



АРИКАПИТАЛ  
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций  
«Арикапитал – Чистые деньги»  
На 30 сентября 2014:  
СЧА – 613 489 252 руб.  
Стоимость пая – 1 252.86 руб.

Алексей Третьяков,  
Генеральный директор  
УК Арикапитал



Новости по теме:



Октябрь 2014.

Взгляд на долговой рынок

По итогам сентября индикаторы российского финансового рынка показали положительную динамику. Индекс акций ММВБ вырос на 0,7%. Наиболее ликвидный выпуск еврооблигаций Russia-30 прибавил в цене 0,8%. Однако, этот тот случай, когда средняя температура по больнице не отражает состояние пациента. Главными отрицательными событиями месяца стал домашний арест основного владельца АФК Системы Евтушенкова и падение до 2-летнего минимума цен на нефть. Нелицеприятной констатацией факта дальнейшей деградации конъюнктуры финансового рынка стала динамика валютного курса рубля. За месяц российская валюта обесценилась на 6%, курс опустился за психологическую отметку 40 руб. за доллар. По данным Bloomberg рубль показал худшую динамику с начала года среди всех активно торгуемых валют. По количеству новостей – «черных лебедей» 2014 год не имеет равных, но мы надеемся, что хорошие новости или хотя бы прекращение потока «плохих» помогут рынкам отыграть часть потерь, поэтому ставим на рост рубля, рублевых облигаций и сокращение премии за российский кредитный риск в еврооблигациях.

• • •

Сентябрь принес противоречивые результаты российским инвесторам. С одной стороны, стабильный глобальный долговой рынок и удержание перемирия на Украине позволили российским активам начать расти, сокращая премию за геополитические риски.

С другой стороны, корпоративные новости, в первую очередь события вокруг АФК Системы сильно испортили инвесторам настроение.

Наконец, улучшение состояния американской экономики, знаковое снижение безработицы ниже уровня перед крахом Lehman Brother в сентябре 2008 года позволили доллару продолжить победную поступь. В сентябре его курс вырос по отношению к евро и всем основным валютам до многолетних максимумов. В свою очередь, сырьевые активы, золото и нефть упали до новых минимумов с начала года. В [прошлом обзоре](#) мы писали о расхождении между ФРС и инвест. банковскими аналитиками с одной стороны, и мнением участников рынка, реализованном в котировках US Treasuries с другой стороны относительно прогноза роста долларовых процентных ставок. Динамика валютных курсов и сырьевых активов в сентябре и начале октября усиливает позиции сторонников более быстрого роста ставок. На этом фоне упорно держащиеся вблизи годовых минимумов доходности UST вызывают все большее опасение. В сентябре доходность 10-летних американских казначейских облигаций поднималась до 2,65%, однако в начале октября вернулась к 2,40%. В

конце сентября подразделение по управлению активами Goldman Sachs выступило с прогнозом роста доходности по 10-летним UST до 4% на горизонте 12 месяцев.

С учетом всех последних изменений (ослабление рубля, рост курса доллара, снижение стоимости нефти, российские корпоративные новости) мы считаем оптимальной стратегию «конструктивного пессимизма» - сокращения рыночного и кредитного риска с точечными инвестициями в относительно короткие бумаги надежных эмитентов и перекладкой в рублевые активы в моменты локальной перепроданности национальной валюты. Ставка на относительно короткие и по историческим меркам высокодоходные рублевые облигации надежных эмитентов (с рейтингом инвестиционного уровня ВВВ- и выше) позволит показать опережающую динамику в ближайшие месяцы, когда решится главная дилемма 2014 года. Либо доллар потеряет часть завоеванных позиций, либо долларовые ставки пойдут вверх, в свете чего длинные валютные облигации эмитентов из развивающихся стран рискуют стать мишенью для распродажи.

## Еврооблигации

Осенний сезон пока складывается неоднозначно для валютных долговых инструментов. Несмотря на низкие доходности US Treasuries и относительную стабилизацию ситуации на Украине, только небольшое количество еврооблигаций российских эмитентов смогло продемонстрировать позитивную динамику. В первую очередь это были выпуски банков с гос. участием, в среднем подорожавшие с начала сентября по 6 октября на 1%.

Новость о домашнем аресте основного владельца АФК Системы Владимира Евтушенкова стала шоком для инвесторов. С 17 сентября капитализация АФК Системы сократилась более чем вдвое, а котировки ее единственного выпуска еврооблигаций с погашением в 2019 году AFKSRU-19 упали более чем на 25% (доходность к погашению выросла с 6,8% до 14,6%)!

Как ни странно, второй после Системы худший результат принесли не еврооблигации МТС или компаний других олигархов – потенциальных кандидатов для экспроприации активов под предлогом исправления «приватизационных ошибок», а выпуски транспортной компании ДВМП, потерявшие в цене около 10% (доходность к погашению двух выпусков FESHURU с погашением в 2018 и 2020 гг. выросла до 20-24% годовых). В сентябре агентство Standard&Poor's понизило рейтинг ДВМП с В+ до В. Это, на первый взгляд, не очень заметное событие – еще одно напоминание, что на фоне то нагнетающейся, то спадающей геополитической нестабильности качественные активы испытывают падения, но в конечном счете восстанавливаются. В то же время, макроэкономическая ситуация в России

ухудшается медленно, но неуклонно. Это влечет за собой обесценение обязательств компаний с высокой долговой нагрузкой или нестабильным рыночными перспективами. И инвесторам следует обеспокоиться вложениями, за обесценением которых может и не последовать восстановление.

На наш взгляд, дело Башнефти в случае, если оно закончится конфискацией активов и банкротством АФК Системы, привнесет новый (точнее, уже забытый после ЮКОСа старый) системный фактор риска, отталкивающий от инвестиций в российские частные компании и банки. Стабильная динамика еврооблигаций российских частных эмитентов в сентябре показывает, что этот риск инвесторы пока решили не замечать, что объяснимо неопределенностью окончательных результатов процесса, а также отсутствием новых размещений. Последние события еще больше подталкивают нас к предпочтению долговых инструментов гос. банков. Наилучший баланс между сокращением дюраций и увеличением доходности обеспечивают субординированные выпуски «старого образца» (выпущенные до 2013 года) с погашением в 2015-2020 гг., обеспечивающие долларовую доходность в диапазоне 6-8% годовых при очень низкой корреляции с динамикой внешних долговых рынков.

## Рублевые облигации

Рынок рублевых облигаций в сентябре вернулся к жизни. Долгосрочные серии ОФЗ, в начале прошлого месяца торговавшиеся вблизи годовых минимумов по цене и максимумов по доходности (до 10% годовых в выпусках с погашением в 2023-2028 гг.), завершили месяц ростом котировок на 3-4%. Слишком резвый темп не удалось удержать, когда в конце сентября Минфин вернулся к первичным размещениям. Длинные серии скорректировались в цене на 1-1,5%, а доходности с 9,3% выросли до 9,5-9,6%. Тем не менее, впервые за два месяца инвесторы предъявили спрос, купив на двух прошедших аукционах ОФЗ на 20 млрд. рублей.

Улучшение конъюнктуры на рынке корпоративных и субфедеральных облигаций также проявилось не столько в росте котировок, сколько в повышении активности на первичном рынке. Заемщики, в первую очередь банки, поспешили воспользоваться «открытием окна» и начали активно выходить с новыми размещениями. После почти полного отсутствия активности на первичном рынке в августе, в сентябре прошло более 10 размещений, которые сформировали ориентиры ставок в новой реальности:

- 10,7-11% на год для банковских заемщиков с инвестиционным рейтингом (Росбанк, Газпромбанк, Райффазенбанк);

- 11,5-12% для этой же категории заемщиков и качественных регионов на срок 2-3 года.

Такие доходности представляются достаточно привлекательными даже с учетом существующих рисков сохранения волатильности на валютном рынке и ускорения инфляции. Мы разделяем мнение экономистов, считающих, что при сохранении действующей политики правительства и Центрального Банка, всплеск инфляции будет единоразовым событием, после которого ее темпы стабилизируются на текущем или более низком уровне. 11-12% ставки с учетом инфляции 7-8% трансформируются в реальную доходность на уровне 3-5% годовых, что создает запас прочности и выглядит завышенным по историческим меркам и в сравнении с альтернативными возможностями на других рынках.

В сентябре ЦБ РФ не повысил ключевые ставки, как прогнозировалось большинством аналитиков, тем самым увеличив шансы сохранения действующих ставок до конца цикла роста инфляции. В отсутствие новых негативных новостей инфляция может достичь пика весной 2015 года, после чего пойдет на спад, а ЦБ получит возможность стимулировать экономику снижением ставок.

## Валютный рынок

Валютный рынок за прошедший месяц принес худшие результаты российским инвесторам. Национальная валюта обесценилась за месяц еще на 6%, 6 октября упав за психологически важную отметку 40 рублей за доллар.

Месяц назад мы приводили доводы в пользу возврата в рублевые активы при курсе руб/долл. 37,70 на 50%, а при приближении к верхней границе коридора ЦБ РФ – до 100%.

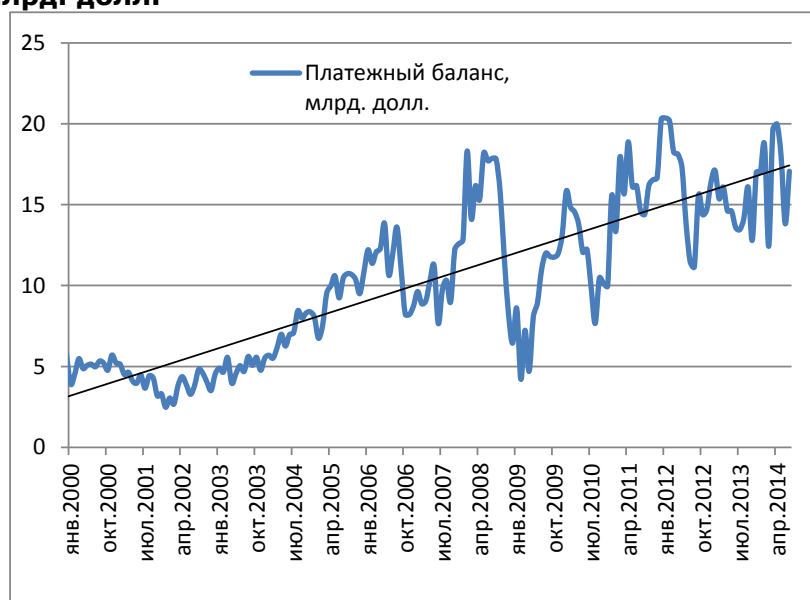
Как оказалось, рекомендация покупать рубли была преждевременной с учетом последовавших в сентябре событий, ухудшающих долгосрочный прогноз для курса рубля, а именно:

- 1) домашнего ареста Евтушенкова, способного стать спусковым крючком для нового раунда бегства капитала из страны;
- 2) падения цен на нефть с комфортного для российского бюджета уровня 103 долл. до дискомфортных 92 долл. за баррель
- 3) обесценения всех остальных валют по отношению к доллару.

Тем не менее, при текущем курсе около 40 руб. за доллар мы остаемся сторонниками продажи долларовых и покупки рублевых активов. На наш взгляд, прошедшее сильное ослабление рубля приведет к двум дополнительным факторам поддержки: во-первых, сальдо торгового платежного баланса еще больше вырастет. В апреле 2014 года, торговый профицит не дотянул каких-то 300 млн. долл. до абсолютного

рекорда (20,35 млрд. долл. в январе 2012 года), и в последние месяцы этого года на фоне активной работы металлургов, отличного урожая зерновых этот рекорд может быть побит. Во-вторых, тот факт, что курс коснулся границы коридора, после чего Центральный Банк начал валютные интервенции, в последние годы служил хорошим предсказателем быстрого разворота. Даже если валютные спекулянты, не наученные горьким опытом, продолжают играть против ЦБ, по оценкам экспертов спрос на валюту исчерпается после покупки порядка 5-7 млрд. долл., что ограничивает снижение курса рубля уровнем 45,50 по отношению к бивалютной корзине (при текущем курсе евро/доллар 1,263 – 40,70 по отношению к доллару США).

### Динамика ежемесячного торгового баланса России, млрд. долл.



Источник: Bloomberg

В начале октября сайт РБК опубликовал статью, в которой, несмотря на пугающий заголовок «Доллар за 43 руб: что прочат экономике России самые негативные сценарии», приведено мнение экспертов, и 9 из 10 авторитетных аналитиков прогнозируют курс рубль/долл. к концу 2015 года в диапазоне 37-42. А это даже при реализации худшего сценария с учетом разницы в процентных ставках делает более выгодным вложение в рубль уже сейчас.

3.10.2014 РБК  
 Доллар за 43 руб: что прочат экономике России самые негативные сценарии