

ОПИФ облигаций  
«Арикапитал – Чистые деньги»  
На 31 июля 2013:  
СЧА – 280 395 849 руб.  
Стоимость пая – 1040,30 руб.

Алексей Третьяков,  
Генеральный директор  
УК Арикапитал



Новости по теме:

11.07.2013 USA Today  
[Bernanke: Economy still needs  
Fed stimulus](#)



Август 2013.

Взгляд на долговой рынок

В июле инвесторы в облигации могли хорошо заработать на восстановлении рынков после июньской просадки. Традиционно в августе российские еврооблигации продолжают позитивную динамику июля. Однако в этом году прогноз на ближайшие месяцы затрудняют прошедший быстрый рост рынка и глобальные факторы риска. Возвращающиеся из отпусков инвесторы могут обнаружить, что урожай уже почти собран до них.

■ ■ ■

После худшего с 2008 провала на рынке облигаций июльское восстановление рынка облигаций стало неожиданностью со знаком плюс. По итогам июня было трудно объяснить логику рынка, и большую часть прошлого обзора мы посвятили объяснению, не почему всё упало, а почему не должно было падать так сильно. В июле действия участников рынка были логичными. Распродажа дала хорошую возможность дешево купить облигации в условиях объяснимого нефундаментального характера падения (отток средств из фондов после рекордного объема первичных размещений). Но торговая идея быстро реализовалась и исчерпала себя. Рынок достиг новой точки равновесия, в которой вероятность роста и падения выглядят равноценными. И это, безусловно, затрудняет прогнозы.

Если кратко описать ситуацию с базовыми ставками, то можно отметить, что выходящие в июле стат. данные были позитивными для американской экономики и негативными - для облигаций. Продажи автомобилей выросли до максимума с сентября 2007 года, продажи новых домов – до максимума с мая 2008 года. Больше ожиданий было создано рабочих мест (202 тыс. вместо 175 тыс.), и выше прогнозов аналитиков оказалась инфляция (1,8% вместо 1,6%). Однако рост ставок начинает заботить власти. Глава ФРС Бен Бернанке выступил с заявлением, в котором подчеркнул, что и инфляция, и занятость остаются на уровне, требующим от ФРС мягкой денежной политики, и эта политика останется стимулирующей на обозримом горизонте. Интересно, что Бернанке фактически повторил тезисы управляющего крупнейшим в мире облигационным фондом Билла Гросса из PIMCO, которые мы цитировали месяц назад. На этом фоне 10-летние Treasuries после достижения 5 июля 2-летнего максимума по доходности – 2,74%, закончили месяц на уровне 2,58% годовых (+ 9 б.п. к июню).

Августовская статистика по США покажет, привёл ли рост процентных ставок к замедлению экономического роста. Кажется, ФРС ждет малейшего повода, чтобы отказаться от сворачивания QE-3 и смягчить и без того мягкую денежную политику. Тогда станет вполне реальным прогноз Билла Гросса по возврату доходностей UST-10 в район 2,25%. Однако аналитики ведущих инвестиционных банков не разделяют пессимизм Билла Гросса насчет ухудшения макроэкономических показателей. Ежемесячные опросы Bloomberg показывают, что

прогнозы аналитиков не ухудшились по сравнению с началом мая. Это означает, что ожидать снижения доходностей Treasuries можно, но нужно запастись терпением.

### Прогнозы макроэкономических показателей США по опросам агентством Bloomberg аналитиков ведущих инвестиционных банков

ВВП (годовые темпы роста)				
Дата опроса	Q2 13	Q3 13	Q4 13	Q1 14
09 мая 2013 г.	1,60%	2,20%	2,60%	2,80%
13 июня 2013 г.	1,70%	2,30%	2,60%	2,80%
11 июля 2013 г.	1,60%	2,30%	2,60%	2,80%
на 31 июля 2013г.	1,20%	2,30%	2,60%	2,80%
Безработица				
09 мая 2013 г.	7,60%	7,50%	7,40%	7,30%
13 июня 2013 г.	7,50%	7,40%	7,30%	7,20%
11 июля 2013 г.	7,60%	7,50%	7,30%	7,20%
на 31 июля 2013г.	7,60%	7,50%	7,30%	7,20%

Источник: Bloomberg

### Еврооблигации

Осторожный оптимизм по поводу базовых ставок, тем не менее, не зарождаст желание покупать сейчас российские еврооблигации. Второй по важности фактор – аппетит глобальных инвесторов к риску – вызывает опасения.

В начале прошлого месяца мы оценивали привлекательность еврооблигаций и пришли к выводу, что долги российских корпоративных эмитентов уже вышли из зоны перепроданности и торгуются на среднем уровне последних трех лет. Активные покупки со стороны российских банков в июле способствовали дальнейшему сокращению спредов на 30-50 б.п. От минимумов 24 июня долгосрочные еврооблигации российских эмитентов выросли в среднем на 5%, отдельные бумаги еще больше (например, ТМК-20 +6,8%/YTM – 7,25%, Alliance Oil-20 + 9% до 99,5%/YTM – 7,1%). Сделав выборку из нескольких активно торгуемых инструментов, мы увидели, что за исключением металлургов, текущий уровень доходностей ниже справедливого уже на 40-120 б.п.

Эмитенты начали возвращаться с первичными размещениями, а возвращение интереса к emerging markets со стороны западных инвесторов явно откладывается.

## Исторические уровни Z-спредов по еврооблигациям российских корпоративных эмитентов в 2010-2013гг.

Эмитент (выпуск)	2010	2011	2012	Ср. Z-спред 2010-2012	2013
	средний Z-spread	средний Z-spread	средний Z-spread		текущий Z- spread
Евраз (Evraz-15, Evraz-18)	535	480	620	550	578
Лукойл (Lukoil-22)	330	325	315	325	260
Вымпелком (Vip-16, Vip-18)	430	500	575	500	380
Россельхозбанк (RSHB-17)	330	345	360	345	307

Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

Западная деловая пресса активно нагнетает страхи по поводу окончания длинного цикла растущих сырьевых товаров и связанного с этим подъема экономик развивающихся стран. Замедляющийся Китай снизил спрос на commodities, что объективно ослабило многие развивающиеся страны. Популяризация идеи вывода капитала назад в США может стать субъективным, но не менее опасным фактором риска. Типичному управляющему каким-нибудь техасским пенсионным фондом должно быть страшно наращивать долю в бразильских или российских бумагах в условиях, когда, например, такой уважаемый журнал как «The Economist» выходит с темой номера «Великое замедление» и картинкой на обложке:

### Обложка номера журнала «The Economist» от 27 июля 2013 г.



Источник: Economist.com

Приведем несколько цитат из главной статьи номера «The Great Deceleration»:

«Когда чемпион-спринтер не дотягивает до своей лучшей скорости, требуется какое-то время, чтобы определить, он временно потерял форму или потерял навсегда преимущества»...  
«В прошлом периоды бума на развивающихся рынках имели

*тенденцию заканчиваться банкротствами (что помогает объяснить почему так мало бедных стран стали богатыми)»...«Российский всплеск скорости был стимулирован подъемом цен на энергоносители, вызванным китайским ростом. Бразилия бросилась вперед с помощью бума в сырье и внутреннего кредитования; текущая комбинация из устойчивой инфляции и медленного роста показывает, что ее реальный лимит экономической скорости намного ниже, чем многие люди думали. То же самое можно сказать и об Индии, где почти двузначные темпы роста ВВП позволили политикам, как и многим инвесторам перепутать потенциал быстро догнать (молодое, бедное население) с его неизбежностью.»*

The Economist в своем духе вешает ярлыки, не заботясь о глубоком обосновании выдвинутых тезисов – но вполне возможно, что поднятая западной прессой волна негативного отношения по отношению к BRICs, если и не вызовет серьезного кризиса, то по крайней мере ухудшит показатели этого года, а инвесторы возьмут паузу, чтобы убедиться в устойчивости здоровья экономики России и других стран.

Наконец, из внутрироссийских событий нельзя не отметить приговор Навальному, сопровождавшийся задержанием под стражу в зале суда и освобождением на следующий день. Действия властей в очередной раз напомнили, что нельзя сбрасывать со счетов и политические риски. В этом смысле август-сентябрь в России исторически богат на неожиданные события.

На этом фоне мы считаем целесообразным занять осторожную позицию, по-прежнему предпочитая еврооблигации металлургов (Евраз, Северсталь, НЛМК), торгующихся с широкими по историческим меркам спредами. Мы считаем, что покупать стоит бумаги в моменты просадки либо при размещении с привлекательной премией ко вторичному рынку (как новый субординированный выпуск Русского Стандарта Rusb-24). Похоже, что период волатильности еще не окончен.

## Рублевые облигации

На внутреннем долговом рынке в июле все интересные события происходили в сегменте ОФЗ. Первую половину месяца российские гос. облигации бурно росли вместе с остальными emerging markets, при этом Россия была одним из лучших рынков. Российский ЦБ остается единственным крупным центробанком на пространстве EM, проводящим политику смягчения денежной политики. Его визави в Индии, Бразилии, Турции и других странах были вынуждены зажимать ликвидность и повышать ставки, чтобы хоть как то остановить паническое ослабление своих национальных валют. Российский ЦБ на первом заседании совета директоров под руководством нового

16.07.2013 Bloomberg  
India Joins Brazil to China in  
Tightening Liquidity: Economy

23.07.2013 Bloomberg  
Turkey Raises Rates for First  
Time Since 2011 on Lira Slide

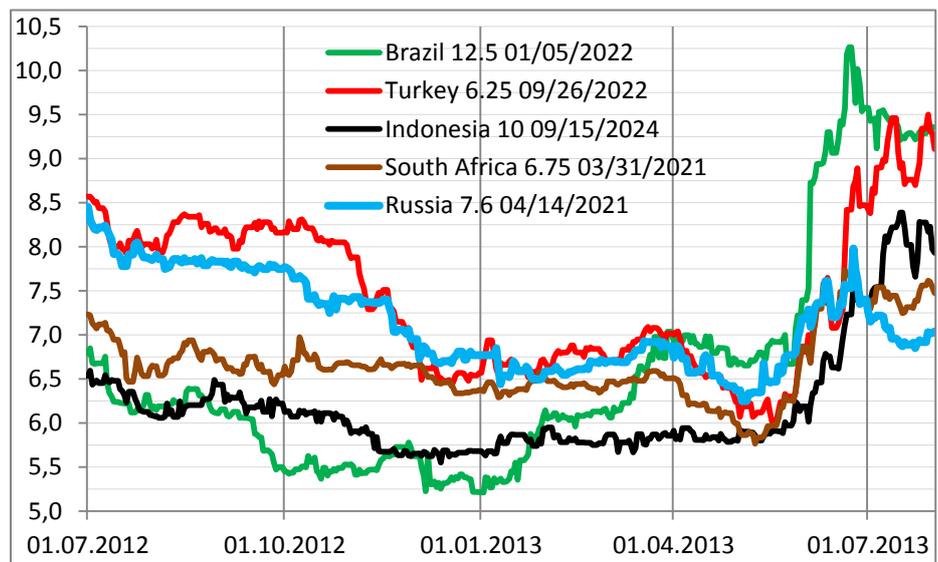
председателя Эльвиры Набиуллиной 12 июля принял решение о введении нового инструмента предоставления ликвидности – годовых кредитах под плавающую ставку, привязанную к ставке недельного РЕПО. 29 июля состоялся первый аукцион, на котором ЦБ разместил 306,8 млрд. руб. под начальную ставку 5,75%, что примерно на 2% пункта ниже минимальной стоимости рыночного привлечения даже для крупнейших гос. банков.

Многие эксперты расценили действия ЦБ как аналог количественного смягчения, проводимого США и другими развитыми странами. Стоит отметить, что ЦБ объявляет то или иное смягчение политики уже четвертый раз подряд, начиная с апреля. В свете того, что инфляция в июле опустилась ниже 7%, и продолжит снижение в ближайшие месяцы, от ЦБ по прежнему ждут снижения ставки РЕПО на 50-75 б.п.

Почему на этом фоне длинные выпуски ОФЗ после ралли в первой половине месяца (доходность серии 26212 снижалась с 24 июня по 17 июля с 8,44% до 7,63%, 26207 с 8,36% до 7,54%) вновь начали дешеветь?

В июле локальные долговые рынки развивающихся стран чувствовали себя плохо. После падения с майских максимумов на 15-20% долгосрочные гос. облигации Турции, Бразилии, Индонезии не смогли как-либо значимо восстановиться, а серия повышений ставок сделали шансы на рост еще более призрачными.

### Динамика доходности по 10-летним гос. облигациям развивающихся стран



Источник: Bloomberg

График иллюстрирует, насколько лучше по сравнению с похожими по кредитному качеству странами чувствует себя российский долговой рынок. Если год назад ОФЗ были самыми высокодоходными локальными гос. облигациями среди стран с рейтингом ВВВ, то сейчас ОФЗ – наименее привлекательный актив

для иностранных инвесторов.

Даже ожидания снижения инфляции не оправдывают разницу в 1-2% по доходности между ОФЗ и облигациями стран от Индонезии до Бразилии, где средняя доходность в реальном выражении (доходность к погашению минус инфляция за последние 12 месяцев) около 2%. Если к концу года инфляция в России замедлится до 6%, то реальная доходность 10-летних ОФЗ будет в районе 1%. Если сравнение с Бразилией и Турцией кому-то не нравится, то есть еще пример Мексики, доходность 10-летних гос. облигаций в которой около 6% (в мае было 4,4-4,5%), но инфляция уже более 10 лет остается на стабильном уровне 4-5%.

29 июля ЦБ сообщил, что доля нерезидентов на рынке ОФЗ составляет 30%, в их владении 930 млрд. из 3,3 трлн. руб. Интересно, что доля нерезидентов даже выросла за последние месяцы (1 апреля было 25%). Т.е. несмотря на массивные продажи в июне, российские игроки купили не так уж и много, а при ухудшении ситуации иностранцам есть, что продавать.

Это тревожная новость. Мы полагаем, что в отсутствие спроса со стороны иностранных инвесторов, ценам будет трудно расти.

Если ЦБ будет снижать ставки, то можно ожидать активизации локального спроса, но рост котировок ОФЗ сделает их еще менее привлекательными, а продажа нерезидентами своих позиций будет сопровождаться покупкой валюты и оттоком капитала. Дополнительное давление может разрушить хрупкое равновесие на валютном рынке и стать катализатором экономического спада.

Мы полагаем, что российский регулятор трезво оценивает внешние риски и будет более осторожно действовать, чем это ожидали аналитики еще месяц назад. В текущей ситуации он может ограничиться снижением на 0,25% до конца 2013 года. На этом фоне длинные выпуски ОФЗ нам кажутся по-прежнему более привлекательными, чем прочие рублевые облигации, но потенциал снижения доходности видится более ограниченным - до 7,5-7,7% годовых, а не 7%, как мы считали месяц назад.

## Валютный рынок

В июле валюты развивающихся стран нащупали уровни поддержки и начали восстанавливаться. Однако восстановление проходило неравномерно. Если мексиканский песо отыграл больше половины июньского падения и вернулся на уровень начала года, то бразильский реал, индийская рупия в последнюю неделю месяца вновь оказались под давлением, упав до новых минимумов.

Индия и Бразилия повысили процентные ставки для повышения привлекательности своих валют, пожертвовав рынком облигаций и экономическим ростом. Фактически это капитуляция, ведь еще в мае в этих же странах власти снижали ставки для стимулирования экономики, а за последние два месяца перспективы экономического роста только ухудшились.

На этом фоне стоит отметить, что российскому регулятору не

пришлось предпринимать никаких экстраординарных мер. ЦБ проводил валютные интервенции у верхней границы коридора в рамках своей долгосрочной политики. В то время как другие центробанки изымали ликвидность из банковской системы, российский ЦБ продолжил курс на смягчение денежной политики. Это не помешало рублю укрепиться во второй декаде июля вместе с остальными валютами ЕМ.

Из этого можно сделать вывод, который имеет важные долгоиграющие последствия. Российский центральный банк еще раз доказал эффективность своей политики «мягкого» влияния на курс, с помощью которой ему удастся убить сразу двух зайцев: укреплять стабильность в банковской системе и зарабатывать прибыль на разнице между курсами покупки и продажи долларов. С учетом смены руководства в ЦБ и как никогда сильного давления на регулятора со стороны лобби экспортеров, подтверждение правильности курса приходит в нужный момент.

Мы думаем, что вероятность сохранения прежнего курса ЦБ заметно увеличилась, но в то же время обновленный ЦБ во главе с Э. Набиуллиной будет в большей степени учитывать интересы других ведомств, а курсовая политика, также как и политика в части ставок будут результатом консенсуса между ЦБ, Минфином и Минэкономразвития.

С учетом неблагоприятного внешнего фона и сложной конъюнктуры на товарных рынках, на ближайшее время таким консенсусом выглядит уровень вблизи верхней границы коридора 37,70-38,70 по отношению к бивалютной корзине, что при курсе EUR/USD 1,32-1,33 соответствует курсу рубля к доллару 33,0-34,0. С учетом комфортной для российского бюджета стоимости нефти мы остаемся сторонниками перекладки из валютных в рублевые активы при курсе выше 33,0.

## Торговые идеи

Мы оставляем без изменения рекомендацию прошлого месяца покупать длинные ОФЗ. В июле эта торговая идея принесла хороший результат, но после просадки в конце июля длинные выпуски вновь выглядят недооцененными.

**Длинные выпуски ОФЗ (26207, 26212) покупать с доходностью выше 8,0%.**

**Rusb-24 (YTM – 11,1%).** В секторе еврооблигаций нам нравится новый субординированный выпуск Банка Русский Стандарт Rusb-24 (цена – 101,5%/YTC – 11,1%). Нам кажется, что участники рынка напрасно опасаются длинного срока до погашения – январь 2024 года. В структуре займа предусмотрен колл-опцион в январе 2019 года. Если Эмитент не воспользуется опционом, то с 2019 года ставка купона будет повышена до 5-летних mid-swaps+9.66%, что с учетом текущей форвардной кривой соответствует запретительной ставке - 14% годовых. Мы думаем, что справедливый уровень доходности к колл-опциону должен быть не выше 10% годовых, что соответствует цене 106%.