



**АРИКАПИТАЛ**  
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

ОПИФ облигаций  
«Арикапитал – Чистые деньги»  
На 31 марта 2014:  
СЧА – 456 938 458 руб.  
Стоимость пая – 1 124.29 руб.

Алексей Третьяков,  
Генеральный директор  
УК Арикапитал



Новости по теме:



**Апрель 2014.**

**Взгляд на долговой рынок**

Март 2014 напомнил инвесторам 2008 год. Первая половина месяца вплоть до проведения референдума о статусе Крыма прошла под знаком панического бегства из российских активов. Вторая половина ознаменовалась не менее панической скупкой и закрытием коротких позиций.

Как и месяц назад, мы считаем, что ситуация остается крайне неопределенной с большим разбросом возможных вариантов развития. Определенно можно лишь констатировать дальнейший рост кредитных рисков по суверенным, корпоративным и банковским обязательствам и сохранение высокой волатильности.

• • •

Развитие событий в марте напоминало 2008 год. Первая половина месяца прошла под знаком бегства из российских активов в ожидании крымского референдума и возможных негативных последствий. Панический характер продаж на рынке еврооблигаций проявился в том, что снижение котировок носило крайне неравномерный характер. В теории наиболее уязвимые к риску эскалации конфликта долгосрочные суверенные еврооблигации оказались более устойчивыми, чем краткосрочные корпоративные и банковские выпуски с кредитным рейтингом В+/ВВ-. Например, Russia-43, самый длинный выпуск в российской «вселенной», в период с 1 по 14 марта снижался на 9,7%, в то время как старший выпуск банка Русский Стандарт с годовым пут-опционом (RUSB-17) успел «потерять» 13%, а субординированный выпуск банка Хоум Кредит (HCFB-20) – почти 20%!

Утром в пятницу 14 марта торги на валютном, фондовом и облигационном рынках открылись с провала котировок до минимальных значений с 2009 года, однако в этот день впервые обозначился реальный спрос со стороны покупателей, не убегающих при заключении сделки по поставленной котировке «бид», а готовых покупать дальше. С 16 марта, несмотря на, казалось бы, окончательно зафиксированный результатами референдума разрыв России с западными странами, рынки перешли в состояние ралли.

Эффективный финансовый рынок, в особенности фондовый, часто оказывается опережающим индикатором развития событий. В течение всего марта динамика индекса акций ММВБ предвосхищала настроения облигационных инвесторов и, как следствие, движение котировок долговых инструментов. После снижения с 1 по 14 марта на 14,3% индекс ММВБ поднялся к концу месяца на 10,7%, отыграв 3/5 внутримесячного падения. Однако, как показывает история, такая динамика может объясняться тем, что участники рынка акций быстрее всех адаптируются к новым реалиям и закладывают в ценах те ухудшения, которые реализуются в течение длительного времени.

Знаменитый американский инвестор Бартон Биггс в своей книге [«Wealth, War & Wisdom»](#) рассказал о ярком примере опережающей реакции биржевых спекулянтов на события Второй мировой войны. Британский фондовый индекс FT30 прошел через дно в июне 1940 года, после чего показал одно из самых масштабных в своей истории ралли. Английские акции продолжали рост на фоне бомбежек Лондона осенью 1940, вторжения Германии в СССР в июне 1941, и все последующие годы, когда с точки зрения обывателей Мир катился в пропасть.

Если пытаться прочитать сигналы, которые дает современный российский фондовый рынок, то мы бы выделили два:

- Восстановление индекса ММВБ между 14 и 31 марта, возможно, предшествует подобному краткосрочному возврату цен и доходностей на облигации российских эмитентов к уровням 28 февраля. Как бы ни казалось это иррациональным, но помимо логики, действуют и другие факторы, например, наличие на рынке неудачно открытых перед 16 марта коротких позиций.

- Вместе с тем, 14 марта целый ряд акций - «голубых фишек» пробивал минимумы 2008 года или опускался до сопоставимых уровней. Среди них ММК, Ростелеком и ФСК ЕЭС – компании с высококлассным кредитным профилем, не проводившие в последние года доп. эмиссий. Такое катастрофическое обесценение не может не тревожить, как индикатор не просто замедления роста в важных секторах российской экономики, а возможного полномасштабного спада.

Какие выводы стоит сделать управляющему, анализируя последние события? В первую очередь, что на среднесрочную перспективу лучше снижать торговую активность и остерегаться строить прогнозы. Официальные лица и аналитики обязаны регулярно публично объявлять о своих прогнозах в силу своих должностных обязанностей. По итогам марта прозвучали новые оценки инфляции и ВВП в 2014 году, предполагающие лишь незначительное ухудшение этих важнейших индикаторов. Например, если ориентироваться на прогноз ускорения инфляции не выше, чем до 7%, то долгосрочные ОФЗ, торгующиеся с доходностью к погашению выше 9%, выглядят как возможность дешево купить. На наш взгляд, в текущий момент ценность большинства прогнозов близка к нулю, макроэкономические модели просто не могут учитывать геополитические риски, от которых на 90% зависит то, что будет с ВВП, инфляцией, курсом рубля и т.д. В такой ситуации лучше не предпринимать активных операций, чем торговать на основе непрофессионально сделанных политологических прогнозов.

Второй вывод заключается в том, что, воздерживаясь от активных операций в моменты, когда рынок находится в промежуточном состоянии между перепроданностью и перекупленностью, как сейчас, нужно набираться смелости и

26.03.2014 ПРАЙМ  
HSBC понизил прогноз  
роста ВВП России на  
2014 год до 0,6% с 2%

24.03.2014 Polit.ru  
Улюкаев представил  
новый прогноз по росту  
экономики РФ в 2014  
году

28.03.2014 Dvinainform.ru  
Инфляция в РФ в 2014  
году может составить 5-  
6%

действовать в моменты эстремальной паники и эйфории. По состоянию на 1 апреля рынок близок к состоянию эйфории. По нашему мнению, как бы ни казалось, что все проблемы урегулированы, это не так из-за уже необратимых событий, которые будут влиять на экономику и российский финансовый рынок как минимум до конца 2014 года:

- 1) Отток капитала в 2014 году увеличится по консервативным оценкам до 100 млрд. долл. Последствиями усиления оттока станут ослабление рубля, ускорение инфляции и сжатие ликвидности в банковской системе;
- 2) По информации из СМИ и прямого общения с российскими компаниями наблюдается повсеместное сокращение и так ужатых инвестиционных программ, которое по цепочке будет передаваться из отрасли в отрасль;
- 3) События вокруг Крыма стали шоковой новостью для многих консервативных западных фондов, в чем-то даже худшей, чем кризис 2008 года. Тогда можно было списать убытки на пришедший из западного полушария ипотечный кризис и крах Lehman Brothers, сейчас же американским управляющим очень трудно оправдываться перед клиентами за «overweight» позицию в российских активах. Даже с поправкой на «короткую память» инвесторов и при условии политического урегулирования отношений с Украиной восстановление доверия займет как минимум несколько лет;
- 4) С 28 марта все три ведущих международных рейтинговых агентства (S&P, Fitch и Moody's) поставили суверенный рейтинг России на пересмотр с возможностью понижения, что означает почти 90% вероятность даунгрейда хотя бы одним из них;
- 5) Наконец, нужно закладывать риск потерь российскими компаниями и банками от операций на Украине. В лучшем сценарии украинский бизнес принесет им существенно меньше доходов, в худшем речь может пойти о национализации.

Чтобы не быть односторонними пессимистами, мы попытались найти факторы, способные уравновесить все вышеупомянутые риски. При всем напряжении фантазии, единственный плюс – это возможность полномасштабного распечатывания всевозможных государственных резервов, уже продемонстрированного на валютном рынке. После десятизначных валютных интервенций Центрального Банка рубль с лихвой отыграл мартовское ослабление. Даже части этой суммы хватит для того, чтобы вернуть котировки и валютных, и рублевых облигаций на исходные позиции. Эти меры оказались бы весьма эффективными, и одновременно эффективными для освещения в СМИ. Например, когда 18 марта советник Обамы Джей Карни порекомендовал шортить

российские акции, даже американское новостное агентство Bloomberg не упустило возможности поиздеваться над провальной торговой идеей. На фоне западных санкций вырастает вероятность адресной поддержки социально значимых предприятий, и компаний – непосредственных фигурантов списков, так что неожиданным исходом в краткосрочной перспективе может стать даже улучшение способности обслуживания своих долгов «проблемными» эмитентами.

14 марта доходности еврооблигаций российских компаний и банков достигли уровней, сопоставимых лишь с украинскими, аргентинскими и венесуэльскими заемщиками, при том, что кредитные рейтинги последних находятся на уровне ССС, на порядок хуже, чем при сценарии самых жестких действий в отношении России со стороны международных рейтинговых агентств. Возможно, это была лучшая в 2014 году точка для входа в долговые бумаги эмитентов, не связанных с риском попадания под западные санкции и не имеющих бизнеса на Украине.

Наш базовый сценарий – сохранение волатильности и колебание котировок в диапазоне, обозначенном мартовским движением рынка.