



АРИКАПИТАЛ  
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций  
«Арикапитал – Чистые деньги»  
На 29 августа 2014:  
СЧА – 544 404 530 руб.  
Стоимость пая – 1 188.91 руб.

Алексей Третьяков,  
Генеральный директор  
УК Арикапитал



Новости по теме:

28.08.2014 BBC.com  
[Порошенко объявил о вводе российских войск на Украину](#)



Сентябрь 2014.

Взгляд на долговой рынок

Окончание лета прошло в условиях возрастающей волатильности, под знаком которой, видимо, суждено провести весь 2014 год. Распродажа в еврооблигациях российских гос. банков в конце июля сменилась ралли в середине августа, затем новым падением на фоне эскалации военного конфликта на Украине, и ростом после заключения соглашения о перемирии. Очередное, уже сложно сказать какое по счету, падение в последние дни на валютном и облигационном рынке обусловлено санкциями США и ЕС против нефтегазового сектора и падением цены на нефть ниже отметки в 100 долл. за баррель.

Мы допускаем, что котировки еврооблигаций и рублевых облигаций могут понизиться и даже установить новые антирекорды. Но снижение цен стоит использовать для покупки качественных активов как долларовых, так и рублевых.

• • •

Последний месяц лета, несмотря на традиционное затухание торговой активности, не дал расслабиться управляющим активами. Распродажа в конце июля сменилась ралли в середине августа, затем новым падением на фоне эскалации военного конфликта на Украине. В начале сентября, когда мы уже готовились выпустить ежемесячный обзор, неожиданная новость о достижении перемирия вновь перевернула картину мира на 180 градусов, и, наконец, в последние дни мы наблюдаем очередное ухудшение на фоне нового раунда санкций, к которому добавилось снижение цен на нефть, золото и другие commodities.

Неплохую динамику с начала августа показал фондовый рынок. Индекс ММВБ вырос на 5%, практически вернувшись к годовому максимуму. На наш взгляд, это позитивный сигнал. Как ни странно, участники рынка акций считают, что ничего плохого не происходит, по крайней мере, для компаний, представленных в индексе. Ухудшение в экономике, возможный рост стоимости заимствований и появившиеся торговые барьеры компенсируются снижением издержек в долларовом выражении.

После серии скачков вверх и вниз еврооблигации за период с начала августа в среднем остались на тех же уровнях. Выпуски гос. банков подорожали на 1%. Худшую динамику показали суверенные выпуски (-2%) и нефтегазовый сектор, в котором котировки снизились в среднем на 1,5%, что стало следствием переместившегося фокуса санкций.

Наиболее чувствительным к негативу оказался валютный сегмент российского финансового рынка. С начала августа по 12 сентября рубль обесценился на 6% до исторического минимума относительно доллара США – 37,97. К общему негативу, по видимому, добавился пик выплат

дивидендов российскими компаниями, о котором мы предупреждали в [июльском обзоре](#).

К началу сентября российский долговой рынок оказался в еще большей изоляции от радужной ситуации на остальных долговых рынках, упустив возможность стать частью, возможно, завершающей стадии многомесячного ралли, по итогам которого европейские государственные облигации достигли самых низких доходностей в своей истории (соответственно, максимумов по ценам), а большинство развивающихся рынков – ценовых максимумов с июня 2013 года. Скупка европейских гос. облигаций зашла настолько далеко, что доходности проблемных южан Италии и Испании опустились ниже, чем по американским Treasuries, а устойчивого ядра Еврозоны (Германия, Голландия, Франция) – до отрицательных значений на горизонте до двух лет.

Впрочем, американским инвесторам также грех было жаловаться. Если вспомнить, что в сентябре 2013 года до начала сворачивания программы QE-3, доходность 10-летних Treasuries была на уровне 3,0% годовых, а спустя год выглядит неправдоподобно хорошо, что уже при почти завершённой программе выкупа и подтверждении самых оптимистичных прогнозов развития американской экономики, доходность опустилась до 2,35%.

Почему мы опасаемся, что наблюдаем завершающую стадию ралли в долговых активах? Момент 4 сентября, когда Европейский центральный банк неожиданно снизил процентные ставки (ставка по депозитам ушла глубже в отрицательную зону с минус 0,1% до -0,2%), и заявил о планах по QE, можно сравнить с парадом планет, редким явлением, когда для обозревателя, смотрящего в небо с поверхности Земли, несколько планет сходятся в этой точке. В нашем случае вместо планет сходятся политики трех основных центральных банков мира: ФРС, ЕЦБ и Банка Японии. Причем, не просто в точке мягкости, а эпицентре активного вливания ликвидности в финансовую систему. ФРС, судя по всему, будет продолжать QE до конца осени. ЕЦБ подхватывает эстафету, только приступая к QE. Что касается Банка Японии, то после выхода 8 сентября удручающих данных по ВВП, который во втором квартале снизился в годовом выражении на 7,1% (за последние 20 лет худшая динамика была лишь в разгар кризиса 2008 года), все заговорили о том, что от него также потребуются масштабное вливание денег в экономику.

Скорее всего, политика ФРС останется неизменной в ближайшие месяцы – новый руководитель Джанет Йеллен постоянно находит новые доводы в пользу сохранения мягкой денежной политики. Но, на наш взгляд, риск заключается в завышенных ожиданиях рынка. Например, согласно консенсусному прогнозу Bloomberg (по результатам опроса более 60 аналитиков из ведущих инвестиционных банков), ФРС поднимет ставку к концу 2015 года до 1%. В условиях растущей экономики и 2% инфляции, реальные ставки останутся в отрицательной зоне, так что такой уровень

14.08.2014 Bloomberg  
Germany 10-Year Bond  
Yield Drops Below 1% as  
GDP Shrinks

12.09.2014 Bloomberg  
Treasuries Taper Tantrum  
Ruled Out by BofA Seeing  
Japan Buying

соответствует определению «мягкой» монетарной политики.

Однако, прогноз аналитиков по доходности казначейских облигаций и форвардная кривая заметно расходятся. В рыночных котировках заложен сценарий роста доходности 10-летних UST с 2,5% до 2,9%, в то время, как аналитики прогнозируют рост до 3,5%.

**Прогноз динамики доходности 10-летних US Treasuries исходя из рыночных котировок и по мнению аналитиков (по состоянию на 11 сентября 2014)**

|                       | Q3 14 | Q4 14 | Q1 15 | Q2 15 | Q3 15 | Q4 15 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Implied Forward Yield | 2,5   | 2,6   | 2,7   | 2,8   | 2,9   | 2,9   |
| Median Forecast       | 2,6   | 2,8   | 3,0   | 3,1   | 3,3   | 3,5   |

*Источник: Bloomberg*

В начале года аналитики ошиблись, ожидая взлет ставок, но инвесторы-практики оказались правы. Однако на более длительном промежутке времени истина может оказаться посередине, и доходность UST наконец-то начнет расти.

Для развивающихся рынков и для России также увеличивается риск, что продолжающееся ухудшение конъюнктуры товарных рынков начнет сказываться на макроэкономических, бюджетных показателях и в конечном счете приведет к ухудшению кредитных рейтингов. В начале сентября стоимость железной руды опустилась до минимума с осени 2009 года из-за ввода избыточных мощностей по всему миру на фоне недостаточно активного роста спроса в Китае и Европе. Нефть Brent с начала августа по 11 сентября подешевела с 105 до 97 долл. за баррель, минимума с лета 2012 года на фоне устойчивого роста добычи сланцевой нефти в США.

Какую стратегию выбрать в данный момент российскому инвестору? На наш взгляд, актуальным остается курс на покупку качественных активов по низким ценам. Под качественными активами мы понимаем еврооблигации корпоративных и банковских эмитентов с рейтингом не ниже BB+, с учетом последнего ослабления курса рубля, можно включить в портфель также короткие (до 2 лет) корпоративные и субфедеральные рублевые облигации и ОФЗ. Вопрос правильного выбора времени для покупки диктует логика последних рыночных движений – фундаментально российские бумаги выглядят дешевыми все время, начиная с марта этого года. Однако пока не закончится выход европейских и американских инвесторов, цены могут оставаться на заниженных уровнях. Чтобы минимизировать потери на отрицательной переоценке, мы считаем относительно безопасно покупать при падении котировок до минимумов. По отдельным бумагам эти минимумы были сформированы в марте, в других – в начале мая или совсем

недавно, в начале сентября. Важно при этом понимать, что кредитное качество выбранных эмитентов не ухудшилось за последнее время. На наш взгляд, это справедливо для большинства экспортеров (за исключением производителей сильно подешевевших золота и железной руды) и государственных банков (в силу того, что их кредитные рейтинги определяются наличием поддержки со стороны государства, а не собственными результатами).

В наибольшей степени с начала года, на наш взгляд, ухудшилось кредитное качество частных банков. Те секторы экономики, которые они кредитовали: физические лица, торговля, услуги (в т.ч. туризм), строительство, понесли тяжелые потери. Следующим негативным фактором может стать усиление конкуренции за депозиты населения, в котором гос. банки выигрывают за явным преимуществом.

## Еврооблигации

В начале августа котировки российских долговых бумаг, в особенности еврооблигаций гос. банков, опустились до годовых минимумов, после чего участники рынка решили, что «отсутствие плохих новостей – хорошая новость» и вновь начали покупки. За неделю с 8 по 15 августа долгосрочные еврооблигации Сбербанка, ВЭБа и ВТБ показали мини-ралли, подорожав на 3-5%. Однако, отыграв менее половины от июльского падения, прекратили рост. Проторговавшись еще неделю на достигнутых уровнях, бумаги начали очередное, уже четвертое в этом году падение после драматичного заявления Порошенко о вторжении российских войск на Украину 28 августа и объявления западными лидерами новых санкций в отношении России.

В начале сентября некоторые банковские выпуски зафиксировали годовые минимумы. Например, Sbergu-21 подешевел до 95,5% (доходность к погашению – 6,5%; июльский максимум по цене – 106,0%); Vebbnk-23 подешевел до 87,40% (доходность к погашению – 7,9%; июльский максимум по цене – 100,7%). Ситуация резко изменилась после появления утром 4 сентября новости о достижения перемирия на Украине, после чего котировки еврооблигаций взметнулись вверх на 3-4%. Несмотря на приостановку военных действий, санкционная война, напротив, только набирает обороты. Последнюю неделю рынок снижался на фоне подготовки США и Европой очередного пакета санкций, объявление которого произошло сегодня, 12 сентября.

С 1 августа по настоящий момент котировки еврооблигаций в среднем практически не изменились. Фокус санкционного внимания сместился с гос. банков к нефтяникам, что отразилось на динамике секторов: гос. банковские выпуски в среднем подорожали на 1%, а нефтегазовые подешевели на 1,5%. Еще сильнее (на 2%) упали в цене суверенные выпуски, что с одной стороны обусловлено более

длинной дюрацией, с другой стороны все понимают, что после нефтегазового сектора, в следующем раунде санкций западным инвесторам могут запретить инвестирование в государственные российские ценные бумаги.

В этой ситуации наша стратегия на рынке остается неизменной – нужно покупать наиболее дешевые качественные активы в моменты распродаж. Приведенная таблица наиболее сильно подешевевших выпусков еврооблигаций 1 эшелона российских заемщиков (рейтинг ВВВ- и выше) отражает наши предпочтения.

### **Динамика изменения цен с начала года в долларовых еврооблигациях эмитентов investment grade**

| Эмитент        | Тикер  | Дата погашения | Цена на 31.12.2013 | Текущая цена | Доходность к погашению, % | Изменение цены с начала года, % |
|----------------|--------|----------------|--------------------|--------------|---------------------------|---------------------------------|
| Россельхозбанк | RSHB   | 03.06.2021     | 102,7              | 92,8         | 8,5                       | -9,6%                           |
| Россельхозбанк | RSHB   | 29.05.2018     | 113,1              | 103,2        | 6,8                       | -8,8%                           |
| Роснефть       | TMENRU | 02.02.2020     | 113,5              | 103,5        | 6,5                       | -8,8%                           |
| ВЭБ            | VEBBNK | 09.07.2020     | 110,5              | 101,3        | 6,6                       | -8,3%                           |
| Роснефть       | TMENRU | 13.03.2018     | 115,9              | 106,6        | 5,8                       | -8,0%                           |
| ВЭБ            | VEBBNK | 05.07.2022     | 102,7              | 94,6         | 6,9                       | -7,9%                           |
| ВЭБ            | VEBBNK | 22.11.2025     | 104,8              | 96,9         | 7,2                       | -7,5%                           |
| Новатэк        | NVTKRM | 03.02.2021     | 109,9              | 101,6        | 6,3                       | -7,5%                           |
| Лукойл         | LUKOIL | 05.11.2019     | 115,6              | 107,0        | 5,7                       | -7,5%                           |
| ВЭБ            | VEBBNK | 22.11.2017     | 107,3              | 99,3         | 5,7                       | -7,4%                           |

*Источник: Bloomberg*

## **Рублевые облигации**

Рынок рублевых корпоративных облигаций за последний месяц продолжил снижение. В отличие от еврооблигаций котировки ОФЗ после более чем 5% падения в июле, в августе так и не смогли восстановиться. По состоянию на 12 сентября длинные выпуски торгуются вблизи многолетних минимумов по цене, по доходности приближаясь к 10% годовых.

Пока остаются в силе все негативные факторы. Инфляция вновь начала разгоняться, вместо ожидаемой дефляции на фоне хорошего урожая в августе розничные цены выросли на 0,2%. Возможное введение дополнительных ограничений на импорт и ослабление до рекордного минимума курса рубля делает труднопредсказуемым оценку инфляционного пика, который неизбежно придет через несколько месяцев.

Тем не менее, похоже, что цикл повышения ставок подходит к концу. Идея Центрального Банка по сдерживанию инфляции, вызванной немонетарными факторами, повышением ставок, встречает все большую оппозицию в других структурах правительства. На наш взгляд, начиная с 10% доходности короткие рублевые облигации эмитентов с инвестиционным рейтингом (прежде всего гос. банки и дочерние подразделения

иностранных банков) можно включать в портфель с целью диверсификации и в качестве защитной позиции.

## Валютный рынок

С начала августа по 12 сентября рубль обесценился почти на 6% до исторического минимума относительно доллара США – 37,70. Несмотря на массу негативных факторов – общий геополитический фон, отток капитала, снижение цен на нефть, на наш взгляд, российская валюта ушла в зону глубокой перепроданности, из которой в ближайшие месяцы произойдет восстановление. Стоит напомнить, что не далее, чем в начале июля при тех же рисках курс рубля в реальном выражении был крепче, чем в 2013 году. Обесценение в номинальном выражении за полтора года с января 2013 по июнь 2014 на 10% было на том же уровне, что и в среднем по валютам развивающихся стран со схожей структурой экономики. На данный момент курс рубля потерял почти 20% и выглядит на 7% хуже валют-аналогов (среди которых бразильский реал, южноафриканский рэнд, турецкая лира и др. валюты).

На наш взгляд, объяснением тяжелого положения рубля является не столько экономика, а две вещи:

Во-первых, сезонный фактор спроса на валюту (пик летних поездок за границу и дивидендные выплаты), который уже подходит к концу;

Во-вторых, участникам рынка впервые приходится учиться находить уровень поддержки в отсутствие Центрального Банка, который за несколько эффективных пассивов в середине лета, когда рублю ничего не угрожало, сократил поддержку. Последним важным событием стало его решение расширить коридор с 7 до 9 рублей и снижение величины накопленных интервенций, при которых ЦБ сдвигает границы коридора на 5 копеек, с 1 млрд. до 350 млн. долл.

Мы считаем, что уже при текущем курсе 37,70 стоит вернуться в рублевые активы не менее чем на 50%. А в случае продолжения ослабления, конечной целью которого может стать тестирование верхней границы коридора ЦБ (44,40, при текущем курсе EUR/USD 1,293 это соответствует курсу USD/RUB 39,20), увеличивать долю рублей до 100%.