинство аналитиков порекомендовали продавать US Treasuries, предвещая рост ставок в 2014 году, американские гос. облигации показали обратную динамику, обеспечив инвесторам лучший ежемесячный доход за последние два года. Доходность 10-летнего выпуска опустилась в январе с 3,03% до 2,65%, а в первый торговый день февраля – еще на 7 б.п. до 3-месячного минимума - 2,58%.

Первой реакцией инвесторов в российские еврооблигации на позитивную динамику UST были покупки по всему спектру бумаг. Наиболее длинные выпуски Russia-42 и Russia-43 в середине января прибавляли в цене почти 2%. Однако динамика котировок изменилась на противоположную, когда прояснилось, что рост Treasuries базируется не на ожиданиях мягкой политики ФРС, а наоборот, является следствием бегства в качество из-за её ужесточения. В итоге, в январе Russia-42,43 потеряли в цене около

2%, доходности по российским еврооблигациям в среднем поднялись на 0,2-0,3%, а расширение кредитных спрэдов составило полновесные 50 базисных пунктов.

В начале января мы считали суверенные российские еврооблигации справедливо оцененными, а корпоративными – переоцененными. Теперь тот график, который мы приводили месяц назад, с динамикой спрэдов по двум выпускам (Russia-28 и Lukoil-22) показывает, что суверенные еврооблигации уже немного недооценены, а корпоративные вернулись на справедливый уровень.

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



Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

Реакция на заседание ФРС 28-29 января, когда после объявления о продолжении сокращения программы выкупа облигаций еще на 10 млрд. долл. в месяц рынок US Treasuries отреагировал бурным ростом, показала, что преждевременно говорить об устойчивом росте базовых ставок. Исходя из нашей стратегии покупать на просадке качественные бумаги, нам нравятся суверенные и квазисуверенные заемщики с дюрацией 7-10 лет.

Девальвация рубля может оказать негативное влияние на компании из отраслей, ориентированных на внутренний спрос. В первую очередь, это – телекомы, розничная торговля, в меньшей

степени банки и металлурги. До того как произойдет корректировка цен, либо свежая отчетность не опровергнет наши опасения, мы считаем лучше воздержаться от увеличения позиций в долговых бумагах таких эмитентов.

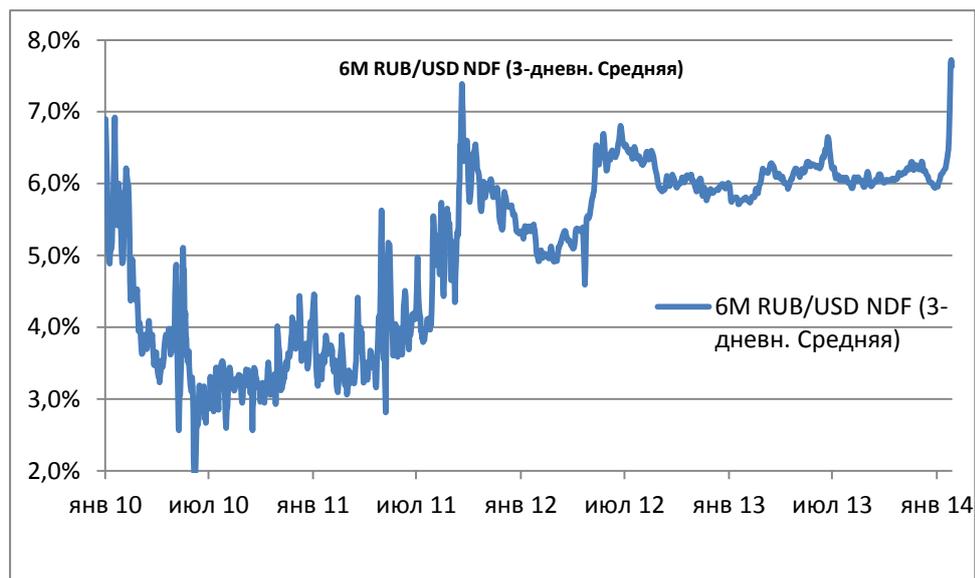
Рублевые облигации

31.01.2014 Fingazeta.ru
Инфляция может
вырасти
Андрей Клепач:
инфляция в РФ в 2014
году может составить
5,2%

В январе котировки длинных ОФЗ снизились на 3-4% и пробили минимумы июня прошлого года. В конце прошлого года мы выказывали скепсис в отношении рублевых облигаций, считая их слишком низкодоходными в изменившихся условиях, а надежды на снижение инфляции и ставок ЦБ – недостаточно убедительными. За прошедший месяц позитивных факторов явно не прибавилось – наоборот, неожиданное для всех сильное ослабление рубля в январе может вызвать уже в ближайшие месяцы ускорение инфляции.

Темой активного обсуждения последних дней января стал скачок ставок по валютным свопам.

Динамика ставок по 6-месячным свопам рубль/доллар



Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

За последние 4 года близкий к 8% уровень ставок по 6-месячным NDF (беспоставочным форвардам) наблюдался всего дважды и был очень краткосрочным. Участники рынка похоже всерьез начали опасаться нехватки инструментов для привлечения по сделкам РЕПО с Центральным Банком и возможного ограничения или повышения ставки ЦБ по операциям предоставления ликвидности через валютные свопы. Мы считаем такой риск маловероятным – нынешнее ослабление рубля устраивает регулятора. Однако дестабилизация своповых ставок делает локальный долговой рынок еще менее интересным для иностранцев.

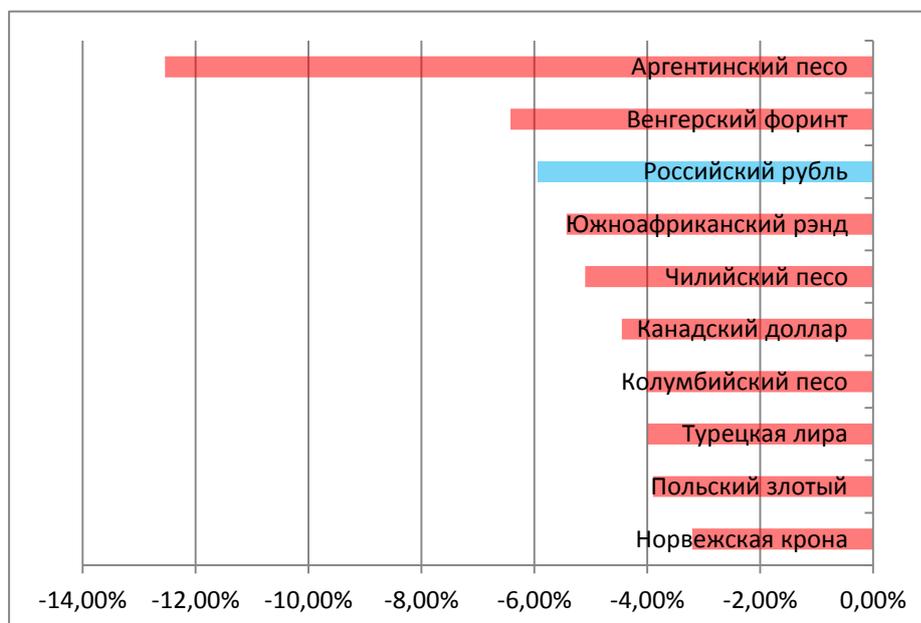
Прошедшее снижение котировок ОФЗ делает их лишь

краткосрочно привлекательными - в надежде на отскок на 1-2% при развороте на валютном рынке и воздержании Минфина от новых размещений. Небольшой рост с текущих уровней выглядит реалистичным сценарием, после чего участников рынка вновь озаботит дисбаланс спроса и предложения при отсутствии драйверов долгосрочного роста. На наш взгляд, вернуться к долгосрочному инвестированию в ОФЗ можно после того, как доходность по длинным выпускам вырастет выше 9% при условии, что вероятность дальнейшей девальвации рубля будет оцениваться, по крайней мере, равновероятной укреплению. 9% - максимальная доходность, с которой торговались долгосрочные ОФЗ за последние 2 года. С учетом того, что девальвация обеспечит федеральному бюджету дополнительные поступления, Минфин может гибко управлять объемом заимствований и полностью остановить размещения, если сочтет неприемлемыми ставки в реальном выражении.

Валютный рынок

В январе большинство сырьевых валют и валют развивающихся стран ослабли относительно доллара США. Российский рубль не стал исключением, упав за месяц на 5,9%.

Изменение за январь 2014 валютных курсов (худшие валюты по динамике относительно доллара США)



Источник: Bloomberg

Для экономистов ослабление рубля не стало неожиданностью. Весь прошлый год рубль держался крепче валют-аналогов благодаря массированным валютным интервенциям ЦБ РФ. В конце 2013 года

российский центральный банк воспользовался временной стабилизацией, чтобы не вызывая паники, отказаться от заметной части взятых на себя обязательств по поддержанию курса. Многие не придавали большого внимания плавному уходу ЦБ с рынка, откладывали спрос на валюту до января, когда в силу сезонных факторов рубль обычно укрепляется.

В итоге фактор отложенного спроса, негативный внешний фон и спокойная реакция властей подтолкнули рубль к падению, которое оказалось усиленным из-за закрытия по стоп-лоссам спекулятивных позиций и спросом населения на наличную валюту.

Несмотря на панические настроения в популярных СМИ (а может быть, как раз именно благодаря им), мы считаем, что в данный момент именно на валютном рынке сложились наиболее привлекательные условия для разворота позиции на 180 градусов – т.е. возврата в рублевые активы. Из-за роста ставок по свопам, форвардный курс рубль/доллар вырос еще сильнее чем спот-курс. По состоянию на 4 февраля при спот-курсе 35,45 форвардный курс на 31.12.2014 - 37,80, т.е. с учетом разницы в процентных ставках покупать рублевые активы выгодно, если курс рубля снизится по итогам 2014 года не более чем на 15%.

Конечно, нельзя исключать сценарий более чем 15% девальвации. Но пока нефть не показывает драматического падения, мы остаемся сторонниками более умеренных прогнозов и ждем коррекции уже в ближайший месяц. В январе ЦБ потратил на валютные интервенции около 8,5 млрд. долл. Заметная часть этих интервенций, на наш взгляд, осела на счетах спекулятивных игроков, которые будут искать момент для фиксации прибыли. Однако если конъюнктура рынка изменится, найти покупателей валюты в феврале может оказаться непросто. С точки зрения торгового баланса сезонные факторы благоприятствуют укреплению рубля, в ближайший месяц шоковый скачок валютных курсов может затормозить импорт и еще больше увеличить профицит. Центральный Банк останется продавцом валюты. Наконец, фактор Олимпиады в Сочи, по оценкам экспертов, может привести к единовременному притоку валюты в размере 2-3 млрд. долл.