



АРИКАПИТАЛ  
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций  
«Арикапитал – Чистые деньги»  
На 30 апреля 2014:  
СЧА – 454 670 078 руб.  
Стоимость пая – 1 116.76 руб.

Алексей Третьяков,  
Генеральный директор  
УК Арикапитал



Новости по теме:



Май 2014.

Взгляд на долговой рынок

В апреле глобальный облигационный рынок переживал «золотую» осень. Котировки суверенных облигаций крупных развивающихся стран достигли максимальных отметок с июня 2013 года. К сожалению, российские инвесторы не получили «пригласительные билеты» на этот праздник и зафиксировали второй подряд убыточный месяц. Конфликт вокруг Украины продолжил развиваться по сценарию, который с различных точек зрения может казаться от катастрофического до просто негативного. Тем не менее, возможно, пора перейти от эмоциональных инвестиционных решений к поиску «value» - активов, в стоимости которых уже заложены риски и сформировался максимальный потенциал роста при различных вариантах дальнейшего развития событий.

• • •

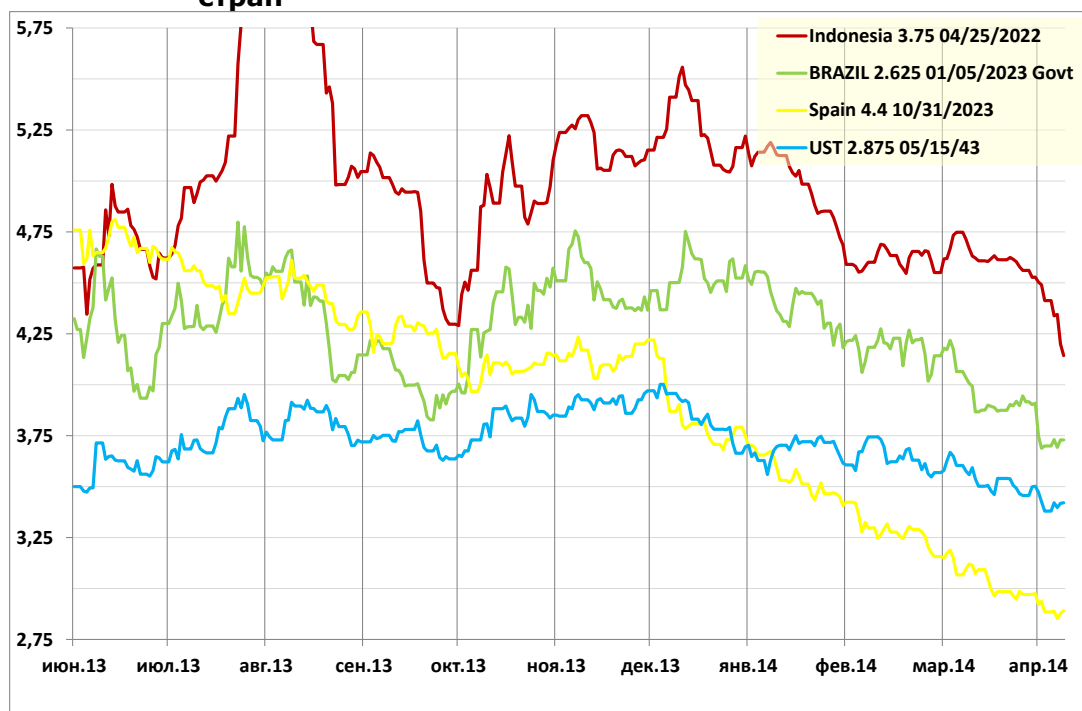
Для формирования ясной картины ситуации на финансовом рынке стоит обратить внимание на важные события, произошедшие за последний месяц с US Treasuries, европейскими гос. облигациями и облигациями развивающихся стран. 30 апреля на очередном заседании ФРС было принято решение о четвертом подряд сокращении программы количественного смягчения QE-3 на 10 млрд. долл. Начиная с 18 декабря прошлого года ФРС уже почти наполовину снизила объем ежемесячных покупок гос. облигаций (с 85 до 45 млрд. долл.). Негативное, на первый взгляд, решение ФРС вызвало противоположную реакцию рынка – 1 и 2 мая в US Treasuries развернулось настоящее ралли, доходность наиболее длинных 30-летних бумаг снизилась с 3,50% до 3,37% - минимального уровня с июня 2013 года. Подтверждением того, что спрос на US Treasuries не был вызван геополитической нестабильностью и бегством из рискованных активов, стала аналогичная динамика и на остальных развитых и развивающихся рынках. Доходность 10-летних испанских и итальянских гос. облигаций опустилась до рекордного минимума – ниже 3% (Еще в начале года она была на уровне выше 4%). Доходности долларовых еврооблигаций Бразилии, Турции, Индонезии опустились до минимальных уровней с лета прошлого года.

Похоже, инвесторы окончательно перестали бояться политики «tapering» ФРС и приняли как факт то, что управляющий крупнейшим в мире облигационным фондом PIMCO Билл Гросс говорил еще в июле 2013 года – [уменьшение стимулирования в виде количественного смягчения еще не сигнал к более высокому уровню долгосрочных процентных ставок](#). На днях Билл Гросс в очередном обзоре для клиентов заявил, что рынку нужно пересмотреть долгосрочные прогнозы по ставкам – даже при росте инфляции до 2% и 4% росте экономики доходность US Treasuries еще долгое время может оставаться в районе 2%, а

May 2014 pimco.com  
William H. Gross  
Investment outlook.  
Yahoo!

не 4%, как прогнозируют аналитики, поскольку отрицательные или нулевые в реальном выражении ставки нужны для плавного делевериджа гос. долга США и в конечном счете являются лучшим решением для всех.

### Доходность к погашению по гос. облигациям различных стран



Источник: Bloomberg

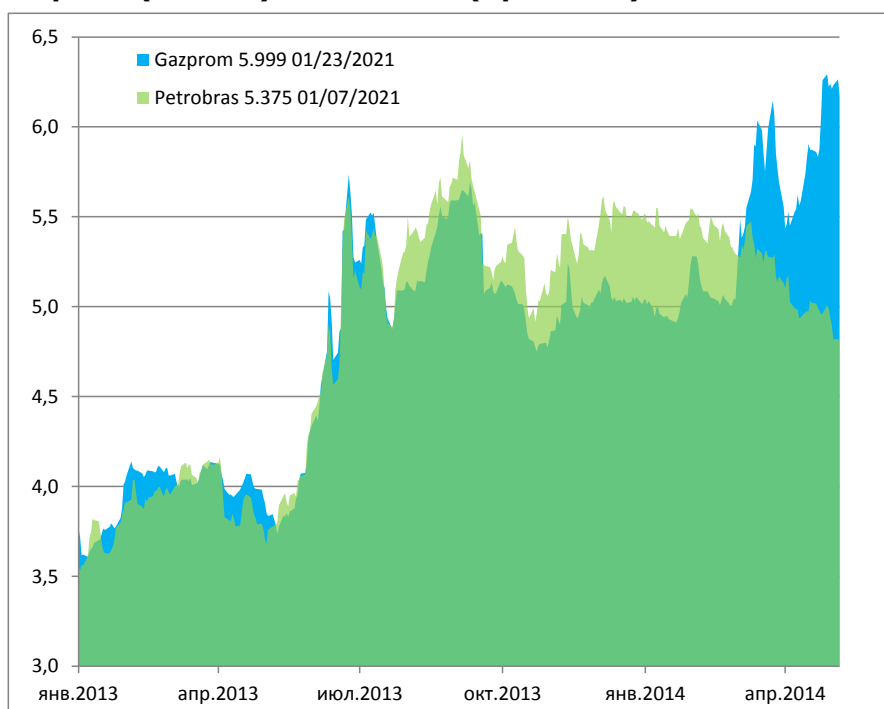
На этом фоне ситуация в российском сегменте долгового рынка выглядела удручающе. Робкое восстановление, наблюдавшееся в последних числах марта, сменилось новым падением на фоне дестабилизации в Юго-Восточной Украине, третьего раунда санкций и понижения агентством Standard&Poor's суверенного кредитного рейтинга России до минимального инвестиционного уровня «BBB-».

Если мартовское падение рынка характеризовалось хаотичным бегством инвесторов, когда некоторые еврооблигации второго эшелона падали в цене до 20% просто в силу недостаточной ликвидности, то апрельское снижение можно охарактеризовать как планомерное отступление. Консервативные западные фонды, основные держатели высококачественных еврооблигаций, выпущенных крупнейшими российскими компаниями, планомерно сокращали свои позиции. Худшую динамику показали долгосрочные выпуски Газпромнефти, Роснефти, Новатэка, потерявшие за апрель 6-7% в цене.

В терминах спрэдов апрель для российских инвесторов оказался даже хуже, чем март. Например, два выпуска

крупнейших российской (Газпром) и бразильской компании (Petrobras) до украинских событий торговались в среднем на одном уровне. В марте доходность по облигациям Газпрома впервые с июня 2013 года превысила доходность бразильского аналога. А в апреле спрэд расширился на беспрецедентные 0,9% до 1,3%.

### Доходность к погашению по выпускам еврооблигаций Газпрома (Россия) и Petrobras (Бразилия)

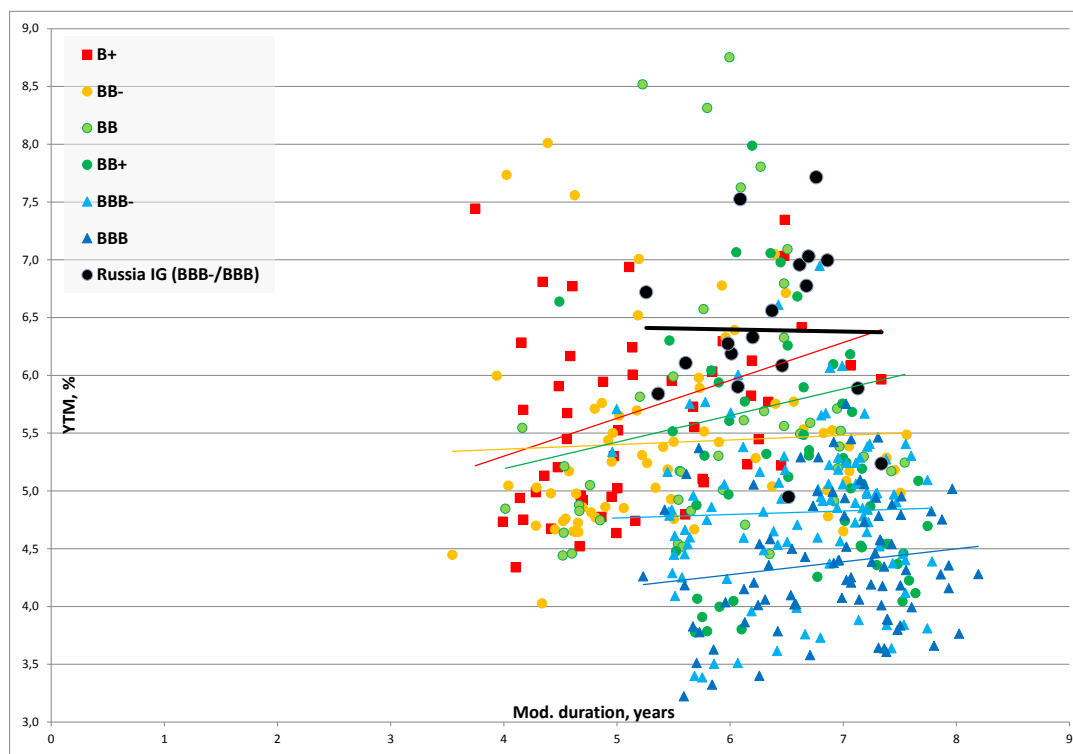


Источник: Bloomberg

В первых числах мая по многим долгосрочным выпускам еврооблигаций эмитентов первого эшелона (Внешэкономбанк, Газпромнефть, Новатэк, Роснефть) оказались зафиксированы новые исторические ценовые минимумы и максимумы по доходностям. Российские активы оказались в беспрецедентной опале. Функция поиска «SRCH NEW» в системе Bloomberg по состоянию на 6 мая показывала, что из 1908 выпусков ликвидных (объем в обращении  $\geq$  100 млн. долл.) долларовых еврооблигаций эмитентов инвестиционного уровня (с рейтингом от BBB- до AAA) и сроком погашения до 10 лет только 14 выпусков торговались под доходность к погашению выше 7% - в этом списке аутсайдеров оказался весь «цвет» российского долгового рынка и ни одного эмитента из другой страны мира. В сопоставлении с глобальными аналогами российские компании инвестиционного уровня (со средним международным рейтингом BBB- и выше) оказались оценены на уровне эмитентов с «мусорным» рейтингом «В», т.е. на пять ступеней ниже справедливого уровня.

## Глобальная кривая доходности

(выпуски эмитентов из всех стран всех отраслей объемом >200 млн. долл. и погашением в 2021-2025гг.) по состоянию на 06.05.2014



Источник: Bloomberg

Перепроданность российских активов становится настолько очевидной, что пора перенести фокус с возможных геополитических рисков на фундаментальный анализ кредитоспособности. Трудно не согласиться с главой исследовательского отдела крупного английского фонда Ashmore, который в начале мая написал в записке клиентам: «Многие инвесторы больше движимы новостными заголовками, стадным поведением и спекуляциями относительно того, что сделают другие инвесторы в краткосрочной перспективе, вместо того, чтобы внимательно проанализировать риск vs. доходность... Падение цен на российские активы создало ценность для инвесторов.»

Если отвлечься от эмоциональных переживаний, связанных с трагичными новостями из Украины то, с точки зрения фундаментального анализа, обосновать рост кредитных спредов / снижение котировок долговых обязательств российских компаний можно было бы следующими факторами:

- ухудшение финансового состояния из-за общего ухудшения экономической ситуации в России;
- затруднение доступа к долговому финансированию;
- риск закрытия западных рынков сбыта и других

санкций;

- риски, связанные с бизнесом на Украине (дочерние компании/поставщики/сбыт).

Но если разобрать по очереди каждый из этих факторов, то можно выделить группу компаний, для которых ни один из них не является угрозой.

Большинство российских компаний, получивших кредитный рейтинг категории «BB» и выше, имеют низкий уровень долга ( $Net\ Debt/EBITDA < 2.0$ ). А у некоторых российских компаний, таких как Новатэк или Лукойл этот показатель ниже 1, что отражает возможность погасить весь долг операционной прибылью в течение одного года.

Риск западных санкций и закрытия рынков сбыта минимален для российских публичных компаний, экспортирующих преимущественно сырье: нефть и газ, биржевые металлы, удобрения. Спрос на такую продукцию традиционно высок в политически неангажированных азиатских странах. Реальную угрозу санкции представляют, пожалуй, лишь для сталелитейщиков (в Европе и Китае в данный момент избыточные собственные производственные мощности) и для машиностроителей, практически не представленных на долговом рынке.

Риск экономического спада в России бьет по ориентированным на внутренний спрос металлургам, девелоперам, розничным сетям, но опять же, практически не затрагивает крупнейших экспортеров.

За исключением сотовых операторов, у крупнейших российских компаний нет значимо влияющих на бизнес активов на Украине.

Несмотря на внешний негатив, де факто финансовое состояние ведущих российских компаний в 1 квартале 2014 года как минимум не ухудшилось, а у экспортеров с большой долей валютной выручки и рублевыми издержками – даже улучшилось благодаря снижению затрат в долларовом выражении.

Наконец, технические факторы также говорят в пользу покупки. С начала года российские эмитенты привлекли через долларовые еврооблигации всего 2 млрд. долл. по сравнению с 17,8 млрд. долл. за аналогичный период прошлого года. Только за апрель купонные выплаты по долларovým еврооблигациям составили почти 1,5 млрд. долл. При текущем уровне ставок российские компании еще долго не будут занимать на рынке еврооблигаций. Некоторые из них (как это уже сделала Северсталь), напротив могут воспользоваться возможностью выкупить свои долги ниже номинала.

Конечно, остается риск негативных действий со стороны международных рейтинговых агентств. Агентство Standard&Poor's, находящееся под давлением судебных исков со стороны американских властей, 25 апреля первым из тройки понизило суверенный кредитный рейтинг России до минимального инвестиционного уровня BBB- с сохранением негативного прогноза. В случае дальнейшего снижения

17.04.2014 Коммерсантъ  
Долговой кризис  
компаниям пока не  
грозит  
(Fitch)

29.04.2014 Steelland.ru  
Северсталь планирует  
выкупить еврооблигации  
на сумму 500 миллионов  
долларов

рейтинга долговые обязательства российских заемщиков по классификации международных инвесторов перейдут из разряда «инвестиционных» в «спекулятивные», что вынудит консервативные инвестиционные и пенсионные фонды избавляться от них.

Однако, даже при самом худшем сценарии рейтинг России вряд ли в этом году опустится ниже категории BB, в то время как облигации перепроданы уже как если бы рейтинг был снижен до B. По нашему мнению, после того как «уляжется пыль», российские еврооблигации сменят своих владельцев в пользу более толерантных к политическим рискам азиатских инвесторов, нерегулируемых хедж-фондов, российских банков и непосредственно эмитентов, доходности опустятся не менее чем на 100 базисных пунктов, а котировки вырастут на 5-10%. При условии, что конфликт с Украиной не перерастет в полномасштабную войну, очевидно, что в данный момент мы имеем уникальную возможность для инвестирования.