



АРИКАПИТАЛ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций
«Арикапитал – Чистые деньги»
На 31 июля 2014:
СЧА – 516 672 015 руб.
Стоимость пая – 1 174.90 руб.

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал



Новости по теме:



Август 2014.

Взгляд на долговой рынок

В июле события на Украине вновь заслонили весь новостной фон вокруг финансовых рынков. После того, как 17 июля в небе над Донецкой областью сбили самолет Малайзийских авиалиний, вместе с ним потерпели крушение надежды на возврат в нормальное состояние российского финансового рынка.

За последующие 10 дней курс рубля по отношению к доллару снизился на 5%, фондовый индекс ММВБ потерял почти 10%. Котировки еврооблигаций российских государственных банков обрушились с максимумов до минимумов этого года. В длинных выпусках ВЭБа, ВТБ, Газпромбанка и Россельхозбанка падение превысило 10%, а долларовые доходности достигли 7-8% годовых.

На наш взгляд, финансовые рынки вновь опережают изменения в реальной экономике. Как и в начале мая, мы считаем, что можно начинать точечные покупки в еврооблигациях несмотря на грядущий экономический спад и снижение международных рейтингов российским заемщикам.

• • •

События на Украине вновь заслонили весь новостной фон вокруг финансовых рынков. Еще месяц назад мы удивлялись способности российского рынка восстановиться в условиях неразрешенного конфликта с Украиной. После катастрофы с Боингом и последовавших за ней жестких санкций со стороны ЕС и США индикаторы российского рынка, находившиеся в начале июля на максимумах с начала года, вновь обрушились. За июль индекс ММВБ потерял 7%, рубль снизился на 5%, но наиболее сильно пострадали еврооблигации государственных банков. Длинные выпуски ВЭБа, ВТБ, Газпромбанка и Россельхозбанка менее чем за две недели с 17 по 28 июля потеряли более 10% стоимости, а их доходности достигли новых максимумов, доходя до 7-8% в долларах США.

Сбитый над территорией Донецкой области Боинг Малайзийских авиалиний прочертил линию невозврата к прежнему нормальному функционированию российского финансового рынка. Не углубляясь в гуманитарные аспекты катастрофы, обсуждать которые не уместно в аналитическом обзоре, главным последствием для финансового рынка стало существенное ужесточение позиции западных стран. К активной антироссийской риторике США присоединились все ключевые страны ЕС, а санкции, выполнявшие до последнего времени функцию послания сигналов «о нежелательности действий России» переключены в режим настоящего «экономического оружия», способного привести к глубокому кризису.

США и Евросоюз объявили о запрете привлечения нового долгового и акционерного финансирования российским

государственным банкам, а также импорта высокотехнологичного оборудования для нефтедобычи. Обе меры несут отложенный эффект, но чреваты негативными долгосрочными последствиями. Например, у российских гос. банков всего 5 млрд. долл. еврооблигаций к погашению до конца 2015 года, это около 1% от их совокупных пассивов. Однако общий объем валютных долгов, по данным агентства Bloomberg – в 10 раз больше – 50 млрд. долл. А если учесть, что западные инвесторы могут, перестраховавшись, отказаться от финансирования любых российских заемщиков, то цифра вырастает еще на порядок: внешний долг российских банков составлял на 1 июля – 206,5 млрд. долл., а остальных секторов экономики – 443,7 млрд. долл.

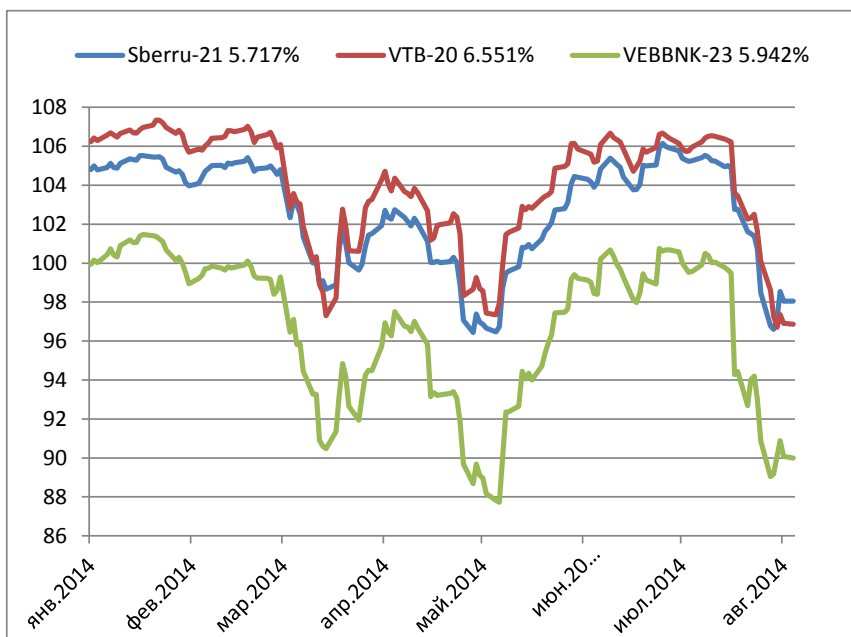
Российский бизнес в отличие от 2008 года готов выживать в условиях закрытых финансовых рынков. С учетом низких потребностей в рефинансирования у крупнейших компаний, большинство из них способно погашать долги за счет текущего денежного потока, жертвуя инвестиционными проектами и включая режим экономии на всем – от поставщиков до заработной платы. Частично проблемы с рефинансированием помогут решить российские банки – правда для этого им придется либо поднять ставки по депозитам, либо расширить заимствования в ЦБ. В свою очередь, Центральный Банк может как увеличить рублевую эмиссию (что чревато разгоном инфляции), так и потратить часть золотовалютных резервов. В итоге складывается сложная картина, в которой трудно дать точный прогноз каждого из ключевых макропоказателей по отдельности (ВВП, инфляция, курс рубля, уровень % ставок), однако общий вывод – все ухудшения будут происходить постепенно, на фоне этого долгосрочного тренда неизбежны колебания вверх и вниз, а следовательно стратегия покупки качественных активов в моменты перепроданности и сокращения рискованных – в моменты исчезновения премии за риск (как это было месяц назад) – будет продолжать работать.

Еврооблигации

Сегмент еврооблигаций российских заемщиков, и в особенности гос. банков, в июле оказался наиболее восприимчивым к негативным новостям. Падение котировок по долгосрочным выпускам гос. банков превысило 10% и оказалось еще более сильным и быстротечным, чем в марте и конце апреля. Доходность по старшим выпускам номинированных в долларах еврооблигаций ВТБ и ВЭба превысила 7% годовых, по субординированным выпускам ВТБ и Россельхозбанка – 8% годовых. Более устойчивую динамику показали суверенные еврооблигации (наиболее длинный выпуск Россия-43 подешевел за месяц на 5,3%), корпоративные выпуски, и, как ни странно, выпуски частных

банков, включая розничные. Например, наиболее пострадавшие в марте субординированные выпуски Русского Стандарта и ХКФ-Банка, в июле подешевели всего на 3-5%.

Динамика котировок долгосрочных выпусков еврооблигаций гос. банков, % от номинала



Источник: Bloomberg

На наш взгляд, распродажа в еврооблигациях гос. банков сформировала на рынке временную аномалию, которая должна устраниться либо их восстановлением, либо последующим падением остального рынка.

Влияние санкций непосредственно на их фигурантов – минимально. Даже полное закрытие рынка еврооблигаций все государственные банки могут пережить, рефинансировав погашающиеся на 5 млрд. еврооблигации, путем увеличения привлечения депозитов населения либо за счет ЦБ РФ. И в том, и в другом случае стоимость альтернативных ресурсов будет наверняка существенно ниже 5-6% в валюте, которые банки платили международным инвесторам. Возможно, что в итоге их финансовые показатели не только не ухудшатся, но и улучшатся. Ухудшение структуры пассивов (сокращение срочности и диверсификации), скорее всего, не понравится рейтинговым агентствам. Однако если произойдет снижение суверенного кредитного рейтинга, то гос. банки автоматически получают downgrade независимо от их индивидуальных усилий.

А вот что касается частных банков, то активизация работы по привлечению частных вкладов гос. банками явно не компенсируется потенциальным освобождением места на рынке еврооблигаций. Общее ухудшение экономической ситуации ударит сильнее по банкам с более слабым составом

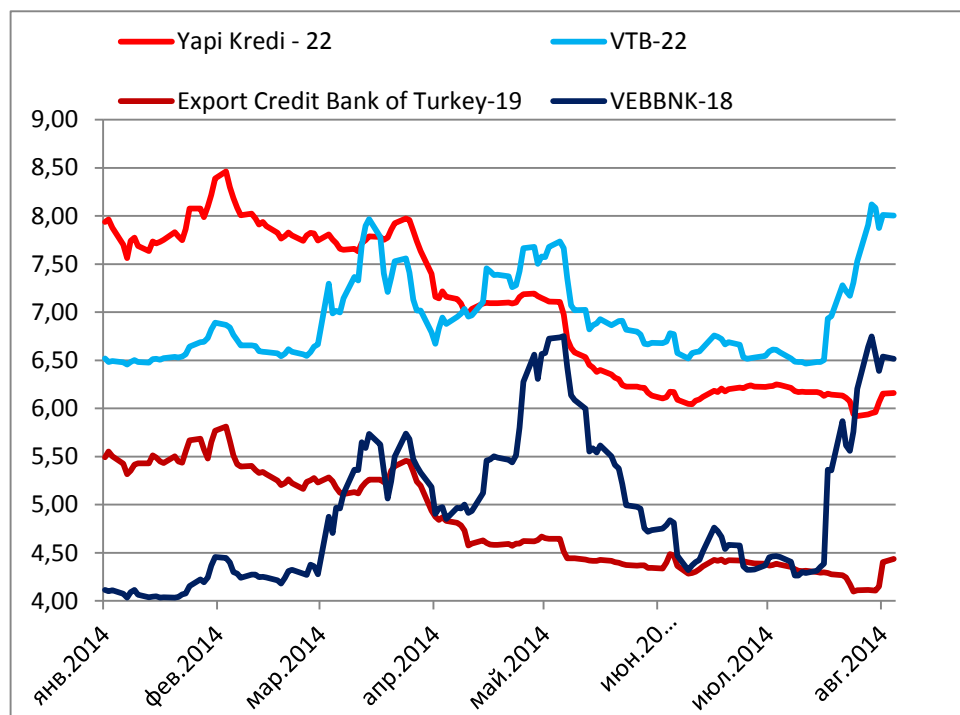
заемщиков, т.е., опять же, по частным банкам.

Из двух вариантов (падение остального рынка или восстановление цен на банковские еврооблигации) мы ставим на последний. Консервативный прогноз на ближайшие несколько месяцев – понижение суверенного кредитного рейтинга России составит не более 1-2 ступеней, в случае изменения рейтингов гос. банков они окажутся в рейтинговой группе BB+/BBB-, на одном уровне с турецкими банками. Если посмотреть на динамику еврооблигаций с начала года, то можно заметить, что рынок отыграл такой сценарий еще в марте. А произошедшее в июле расширение спреда примерно на 2% пункта – избыточно.

Например, похожие по дюрации и структуре субординированные выпуски ВТБ (Ваа2/BBB-) и турецкого банка Yapi Kredi (Ваа3/BB+) с погашением в 2022 году торговались до марта этого года с разницей по доходности 1-1,5%, в марте доходность по выпуску ВТБ поднялась до уровня Yapi Kredi, а в июле произошло расширение спреда в обратную сторону – уже ВТБ стал давать 2% премию.

Аналогичная динамика по облигациям ВЭБа (BBB-/BBB) и Export Credit Bank of Turkey (Ваа3/BB+/BBB-) – дисконт до марта 1-1,5%, затем выравнивание доходности и скачок доходности по облигациям ВЭБа на 2% пункта.

Динамика доходности по сопоставимым выпускам еврооблигаций российских и турецких банков



Источник: Bloomberg

На наш взгляд, текущая распродажа в еврооблигациях

российских гос. банков вызвана не экономическими, а политическими соображениями западных инвесторов и является уникальной возможностью купить качественные долговые активы в условиях низкого уровня ставок на глобальном долговом рынке и дефицита качественных эмитентов из развивающихся стран. Например, в данный момент суверенные еврооблигации Египта (Саа1/В-/В-) с погашением в 2020 году торгуются под доходность 4,87% годовых, эквадорские (Саа2/В/В) 10-летние еврооблигации обеспечивают доходность к погашению – 7,34% несмотря на то, что последний раз Эквадор допускал дефолт всего 6 лет назад, наконец, украинские (Саа3/ССС) суверенные еврооблигации за прошедший год выросли в цене, их доходность сейчас 8,7% по сравнению с 10% в июле 2013 года.

Рублевые облигации

30.07.2014 РБК
Экономисты указывают
на желание ЦБ влиять на
власти через ставку

Рынок рублевых облигаций в июле представлял безрадостную картину – котировки длинных выпусков ОФЗ потеряли за месяц 5-7%, а по доходности вернулись на мартовские максимумы в район 9,5% годовых. Недавно размещенные выпуски банковских облигаций ушли ниже номинала, доходности даже по коротким (1-2 года) выпускам гос. банков превысили психологическую отметку 10% годовых.

В довершение всех бед, вызванных западными санкциями и выходом иностранных инвесторов из российских активов, внутренний новостной фон, влияющий на базовые рублевые ставки, оказался крайне негативным. Правительство склоняется к возврату уже в 2015 году налога с продаж, что вызовет ускорение инфляции. Центральный Банк России неожиданно для всех ведущих экономистов в июле поднял ставку еще на 0,5%. Последней новостью стало обсуждение продления моратория на перевод накоплений негосударственным пенсионным фондам еще на год.

Учитывая такой фон, мы считаем целесообразным пока воздерживаться от инвестирования в долгосрочные рублевые облигации. Если в марте казалось, что 9% - надежный уровень поддержки с учетом временного скачка инфляции и отсутствия потребности Минфина занимать по высоким ставкам, то сейчас, на исходе лета, все больше признаков того, что инфляционно-девальвационные ожидания начнут все больше подпитывать друг друга, а бюджет, лишенный возможности привлекать ресурсы на внешних рынках, в 2015 году будет занимать внутри России по тем ставкам, которые будет диктовать рынок.

Валютный рынок

В июле курс рубля снизился по отношению к доллару на 5% с 34,0 до 35,70. На фоне геополитической нестабильности и сезонного спроса на валюту курс национальной валюты вернулся к более справедливому уровню, от которого возможно как ослабление, так и укрепление. В очередной раз повышенные Центробанком процентные ставки делают игру на ослабление рискованной. С учетом разницы между долларовыми и рублевыми краткосрочными ставками 8-9%, при текущем спот-курсе рубля – 35,80, в рублях оставаться выгоднее, даже если через год курс упадет до 39 рублей за доллар.

Недавняя макроэкономическая статистика, показавшая неожиданно сильное улучшение сальдо текущих операций из-за схлопывания импорта, затрудняет прогнозирование. Вполне возможно, что на ближайшую перспективу нас ждут колебания, когда резкое ослабление рубля снижает спрос на импортные товары и услуги, после чего возросший профицит валюты позволяет отыграть часть ослабления. Мы считаем, что в данный момент следует держаться сбалансированной валютной структуры активов, и все же с учетом тренда на ослабление, долларовые активы остаются нашим фаворитом.