



АРИКАПИТАЛ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций
«Арикапитал – Чистые деньги»
На 30 мая 2014:
СЧА – 476 655 588 руб.
Стоимость пая – 1 144.80 руб.

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал



Новости по теме:



Июнь 2014.

Взгляд на долговой рынок

Майское восстановление в стоимости российских активов превзошло самые смелые прогнозы. Этому способствовало переосмысление инвесторами роли России в украинском конфликте и риска открытого противостояния с Западом, а также продолжение исключительно благоприятной конъюнктуры на мировых финансовых рынках.

После прошедшего роста, на наш взгляд, лучше сократить позиции в рискованных инструментах, переложившись в US Treasuries и короткие долларские еврооблигации российских эмитентов. Часть активов можно направить на участие в первичных размещениях рублевых облигаций, предлагающих существенную премию к уровням до украинских событий.

• • •

Майское восстановление в стоимости российских активов превзошло самые смелые прогнозы: курс рубля по отношению к доллару укрепился на 3% с 35,70 до 34,90 (в конце февраля курс был вблизи 36 рублей за доллар), фондовый индекс ММВБ вырос почти на 10% с 1306 до 1432 пунктов (28 февраля торги закрывались на отметке 1445 пунктов), доходность наиболее ликвидного выпуска суверенных еврооблигаций Russia-30 снизилась почти на 1% пункт с 5,05% до 4,15% годовых, достигнув уровня последней недели февраля.

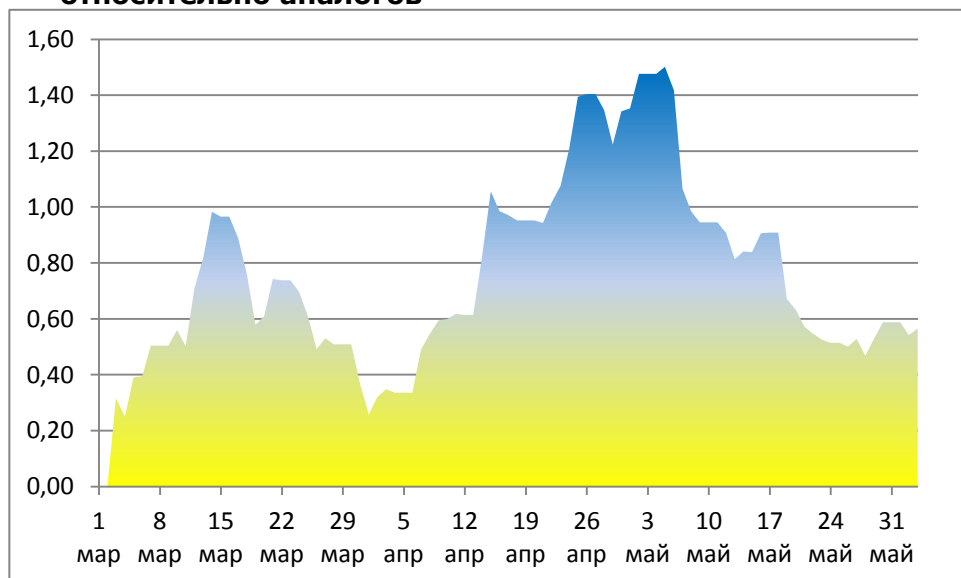
Ралли в российских активах произошло несмотря на усугубление конфликта на Украине, который все больше напоминает гражданскую войну. Однако участники рынка с облегчением восприняли официальную российскую трактовку событий, согласно которой Россия не принимает участия в конфликте и не имеет намерений присоединять к себе дополнительные территории. Сам факт проведения президентских выборов на Украине снял с повестки дня введение новых санкций Запада против России. Наконец, заключение газового контракта с Китаем стало мощным противовесом объявленной ЕС политике снижения зависимости от российских энергоресурсов.

От полного торжества по поводу быстрого восстановления рынка в пике пессимистам, предрекавшим глубокий кризис российской экономике и крах фондовых индикаторов, останавливает анализ ситуации на мировых финансовых рынках. Держатели российских облигаций и акций вряд ли смогли компенсировать убытки марта-апреля, если бы не чрезвычайно благоприятная конъюнктура глобального долгового рынка. Доходность 10-летних US Treasuries опустилась за последний месяц с 2,65% до 2,50% - минимума с июня 2013 года, что повлекло новый приток инвестиций в развивающиеся страны.

Если вычленишь из динамики российских еврооблигаций рост, связанный с общим подъемом спроса на долларские

обязательства стран-аналогов (Бразилия, Индонезия, Турция, ЮАР), то можно заметить, что в первые два месяца весны премия за российский риск увеличилась на 100-120 базисных пунктов (1-1,2%), после чего в мае сократилась до 30-50 базисных пунктов, однако «украинский риск» остался заложен в котировках российских еврооблигаций, сокращение премии за риск притормозилось, начиная со второй половины мая.

Изменение доходности по российским еврооблигациям относительно аналогов*



* Доходность к погашению по выпуску Russia-22 минус средняя доходность к погашению по выпускам Brazil-23, Turkey-22, Indonesia-22 минус 0,38 (разница между доходностями по состоянию на 28 февраля)

Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

Месяц назад российские активы казались очевидной рекомендацией на покупку, но теперь их сложно назвать однозначно недооцененными. Премия за «украинский риск» может легко увеличиться с текущего уровня в 30-50 б.п., например, в случае нового понижения кредитного рейтинга России любым из трех рейтинговых агентств (S&P, Moody's и Fitch).

Похоже, рынок пришел в равновесие, его участники привыкли к сложившимся уровням ставок, и теперь первоочередную важность вновь приобретают внешние факторы. Пока они благоприятны, однако весь рост первых пяти месяцев 2014 года был вопреки здравой логике и прогнозам аналитиков, поэтому разворот может произойти в любой момент и он будет весьма болезненным.

Например, в США снижение доходностей гос. облигаций до годового минимума произошло вопреки хорошим данным по рынку труда и сокращению программы ФРС количественного смягчения (QE-3). В январе 2014 года аналитики предсказывали рост доходности 10-летних UST с 3,0 до 3,45%. Вместо этого доходность снизилась с 3,0 до 2,5%, а

26.05.2014 BBC.com
На выборах в
Европарламент победили
евроскептики

аналитикам не оставалось ничего большего, чем следовать за рынком – согласно последнему ежемесячному опросу Bloomberg, опубликованному 8 мая, ведущие эксперты умили медвежьим настроением, хотя все еще ждут роста доходности 10-летних UST к концу года до уровня 3,25%.

В Еврозоне в мае доходности гос. облигаций периферийных стран опустились до новых исторических минимумов. В преддверии выборов в европейский парламент суверенные еврооблигации Греции, Испании и Италии подверглись распродаже. Однако шокирующая победа во многих странах радикалов и противников Евросоюза не сломала работающий с лета 2012 года тренд на снижение доходностей. За две недели до выборов доходность по греческим гос. облигациям выросла с 6,0 до 6,75%, но после выборов опустилась до 6,1% годовых при том, что лидер победившей в Греции левой партии СИРИЗА Алексис Ципрас выступает за новое списание греческого долга.

В данной ситуации, на наш взгляд, стоит начать сокращать позиции в долгосрочных еврооблигациях российских эмитентов, не ставить всё на какой-либо отдельный сценарий, сохраняя широкую диверсификацию между короткими и среднесрочными еврооблигациями эмитентов с различным кредитным рейтингом от B+ до BB+, а также в качестве защитного актива выделить 10-15% портфеля для покупки US Treasuries.

Рублевые облигации

Прошедшее восстановление стоимости российских активов оставило сегмент рублевых облигаций наиболее дешевым. В мае доходность наиболее ликвидного выпуска ОФЗ 25207 с погашением в феврале 2027 года снизилась с 9,5% до 8,7% годовых, однако это все еще далеко от уровня, на котором торговался выпуск в конце февраля (8,3-8,4%) и тем более в начале 2014 года (7,90%).

Основной причиной отставания рублевых облигаций от других сегментов финансового рынка стало нежелание Центрального Банка снижать процентные ставки, повышенные в качестве экстренной меры сначала 3 марта на 1,5% пункта, а затем на апрельском заседании Совета Директоров еще на 0,5% пункта.

Жесткий настрой ЦБ на борьбу с разогнавшейся инфляцией тяжело отражается на способности банков зарабатывать, закладывая облигации из ломбардного списка в РЕПО Центральному Банку. Однако для инвесторов «real money», таких как паевые и пенсионные фонды, открывается благоприятная возможность приобрести качественные облигации с высокой реальной доходностью. Благодаря жесткой политике ЦБ и прекращению ослабления рубля долгосрочные инфляционные ожидания вернулись к уровню, где они были в конце прошлого года +/- 6% в год, в то время

23.05.2014 РИА новости
Набиуллина: снижение
ключевой ставки ЦБ РФ
лишь разгонит
инфляцию

как доходность 10-летних ОФЗ выше 8,5% годовых.

На наш взгляд, лучше всего сделать ставку на снижение рублевых доходностей, участвуя в первичных размещениях субфедеральных и корпоративных эмитентов с высоким кредитным рейтингом (BB и выше) и дюрацией до 3 лет. Если доходность гос. облигаций сейчас выше, чем в начале года всего на 1-1,3% пункта, то эмитенты корпоративных и субфедеральных облигаций готовы давать при размещении кризисную премию – примерно 2% к ставкам, по которым они смогли бы разместиться в конце 2013 года.

Изменение доходностей по рублевым облигациям в различных сегментах

Инструмент	Доходность к погашению по состоянию на 31.12.2013	Доходность к погашению по состоянию на 03.06.2014
ОФЗ 25081 (погашение 31.01.2018)	7,0%	8,3%
Красноярский Край	<i>КраснЯрКрб (погашение 19.10.2017)</i> 8,2%	<i>КраснЯрКр8 (погашение 08.07.2018)</i> 10,75%
Евразийский Банк Развития	<i>ЕАБР07 (погашение 28.09.2016)</i> 7,9%	<i>ЕАБР-9 (оферта 30.05.2016)</i> 9,6%

Источник: ММВБ, оценки УК Арикапитал

Валютный рынок

В мае рубль стал одним из мировых лидеров роста. За месяц он укрепился относительно доллара на 3%, курс доллар/рубль снизился с 35,70 до 34,90.

Также как и другим классам российских активов восстановлению национальной валюты помогло сочетание переосмысления украинского фактора и благоприятная внешняя конъюнктура – валюты других развивающихся стран в мае также преимущественно укреплялись (индийская рупия +2,9%, мексиканский песо +2,0%, турецкая лира +1,6%).

Рубль не просто отыграл всё ослабление, спровоцированное украинскими событиями, а вырос относительно отметки, на которой находился 28 февраля (35,90). На фоне столь сильного укрепления ведущие аналитики однозначны в своих оценках – рубль вряд ли задержится на текущих уровнях и будет слабеть в оставшееся до конца года время. Мы разделяем прогноз аналитиков, согласно которому курс доллара поднимется к концу года выше 36 рублей.

16.05.2014 Ведомости
Укрепление рубля —
отличный повод купить
валюту