



Мексика и Турция - новые инвестиционные идеи для кэрри-трейда

В 2016 году рубль вместе с бразильским реалом стали безоговорочными мировыми лидерами, укрепившись по отношению к доллару США более чем на 20%. После того как долгосрочные выпуски ОФЗ позволили заработать до 40% в долларовом выражении, в новом году результат может оказаться значительно скромнее. На фоне того, как российские власти начинают бороться с чрезмерным укреплением рубля, Мексика и Турция, напротив, повышают ставки, чтобы остановить ослабление своих валют. Эти страны могут сместить Россию с пьедестала лучших рынков для инвестирования в локальные облигации.

■ ■ ■

Положительная динамика рубля была обоснована фундаментальными факторами: восстановлением цен на нефть и уменьшением оттока капитала. Но не менее значимым фактором стал приток портфельных инвестиций в российские ценные бумаги. По данным ЦБ за 11 месяцев 2016 года нерезиденты увеличили позиции в ОФЗ на 344 млрд. руб. в номинальном выражении. Сочетание высоких процентных ставок, укрепляющейся национальной валюты и роста котировок позволило в 2016 году иностранным инвесторам заработать на российских ОФЗ до 40% годовых в валюте.

Расчет долларовой доходности по инвестиции в выпуск ОФЗ 26207 в 2016 году

Купонные выплаты = $81,73/918 - 1 = 8,9\%$

Рост цены = $996/918 - 1 = 8,5\%$

Укрепление рубля = $(1/60,6569) / (1/72,8827) - 1 = 20,2\%$

Итого = $(1 + 8,9\%)*(1 + 8,5%)*(1 + 20,2\%) - 1 = 42\%$

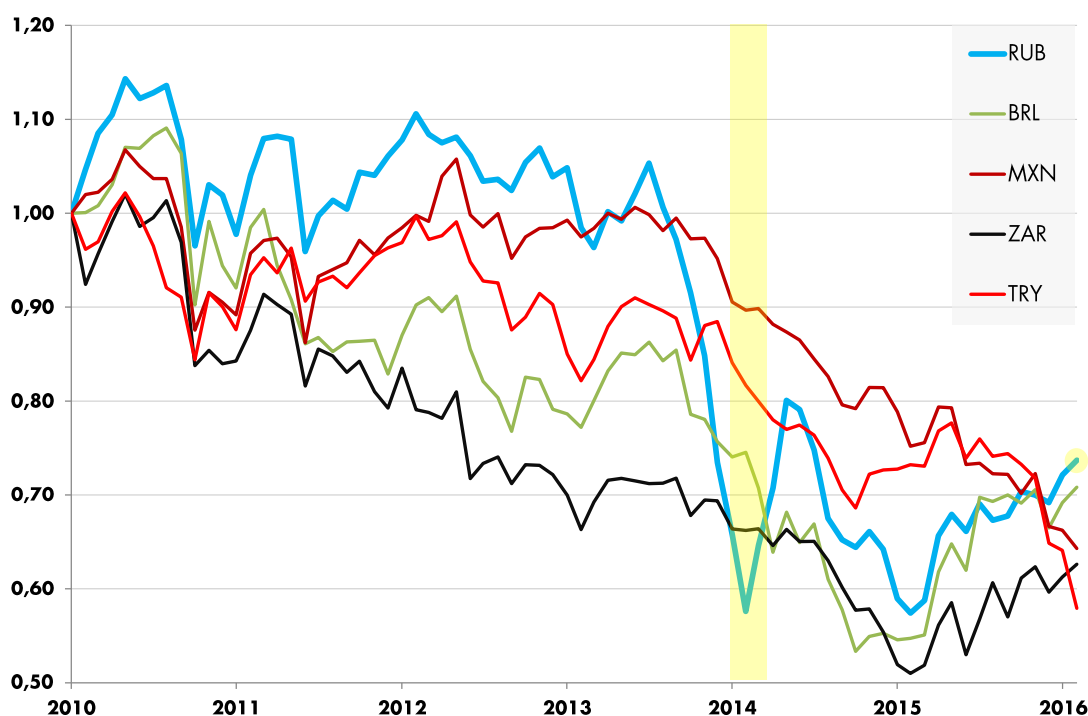
В 2017 году доходность рынка рублевых облигаций, скорее всего, будет значительно скромнее. 24 января Минфин объявил, что начнет покупать валюту на дополнительные доходы от превышения заложенной в бюджет цены на нефть в 40 долл. за баррель. По мнению большинства аналитиков, это как минимум удержит рубль от дальнейшего укрепления даже в случае роста цен на нефть. В случае падения цен на нефть обратному движению в сторону ослабления национальной валюты препятствий не будет.

В этой связи возникает вопрос, насколько останутся привлекательными для иностранных инвесторов рублевые облигации при отсутствии потенциала укрепления рубля? Может получиться так, что к фактору покупки валюты Минфином добавится снижение притока или даже отток нерезидентов с рынка ОФЗ, если портфельные инвесторы решат зафиксировать прибыль и перевести капиталы на рынки с более высоким потенциалом доходности.

В предыдущем обзоре мы высказали мнение, что рубль из самой недооцененной валюты среди крупных развивающихся стран за два года перешел в разряд наиболее переоцененных.

Несмотря на то, что цены на нефть все еще вдвое ниже чем были пять лет назад, реальный курс рубля только на 25% слабее чем в начале 2011 года. Южноафриканский рэнд и турецкая лира подешевели за этот же период на 40%, мексиканский песо – на 36%.

Изменение курсов валют развивающихся стран относительно доллара США с 2011 года в реальном выражении



Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

На наш взгляд, валюты других развивающихся стран стали хорошей альтернативой рублю. Наиболее привлекательно выглядят мексиканский песо и турецкая лира. Эти валюты не только упали сильнее чем рубль, но и с большей вероятностью могут отрасти, так как Мексика и Турция – несырьевые страны, их экспортные поступления остаются стабильными, а следовательно, валюты можно назвать действительно недооцененными в отличие от рубля, более низкий курс которого обоснован снижением цен на нефть и сырьевые ресурсы.

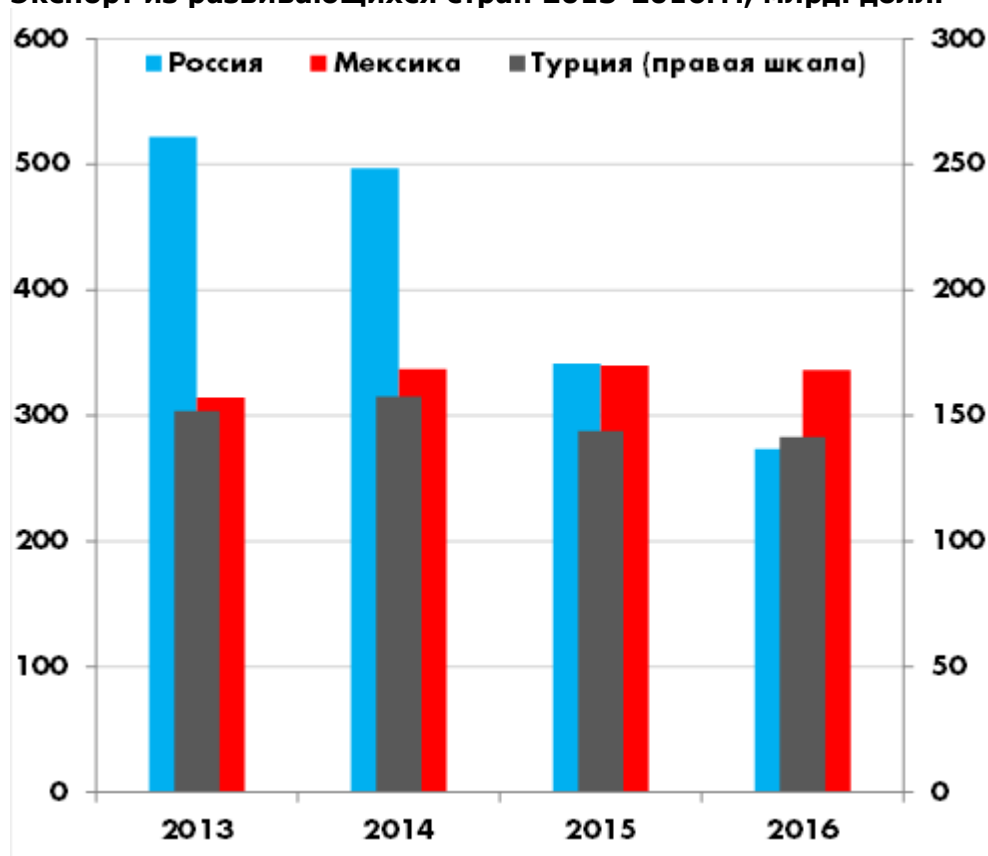
Мексиканские и турецкие активы оказались распроданы из-за роста политических и макроэкономических рисков. В Турции сохраняется политическая напряженность после попытки военного переворота в июле прошлого года. 27 января агентство Fitch последним из тройки ведущих рейтинговых агентств лишило страну суверенного кредитного рейтинга инвестиционного уровня, понизив долгосрочный рейтинг кредитоспособности с BBB- до BB+. Вместе с тем, Fitch отметило, что макроэкономические и финансовые показатели Турции остаются сильными. У страны довольно низкий уровень гос. долга (27,8% от ВВП на конец 2016 года) и

сбалансированный бюджет.

Предвыборные обещания Дональда Трампа построить на границе с Мексикой стену и пересмотреть условия соглашения о зоне свободной торговли NAFTA привели к оттоку портфельных инвестиций в страну и падению курса песо до исторического минимума. Несмотря на то, что ряд крупных компаний, как например, Ford, отказались от планов новых инвестиций в Мексику, ослабление национальной валюты повышает конкурентоспособность местных товаров. По оценкам аналитиков, ухудшение отношений с США не приведет к экономическому кризису, а лишь снизит темпы роста экономики до 1,7% в 2017 году.

Мексика является одним из лучшим примеров стабильности цен. Инфляция на протяжении более чем 10 лет остается в рамках целевого коридора 3% +/- 1%, установленного местным центральным банком. В Турции исторически инфляция была более высокой, в среднем на уровне 8%, изменяясь в диапазоне от 6 до 10%, также демонстрируя меньшую волатильность по сравнению с Россией.

Экспорт из развивающихся стран 2013-2016гг., млрд. долл.

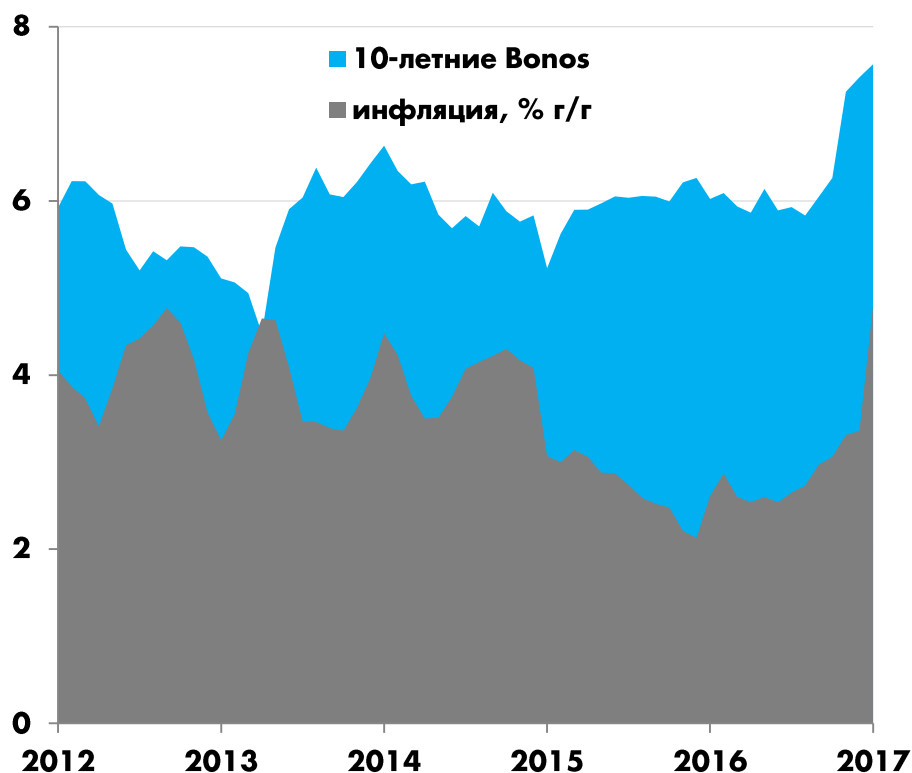


Источник: Bloomberg

Доходность по долгосрочным ОФЗ опустилась до 8%,

приближаясь к историческим минимумам. Её дальнейшее снижение зависит не только от способности Центрального Банка сбить инфляцию до уровня, не имеющего аналогов в истории России – 4% в год, но и от готовности сохранять низкую инфляцию приоритетом в ущерб экономическому росту на протяжении последующих лет. В случае изменения вектора экономической политики, инфляция вновь устремится к привычному для россиян уровню 8-9%, что обнулит реальную доходность рублевых облигаций. В Мексике и Турции доходности по государственным облигациям сейчас на многолетних максимумах, обеспечивая выше чем в России реальную доходность к более предсказуемой инфляции.

Доходность по 10-летним государственным облигациям и инфляция в Мексике



Источник: Bloomberg

Каким образом российский инвестор может зафиксировать высокую доходность валют развивающихся стран на длительный период? Помимо покупки паев ПИФа или ETF, инвестирующего в соответствующие локальные облигации, можно напрямую через российского брокера купить еврооблигации, номинированные в данных валютах с централизованным учетом в европейских депозитариях Euroclear/Clearstream, которые, соответственно, можно учитывать на депозитарном счете российского брокера или в НРД, без открытия счетов в национальных депозитариях. Мы рекомендуем обратить внимание на еврооблигации, номинированные в развивающихся валютах, выпущенные международными

финансовыми организациями, таких как Всемирный Банк, Европейский Инвестиционный Банк или Немецкий Банк развития (KfW). Это эмитенты с максимально высокими рейтингами надежности (AAA по версии трех ведущих международных агентств). С учетом текущих ставок по безрисковым облигациям – 7-8% в мексиканских песо и около 11% в турецких лирах, привлекательную доходность можно заработать, даже не принимая на себя кредитные риски.

Приложение

Выпуски еврооблигаций, номинированных в мексиканских песо и турецких лирах с кредитным рейтингом AAA и возможностью учета в депозитарии Euroclear

Эмитент	Тикер	Дата погашения	ISIN	Доходность к погашению
TRY - Турецкая лира				
Kreditanstalt fuer Wiederaufbau	KFW	22.03.2018	XS0907335599	11,9
European Investment Bank	EIB	03.04.2018	XS0877809375	11,8
European Investment Bank	EIB	28.11.2017	XS0858481194	11,8
Kreditanstalt fuer Wiederaufbau	KFW	19.09.2017	XS0972246093	11,8
Landwirtschaftliche Rentenbank	RENTEN	15.03.2017	XS0750578733	11,1
European Investment Bank	EIB	03.09.2018	XS0935881853	11,7
European Investment Bank	EIB	20.07.2018	XS0648456167	11,7
European Investment Bank	EIB	31.07.2017	XS0956262033	11,7
European Investment Bank	EIB	25.07.2019	XS0995130712	11,6
European Investment Bank	EIB	18.09.2021	XS1075219763	11,6
European Investment Bank	EIB	01.04.2020	XS1139474206	11,5
European Investment Bank	EIB	05.09.2022	XS0318345971	11,4
Asian Development Bank	ASIA	12.04.2017	XS1048507070	11,0
European Investment Bank	EIB	03.10.2024	XS1115184753	11,2
International Bank for Reconstruction & Development	IBRD	09.05.2017	XS0299049527	11,3
MXN - Мексиканское песо				
Inter-American Development Bank	IADB	05.12.2024	XS0300626479	8,2
European Investment Bank	EIB	25.02.2020	XS1190713054	7,2
European Investment Bank	EIB	19.01.2021	XS1342860167	7,2
International Bank for Reconstruction & Development	IBRD	16.08.2018	XS0961509543	6,9