



АРИКАПИТАЛ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций
«Арикапитал – Чистые деньги»
На 29 ноября 2013:
СЧА – 395 430 884,26 руб.
Стоимость пая – 1083,86 руб.

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал



Новости по теме:

03.12.2013 Marketwatch.com
Pimco Total Return Fund has
7th month of outflows



Декабрь 2013.

Взгляд на долговой рынок

В ноябре надежды участников долгового рынка на начало рождественского ралли не оправдались. Практически на всех фронтах наблюдалась слабая ценовая динамика: доходности US Treasuries вновь устремились вверх, а вместе с ними подверглись распродаже локальные гос. облигации и валюты развивающихся стран. Российские еврооблигации и рублевые облигации снижались в цене в русле общемировой тенденции. Мы не видим поводов для оптимизма в ближайшем будущем.

■ ■ ■

События последнего месяца развивались вокруг центральной темы всего 2013 года – возможного начала сворачивания Федеральной Резервной Системой программы количественного смягчения (QE-3). После сентябрьского решения ФРС и последующего в октябре временного прекращения работы Правительства США участники рынка на какое-то время поверили, что начало «tapering» отодвигается, по крайней мере, на март 2014 года. Однако весь ноябрь и первая декада декабря выходила настолько сильная макроэкономическая статистика, что за неделю до очередного заседания ФРС (17-18 декабря) прогнозы аналитиков вновь указывают на 30% вероятность ужесточения денежной политики. На этом фоне доходность 10-летних US Treasuries поднялась за ноябрь с 2,55% до 2,75% (2,85% по состоянию на 12 декабря), спред между 2-летними и 10-летними UST вырос до 250 базисных пунктов, максимума с июля 2011 года, что свидетельствует о росте ожиданий повышения процентных ставок.

Снижение котировок Treasuries и рост американских биржевых индексов поддержал переток средств из глобальных облигационных фондов в фонды акций (хотя нельзя исключать обратную последовательность, а именно, отток из фондов облигаций вызвал рост ставок). Уступивший в октябре пальму первенства как крупнейший в мире паевый фонд Pimco Total Return в ноябре в седьмой раз подряд недосчитался пайщиков, которые вывели за месяц 3,7 млрд. долл.

Суверенные еврооблигации развивающихся стран вновь подверглись распродаже. Доходности приблизились к летним максимумам, а по отдельным странам (Бразилия, Украина) превысили их.

Российский рынок ОФЗ оказался одним из мировых аутсайдеров (после Индонезии и Бразилии) с ростом доходности в 10-летних бумагах на 0,4% до 7,8% годовых, максимума с июня этого года.

В чем причина затянувшейся летней коррекции на развивающихся рынках? Помимо риска ужесточения денежной политики ФРС США, возможно, мы действительно наблюдаем структурный сдвиг снижения привлекательности развивающихся рынков и восстановления влияния США и развитых рынков.

6 ноября гарвардские экономисты Ларри Саммерс (бывший глава Казначейства США) и Лант Притчетт опубликовали исследование, которое несмотря на гриф «Предварительная версия для конференций. Не цитировать или распространять без разрешения авторов» стало одним из самых цитируемых трудов месяца. Основная мысль отражена в заголовке [«Asiaphoria Meet Regression to the Mean»](#) - эйфория по поводу способности Азии (прежде всего Индии и Китая) продолжать супербыстрый рост, выполняя роль локомотива мировой экономики – иррациональна.

Наиболее интересной мыслью исследования стало наблюдение, что большинство долгосрочных прогнозов экономического развития проецируют в будущее темпы роста, достигнутые отдельными странами в последнее время. Однако ценность и вероятность реализации таких прогнозов очень низка. Распространено мнение, что в Китае произойдет лишь небольшое замедление, при этом темпы роста экономики останутся существенно выше среднемировых (например МВФ ожидает рост ВВП Китая на уровне 6,47% в год на протяжении 2014-2018 гг.). По оценкам авторов в современной экономической истории было 70 эпизодов непрерывного роста с темпами выше 4% и всего 28 – с темпами выше 6% в год. Китай стал рекордсменом, на сегодня показывая 33-й год подряд рост ВВП свыше 6%. Однако, история показывает, что период супер-быстрого роста обычно заканчивается не плавным замедлением, а торможением «в пол» до 2,1% (или -4,65% от темпов в предыдущий период супер-роста). Почему нельзя прогнозировать то, что развивающиеся страны будут развиваться быстрее, чем развитые? Причина не в невозможности ускоренного роста первых, а в отсутствии его стабильности. Накопленные исторические данные показывают, что богатые страны 84% времени находятся в состоянии роста ВВП со средним темпом 3,88%, во время рецессий ВВП снижается в среднем на 2,33%. Развивающиеся страны в периоды подъема растут быстрее – +5,37%, но испытывают более затяжные и сильные падения (в среднем, на -4,6%). Чем беднее страны, тем больше продолжительность и сила экономических кризисов. Например, беднейшие страны (с уровнем среднедушевого дохода от 300 до 2000 долл. в год) 56% времени растут и 44% времени падают, показывая в среднем одинаковые темпы роста и падения ВВП (+5,37%/-5,38%).

Возможно, кто-то возразит, что скепсиса в отношении Китая в последние годы было не мало, и страна Золотого дракона не раз опровергала апокалипсические предсказания. Однако, настоящей научной новизной данного исследования можно считать приведенные данные о крайне низкой вероятности перехода от супер-роста к просто быстрому росту, а ведь именно сейчас в Китае начинается переход к новому состоянию экономики.

Еще одним фактором долгосрочного ухудшения состояния экономик развивающихся стран может стать исчерпание потенциала роста за счет банковского кредитования, бывшего палочкой-выручалочкой начиная с 2008 года. Признаки

перекредитованности населения и предприятий наблюдаются не только в России, но повсеместно во всех крупных развивающихся странах. Обширную статью на эту тему опубликовал Bloomberg 13 ноября.

Конечно, подобные статьи – не повод немедленно избавляться от активов по любым ценам. Но все больше признаков того, что портфельному менеджеру пора перестраивать модель зарабатывания прибыли на российском облигационном рынке. Из режима роста, прерываемого короткими коррекциями и вновь ростом к новым максимумам, новой парадигмой может стать повсеместная стагнация, с прорыванием вниз в отдельных именах (из-за ухудшения кредитного профиля, как это происходило в 2013 году с ДВМП, Мечелом и Ренессанс Кредитом или избыточного предложения, что случилось со всем сегментом банковских субординированных облигаций). После понижительных коррекций рост может не достичь предыдущих максимумов. На наш взгляд, стоит увеличивать долю защитных активов, помимо традиционных коротких депозитов и еврооблигаций в портфель в пропорции 5-10% можно включить 5-10 летние Treasuries, которые, несмотря на низкую доходность, обладают уникальным свойством показывать рост именно в моменты паники на развивающихся рынках и оставаться единственным реально ликвидным активом. Пора увеличивать долю валютных активов – с учетом крайне слабых перспектив у рубля, на наш взгляд, доля долларовых инструментов должна составлять в среднем не менее 50% портфеля.

Еврооблигации

В ноябре развивающиеся рынки двигались вслед за Treasuries. В отсутствие значимых внутренних новостных поводов (если не считать события на Украине, вызвавшие очередную распродажу в украинских облигациях) участники рынка чутко следили за новостями из США, пытаясь определить дальнейший курс Федеральной Резервной Системы. Весь ноябрь и первую декаду декабря выходили исключительно позитивные макроэкономические данные. На этом фоне доходность 10-летних UST в ноябре выросла с 2.55% до 2,75% и продолжила движение вверх в первой декаде декабря (2,85% по состоянию на 12/12). Государственные и корпоративные еврооблигации заемщиков из развивающихся рынков вновь подверглись распродаже. Доходность по бразильским суверенным еврооблигациям подскочила до максимума с июня 2011 года (выпуск Brazil 8.75 с погашением в 2025 году подешевел более чем на 5%).

Снижение котировок в российском сегменте было более умеренным. Долгосрочные еврооблигации российских эмитентов подешевели на 2-3% в цене, отражая примерно такое же снижение Treasuries. Кредитные спреды расширились очень незначительно, в пределах 10-20 базисных пунктов.

Сильный рост в начале осени вызвал желание эмитентов

выйти с новыми эмиссиями. Если в октябре было 4 размещения на 1,8 млрд. долл., то в ноябре уже 7 на 4,2 млрд. долл. Среди новых выпусков можно было выбрать достаточно интересные инвестиционные идеи. Например, Газпромнефть разместила 10-летние еврооблигации на 1,5 млрд. долл. под ставку 6%, что стало максимальной доходностью среди корпоративных эмитентов с рейтингом инвестиционного уровня. Не удивительно, что новый выпуск вышел на вторичные торги сразу по цене 101,50% от номинала. Внешпромбанк (B+/B2/B, 41 место по активам) разместил дебютный 3-летний выпуск еврооблигаций под ставку 9%, что стало рекордной доходностью среди несубординированных банковских выпусков. Наконец, Ренессанс Кредит предложил близкую к абсолютному рекорду ставку – 13,50% по 5,5-летним субординированным еврооблигациям (больше Ренессанса платил только ТКС Банк -14% при размещении в ноябре 2012 субординированных еврооблигаций, сейчас этот выпуск торгуется с доходностью к погашению около 12%).

Наиболее интересным событием последних недель стал выход 6 декабря американских данных по рынку труда. В ноябре в США было создано 203 000 рабочих мест, а безработица снизилась с 7,3% до 7,0%, что стало лучшим значением с ноября 2008 года. Оба показателя оказались лучше ожиданий аналитиков, и в считанные мгновения после публикации доходность 10-летних UST подскочила с 2,85% до 2,93%, развивающиеся валюты упали, евро подешевел с 1,366 до 1,362 долл., однако менее чем за минуту все индикаторы развернулись в обратную сторону. Курсы евро, сырьевых валют и валют развивающихся стран по итогам торгов 6 декабря выросли, доходности Treasuries вернулись на прежние уровни. Возможное объяснение такой динамике в том, что рынок уже заложил в цены начало tapering на декабрьском заседании ФРС. Спекулянты, всё второе полугодие 2013 игравшие против развивающихся рынков, начали закрывать короткие позиции перед уходом на новогодние каникулы. Впрочем, это не означает, что в начале 2014 года мы увидим открытие новых коротких позиций, особенно если ФРС в декабре или январе все-таки начнет сокращать программу выкупа гос. облигаций. Что касается российских еврооблигаций, то мы остаемся сторонниками осторожного подхода держать позиции при текущих ценовых уровнях и продавать в случае, если новогоднее ралли все-таки состоится.

Рублевые облигации

В ноябре российский рынок ОФЗ стал одним из худших среди крупных локальных долговых рынков. Доходность по 10-летнему выпуску 26215 выросла на 0,6% с 7,25% до 7,9% годовых. Хуже динамика наблюдалась лишь в Индонезии, где доходность по облигациям аналогичной длины выросла с 7,4% до 8,6% годовых и в Бразилии (рост доходности с 11,65% до 12,85%). Кстати в Бразилии инфляция ниже, чем в России – 5,8%, а доходность локальных облигаций в реальном выражении – одна из самых высоких в мире.

Месяц назад мы высказывали мнение, что после позитивного сентября и октября, потенциал роста котировок ОФЗ выглядит исчерпанным. Прошедший месяц лишь подтвердил опасения по поводу отсутствия перспектив долгосрочного роста в этом сегменте. По итогам ноября годовая инфляция подскочила до 6,5%, что стало полной неожиданностью для аналитиков и окончательно развеяло надежды на снижение ставки ЦБ в этом году.

На фоне негативного внешнего фона и ослабления рубля нерезиденты в течение всего месяца выходили из рублевых облигаций. Однако в отличие от летнего падения Минфин не стал отменять новые размещения и еженедельно проводил аукционы, соглашаясь платить премию даже к повысившимся ставкам.

Еще одним негативным фактором стал отзыв лицензии у Мастер-Банка и последовавшие за этим проблемы еще у нескольких региональных банков. Банки, испытывающие перебои с ликвидностью, либо накапливающие её про запас, также вышли с продажами облигаций, в результате чего практически остановился поток первичных размещений корпоративных облигаций.

Прошедшее снижение котировок сделало возможным точечные покупки. Мы считаем, что к открытию длинных позиций в ОФЗ нужно подходить очень осторожно. Более привлекательно выглядят короткие банковские облигации, например, годовой Номос-Банк с доходностью около 9% к оферте 08.10.2014, Ак-Барс с доходностью 9,2% к оферте 19.02.2015 или Внешпромбанк с доходностью 12,2% к оферте 27.06.2014.

Валютный рынок

Ослабление рубля в ноябре наглядно показало, что корректировка валютной политики ЦБ в октябре была очень серьезным событием, возможно, недооцененным участниками торгов. Главным следствием стало ускорение сдвигов границ валютного коридора – в ноябре ЦБ повысил верхнюю границу 6 раз на 30 копеек, а за 12 дней декабря – еще 4 раза до 39,85 руб. за бивалютную корзину (состоит из 0,55 долл. и 0,45 евро).

На этом фоне курс бивалютной корзины увеличился за ноябрь более чем на 120 копеек до 38,45, максимума с лета 2009 года.

Наиболее важный для россиян индикатор – курс доллар/рубль изменился менее заметно (с 32,10 до 33,10) благодаря росту пары евро/доллар.

Слабость рубля стала следствием укрепления доллара относительно большинства сырьевых валют и валют развивающихся стран. Например, в ноябре индонезийская рупия девальвировалась на 5,2%, бразильский реал и австралийский доллар – на 3,5%.

Как и месяц назад, мы считаем, что наблюдаем только начало существенно возрастающей волатильности на валютном рынке, реагировать на которую нужно увеличением доли валютных активов в портфеле. Месяц назад мы рекомендовали продавать рубль при курсе выше 32 руб. за долл. Однако с тех пор ЦБ сдвинул верхнюю границу коридора почти на 50 копеек, поэтому вполне возможно, что к отметке 32 рубль больше не вернется, и покупать доллары нужно уже сейчас (курс доллара на 12/12 – 32.75).

10 декабря ЦБ еще раз снизил размер накопленных интервенций, приводящих к изменению границ валютного коридора, с \$400 млн до \$350 млн. В случае покупки или продажи валюты на такую сумму (за вычетом целевых интервенций – \$60 млн в день) границы сдвинутся на 5 коп. С учетом того, что курс рубля находится сейчас в зоне, где ЦБ продает ежедневно 200 млн. долл., темпы 5-копеечного повышения верхней границы валютного коридора ускоряются с 2,85 до 2,5 дней, т.е. на 40-45 копеек в месяц.