АриКапитал
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций
«Арикапитал – Чистые деньги»
На 30 июня 2014:
СЧА – 471 225 302 руб.
Стоимость пая – 1 131.44 руб.

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал

Июль 2014.

Взгляд на долговой рынок

В июне продолжился рост во всех сегментах российского финансового рынка. Невероятный поворот событий за последние два месяца объясняется оптимизмом на американском фондовом рынке, в свете которого глобальные инвесторы все охотнее принимают риски развивающихся стран.
После прошедшего роста, на наш взгляд, следует активно сокращать рискованные позиции, покупать US Treasuries. Постулаты текущей инвестиционной стратегии – покупка валюты за рубли, сокращение дюрации и улучшение кредитного качества портфеля.

. . .

Майское восстановление в стоимости российских активов не остановило покупательскую активность инвесторов – в июне рост продолжился. Второй месяц подряд курс рубля по отношению к доллару укрепился почти на 3% (с 34,90 до 34,00). Фондовый индекс ММВБ вырос на 3% до 1476 пунктов, в середине месяца достигнув максимума с начала этого года. Доходности суверенных еврооблигаций опустились до минимума с начала 2014 года, на февральский уровень вернулись доходности ОФЗ.

Основной причиной для столь невероятного разворота из ситуации, казавшейся 2 месяца назад абсолютно беспросветной, на наш взгляд, стало продолжающееся ралли на американском фондовом рынке. В июне индекс S&P500 прибавил 2%, установив новый исторический максимум. С начала года его рост составил уже 6,1%, что обеспечило двузначную доходность в годовом выражении. Несмотря на неоднозначные макроэкономические данные (например, 25 июня было уточнено изменение ВВП США за 1 квартал, первоначальное снижение на 1% было пересмотрено на -2,9% - за последние 20 лет хуже цифры выходили только в 4 кв. 2008 и 1 кв. 2009), для многих инвесторов положительная динамика фондовых индексов – первичный и достаточный довод верить в то, что национальная экономика в полном порядке, что будет поддерживать спрос на сырье и другие экспортные товары развивающихся стран, что в свою очередь обеспечит их платежеспособность.

Ажиотаж на глобальном долговом рынке напоминает ситуацию апреля-мая 2013 года – первичные размещения эмитентов-дебютантов с «мусорным» кредитным рейтингом разлетаются «на ура». Например, Эквадору, последний раз объявлявшему дефолт всего 7 лет назад, удалось в середине июня разместить самый крупный в своей истории (2 млрд. долл.) и самый длинный выпуск (10 лет) под ставку 7,95% годовых.

Новости по теме:

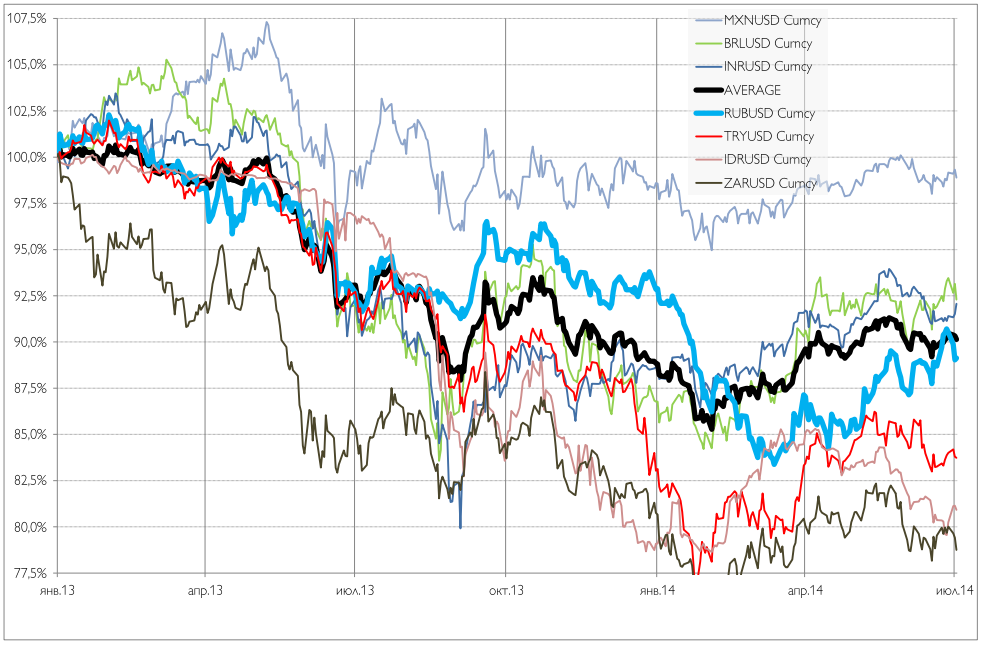
17.06.2014 Wall Street Journal
Ecuador, Kenya Government Bonds Entice Yield Hunters

19.06.2014 Bloomberg
Russia's $20 Billion Bond Void Filled by Nations From China to Mexico

Общий объем первичных размещений заемщиками из развивающихся стран в 1 полугодии 2014 года превысил прошлогодний рекорд несмотря на то, что традиционно активные российские эмитенты в этом году сократили выпуск в 4 раза.

Приток иностранных инвестиций вернул и валютные курсы развивающихся стран на отметки, близкие к прошлогодним максимумам (если учесть накопленную за это время инфляцию). При средней инфляции в выборке крупных развивающихся стран на уровне 6,8% в год, по состоянию на начало июля их валюты в реальном выражении ослабли менее чем на 3% относительно начала 2013 года, когда они были на многолетних максимумах.

Динамика курса рубль/доллар и среднего курса 7 развивающихся стран* (Бразилия, Индия, Индонезия, Мексика, Россия, Турция, ЮАР) с начала 2013 года



Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

График изменения валютного курса рубля в сравнении с усредненным валютным курсом крупных развивающихся стран (за исключением Китая, так как курс юаня продолжает управляться властями страны) отражает метаморфозы восприятия России глазами международных инвесторов – в первом полугодии 2013 года рубль падал вместе с остальными валютами EM, во втором полугодии 2013 года оказался «тихой гаванью» на фоне продолживших ослабление валют стран хрупкой пятерки, в начале 2014 года после украинских событий стал аутсайдером, а к концу июня вновь «вернулся в строй». За полтора года изменение курса рубля к доллару точно соответствует среднему изменению ведущих

развивающихся валют – рубль упал больше, чем мексиканский песо и бразильский реал, но меньше, чем южноафриканский рэнд и индонезийская рупия.

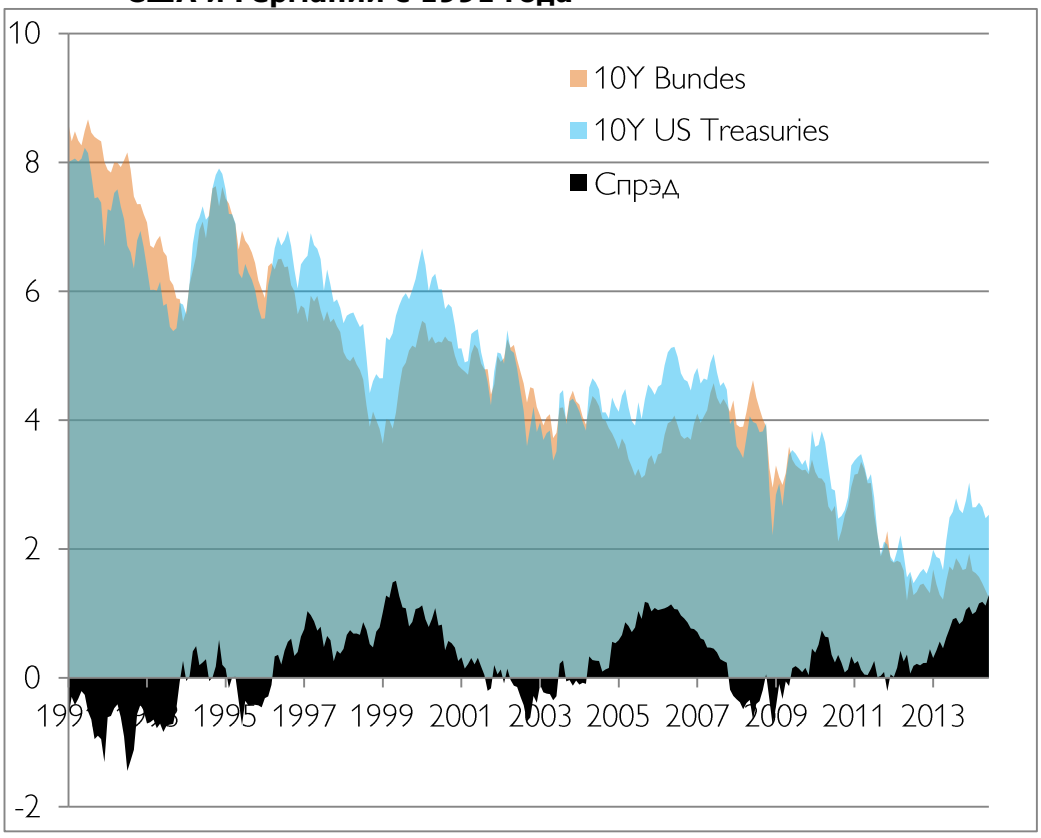
Финансовые рынки, кажется, окончательно перестали закладывать «украинский риск» в оценку российских активов. На следующий рабочий день после новости о сбитом самолете украинских ВВС, в котором погибло 49 человек, торги на ММВБ открылись с 3% падения акций, а закончились всего лишь полупроцентным снижением. Ни провал газовых переговоров, ни подготовка Западом новых санкций не вызывают даже доли той реакции, которая следовала при аналогичных новостях в марте.

Комбинация переоцененности активов на развивающихся рынках в целом в сочетании с локальным фактором недооцененности тех ухудшений, которые произошли в России с начала марта – опасный коктейль. Простой вывод – нужно сокращать риски.

На наш взгляд, любой из трех путей – сокращение дюрации портфеля, улучшение кредитного качества и перекладка из российских долговых бумаг в американские Treasuries, заслуживает реализации прямо сейчас.

Динамика доходности по 10-летним гос. облигациям США и Германии с 1991 года

03.07.2014 Bloomberg
Treasury Decline Boosts Yield to 15-Year High Versus Germany's



Источник: Bloomberg

Среднесрочные (7-10 лет) американские казначейские облигации, пожалуй, лучшее убежище для капитала в данный момент. Вследствие активного обсуждения возможности повышения ставок ФРС США, US Treasuries остались в стороне от структурного снижения реальных доходностей, прошедшего за последний год в гос. облигациях других стран. Например, на втором по важности рынке гос. облигаций - Германии доходность 10-летних Bundes снизилась в первом полугодии 2014 года на треть – с 1,92 до 1,24% годовых. В Японии правительство Синдзо Абэ смогло разогнать инфляцию до 3,7% годовых, при этом доходность 10-летних гос. облигаций снизилась с января по июнь на четверть – с 0,73% до 0,55% - глубоко отрицательное значение в реальном выражении! Текущая доходность 10-летних US Treasuries - 2,65% предлагает максимальную премию к доходности немецких Bundes за последние 15 лет, что выглядит аномалией даже с учетом разного состояния экономик двух стран.

Валютный рынок

В июне рубль продолжил укрепление. За месяц его курс по отношению к доллару вырос почти на 3%. За полгода в номинальном выражении рубль снизился на 3,2% (курс доллара вырос с 32,90 до 34), но с учетом разницы между инфляцией в России (4,8% в 1 полугодии) и в США (~1,4%), в реальном выражении рубль укрепился на 0,2%.

Если вспомнить панику, царившую на валютном рынке в январе, когда никто всерьез не рассматривал сценарий войны с Украиной, возвращение реального курса рубля на прошлогодний уровень выглядит удивительным и не обоснованным.

В ближайшее время ко всем долгосрочным факторам в пользу слабого рубля добавится сезонный спрос на валюту. Участники рынка, по-видимому, недооценивают влияние дивидендных выплат российскими компаниями, которые только от десятки «голубых фишек», входящих в индекс ММВБ, должны до конца лета составить почти 600 млрд. руб. С 2014 года период, в течение которого компании обязаны выплатить дивиденды, сократился до 10-25 рабочих дней, считая от даты фиксации реестра. Практически по всем компаниям эти даты попадают в диапазон между 11 июня и 17 июля, следовательно, с середины июля по середину августа мы будем наблюдать мощный поток выплат и покупки валюты.

В зависимости от ситуации на внешних рынках часть спроса на валюту может быть удовлетворена рыночными игроками, которые могут на уровне 35,5-36 поддержать рубль с расчетом заработать на его обратном укреплении после окончания «сезонного фактора» ближе к концу года. Однако, в

18.06.2014 Gazeta.ru
Банк России победил доллар

случае если сезонный спрос на валюту совпадет с очередным падением интереса к развивающимся рынкам, не стоит сбрасывать со счетов и более драматичный сценарий падения рубля до уровня поддержки Центральным банком. После нового расширения подкоридора, в котором ЦБ не участвует в торгах на валютном рынке, этот уровень – 42,40 руб. по отношению к бивалютной корзине, или при текущем курсе евро/доллар 1,365 – 36,40 рублей за доллар США.

Летние дивидендные выплаты крупнейшими российскими компаниями*

	Сумма выплат, млн. руб.	Дата фиксации реестра	Free float
Газпром	170 449	17 июл 14	46%
Лукойл	51 036	15 июл 14	57%
Сбербанк-ао	69 078	17 июн 14	48%
Сбербанк-ап	3 200	17 июн 14	100%
Магнит	8 434	11 июн 14	54%
Сургут-ао	21 436	16 июл 14	25%
Сургут-ап	18 177	16 июл 14	73%
Нор.Никель	39 310	17 июн 14	30%
Роснефть	136 187	8 июл 14	12%
МТС	38 435	7 июл 14	49%
ВТБ	15 034	1 июл 14	39%
Татнефть-ао	17 931	16 июл 14	32%
Татнефть-ап	1 214	16 июл 14	100%
	589 920		

** Примечание: без учета Новатэка, дата формирования реестра для выплаты дивидендов которого прошла в апреле.*
Источник: ММВБ, Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

На наш взгляд, вероятность падения курса как минимум к отметке 36 рублей за доллар до конца лета заметно выше 50% и рекомендуем перекладываться из рублевых активов в долларовые.