

ОПИФ облигаций  
«Арикапитал – Чистые деньги»  
На 30 августа 2013:  
СЧА – 310 161 394 руб.  
Стоимость пая – 1050,20 руб.

Алексей Третьяков,  
Генеральный директор  
УК Арикапитал



Новости по теме:

23.08.2013 [www.counterpunch.org/](http://www.counterpunch.org/)  
[Taper Turbulence](#)

Сентябрь 2013.

Взгляд на долговой рынок

Август прошел без драматических потрясений, но небо над долговыми рынками затянуло по-осеннему: продолжился исход западных инвесторов из emerging markets, геополитическая обстановка на Ближнем Востоке накалилась докрасна, в России усилился спад макроэкономических показателей, анонсирован первый серьезный корпоративный дефолт после 2009 года. В сентябре ФРС может начать tapering. Buy the rumors, sell the fact? Возможно, после заседания ФРС ситуация развернется в положительную сторону. Однако, несмотря на негативный фон мы не видим недооцененных активов, покупка которых оправдала бы возросшие риски. Остается занять выжидательную позицию и наблюдать за развитием событий.

• • •

Август 2013 можно назвать типичным августом. Немногочисленные участники рынка проигнорировали скачок цен на нефть (за месяц баррель Brent вырос с 107,7 до 114 долл.). Акции подешевели на 0,8%, рубль также ослаб на 1%. А вот длинные еврооблигации первоклассных заемщиков (Russia-42, Gazprom-34, VEB-25 и др.) подешевели на 3-5% до новых годовых минимумов. ОФЗ несмотря на уверенное снижение инфляции также растеряли большую часть июльского роста.

Что произошло? Инвесторам по всему миру пришлось выучить новый финансовый термин - **"tapering"** [*'teɪpərɪŋ*]: *постепенное уменьшение объема (спорт. нагрузки, дозы лекарства, и т.п.) перед окончанием.* Начавшееся в мае ожидание tapering, т.е. сокращения программы ФРС по выкупу облигаций, за несколько месяцев довело страхи до уровня, когда безобидная корректировка денежной политики стала головной болью правительств по всему миру от Австралии и Канады до Бразилии и Индии.

Билл Гросс написал на Facebook: «ФРС не сократит (программу) потому что сильнее рост. Они сократят из страха пузырей в активах.»



По ожиданиям аналитиков, 18 сентября ФРС на очередном заседании примет решение о сокращении программы выкупа Treasuries и облигаций ипотечных агентств с 85 до 75 млрд. долл. в месяц. Возможно, как это часто бывает, сработает правило «покупай на слухах, продавай на фактах», и начало tapering покажет, что ничего страшного с глобальной ликвидностью не

происходит, компенсировать уход ФРС с рынка могут рыночные механизмы (например, активизация кредитования американскими банками) или скоординированные действия центробанков развивающихся стран.

Может быть, пора покупать «дешевые» еврооблигации российских эмитентов? Мы не исключаем, что тем, кто рискнет сейчас что-то купить, действительно повезет, однако, в отличие от ситуации в конце июня – начале июля считаем, что торопиться с покупками не следует.

По ценам и по доходности российские еврооблигации повторили июньские минимумы, однако в конце июня доходность 10-летних Treasuries на пике достигала только 2,61%, а в 20-х числах августа доходила уже до 2,90%. В конце июня мы оценивали состояние рынка лишь как умеренно перепроданное, а сейчас Z-спрэды на 25-50 б.п. меньше, чем 24-25 июня, когда было предыдущее дно рынка еврооблигаций. При достаточно скромной (например, относительно 3-летней средней) премии за российский риск, покупка бумаг обеспечит положительный торговый доход только в случае роста котировок Treasuries. И то не факт. Ведь если начнут лопаться пузыри (Индия, Бразилия и еще пара-тройка мелких стран:), с которыми собирается бороться ФРС, то расширение спрэдов сведет на нет весь эффект от снижения доходностей в Treasuries.

Доходность любой облигации складывается из безрисковой ставки на соответствующий срок и премии за риск. Премия за риски инвестиций в еврооблигации российских эмитентов нам представляется недостаточно привлекательной, а делать покупку с расчетом на рост Treasuries выглядит рискованным.

Как любой эффективный рынок, рынок Treasuries учитывает всю имеющуюся у его участников информацию, и его следующее движение может быть как вверх, так и вниз. Мы можем привести доводы как в пользу снижения доходности UST-10 до 2%, так и роста до 4%. И если кто-то не согласен с тезисом об эффективности рынка, то в любом случае асимметричность информации не в пользу простого российского инвестора, которому сложно ответить на вопрос: «что он знает о рынке, чего не знают тысячи других инвесторов, занимающих противоположную сторону?»

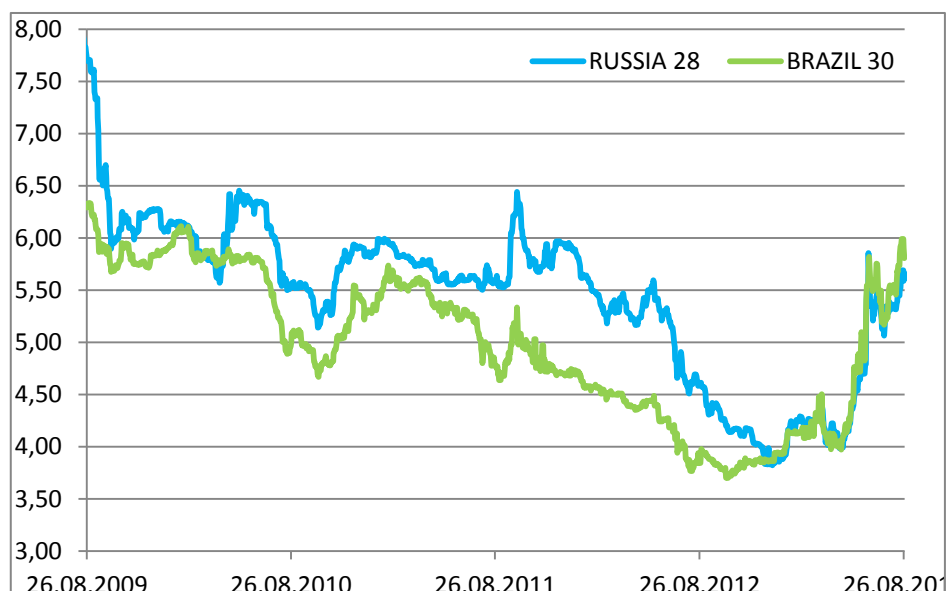
Соответственно ситуации, наша стратегия – сохранять частичное наполнение портфеля длинными качественными облигациями, оставляя запас коротких ликвидных активов «на всякий пожарный» случай.

## Еврооблигации

В сегменте еврооблигаций за последний месяц не прибавилось новых инвестиционных идей. В прошлом обзоре на примере нескольких популярных корпоративных эмитентов мы проанализировали историю торгов их еврооблигациями и пришли

к выводу, что с точки зрения спрэдов, российские еврооблигации трудно назвать недооцененными. В августе ситуация изменилась несущественно. Более того, из-за ускоренного падения долговых бумаг других EM, в относительном выражении российские бумаги стали даже менее привлекательными. Например, впервые за последние четыре года долларové облигации Бразилии торгуются под доходность выше чем у России. Премия Brazil-30 над Russia-28 в конце августа доходила до 30-40 б. п., по сравнению с дисконтом -70 б.п. в среднем в 2012 году.

### Доходность к погашению по выпускам Russia-28 и Brazil-30 в 2009-2013гг.



Источник: Bloomberg

В августе продолжился рост доходностей Treasuries. 10-летние облигации прибавили еще 20 б.п. (с 2,57% до 2,77%), а 21 августа доходность доходила до 2,93%. Выходившая в августе макроэкономическая статистика показывала уже не столь однозначную картину восстановления. Темпы роста ВВП во 2 кв. были пересмотрены с 1,7% до 2,5%. Но хуже ожиданий были данные по безработице, промышленному производству, продажам новых домов и автомобилей. Тем не менее, аналитики пока не спешат пересматривать в сторону снижения позитивные прогнозы. Пессимистам, не верящим в устойчивый рост американской экономики и повышение ставок (и нам в том числе) приходится отметить, что текущая картина действительно лучшая за последние годы. В 2010 и 2011 годах рынки переживали скачок доходности 10-летних Treasuries соответственно до 4% и 3,70% годовых, и пока до этих уровней еще далеко.

Еще один индикатор – доходность UST-10 минус годовая инфляция, показывает, что средняя реальная доходность Treasuries за последние 50 лет – 2,5% годовых (а сейчас –

только 0,60%). Более точную точку отсчета может дать ретроспектива доходностей TIPS (защищенных от инфляции казначейских облигаций).

### Доходность к погашению по 10-летним TIPS (казначейские облигации правительства США с защитой от инфляции)



Источник: Bloomberg

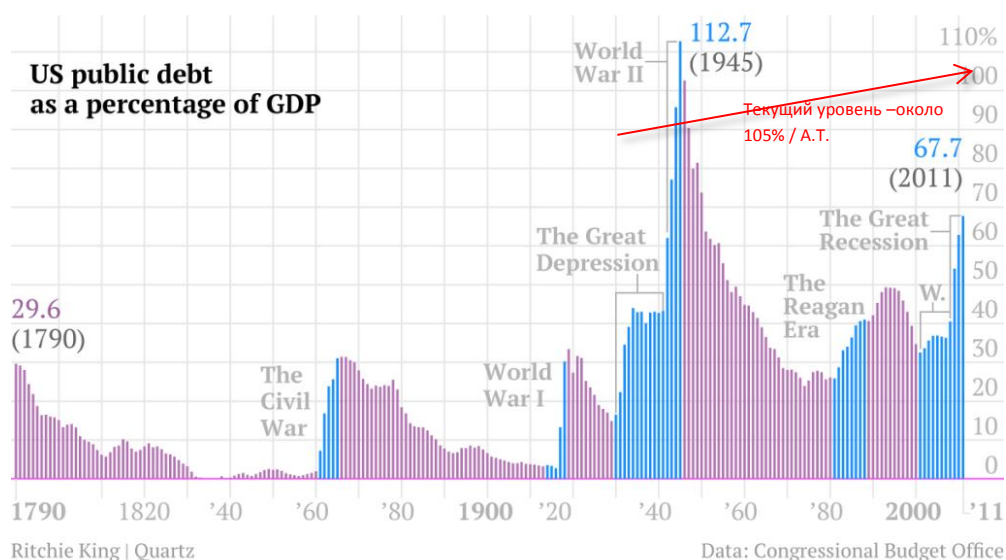
Менее волатильная чем у обычных Treasuries, динамика TIPS отражает минимальный уровень долгосрочных процентных ставок в реальном выражении. График показывает, что современной политике ФРС, начатой Аланом Гринспеном в начале 2000 годов в ответ на кризис доткомов, основной принцип которой «деньги должны быть дешевыми максимально настолько, насколько это возможно без разгона инфляции» соответствует в реальном выражении доходность от 1,5% до 2,5%. После беспрецедентного пребывания в зоне отрицательных ставок, рынок только вернулся в область слабо положительных значений (на конец августа доходность +0,65%). И если экономика США действительно хотя бы минимально выздоровела и способна показывать положительные темпы роста, то рост ставок в пределах 1% пункта не должен кого-либо удивлять.

Главный контраргумент – при текущем уровне долга США не выдержит положительных реальных ставок. Согласно исследованию 2010 года «Growth in a time of debt» гарвардских экономистов Carmen M. Reinhart и Kenneth S. Rogoff, когда показатель Debt/GDP пересекает отметку 90%, экономический рост замедляется как минимум на 1% при прочих равных условиях. С 70-х годов прошлого века и до 2008 года 10-летняя средняя роста ВВП США была в узком диапазоне 2,3-3,6%. Если теперь темпы роста ограничены потолком на уровне 2,5%, то

вряд ли у ФРС поднимутся руки поднимать ставки еще в течение очень длительного времени.

Чтобы завершить тему американского долга, приведем еще одно интересное исследование, опубликованное на сайте The Atlantic в ноябре 2012 года «[The Long Story of U.S. Debt, From 1790 to 2011, in 1 Little Chart](#)». Авторы построили график, наглядно иллюстрирующий циклы роста и сокращения долговой нагрузки США более чем за 200 лет.

### Динамика отношения гос. долга США в % от валового внутреннего продукта с 1790 по 2011 гг.



Источник: The Atlantic

За 200 с лишним лет было три периода существенного (более чем в 2 раза) увеличения долговой нагрузки, и все они были связаны с войнами – сначала с Гражданской войной в США 1861-1865 гг., затем с I и II Мировой войной. Каждый раз после окончания войны правительство США успешно выбиралось из долговой ямы. Но очень редко Штаты сокращали номинальный объем долга. Чаще всего отношение Debt/GDP опускалось за счет **ускорения инфляции и экономического роста**. Сейчас, когда США предстоит решить самую сложную за всю историю долговую проблему, просто наивно полагать, что ФРС будет проводить политику способствующую росту реальных процентных ставок, **замедляющих инфляцию и экономический рост**.

Надеемся, что экскурс в экономическую историю делает понятным пункты нашей инвестиционной стратегии:

- 1) В текущей ситуации рискованно прогнозировать и делать ставку на рост на российском долговом рынке до момента, пока либо кредитные спреды либо доходность Treasuries не достигнут или хотя**

- бы не приблизятся к среднесрочным максимумам;**
- 2) **Состояние экономики США и мира не дает оснований надеяться на сколь-нибудь значимые доходности в реальном выражении. Если рыночная волатильность будет создавать инвестиционные возможности, обеспечивающие хорошую реальную доходность, не стоит их опускать.** В этом смысле защищенные от инфляции TIPS с доходностью выше 1% могут оказаться таким же хорошим вложением, как и суверенные еврооблигации России или Бразилии с доходностью от 5% и выше.

## Рублевые облигации

Оказаться в августе инвестором в локальных гос. облигациях GEM было равносильно поездке в эпицентр стихийного бедствия. Доходность по 10-летним облигациям Турции, Бразилии, Мексики, ЮАР, Индии, Индонезии и др. стран выросла на 50-100 б.п. до новых локальных максимумов.

Нужно отдать должное российскому рынку. Доходность долгосрочных ОФЗ за месяц выросла на 15-20 б.п., и относительно стран-аналогов российский рынок оказался одним из наиболее устойчивых, как за месяц, так и с начала года.

Но ситуация становится с каждым днем все тревожней. Нестабильность на внешних рынках нивелирует весь позитив от снижения инфляции и смягчения денежной политики ЦБ. В отсутствие спроса со стороны западных инвесторов местные игроки не стремятся наращивать портфели. 28 августа Минфин не смог разместить 10-летние ОФЗ, даже предложив максимальную с начала года доходность 7,70-7,75%. При программе заимствований на 2013 год в 1,2 трлн. руб. в первом полугодии Минфин разместил ОФЗ на 361,5 млрд. руб. После летней долговой паузы рынок так и не восстановился, и теперь над ним нависает угроза провала исполнения программы при том, что федеральный бюджет в этом году испытывает напряжение. В 4 квартале на первичный рынок собирается выйти Москва с выпусками общим объемом 160 млрд. руб.

Достаточно активизации этих двух эмитентов (Минфин и Москва), чтобы сложился трудно перевариваемый избыток предложения. Поэтому, несмотря на то, что доходность длинных ОФЗ достигла 8%, и разница между доходностью и ставками РЕПО ЦБ, а также инфляцией, - достаточно привлекательна, мы считаем, что подходить к покупкам следует осторожно. Как никогда высоки риски, что у участников рынка в какой-то момент не выдержат нервы, и доходности уйдут выше фундаментально обоснованных уровней.

20.08.2013 news.mail.ru

Минфин России не будет  
менять программу внутренних  
займов на 2013 год

05.08.2013 rusbonds.ru

Москва планирует разместить  
облигации на 160 млрд руб.

## Валютный рынок

В августе валюты стран EM испытали новый девальвационный виток. Валюты двух из четырех стран BRIC Индии и Бразилии обвалились на 9% и 4,5% соответственно. Подешевели не только валюты EM, но и соседей США – Мексики и Канады, для которых восстановление американской экономики, казалось бы, должно стать позитивным фактором. Для Бразилии летнее ослабление реала (18% с мая по 21 августа) перешло границы любой краткосрочной коррекции за последние 15 лет. В Индии обвал национальной валюты (-20,3% с начала мая по 28 августа) сравнялся с обесценением рупии во время глобального кризиса 2008 года (-24%) и превысил девальвацию во время азиатского кризиса 1997-1998 гг. (-18%).

Валютные и экономические кризисы часто идут вместе. Как в споре про курицу и яйцо подчас трудно определить, что является причиной – экономический спад приводит к девальвации, или девальвация вызывает шок в экономике. Если еще в начале года не было оснований ожидать экономического кризиса в крупных странах emerging markets, то прошедшие девальвации сами по себе являются серьезными причинами сделать более пессимистичные прогнозы.

То, что происходит в Индии, Бразилии и целом ряде других стран заставляют нас осторожно подходить к наращиванию доли рублевых активов, несмотря на рост цен на нефть.

Тем не менее, в сентябре можно ожидать смягчение негативного влияния сезонного фактора (завершение сезона отпусков и дивидендных выплат). ЦБ действует осторожно, сглаживая давление на рубль путем валютных интервенций от 200 до 400 млн. долл. в день, но постепенно повышая верхнюю границу валютного коридора. За август прошло 5 сдвигов по 5 копеек до 39,15. Нам кажется, что политика ЦБ на данный момент устраивает как ястребов, так и голубей, что является залогом ее сохранения в ближайшее время. Поэтому мы по-прежнему считаем, что риск ослабления рубля ограничен уровнем 33,5-34,0 по отношению к доллару США, в то время как потенциал роста значительно больше.

Из всех сегментов финансового рынка, валютный – пожалуй, единственный, в котором мы комфортны с увеличением риска в портфеле, т.е. покупкой рублей за доллары, особенно с учетом carry trade, обеспечивающего 15 копеек в месяц на каждый доллар благодаря разнице в процентных ставках.

28.08.2013 Bloomberg

[India's Rupee Plunges Most in 20 Years to Record](#)