



АРИКАПИТАЛ  
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций  
«Арикапитал – Чистые деньги»

Алексей Третьяков,  
Генеральный директор  
УК Арикапитал



Апрель 2015.

Взгляд на долговой рынок

На российском финансовом рынке продолжилось весеннее ралли. Наиболее ликвидный выпуск еврооблигаций Russia-30 подорожал с начала марта на 10% до 118% от номинала, так дорого за российские суверенные еврооблигации не платили с лета 2013 года. Рубль укрепился на 13,5%, вновь не подтвердив прогнозы аналитиков, ожидавших ослабления до 66-68 руб. за доллар.

Возврат котировок на осенние уровни нивелировал фактор фундаментальной недооцененности еврооблигаций российских эмитентов. Для продолжения ралли необходимо сохранение стабильности на востоке Украины, нефтяном и валютном рынке. Новое равновесие на российском финансовом рынке – крайне неустойчивое.

• • •

На финансовом рынке с середины марта устойчиво воцарились весенние настроения. Рубль с начала марта укрепился по отношению к доллару США на 13,5%, оказавшись мировым рекордсменом, причем второй по темпам укрепления тайваньский доллар прибавил менее 2%. Российские еврооблигации и рублевые облигации показали не менее впечатляющую динамику. Наиболее ликвидный выпуск еврооблигаций Russia-30 подорожал на 10% до 118% от номинала, его доходность опустилась до 3,6%, уровня лета 2013 года!

Главным событием прошедшего месяца стало заседание ФРС США 18 марта, по итогам которого был снижен официальный прогноз повышения ключевой процентной ставки. К концу 2016 года члены ФРС стали планировать повышение до 1,87% вместо предыдущих 2,5%. Это событие можно расценить как победу участников рынка над экономистами-теоретиками. Начиная с июня 2014 года и до последнего заседания у ФРС оставался неизменным прогноз поднять ставку как минимум до 2,5% к концу 2016 года. По мере снижения цен на нефть и укрепления доллара инвесторы все более скептически относились к планам ФРС, доходность 10-летних Treasuries в феврале 2015 года опускалась до 1,5 летнего минимума 1,6%.

Смягчение риторики ФРС отодвинуло угрозу оттока капиталов с развивающихся рынков. Валюты и облигации последних отреагировали бурным ростом. За прошедшие после заседания ФРС две недели 10-летние еврооблигации Перу, Мексики и Колумбии снизились по доходности более чем на 0,5%. Бразильские еврооблигации, бывшие в аутсайдерах в начале года, снизились по доходности почти как российские – на 0,9% годовых.

Второе ключевое событие – достигнутое 2 апреля соглашение по ядерной программе Ирана. Эксперты предупреждали, что в случае достижения соглашения и снятия санкций с Ирана, избыток предложения нефти собьет цену на черное золото до 20 долл. за баррель. По факту, снижение цен после выхода новости продолжилось лишь несколько часов, а после выхода 6 апреля сообщения о повышении Саудовской Аравией цен для азиатских покупателей, стоимость барреля Brent превысила 58 долл. за

02.04.2015 WSJ.com  
Fed Rate Rise Must Come  
to Terms With Investors

02.04.2015 Ведомости  
Иран и «шестерка»  
пришли к согласию по  
ядерной программе  
Тегерана

29.03.2015 The Telegraph  
Iran nuclear deal to see  
\$20 oil if Tehran floods  
crude market

27.03.2015 РАПСИ  
Поправки в федеральный  
бюджет-2015 одобрены в  
I чтении

31.03.2015 mk.ru  
Дефицит федерального  
бюджета достиг 1,2 трлн  
рублей

баррель, отметку, предшествующую выходу новости по Ирану.

Из внутренних событий следует отметить принятие поправок в Федеральный бюджет 2015 года и результаты его исполнения в первом квартале. Позитивна для краткосрочных перспектив национальной валюты принятая в новой версии бюджета цена нефти 50 долл. за баррель и среднегодовой курс рубля – 61,50 за доллар США. По грубым прикидкам, это снижает цену нефти, требуемую для выполнения плана по доходам бюджета, до 3075 руб. за баррель. Долгосрочные перспективы менее очевидны. После принятия поправок доходы федерального бюджета в 2015 году сокращаются на 16,8%, расходы – всего лишь на 2%. Бюджетный дефицит увеличивается с 0,6% до 3,7%, т.е. 2,7 трлн. рублей. Закрытие бюджетного дефицита потребует траты примерно половины Резервного фонда. Вышедшие недавно данные по исполнению бюджета в первом квартале выявили еще одно изменение: не только выросла доля военных расходов, но и «улучшилась» дисциплина по выделению средств на данные статьи. Впервые за многие годы бюджет сведен с дефицитом уже в 1 квартале.

Таким образом, ответ на вопрос, как долго может сохраняться позитивная динамика на всех сегментах российского рынка, может получить ответ. При текущих ценах на нефть и сохраняющихся западных санкциях, неадекватность курса рубля станет очевидной уже через 3-4 месяца при составлении бюджета на 2016 год. С учетом усиливающегося давления на расходы в предвыборный год и исчерпания резервов, вопрос с восстановлением нефтегазовых доходов к докризисным уровням хотя бы в рублевом выражении решится очевидным образом. Впрочем, восстановление цен на нефть до 70 долл. за баррель может спасти национальную валюту от осенней девальвации.

### Динамика стоимости нефти Brent (руб. за баррель)



Источник: Bloomberg

## Еврооблигации

Сегмент еврооблигаций российских заемщиков становится все более скудным на инвестиционные идеи. На наш взгляд, суверенные еврооблигации полностью реализовали потенциал роста. С учетом того, что даже наиболее длинные выпуски с погашением в 2042-43 годах поднялись выше 100% от номинала, возможна не только фиксация прибыли локальными инвесторами, но и выход Минфина с новым размещением.

Входящие в ломбардный список ЦБ выпуски корпоративных и банковских еврооблигаций сохраняют потенциал снижения доходностей на 25-50 б.п., а субординированные выпуски – до 100 б.п., но наш взгляд, покупка длинных бумаг в расчете на сокращение премии по отношению к перекупленным суверенным еврооблигациям – достаточно рискованна. В марте важным фактором спроса были погашения и досрочные выкупы своих долгов эмитентами, теперь в графике погашений наступила пауза до конца мая, когда 27 числа гасится субординированный выпуск Промсвязьбанка на 180 млн. долл. и затем 1 июня выпуск Газпрома на 1 млрд. евро.

Траектория восстановления котировок на российские еврооблигации напоминает 2009 год, но на наш взгляд, это обманчивое совпадение. Продолжение роста требует сохранения стабильности сразу нескольких переменных (снижение или стабильность базовых долларовых ставок, деэскалация конфликта на Украине, стабильность или рост цен на нефть). На наш взгляд, инвесторам, имеющим позитивный взгляд, например, на динамику цен на нефть, либо базовые ставки, лучше рассмотреть инвестиционные возможности за пределами российского рынка.

## Валютный рынок

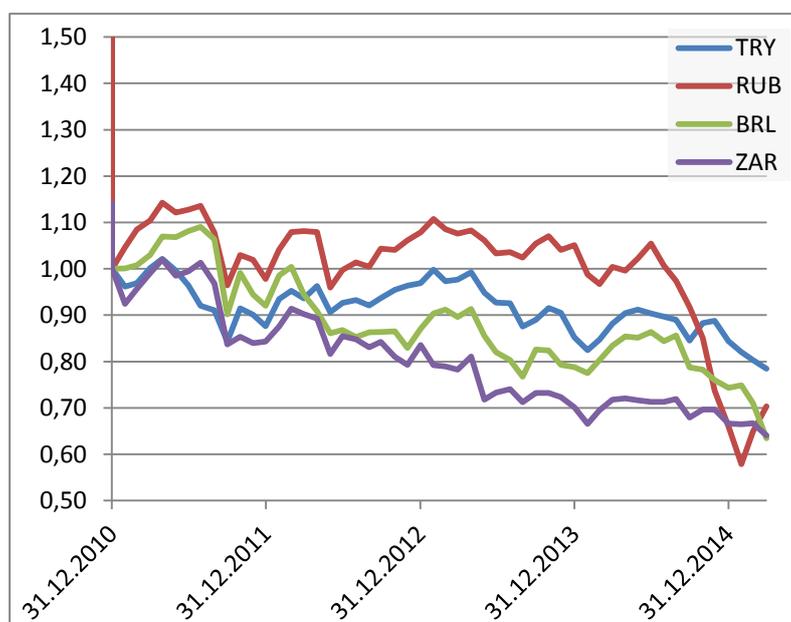
Рубль продолжил укрепление несмотря на прогнозы аналитиков и вопреки продолжающейся неопределенности в восстановлении цен на нефть. Причину неожиданной крепости национальной валюты можно найти во внешнеэкономической статистике. Девальвация в ноябре-декабре прошлого года вызвала шоковое сокращение импорта, упавшего в январе вдвое с 24,5 до 12,5 млрд. долл. В результате внешнеторговый профицит сохранился на комфортном уровне более 15 млрд. долл. Получается, что валютные интервенции ЦБ пошли во многом на удовлетворение спекулятивного спроса, который после насыщения превратился в спекулятивное предложение. По нашим оценкам, произошедшее укрепление курса рубля до 55,5 за долл. США может привести к увеличению импорта на 3-5 млрд. долл. в месяц по сравнению с объемом, который закупался бы при «справедливом» с учетом цен на нефть курсе 65 руб. за доллар. Эффект от продажи в октябре-декабре 2014 года валюты (около 45 млрд. долл.) в отсутствие негативных новостей может ощущаться в течение достаточно

длительного периода времени.

Дальнейшее укрепление рубля ставит крест на идее импортозамещения. В реальном выражении рубль за последние несколько лет не ослаб, а укрепился относительно конкурирующих валют. С учетом санкций, затрудняющих доступ российским компаниям к западным технологиям и капиталу, номинальный курс должен быть примерно на 20% ниже.

В случае роста цен на нефть и укрепления валют развивающихся стран перспективы российской валюты улучшатся, но пока происходящие события усиливают наши опасения по поводу нового витка девальвации, который может произойти в конце лета – начале осени.

### Изменение курсов валют развивающихся стран по отношению к доллару США с учетом инфляции с 01.01.2011



Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал