

ОПИФ облигаций
«Арикапитал – Чистые деньги»
На 31 мая 2013:
СЧА – 180 970 344 руб.
Стоимость пая – 1016,22 руб.

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал



Июнь 2013.

Взгляд на долговой рынок

После продолжительных майских праздников вернувшиеся на рабочие места участники долгового рынка были приятно удивлены отсутствием традиционной майской коррекции. Котировки ОФЗ выросли до новых максимумов, еврооблигации прибавили в цене 1-2% и также приблизились к ценовым максимумам. Но все-таки коррекция состоялась. На 3 недели позже и на этот раз ее эпицентром стал обычно стабильный сегмент ОФЗ. За последние несколько дней мая гос. облигации, суверенные и квазисуверенные еврооблигации подверглись массовой распродаже, потеряли в цене 5-7 п.п. и с максимумов откатились на минимальные с начала года уровни. Что произошло? Конечно, при желании можно всё списать на действия ФРС, от которой начали ожидать сокращения программы QE в ближайшие месяцы. Однако, на наш взгляд, коррекция во многом носит иррациональный характер. Факторы, способствующие низким ставкам, продолжают действие. Мы сохраняем позитивный взгляд на долговой рынок и считаем, что текущая коррекция дает хорошую возможность увеличить позицию в валютных и рублевых длинных облигациях 1 эшелона.

• • •

Резкий рост доходности 10-летних Treasuries с 1,65% до 2,15% в мае стал полной неожиданностью для инвесторов, ожидавших дальнейшего снижения ставок. Основания для таких ожиданий были весомыми. После запуска в апреле программы выкупа активов японским центральным банком и снижения ставки ЕЦБ, центробанки других стран втянулись в новый раунд по сути конкурирующих девальваций. Снизил ставки ЦБ Австралии, Вьетнама, Израиля, Индии, Польши, Турции, Южной Кореи и других стран. На этом фоне публикация 22 мая протокола апрельского заседания ФРС стала холодным душем для инвесторов, а рынок охватил страх, что ФРС начнет сокращение программы QE уже в ближайшие месяцы. В результате за месяц рост доходностей Treasuries составил 40-50 б.п., аналогичное движение прошло в ОФЗ и локальных гос. облигациях других развивающихся стран.

Все это вызывает вопрос, действительно ли мы наблюдаем окончание эпохи низких ставок и нужно избавляться от облигаций? На наш взгляд, такие опасения преждевременны. Значительно более сильные скачки (оказавшиеся впоследствии ложными) по доходности 10-летних Treasuries происходили в первом полугодии 2009 года (с 2,1 до 3,95%) и 4 квартале 2010 года (с 2,5% до 3,5% годовых). Скачки на 40-50 б.п. происходили в марте и июле-августе 2012 года.

Новости по теме:

10.05.2013 Bloomberg
[Central Banks Keep Easing
After Cuts Fail to Spur Growth](#)

22.05.2013 Barron's
[FOMC Minutes: Fed Divided,
Some Seek Tapering As Early
As June](#)

У ФРС нет единого мнения даже относительно уменьшения объема программы выкупа активов, о повышении ставок никто речи не ведет. Но даже если объем выкупа сократится с текущих 85 млрд. долл. в месяц, это не означает неминуемый рост доходностей – в 2012 ФРС начала QE-3 только в сентябре, т.е. большую часть года уровень доходности задавался рыночными факторами, и при этом среднегодовой уровень доходности по 10-летним Treasuries был около 1,70% годовых. Наконец, текущие темпы экономического роста в США на уровне 2-2.5% соответствуют среднему многолетнему диапазону и не показывают значительного ускорения, а напротив, согласно консенсус-прогнозу замедлятся по итогам года до 1,95%. Возможный рост ставок может задушить «зеленые ростки» в экономике и утяжелить расходы на обслуживание долга.

Подводя итог, на наш взгляд, развитие ситуации не порадует ни агрессивных быков, ни медведей, поскольку пройдет по среднему сценарию. Пока же инвесторы, накупившие слишком большие портфели длинных облигаций и приготовившиеся к отрицательным в реальном выражении доходностям, вынуждены корректировать свои позиции. И как обычно бывает при коррекции, цены не останавливаются сразу на справедливом уровне, а проходят через зону перепроданности. Правильно определить точку для покупки подешевевших активов станет на ближайшее время главной задачей года для инвесторов в fixed income.

Еврооблигации

На наш взгляд, текущая коррекция еще не достигла дна, а примерно на полпути к нему. Хотя майское падение на рынке облигаций по данным Bloomberg стало сильнейшим за последние 9 лет, оно произошло с очень высоких ценовых уровней. Ориентируясь на то, как в среднем торговались российские бенчмарки (мы использовали данные по выпускам от 1 млрд. долл. с погашением после 2018 года) в 2012 году, можно ожидать дальнейшего расширения Z-спредов по еврооблигациям российских эмитентов на 50-100 базисных пунктов (в нижней точке коррекции 2012 года доходность российских еврооблигаций была на 230 б.п. выше кривой базовых процентных ставок (Swap mid) чем сейчас). Мы не верим, что коррекция пойдет по худшему сценарию, и считаем, что дальнейшее снижение цен открывает интересную возможность купить длинные облигации качественных эмитентов в условиях, когда нет фундаментальных оснований ожидать более высоких доходностей.

Спрэды по крупным выпускам еврооблигаций российских эмитентов

Эмитент	Купон	Дата погашения	Рейтинг	Z-спрэд (ср. знач. в 2012)	Z-спрэд (макс. в 2012)	Z-спрэд (3 июня 2013)	Риск расширения, б.п.
Alfa Bank	7,75	28.04.2021	BB+	594	780	401	194
ALROSA	7,75	03.11.2020	BB-	487	599	365	122
Gazprom	6,51	07.03.2022	BBB	315	430	272	43
Rosselkhozbank	7,75	29.05.2018	BBB	360	494	298	63
RUSSIA	5	29.04.2020	BBB	190	277	144	46
Sberbank	5,717	16.06.2021	BBB+	351	438	263	88
TNK-BP	7,875	13.03.2018	BBB	329	494	260	69
Transneft	8,7	07.08.2018	BBB	273	381	214	59
VEB	6,902	09.07.2020	BBB	351	470	256	95
Vimpelcom	7,748	02.02.2021	BB-	597	832	421	176
VTB Bank	6,551	13.10.2020	BBB	461	577	333	127
						в среднем	98

Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

Рублевые облигации

Внутренний долговой рынок в мае первым почувствовал ухудшение конъюнктуры. Длинные выпуски ОФЗ (26207 с погашением 03.02.2027 и 26212 19.01.2028) закрывались в апреле на исторических минимумах по доходности (соответственно, 6,77% и 6,87%). Обычно наиболее стабильные гос. облигации начали снижение сразу после праздников и закончили месяц на ценовых минимумах с начала года и ростом доходности почти на 70 б.п.! (7,53% и 7,60%). Похоже, что инвесторам в ОФЗ придется привыкать к возросшей волатильности и благодарить за это иностранные фонды, которые после допуска ОФЗ в Euroclear скупили по различным оценкам от 20 до 30% совокупного объема в обращении.

Интересно, что 1 эшелон корпоративных облигаций был гораздо более устойчивым, и рост доходности в длинных выпусках не превысил 10-20 б.п. А во 2-3 эшелоне даже были растущие бумаги (в том числе отмеченные в прошлом обзоре наши торговые идеи: субординированный выпуск Банка Восточный Экспресс и Крайинвестбанк).

Прошедшее падение котировок ОФЗ делает привлекательной покупку уже сейчас за счет уменьшения доли 2-3 эшелона. Цены упали до минимумов с начала года на технических факторах. Мы верим, что когда иностранцы закончат разгружаться, корреляция между внутренним и внешним долговыми рынками уменьшится, локальные инвесторы вновь обратят внимание на фундаментальные факторы, которые способствуют снижению рублевых ставок. Это

31.05.2013 РБК

А.Улюкаев не исключил
скорого снижения ставок

ожидаемое ведущими экономистами прохождение пика по инфляции и снижение ее до 6% к концу года, замедление экономического роста и смена руководства ЦБ РФ.

В мае ЦБ, хотя и не снизил ключевые ставки, но все-таки второй раз подряд сократил стоимость рефинансирования на длительный срок (от 3 до 12 месяцев) под залог нерыночных активов (кредиты и поручительства). С достаточно высокой степенью вероятности он снизит и ставки РЕПО, как только инфляция покажет тенденцию к снижению.

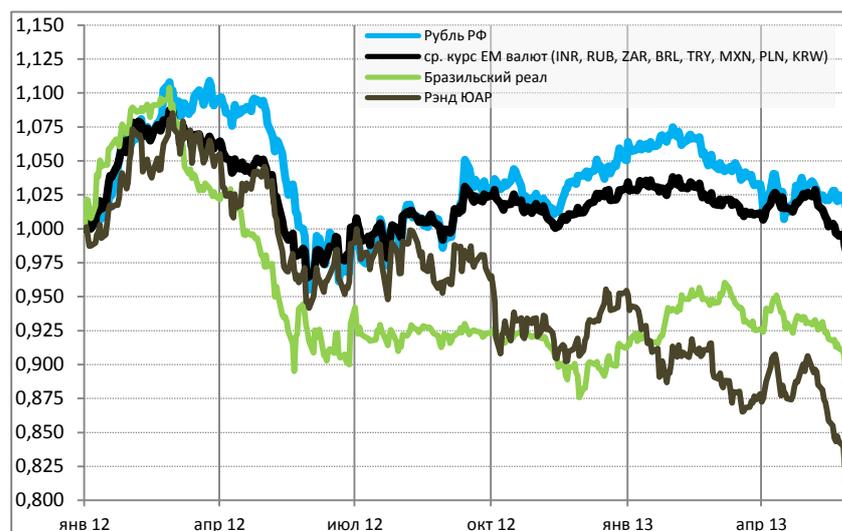
Валютный рынок

04.06.2013 delo.ua

Сворачивание программы
стимулирования ФРС может
обвалить валюты
развивающихся стран

В мае произошло ослабление национальной валюты – с 31,06 до 31,88 руб. за долл. Однако на фоне фактически обвала валют других развивающихся стран (Южноафриканский рэнд – минус 12,5% за месяц, бразильский реал – минус 7%), рубль, можно сказать, простоял на месте. Интересно, что, пожалуй, впервые за несколько лет падение развивающихся валют пришлось на период улучшения состояния мировой экономики. Основное объяснение этого в том, что оптимизм, идущий из Америки, повышает привлекательность внутреннего фондового рынка и оттягивает портфельные инвестиции с развивающихся рынков. Некоторые аналитики крупных инвестиционных домов окрестили произошедшее «структурным» и прогнозируют дальнейшее ослабление валют развивающихся стран.

Динамика курсов валют развивающихся стран относительно долл. США с 01.01.2012



Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

На этом фоне у рубля нет каких-то особенных преимуществ за исключением поддержки со стороны ЦБ, который сглаживает волатильность, но не препятствует плавному ослаблению. С учетом

сезонных факторов (увеличение импорта и туристический сезон) летом можно ожидать ослабление к 32,50-33,00 руб. за долл. Месяц назад мы были сторонниками увеличения валютной позиции по курсу 31 руб./долл. При текущем курсе мы считаем, что лучше не предпринимать активных действий, а в случае ослабления до 33 руб./долл. переключаться из долларов в рублевые активы.

Торговые идеи

Длинные выпуски ОФЗ (26207, 26212) покупать с доходностью выше 7,5%-7,60%. С учетом возросшей волатильности с данных уровней можно начать формировать позицию в ОФЗ на 30-50% от лимита, увеличивая покупки в случае роста УТМ до 8%. В случае реализации сценария снижения ставок ЦБ в 3 квартале котировки ОФЗ могут восстановиться к майским максимумам и принести совокупный доход выше, чем по корпоративным облигациям.

Восточный Экспресс-2 (субординированный рублевый выпуск с максимальной доходностью среди банков. УТМ - 13,55% при дюрации 3,8 года. Значительная премия, которую несет выпуск по отношению ко всем остальным банковским выпускам, позволила ВостЭксБ-2 в мае вырасти в цене с 100,2% до 101,5% несмотря на общее ухудшение конъюнктуры. Даже после роста выпуск остается привлекательным для покупки.

Длинные выпуски еврооблигаций эмитентов с инвестиционным кредитным рейтингом: Gazprom-34, Lukoil-23, NLMK-18,19, NorNickel-18, Novatek-22, VEB-25.

Среди эмитентов неинвестиционного уровня: Evraz-20, Severstal22.

С учетом возросшей волатильности мы рекомендуем долгосрочным инвесторам, готовым переносить временную отрицательную переоценку при дальнейшем росте доходностей на 50-100 б.п., начинать осторожные покупки.