



Новости по теме:

июль 2013 Pimco.com  
William H. Gross Investment  
outlook: «Tipping Point»



## Июль 2013.

### Взгляд на долговой рынок

Падение стоимости долговых активов в июне стало тяжелым ударом для многих управляющих. Билл Гросс, управляющий крупнейшим в мире облигационным фондом, сравнил события на рынке с кораблем, попавшим в шторм.

И все-таки, мы считаем произошедшие события не поводом для паники, а здоровой коррекцией, которая привела доходность по облигациям к здоровым уровням, на которых долгосрочным инвесторам стоит присмотреться к покупкам.

■ ■ ■

Июньская турбулентность застала врасплох и заставила сомневаться в себе многих участников долгового рынка. Такой распродажи активов, когда падало всё подряд - акции и облигации, Treasuries и новые выпуски от Руанды и Танзании, золото, валюты emerging markets, не было с осени 2008 года. Еврооблигации первоклассных российских корпораций: Газпрома, Лукойла, ВЭБа, Новатэка и др., потеряли до 15-20% от ценовых максимумов начала мая.

Что произошло? Базовые долларовые ставки выросли параллельно с расширением кредитных спрэдов и ухудшением ликвидности. Одновременно участниками рынка охватило два страха: ожидание «безвозвратного» разворота от низких базовых долларовых ставок к началу долгосрочного тренда на их повышение, и опасения «полного» выхода западных фондов с развивающихся рынков. Слова «безвозвратный» и «полный» взяты в кавычки, поскольку это, конечно, утрированное описание ситуации, но для управляющих банковскими портфелями ожидание чего-то, что продлится дольше чем конец финансового года, уже практически бесконечно долго☺.

Для ответа на вопрос, что делать дальше в такой ситуации, нужно рассмотреть в отдельности ситуацию на глобальном долговом рынке, прежде всего в Treasuries, а также определить, какой новый справедливый уровень кредитных спрэдов сложится в дальнейшем для российских эмитентов.

В свежем инвестиционном обзоре Билл Гросс из PIMCO сравнивает облигационный рынок с кораблем, попавшим в шторм. Когда вода проникает в брешь, судно проседает, и затопление превращается в самоусиливающийся процесс. Билл Гросс задается вопросом, не пора ли эвакуироваться инвесторам? И приходит к выводу, что нет. Он считает, что доходность 10-летних Treasuries не только не вырастет с текущего уровня (2,50%), но и снизится в район 2,20% в силу нескольких факторов:

1) во-первых, рынок слишком зацикливается на снижении безработицы в США, проводя знак равенства между ее снижением до 7% и завершением QE, при этом не уделяется должного внимания структурным «встречным ветрам», затрудняющим экономический рост, в том числе внезапно добавившемуся новому фактору – росту стоимости ипотечных кредитов;

2) во-вторых, американская инфляция остается вблизи 1,5% в год, в то время как ФРС хотела бы видеть ее на уровне 2-2,5%;

3) в-третьих, ФРС постоянно подчеркивает, что окончание QE не означает перехода к повышению учетной ставки, которая

может оставаться около нуля еще продолжительное время (по мнению Б.Гросса, как минимум, до середины 2015 года).

Мы полностью согласны с мнением одного из лучших в мире управляющих и используем его прогноз по базовым ставкам в качестве основы для собственной стратегии. Немаловажно, что американская экономика на текущий момент – абсолютный чемпион среди всех крупных экономик. И если посмотреть более широко на последние мировые события, то никаким ускорением экономического роста, необходимым для роста процентных ставок, не пахнет в принципе:

- ухудшение в Китае (ухудшение макроэкономической статистики, падение до 4-летнего минимума фондового индекса, кризис ликвидности на межбанковском рынке) делает все более вероятным начало масштабного смягчения монетарной политики, от которого Китай воздерживался последние 4 года;

- европейский Центральный Банк напомнил, что может прибегнуть к нетрадиционным методам стимулирования пребывающей в рецессии Еврозоны, подразумевая под этим возможность снижения депозитных ставок до отрицательного уровня;

- политическая нестабильность в Бразилии усиливает риски погружения крупнейшей латиноамериканской экономики в рецессию после того, как в 2012 году рост ВВП неожиданно замедлился с 2,76% до 0.87%.

Положительные новости выходили, пожалуй, лишь в Японии, однако это исключение, подтверждающее правило. Япония взяла курс на разгон инфляции и снижение процентных ставок в реальном выражении, попутно ослабляя национальную валюту. Чем успешнее пойдут у нее дела, тем труднее придется ближайшим соседям и более вероятны ответные действия со стороны Китая, Кореи и др.

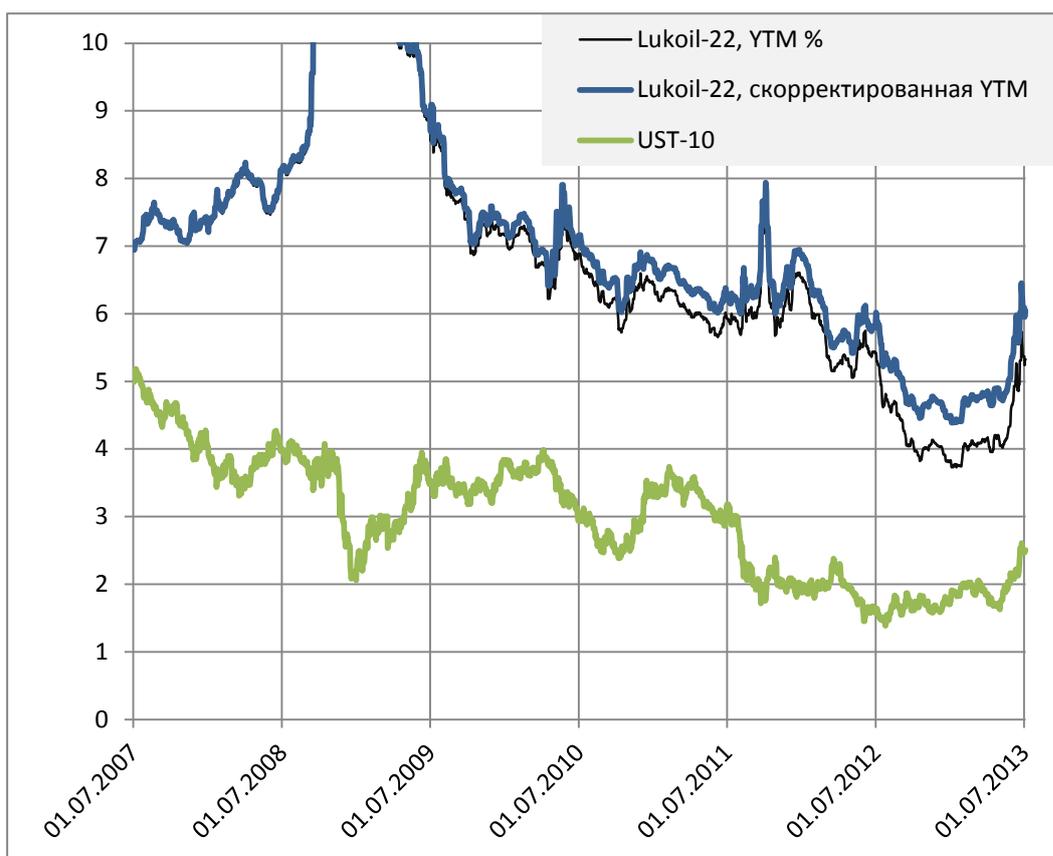
## Еврооблигации

В течение июня еврооблигации российских эмитентов оказались в состоянии значительной перепроданности. Снижение котировок на большинство длинных выпусков от апрельских максимумов составило более 10%. Если доходность 10-летних Treasuries с минимума в начале мая 1,63% выросла до 2,61% (25 июня), то доходность выпускам 1 эшелона российских корпоративных эмитентов выросла в два раза сильнее, т.е. практически на 200 базисных пунктов.

После столь сильного движения вряд ли можно ожидать полного восстановления к весенним максимумам. Рынку предстоит найти новую точку опоры и справедливые уровни спредов. Если посмотреть как торговались евробонды российских компаний в предыдущие годы, то можно заметить, что текущий уровень (по состоянию на 3 июля) соответствует средним значениям в 2010-2012 гг.

Например, история торгов выпуском Lukoil-22, размещенного летом 2007 года, служит индикатором для российских евробондов при различных уровнях базовых ставок.

### Доходность к погашению Lukoil-22, скорректированная с учетом сокращения дюрации



Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

Судя по графику, доходность Lukoil-22 уже выросла до уровня, соответствующего 3% доходности по 10-летним Treasuries. Даже если Билл Гросс не прав, и экономика США находится в лучшей форме, чем он думает, а доходности UST пойдут дальше вверх до 4,0%, среднегодового уровня до начала кризиса летом 2008 года, то вполне может вырасти и аппетит к риску, и снижение цен на долговые активы emerging markets, конечно, будет, но не настолько катастрофичным, чтобы уже сейчас поднимать белый флаг.

Могут ли еврооблигации снова просесть в цене? Конечно, могут. Если доходность Treasuries пробьет вверх максимум 25 июня, и продолжится вывод средств из мировых фондов облигаций, то ситуация может быть похожа на весну 2010 года и спреды расширятся еще на 100 базисных пунктов (тогда на фоне ускорения экономического роста в США доходность 10-летних

Treasuries подскочила до 4%, а нефть подешевела как и нынешней весной - на 20%).

Не исключен вариант коррекции по сценарию осени 2011 года (тогда он был вызван долговым кризисом в Еврозоне, который повлек 15% снижение цен на нефть Brent до отметки 100\$ и вывод средств из EM европейскими банками). В начале октября 2011 спреды по российским корпоративным еврооблигациям были на 300 б.п. шире, чем сейчас, доходность к погашению по качественным эмитентам второго эшелона (Евраз, Северсталь, Вымпелком, частные банки) уходила выше 10% годовых.

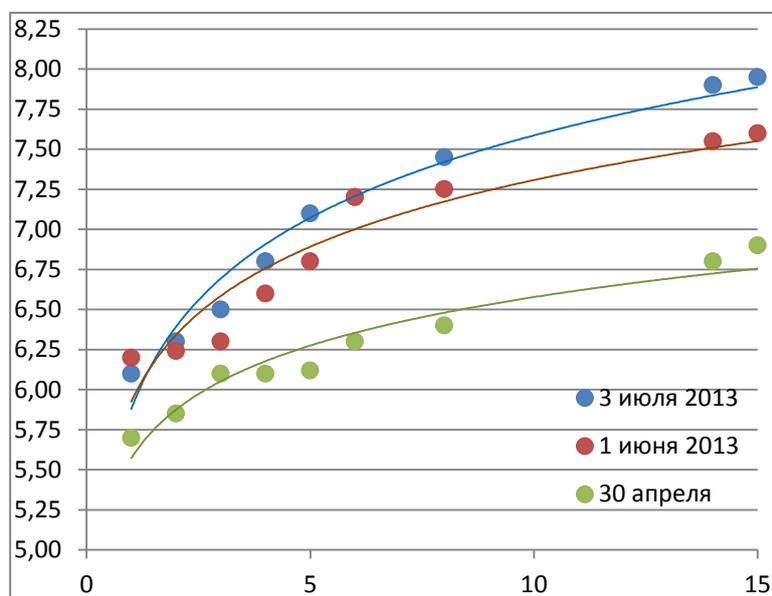
Текущий уровень спредов соответствует среднему уровню последних лет. Это означает, что для долгосрочного инвестирования наступило подходящее время. Однако после отскока наверх в последнюю неделю июня – начале июля, бумаги вышли из зоны перекупанности, и прямо сейчас вряд ли стоит ожидать продолжения ралли (за исключением ситуации, если вдруг в США развернутся настроения на сворачивание QE-3).

Из общения с российскими компаниями в последнее время, мы сделали вывод, что за исключением банков, нуждающихся в субординированных займах для пополнения капитала, никто не собирается заимствовать по текущим ставкам. Возможно, мы не увидим быстрого отскока наверх и наоборот испытаем еще одну волну продаж, но отдаем предпочтение стратегии «buy& hold on», дожидаясь, когда прекращение redemptions в фондах, поступление средств от купонных выплат и погашений в отсутствии новых размещений приведет к восстановлению цен.

## Рублевые облигации

Локальный долговой рынок в июне чувствовал себя значительно лучше, чем внешний. Заметное снижение цен продолжилось лишь в длинном конце кривой ОФЗ, где самые ликвидные серии 26207 и 26212 выросли в доходности на 0,3% годовых и потеряли в цене 3,5-3,8%. В целом сегмент гос. облигаций (по индексу гос. облигаций ММВБ) подешевел за июнь на 2%, а сектор корпоративных долгов (индекс MICEX CBI) – всего на 0,5%. После достижения дна 24 июня, в последнюю неделю месяца начались активные покупки.

### Кривая доходности ОФЗ по состоянию на 30.04.13, 1.06.2013 и 3.07.2013



Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

В прошлом месяце мы считали целесообразным начинать покупки длинных ОФЗ при достижении доходности 7,5%. Пока эта торговая идея не принесла дивидендов, но мы сохраняем мнение, что при текущих уровнях целесообразно увеличивать позиции именно в длинных ликвидных выпусках 26207 и 26212. Относительная стабильность на протяжении всего июня сектора корпоративных облигаций и коротких ОФЗ, на наш взгляд, подтверждает тезис, что фундаментальных оснований для роста доходностей нет, основным фактором слабости долгосрочных выпусков остаются продажи нерезидентов. По мере завершения ухода с рынка «горячих денег», кривая вернется в более пологое состояние, при котором спрэд между длинными и короткими выпусками сожмется на 0,5%-0,6%. Если же Центральный Банк понизит ставки, что может произойти уже на июльском заседании Совета директоров, то можно ожидать и сдвиг всей кривой вниз на 0,2-0,3%. Тогда потенциал снижения доходности длинных выпусков ОФЗ увеличится до 0,75-0,9%, что соответствует росту котировок с текущих уровней на 6-7,5%.

### Валютный рынок

Рубль продолжил снижение параллельно с большинством валют развивающихся стран и стран с сырьевой структурой экспорта, как Австралия или Норвегия. За месяц курс RUB/USD ослаб с 31,90 до 32,80. Если в мае российская валюта была более устойчива по сравнению с BRL или ZAR, то в июне рубль был среди аутсайдеров, что объясняется усилением словесных интервенций российских чиновников (наиболее тяжеловесных из которых стал министр финансов Силуанов) по поводу необходимости ослабления рубля. В августе, который и так

исторически является «вредным» месяцем для рубля, Минфин планирует начать покупки валюты в резервный фонд.

Слова Силуанова так напугали рынок, что за два дня (19-20 июня) курс рубль/доллар вырос более чем на 80 копеек, и от чиновников начали звучать уже значительно более миролюбивые речи. Уходящий с поста Председателя Центробанка Сергей Игнатьев даже высказал мнение, что при текущей стоимости нефти (105 долл. за баррель Brent) рубль (32,25 в день выступления) должен укрепляться, а не ослабляться.

Тем не менее, пока рублю ничего не помогает, в начале июля курс пробил отметку 33 за доллар, а к бивалютной корзине опустился до минимума с августа 2009 года. Мы думаем, что на этих уровнях нужно постепенно сокращать валютную позицию и возвращаться в рублевые активы. Единственное «но» - в ближайшей перспективе на валютный курс будут большее влияние оказывать динамика валют EM и сезонный фактор спроса на валюту. Фундаментальные факторы, о которых говорил Игнатьев, могут начать действовать ближе к концу года. Зато, чем больше за это время потратит ЦБ на поддержку национальной валюты, тем более резким может быть укрепление рубля при развороте настроений.

## Торговые идеи

Мы оставляем без изменения рекомендацию прошлого месяца покупать длинные ОФЗ. На локальном долговом рынке, пожалуй, это наиболее интересная идея. Корпоративные рублевые облигации выглядят неинтересно по сравнению с еврооблигациями и до стабилизации ситуации на долговом рынке не имеют смысла.

**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.

**Длинные выпуски еврооблигаций эмитентов с инвестиционным кредитным рейтингом: NLMK-18/19 (УТМ – 5,9%/6,3%), Gazprom-34 (УТМ – 6,9%), Lukoil-23 (УТМ – 5,5%), Novatek-22 (УТМ – 5,5%), VEB-25 (УТМ – 6,0%).**

**Банковские субординированные выпуски: Rusb-18 (УТМ – 9,4%), Prombk-19 (УТМ – 8,9%), HCFB-20 (УТМ – 8,5%).**

**Среди эмитентов неинвестиционного уровня: Evraz-20 (УТМ – 8,6%), Severstal-22 (7,2%).**

В секторе еврооблигаций появилось значительно больше интересных идей, если в мае привлекательные уровни по спредам были в основном среди металлургов, то после значительного падения стали интересны банковские субординированные выпуски, предложение которых ограничено в связи с изменением регулирования (новые выпуски предусматривают возможность конвертации в акции и полного списания даже не в случае банкротства).