



АРИКАПИТАЛ  
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций  
«Арикапитал – Чистые деньги»  
На 28 февраля 2014:  
СЧА – 463 585 729 руб.  
Стоимость пая – 1 164.08 руб.

Алексей Третьяков,  
Генеральный директор  
УК Арикапитал



Новости по теме:

07.03.2014 Ведомости  
[Россия нанесла удар по  
собственной экономике](#)



Март 2014.

Взгляд на долговой рынок

Репутация создается годами, а теряется за один день. В первый рабочий день весны инвесторам пришлось вновь переосмыслить риски работы на российском финансовом рынке.

Одобрение Советом Федерации вторжения на Украину сделало малозначимыми остальные события, произошедшие за последний месяц. Спустя три дня ситуация остается в подвешенном состоянии. Сейчас прогнозы можно строить лишь с оговоркой, что развитие событий не пойдет по военному сценарию.

• • •

События на Украине стали плохой рекламой развивающимся рынкам в то время, когда и без того многие задаются вопросом, что будет после окончания эпохи дешевых денег? В субботу 1 марта 2014 года 90 сенаторов Совета Федерации единогласно одобрили использование Вооруженных сил РФ на территории Украины. Это решение повергло в шок российский финансовый рынок. Фондовый индекс ММВБ упал на 10,8%. Курс рубля снизился до исторического минимума. Центральный Банк был вынужден провести самые масштабные интервенции за последние годы, продав за 1 день 11,3 млрд. долл., больше чем за весь январь. Экстренным решением ЦБ также повысил ключевые процентные ставки на 1,5%, что вызвало распродажу рублевых облигаций. Котировки долгосрочных ОФЗ потеряли более чем 3%, опустившись ниже значений, зафиксированных летом прошлого года, доходности выросли до максимума с лета 2012 года.

На наш взгляд, нет смысла пытаться прогнозировать значения индикаторов финансового рынка исходя из сценария войны между Украиной и Россией. В этом случае мы столкнемся с новой реальностью, незнакомой современному поколению трейдеров, и аналоги которой нужно будет искать в учебниках истории.

Но даже если всё разрешится мирным путем, репутация России как относительно стабильного рынка (на фоне стран «хрупкой пятерки») уже безвозвратно пострадала. Сценарий, в котором все политические силы Украины в ближайшее время договорятся между собой, и новое правительство будет выражать интересы востока, запада и юга страны, а также России, ЕС и США, выглядит нереалистичным. Следующие несколько месяцев инвесторам придется считаться с рисками обострения напряженности, возможного введения санкций против России, а также снижения международных кредитных рейтингов. Насколько инвесторы могут переоценить российские риски? Остаются ли в новых реалиях привлекательными какие-либо активы?

## Еврооблигации

Еврооблигации российских эмитентов отреагировали на события в Украине ожидаемо негативно. 10-летние корпоративные бумаги эмитентов инвестиционного уровня (Лукойл, Новатэк, Газпром, РЖД) подешевели в среднем на 2-3% и приблизились к уровням, до которых опускались в июне прошлого года. Наиболее длинные суверенные выпуски Россия-42,43 упали на 5%, пробив минимумы 2013 года. После повышательной коррекции во вторник, 4 марта, продажи возобновились. Облигации некоторых эмитентов, например, Внешэкономбанка, Евраза, многих частных банков в среду обновили ценовые минимумы.

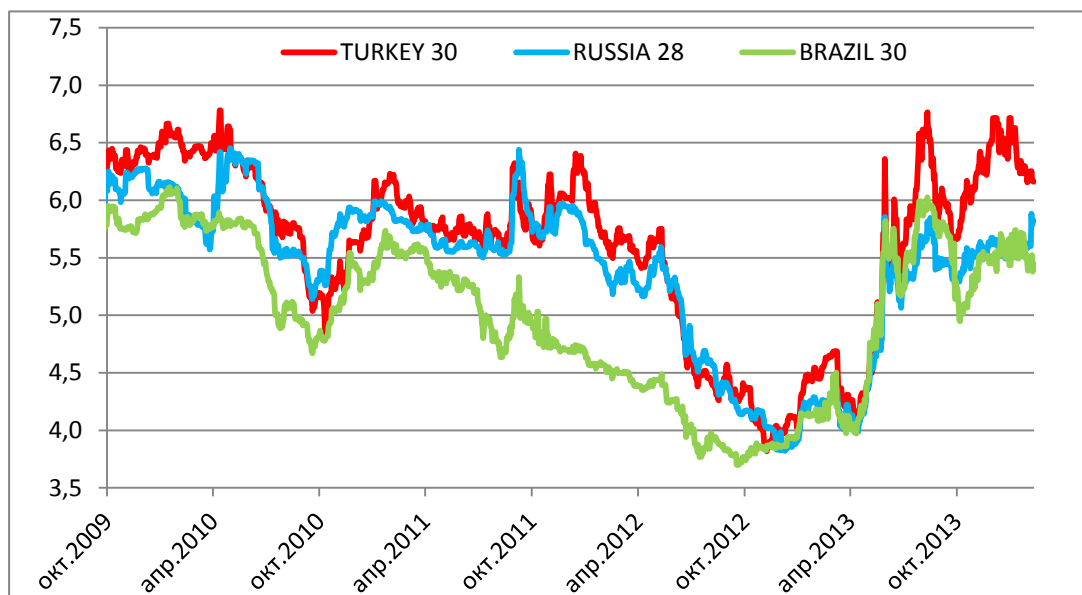
Месяц назад мы считали, что можно начинать покупки суверенных и высококачественных корпоративных еврооблигаций после расширения кредитных спрэдов до средних уровней за последние три года. Последние события показали, что с покупками лучше подождать.

Весь прошлый год российские активы показывали динамику лучше других развивающихся рынков. На фоне падения интереса западных инвесторов к развивающимся рынкам, Россия пострадала меньше других. Это объяснялось лучшими долговыми метриками – Россия избежала попадания в «хрупкую пятерку» наиболее уязвимых развивающихся стран, в которую аналитики включили Бразилию, Индию, Индонезию, Турцию и ЮАР. Российский новостной фон был спокойнее, чем в Бразилии и Турции, где прошли политические волнения. Летом 2013 года впервые за несколько лет российские еврооблигации стали торговаться под меньшую доходность, чем бразильские. В конце 2013 и начале этого года разрыв между котировками CDS на Бразилию, Турцию, ЮАР и России достиг 4-летнего максимума. Падение котировок российских еврооблигаций с конца января по первые числа марта вернуло оценку российских активов к 4-летнему среднему значению. Иными словами, платой за «украинскую кампанию» стало возвращение России в клуб уязвимых развивающихся стран, «хрупкую пятерку».

График, приведенный на следующей странице, наглядно показывает, что инвесторы последние годы оценивали российский риск примерно как турецкий. В 2013 году доходность по выпуску Россия-28 выросла меньше, чем по аналогичным бумагам других стран. «Крючок» вверх в правой части графика выглядит скорее как исправление оценки риска по временно переоцененному активу, а не «buying opportunity» (возможность купить дешево).

Как бы не было неприятно инвесторам в российские активы, пока они еще легко отделались. В отсутствие резких обострений отношений с Украиной, на дальнейшую динамику еврооблигаций будет влиять отношение инвесторов к развивающимся рынкам в целом как классу. Очередным испытанием на прочность может стать заседание ФРС 19 марта, на котором ожидается очередное сокращение программы выкупа гос. облигаций с 65 до 55 млрд. долл.

## Доходность к погашению по суверенным выпускам еврооблигаций, % годовых



Источник: Bloomberg, расчеты УК Арикапитал

## Рублевые облигации

Рублевые облигации провели февраль без существенных изменений. После январского снижения ОФЗ продемонстрировали отскок на 1-2% в начале февраля, однако не смогли закрепиться на этих уровнях из-за предложения на первичном рынке. Минфин только дважды смог найти покупателей на новые эмиссии. Последний раз 26 февраля, предложив самую длинную из ликвидных серий – 26212, он смог разместить всего 6 млрд. руб, при этом зафиксировал максимальную с 2012 года доходность – 8,52% годовых.

3 марта Центральный Банк поднял все ключевые ставки на 1,5%. Минимальная стоимость привлечения средств на аукционе еженедельного РЕПО выросла с 5,5% до 7%. На этом фоне котировки рублевых облигаций спикировали вниз. Снижение по длинным сериям ОФЗ составило 3-4%. Доходность выросла до 9% годовых.

Как мы писали месяц назад, начиная с отметки 9% годовых, ОФЗ выглядят привлекательными при условии, что вероятность дальнейшего ослабления рубля равна вероятности укрепления. На наш взгляд, в начале марта сложились все факторы в пользу если не роста, но, по крайней мере, остановки падения в ОФЗ. Можно приступать к покупкам.

Во-первых, курс рубля упал с начала года на 11%, сильнее, чем предполагали практически все аналитики. Цены на нефть стабильны (цена барреля Brent – 108,5 долл.) и держатся выше прогнозов аналитиков. Это создает предпосылки для возвращения на

27.02.2014 Ведомости  
Минфин нашел  
возможные 760 млрд  
рублей допдоходов  
бюджета

рынок ОФЗ нерезидентов, инвестирующих в локальные валюты.

Во-вторых, благодаря девальвации и дорогой нефти дополнительные доходы бюджета в этом году могут превысить 1 трлн. руб., что позволяет Минфину полностью отказаться от первичных размещений ОФЗ, если его не будут устраивать доходности на рынке. Средняя доходность в реальном выражении по локальным гос. облигациям развивающихся стран «Fragile-5» – 2,4%. Ровно такая же доходность установилась по российским ОФЗ, если ориентироваться на фактическую инфляцию за последние 12 месяцев – 6,2% годовых. На наш взгляд, с достаточно высокой вероятностью, Минфин не просто возьмет паузу, а откажется в принципе от новых размещений, если доходности продолжат дальнейший рост.

Наконец, в начале года мы не разделяли энтузиазм многих аналитиков по поводу замедления инфляции и возможности снижения ставки ЦБ РФ. Однако произошедшая в начале марта распродажа рублевых облигаций выглядит оправданной только, если новая 7% ставка по РЕПО станет окончательным решением ЦБ. На наш взгляд, повышение ставки, все-таки, временная мера. ЦБ вернет ее на прежний уровень, когда успокоится валютный рынок, что может произойти уже в марте.

## Валютный рынок

В феврале наши надежды на восстановление рубля не оправдались. После ослабления на 7% в январе, в феврале и начале марта рубль потерял еще 2,5%. До недавнего времени движение курса национальной валюты шло параллельно с другими развивающимися странами. Динамика последнего месяца была прямо противоположной – валюты практически всех крупных развивающихся стран укрепились на 3-6%, в то время как рубль показал худший результат среди всех 45 валют, отслеживаемых агентством Bloomberg.

Чтобы отбить панику, вызванную опасениями войны с Украиной, Центральный Банк РФ продал 3 марта 11,3 млрд. долл., установив рекорд ежедневных интервенций. С начала года ЦБ потратил почти 30 млрд. долл.

На наш взгляд, если не исходить из военного сценария, рубль выглядит перепроданным. С учетом повышения процентных ставок сейчас это, пожалуй, одна из самых привлекательных валют для «carry trade». Мы рекомендуем увеличивать долю рублевых активов, ожидая возврата к уровню 34,50.

05.03.2014 Росбалт  
Валютные интервенции  
ЦБ РФ выросли до  
нового рекорда