

ОПИФ облигаций  
«Арикапитал – Чистые деньги»  
На 29 апреля 2013:  
СЧА – 107 084 288 руб.  
Стоимость пая – 1005,67 руб.

Алексей Третьяков,  
Генеральный директор  
УК Арикапитал



#### Новости по теме:

15.04.2013 Gazeta.ru  
[Китай опускает мир](#)

16.04.2013 Bloomberg  
[Gold Bulls Endure Bear Market as Goldman Says Sell: Commodities](#)



## Май 2013.

### Взгляд на долговой рынок

В апреле ситуацию на рынках можно описать в двух словах: «дорогие активы продолжили дорожать, а дешевые дешеветь». Замедление мировой экономики вызвало снижение фондовых индексов и сырьевых активов, но не уменьшило аппетит инвесторов к долговым инструментам. Доходности российских еврооблигаций и ОФЗ подошли к историческим минимумам. Значит ли это, что глобальные инвесторы перестали воспринимать Россию как одну большую рискованную ставку на нефть, и теперь облигации и акции будут жить разной жизнью? Или фондовый рынок выступает как опережающий индикатор ухудшения конъюнктуры? Мы склоняемся к первому варианту, но считаем, что значительная часть роста в долговых бумагах уже пройдена, наращивать позиции в длинных бумагах можно лишь точечно.

• • •

Ухудшение прогнозов роста мировой экономики в целом, и в частности слабые данные по ВВП Китая в 1 квартале 2013 года вызвали падение цен на нефть, металлы и другое сырье. Золото и серебро подешевели до 2-летних минимумов. Некоторые инвестиционные банки провозгласили завершение суперцикла спроса на commodities. Фондовые индексы России и ориентированных на сырье стран снизились до годовых минимумов.

Но все это не уменьшило спрос на долговые инструменты. По всему спектру рынка, от Treasuries и периферийных стран Еврозоны до ОФЗ и гос. облигаций развивающихся стран, котировки показали уверенный рост, а доходности снизились, местами до исторических минимумов. Значит ли это, что глобальные инвесторы перестали воспринимать Россию как одну большую рискованную ставку на нефть, и теперь облигации и акции будут жить разной жизнью? Или фондовый рынок выступает как опережающий индикатор ухудшения конъюнктуры? Мы склоняемся к первому варианту, полагая, что работающие на полную мощность печатные станки в США и Японии в ближайшее время будут продолжать выталкивать крупных инвесторов с внутренних долговых рынков, им ничего не остается, кроме как скупать все более-менее качественные долговые инструменты на развивающихся рынках. Покупка ОФЗ и суверенных еврооблигаций в данный момент это уже попытка сесть в последний вагон. Однако инвесторы, находящиеся в «кэше», еще могут приобрести отставшие корпоративные и субфедеральные облигации. На рынке внешних долгов выбор еще больше. Рекордное первичное предложение и негативная динамика цен на commodities позволяет купить еврооблигации Лукойла, Норильского Никеля и других металлургических компаний по максимальным с начала года доходностям.

## Рублевые облигации

В апреле было достаточно поводов для продолжения понижительной коррекции на долговом рынке. Нефть упала до минимумов с лета 2012 года, пробив психологически важную отметку 100 долл. за баррель сорта Brent. Рубль ослаблялся. Однако ОФЗ и рублевые облигации 1 эшелона отыграли все падение марта и вновь подошли к историческим минимумам по доходности. Что произошло? С одной стороны, Центральный Банк России наконец приступил к снижению процентных ставок. С 3 апреля снижены на 0,25% ставки по кредитам под залог активов на срок от 3 месяцев до 1 года. Еще большее влияние на рынок оказало заседание Центробанка Японии под руководством нового главы Х. Куроды, на котором были приняты беспрецедентные меры по увеличению денежной массы с целью ослабления иены и увеличения инфляции до 2% в год.

На наш взгляд, снижение ставок ЦБ – благоприятно для рынка рублевых облигаций, но не драйвер роста. На рынке ОФЗ снижение на 0,5-0,75% уже заложено в цены. Фактор снижения ставок будет влиять на рынок, только если сложатся предпосылки для снижения более чем на 1% всех ставок, включая РЕПО овернайт в течение ближайшего года. Этого пока не приходится ждать, так же как не ожидается замедление инфляции ниже уровня 6% в год. То, что движение цен на ОФЗ произошло под влиянием внешних факторов, подтверждается тем, что в апреле снизились доходности на большинстве локальных долговых рынков.

### Изменение доходности по долгосрочным гос. облигациям отдельных стран за апрель:

	Russia (RFLB 7.6 04/14/2021)	Mexico (MBONO 8 12/07/2023)	Brazil (BRAZIL 12.5 01/05/2022)	Turkey (TURKGB 9.5 01/12/2022)	S.Africa (SAGB 6.75 03/31/2021)	India (IGB 6.17 06/12/2023)
УТМ, %	6,37	4,49	6,66	6,24	6,00	7,35
Изменение	-0,50%	-0,48%	-0,38%	-0,78%	-0,51%	-0,53%

Источник: Bloomberg

Интересно, что на текущий момент в реальном выражении доходность длинных ОФЗ такая же, как 10-летних Treasuries – примерно минус 0,5% годовых. Если инфляция в России снизится, то можно предположить, что иностранцы продолжают покупки и снизят доходности по ОФЗ еще в пределах 0,5% годовых. Но так или иначе, большая часть роста пройдена, возрастают риски, связанные с ухудшением состояния федерального бюджета из-за снижения цен на нефть. Нужно отметить, что апрельская динамика ОФЗ была такая же, как у несырьевых стран, т.е. западные инвесторы не корректировали свои модели с учетом ухудшения на рынке нефти и металлов. К тому же, присутствие на рынке иностранных держателей рублевых облигаций в таком объеме – само по себе фактор риска.

На наш взгляд, делая ставку на стабильный рынок и снижение инфляции в данный момент лучше покупать субфедеральные и

02.04.2013 magasfond.ru  
ЦБ РФ с 3 апреля 2013г.  
снижает на 0,25  
процентного пункта ставки  
по отдельным операциям  
Банка России.

07.04.2013 mfd.ru  
Радикальная программа  
Банка Японии и  
перспективы японской  
йены

корпоративные облигации эмитентов с кредитным рейтингом BB-BBB и дюрацией 2-4 года, почти не изменившимся в цене за последний месяц.

## Еврооблигации

Еврооблигации российских эмитентов в апреле восстановились после мартовского падения цен. Доходности в среднем снизились на 0,2% и приблизились к историческим минимумам. Единственный сектор, не проучаствовавший в ралли – металлургия. Доходности по займам металлургических компаний из развивающихся стран выросли в апреле на 0,04%, российских металлургов – на 0,14%. Это связано не только с продолжением ухудшения состояния отрасли, но и с рекордным объемом первичных размещений. В апреле российские корпорации заняли на рынке еврооблигаций 13,5 млрд. долл. из которых на металлургический сектор пришлось 4 млрд. долл. Среди эмитентов, предложивших привлекательные премии стоит выделить Евраз, Лукойл, Норильский Никель и Полюс Золото.

19.04.2013 1prime.ru  
Российские компании за  
неделю разместили  
еврооблигации на  
рекордные \$5,54 млрд

### Размещения российских эмитентов в апреле

Issuer Name	Cpn	Maturity Date	Crncy	Amt Outstanding, mln
Metalloinvest	5,625	17.04.2020	USD	1 000
EDC	4,875	17.04.2020	USD	600
Russian Railways	3,3744	20.05.2021	EUR	1 308
Evraz Group	6,5	22.04.2020	USD	1 000
Lukoil	3,416	24.04.2018	USD	1 500
Lukoil	4,563	24.04.2023	USD	1 500
Gazprom Neft	2,933	26.04.2018	EUR	976
Polyus Gold	5,625	29.04.2020	USD	750
Nomos Bank	7,25	25.04.2018	USD	500
FESCO	8	02.05.2018	USD	500
FESCO	8,75	02.05.2020	USD	300
Alliance Oil	7	04.05.2020	USD	500
Uralkali	3,723	30.04.2018	USD	650
MMC (Norilsk Nickel)	4,375	30.04.2018	USD	750
Credit Bank of Moscow	8,7	13.11.2018	USD	500
Nord Gold	6,375	07.05.2018	USD	500
				<b>\$13 553</b>

Источник: Bloomberg

С одной стороны, снижение цен, вызванное большим предложением, в последующем обычно выкупается. С другой стороны, появление какого-либо неожиданного негатива для глобального долгового рынка обернется для российских бумаг более стремительным

падением. На наш взгляд, балансируя между рисками и желанием заработать, сейчас можно сформировать портфель на 25-33%, отдавая преимущество «дешевым» новым бумагам Лукойла и металлургов (Евраз, Норильский Никель). Несмотря на трудности, которые испытывает сейчас отрасль, в случае ухудшения конъюнктуры внешних рынков произойдет ослабление рубля, которое может даже перевесить эффект от снижения цен на металлы (тем более, что металлы в отличие от нефти, и так сейчас торгуются на уровне себестоимости).

## Валютный рынок

В апреле на валютном рынке была высокая волатильность. На фоне снижения цен на нефть рубль ослаблялся и практически дошел до 32 руб. за долл. (Min 31,84 – 17 апреля), однако завершил месяц без изменений на отметке 31,00. Фактор притока валюты от размещений еврооблигаций и покупок нерезидентами рублевых облигаций перевесил негатив, связанный со снижением цен на нефть. Интересно, что снижение нефти косвенное даже помогло рублю – 29 апреля он вырос более чем на 1% к доллару после новости о корректировке федерального бюджета, в связи с которой Минфину не понадобится покупать доллары в резервный фонд. Тем не менее, дешевая нефть – безусловно, фактор слабости для рубля. Уже в июне может почувствоваться сокращение поступления экспортной выручки. К тому же летом включаются сезонные закупки валюты населением и импортерами. Мы считаем, что курс 31 – хорошая возможность увеличить длинную валютную позицию с целью 32-33 руб. за доллар США.

## Торговые идеи

**1 эшелон корпоративные и субфедеральные выпуски с дюрацией с кредитным рейтингом ВВ-ВВВ и дюрацией 2-4 года.**

**Липецкая область-2013** (новый выпуск эмитента с ВВ рейтингом. УТМ -8,40% при дюрации 4 года, одна из самых доходных бумаг в сегменте).

**Восточный Экспресс-2** (субординированный рублевый выпуск с максимальной доходностью среди банков. УТМ - 13,90% при дюрации 3,8 года. Возможные катализаторы роста – включение в список А1 и повышение кредитного рейтинга эмитента).

**Крайинвестбанк БО2** (новый выпуск банка с рейтингом В+, принадлежащего администрации Краснодарского Края. УТМ – 11,5% при дюрации 1,4 года. Возможные катализаторы роста – включение в список А1 и ломбардный список ЦБ).

**Evrz Group 20 (\$)** (новый выпуск Евраза торгуется ниже номинала из-за чрезмерного для эмитента такого качества объема эмиссии – 1 млрд. долл. Текущая цена – 98,05%, УТМ – 6,85% при дюрации 5,5 лет. Возможные катализаторы роста – сокращение предложения на первичном рынке, улучшение конъюнктуры в металлургической отрасли).

**MMC Finance 18 (\$) (Норильский Никель)** (дебютный выпуск

Нор. Никеля разместился с доходностью 4,375% на 5 лет и торгуется около номинала. Сопоставимые по кредитному рейтингу 5-летние выпуски Уралкалия и Фосагро торгуются под 3,6-3,7% годовых).

**Lukoil 23 (\$)** (один из лучших российских корпоративных эмитентов неожиданно вышел с 3-млрд. размещением, за что заплатил премию почти в 50 б.п. относительно своего исторического спреда к суверенной кривой).