

ОПИФ облигаций
«Арикапитал – Чистые деньги»
На 31 октября 2013:
СЧА – 376 845 482 руб.
Стоимость пая – 1068,94 руб.

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал



Ноябрь 2013.

Взгляд на долговой рынок

В октябре позитив на долговом рынке сохранился. Как и ожидало большинство инвесторов, история с возможным дефолтом США оказалась классической мыльной оперой, тем не менее, принесшей практические дивиденды в виде откладывания пресловутого tapering. Пожалуй, глобальным инвесторам уже можно начать приготовления к новогодним праздникам и спокойно дожидаться первых шагов нового главы ФРС Джанет Йеллен. Однако россиянам точно расслабляться не стоит. Риски для рынка рублевых облигаций и валютного курса заметно возрастают. Впору ускорить фиксацию прибыли в подорожавших активах и воспользоваться примером обитателя леса, изображенного на фотографии, чтобы встретить зиму в спящем режиме с защитной позицией по портфелю.

• • •

Приостановка работы американского правительства, продлившаяся 16 дней с 1 по 16 октября, фактически стала рождественским подарком для инвесторов в долговые бумаги. С одной стороны shutdown не успел нанести каких-либо необратимых повреждений экономике и не привел к дефолту, с другой стороны ухудшил показатели ВВП и безработицы в текущем IV квартале, дав веские основания ФРС отложить планы сокращения программы количественного стимулирования. По оценкам аналитиков, начало tapering переносится на март 2014 года. Однако нужно еще учесть, что в январе произойдет смена главы Федрезерва, на смену Бернанке придет его заместитель Джанет Йеллен, поэтому до ее официального вступления в должность все прогнозы по поводу монетарной политики США в 2014 году следует принимать с большим допуском «если».

Пожалуй, главное, что позволяет инвесторам расслабленно дожидаться января, это то, что при Йеллен не будет резкого разворота в сторону ужесточения. До утверждения первой женщины во главе ФРС, считавшийся фаворитом за этот пост Лоуренс Саммерс, сошел с дистанции под сильным давлением американского истеблишмента именно из опасений, что он начнет слишком независимую политику сильного доллара и рыночных процентных ставок.

На этом фоне доходность 10-летних Treasuries продолжила плавно снижаться с 2,62% до 2,55% годовых, а спрос на все классы активов с фиксированной доходностью поднял цены на облигации до новых максимумов с июня этого года.

Даже в Европе, несмотря на тяжелую ситуацию с безработицей и продолжающемся увеличиваться гос. долгом, рыночные индикаторы, напротив, рисуют радужную картину. После публикации 30 октября данных по ВВП Испании за III квартал, показавших рост на 0,1% к предыдущему кварталу и формальное окончание рецессии, длившейся 2 с половиной года, доходность 10-летних испанских гос. облигаций впервые с октября 2010 года опустилась ниже 4% годовых, что является разительным контрастом по сравнению со средним в 2011-2012гг.

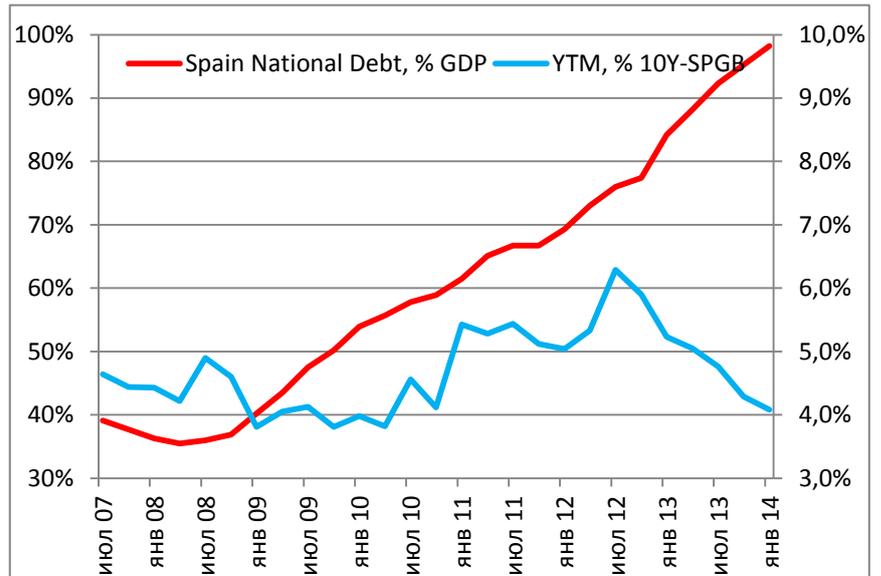
Новости по теме:

19.10.2013 Bloomberg
[Fed QE Taper Seen Delayed to March as Shutdown Bites](#)

12.10.2013 The Economist
[The new head of the Federal Reserve/ Dove ascendant](#)

уровнем 5,6% и максимумом 7,5% годовых, наблюдавшимся летом прошлого года.

Динамика гос. долга Испании (в % к ВВП, левая шкала) и доходность по 10-летним гос. облигациям (правая шкала)



Источник: Bloomberg, countryeconomy.com, прогноз Debt/GDP на конец 2013 года по данным tradingeconomics.com

Динамика испанских облигаций наглядно показывает парадигму современного финансового рынка. В условиях кризиса политики не доверяют рынку устанавливать политически важные рыночные индикаторы (а стоимость привлечения долгосрочного долга через гос. облигации – один из важнейших). Когда весной этого года появились ожидания, что кризис в США закончен и, останавливая печатный станок, ФРС возвратит рынку право самостоятельно определять долларовые ставки, это сразу вылилось в грандиозную распродажу. Однако эпизод исчерпан, а всё увеличивающийся в объеме долг сигнализирует, что ни США, ни Европа в ближайшее время не откажутся от режима ручного управления.

Что означает это для российских инвесторов? На наш взгляд, им как раз расслабляться не стоит. Прежде всего, на стоимость внешних заимствований будут продолжать влиять колебания настроений глобального рынка капитала, которые как маятник будут изменяться от эйфории «низкие ставки – везде и навсегда» до паники из-за окончания этой политики. Даже если мы не увидим конца мягкой политики, это не означает, что котировки облигаций закрепятся на высоком, а доходности – на низком уровне, потому что с каждым приступом паники рынки должны будут учитывать все более разрушительные последствия для развивающихся стран. Не стоит забывать комментарий Билла Гросса, который мы процитировали в сентябрьском обзоре. Перед

памятным заседанием ФРС он написал: «Fed will not taper because of stronger growth. They will taper because of the fear of asset bubbles». ФРС может сделать тейперинг или просто припугнуть им, если сочтет, что слишком много капитала перетекает из «важных секторов», таких как Treasuries и Mortgages в «неважные» вроде Junk bonds или Emerging markets. Переток долларов в развивающиеся страны, готовые платить повышенные проценты, осложняет контроль над рыночными ставками.

В целом, последние события осени, такие как заседание ФРС, выбор кандидатуры его нового руководителя, дебаты по поводу повышения планки гос. долга укладываются в сценарий «низкие **базовые** ставки – надолго». Однако это не защищает развивающиеся рынки, стабильность которых не отвечает интересам США, от распродаж наподобие той, что мы наблюдали этим летом.

Дополнительным «черным лебедем» может стать падение цен на нефть. Предсказание цен на черное золото – неблагоприятное занятие, но прошедшее в октябре опережающие падение американского сорта WTI на 7% с 102 до 94,5 долл. за баррель и расширение дифференциала между Brent и WTI с 5 до 12 долл. вызывают серьезные опасения.

Еврооблигации

На рынке еврооблигаций конъюнктура не претерпела сильных изменений. Несмотря на то, что мы месяц назад считали находящуюся почти на 3-летнем минимуме премию за кредитный риск перегревом, за октябрь доходности по российским еврооблигациям снизились еще на 20-30 б.п., а Z-спрэд сократился на 15-25 б.п. В отсутствие новых размещений спрос на качественные корпоративные бумаги (например, Novatek-22, Alfa-Bank-21, MTS-23) поднял котировки отдельных выпусков на 3-4%.

Субординированные банковские выпуски по прежнему отстают от рынка, подорожав в среднем на 0,75%. Неудачником месяца стал Банк Русский Стандарт, один из немногих эмитентов, чьи бумаги в октябре подешевели после того, как агентство Moody's 4 октября понизило международный кредитный рейтинг сразу на 2 ступени с Ba3 до B2.

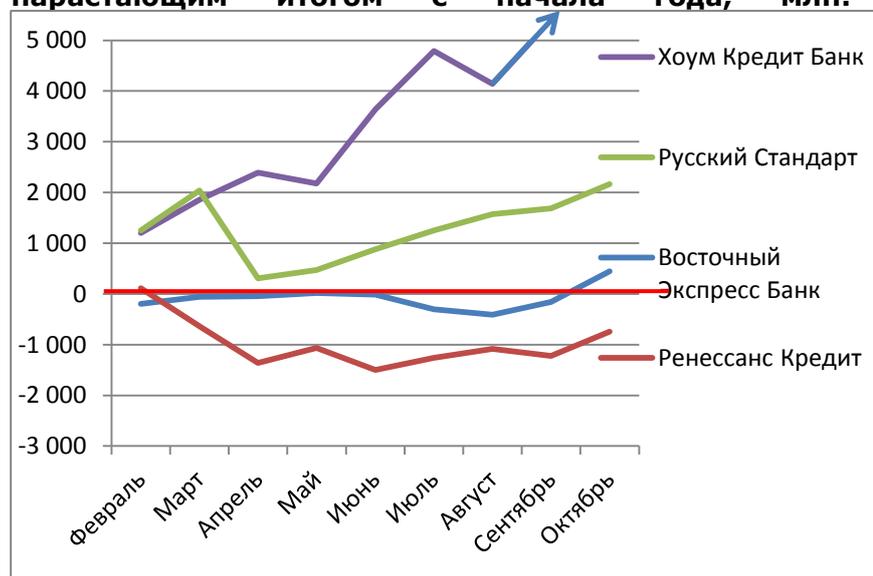
Несмотря на пессимизм рейтингового агентства, мы по прежнему считаем субординированные выпуски розничных банков (Rusb-24, HCFB-21 и сюда можно добавить рублевый выпуск КБ Восточный Экспресс) хорошей инвестицией. Слабая полугодовая отчетность, которая испортила отношение к сектору, была во многом связана с ужесточением регулирования со стороны ЦБ и единовременным досозданием резервов. Последние цифры из ежемесячной отчетности по РСБУ показывают, что розничные банки прошли дно и возвращаются к прибыли.

Хоум Кредит остается лидером, по объему чистой прибыли за 9 месяцев 2013 г. (7,3 млрд. руб.) занимая 8 место среди всех

российских банков. Русский Стандарт (+2,2 млрд. руб.) – на 28 месте по прибыли, что хуже, чем его 18-я позиция в рейтинге по активам, но пропускает вперед в основном дочки западных банков. Восточный Экспресс в сентябре вышел из красной зоны (убыток на 1 сентября -158 млн. руб.), показав за 9 месяцев прибыль +445 млн. руб.

Для сравнения мы добавили на график показатели Ренессанс Кредита, чьи бумаги не советуем покупать, пока банк не справится с проблемами. Убыток РенКредита по РСБУ за 9 мес. -744 млн. руб., по этому показателю банк занимает 3 место с конца (уступая МДМ Банку и Петрокоммерцу).

Динамика чистой прибыли по РСБУ розничных банков нарастающим итогом с начала года, млн. руб.



Источник: Banki.ru

С учетом того, что отчетность по МСФО за 9 и 12 месяцев подтвердит (как мы ожидаем) улучшение финансовых показателей, а также того, что поправив нормативы, в ближайшие месяцы розничные банки не будут столь агрессивно привлекать субординированные займы, и наконец, принимая во внимание двусмысленную купонную доходность, нам кажется, субординированные выпуски смогут показать себя защитным активом в случае следующего раунда risk off.

Помимо субординированных выпусков, реализовать идею выхода в защитные активы, на наш взгляд, лучше всего через короткие (с погашением в 2015-2016 гг.) еврооблигации эмитентов с кредитным рейтингом категории BB, например, AkBars-15 (YTM – 4,7%), Evraz-15 (YTM – 4,2%), Severstal-16 (YTM – 3,4%).

Рублевые облигации

Внутренний долговой рынок в октябре продолжил позитивную динамику сентября. Длинные ОФЗ подорожали еще на 1,5%, доходность наиболее популярного выпуска ОФЗ 26207 с погашением в 2027г. снизилась с 7,7 до 7,55%. Интерес к рублевым облигациям сохранился как следствие возврата интереса западных инвесторов к локальным долговым рынкам в целом.

Месяц назад мы высказывали мнение, что на тот момент сохранились предпосылки для продолжения роста в краткосрочной перспективе, но ближе к концу года участники рынка озаботятся встречными ветрами, с которыми придется столкнуться в 2014 году.

На наш взгляд, на текущий момент потенциал роста ОФЗ и в целом рублевых облигаций выглядит исчерпанным. В лучшем случае держателям бумаг можно рассчитывать на купонный доход. В то же время факторы риска нарастают. С учетом все более явного нежелания ЦБ поддерживать рубль, фактор риска ускорения инфляции из-за ослабления национальной валюты, пожалуй, выходит на первое место по значимости. Остальные можно привести в порядке значимости:

2. ухудшение финансового состояния России в целом как суверенного заемщика, отдельных регионов и корпоративных эмитентов;

3. Увеличение потребности Минфина в финансировании бюджетного дефицита;

4. Пенсионная реформа.

Что самое грустное, мы не можем найти ни одного фактора роста в 2014 году, если не считать призрачной идеи существенного снижения Центральным Банком ключевых процентных ставок и еще более невероятного скачка цен на нефть вследствие какого-нибудь нового геополитического конфликта.

Валютный рынок

В октябре режим «RISK ON» (наращивание инвесторами позиций в активах, считающимися рискованными) благоприятствовал укреплению валют развивающихся стран. В русле общей тенденции рубль укрепился с уровня 32,40 на начало октября до 31,70 в 20-х числах, когда проходили налоговые выплаты, и закончил месяц на отметке 32,09 за долл. США.

Стабилизацией ситуации на валютном рынке поспешил воспользоваться Центральный Банк и Минфин, которые успели за короткий отрезок анонсировать сразу три значимых шага, уменьшающих стабильность курса рубля.

С 7 октября ЦБ расширил нейтральный диапазон в центральной части коридора с одного до трех рублей. Если до принятия решения ЦБ продавал, по оценкам аналитиков, 70 млн. долл. в день, когда курс рубля по отношению к бивалютной корзине находился в диапазоне

21.10.2013 ПРАЙМ
Банк России с 21 октября
снизил объем целевых
валютных интервенций
вдвое

21.10.2013 БИЗНЕС ТАСС
Федеральное казначейство
за пять дней, начиная с 23
октября закупит валюты на
10 млрд рублей

35,30-36,30, то с 7 октября он приступает к интервенциям при росте стоимости бивалютной корзины выше 37,35 руб.

С 21 октября ЦБ вдвое снизил объем целевых валютных интервенций до 60 млн. долларов в день. Это означает, что при будущих атаках на рубль ЦБ будет тратить вдвое меньше резервов и сдвигать границы коридора в два раза быстрее.

Почти одновременно с последним заявлением ЦБ, Минфин объявил о начале закупок валюты для пополнения резервного фонда. Напомним, что на протяжении последних лет Минфин покупал валюту напрямую у ЦБ, что не влияло на валютные интервенции последнего. С 23 октября Минфин будет покупать валюту по прежнему у ЦБ, но теперь регулятор будет уменьшать на аналогичную сумму объем интервенций, а при нахождении курса рубля в нейтральной зоне валютного коридора приобретать валюту на биржевом рынке.

Нужно отметить, что ЦБ грамотно выбрал момент для объявления изменений в валютной политике. Сразу за его заявлениями происходило небольшое падение курса рубля, но в следующие дни благодаря позитивному внешнему фону, рубль отыгрывал негатив и продолжал укрепляться.

Зато первые же признаки ухудшения фона - падение цен на нефть и курса евро, привели к резкому скачку курса в первые числа ноября. Всего за два рабочих дня доллар подорожал почти на 50 копеек с 32,09 до 32,52.

Вполне возможно, что мы наблюдаем только начало существенно возрастающей волатильности на валютном рынке. Зимние месяцы еще считаются сезонно благоприятными для национальной валюты (во все послекризисные годы в декабре фиксировался максимальный объем экспорта, а в январе - минимальный объем импорта). Но с завершением сезонного фактора рынок может устремиться к уровням 34-35 рублей за доллар, что нужно уже сейчас принимать во внимание. Мы рекомендуем использовать периоды укрепления рубля до 32 руб. за долл. для увеличения валютной позиции.