

ОПИФ облигаций
«Арикапитал – Чистые деньги»
На 30 сентября 2013:
СЧА – 343 375 353 руб.
Стоимость пая – 1060,16 руб.

Алексей Третьяков,
Генеральный директор
УК Арикапитал



Новости по теме:



Октябрь 2013.

Взгляд на долговой рынок

Осенний сезон начался удачно для инвесторов в облигации. Не успев испугаться несостоявшегося tapering, рынки вынуждены готовиться к новому неологизму, начавшемуся 1 октября shutdown американского правительства. Несмотря на это нереализовавшиеся риски в виде возможной военной акции против Сирии, изменения политического ландшафта после парламентских выборов в Германии и неожиданного решения ФРС рынками воспринимаются как улучшение инвестиционного климата. На наш взгляд, высокие цены и близкие к историческим минимумам кредитные спреды по еврооблигациям российских эмитентов скорее удачное стечение обстоятельств, а не результат возросшей инвестиционной привлекательности. Пора начинать фиксацию прибыли в подорожавших бумагах и готовиться к вызовам следующего года.

■ ■ ■

Сентябрь, несмотря на опасения, оказался неплохим месяцем для инвесторов в облигации. Все возможные риски не реализовались: в Германии на парламентских выборах победила партия Ангелы Меркель, что означает продолжение политики поддержки Греции и других стран PIIGS, в Сирии удалось предотвратить военную акцию, китайская макроэкономическая статистика была лучше ожиданий. Но лучшим описанием ситуации на долговом рынке в сентябре 2013, пожалуй, стал заголовок новости Bloomberg от 30 сентября: «ФРС избавила рынки долга от второго подряд убыточного квартала». Благодаря неожиданному решению ФРС 18 сентября оставить без изменения объем выкупа с рынка гос. облигаций на уровне 85 млрд. долл. в месяц, 18-19 сентября рынки продемонстрировали бурный рост, самое сильное 1-дневное ралли с начала года.

Если за первую неделю сентября доходность 10-летних Treasuries выросла на 20 б.п. и подошла к психологически опасной отметке 3% годовых (максимум с июля 2011), то за оставшиеся 3 недели снизилась на 40 б.п. до 2,62% годовых. Котировки как локальных, так и номинированных в долларах облигаций на развивающихся рынках продемонстрировали впечатляющий рост. Что касается российских активов, за месяц котировки долгосрочных еврооблигаций и ОФЗ прибавили 2-2,5%, а курс доллара снизился с 33,30 до 32,30 рублей.

Месяц назад мы делились сомнениями относительно выбора покупать или продавать облигации. Прояснилась ли ситуация сейчас? На наш взгляд, - да, но это не означает, что работа портфельных менеджеров в ближайшие месяцы станет проще. Факторы складываются в пользу краткосрочного роста и, возможно, год закончится «рождественским ралли». Но с приближением Нового года пора задуматься о том, с каким портфелем входить в следующий 2014 год? По нашему мнению, в случае роста в 4 квартале лучше сократить позиции в долгосрочных облигациях российских эмитентов, как рублевых,

так и валютных, а также нарастить долю валютных активов.

Факторы «за» и «против» роста на краткосрочном и долгосрочном горизонте можно свести в такую таблицу:

Сегмент рынка	Краткосрочный прогноз (+ факторы роста; - факторы риска)	Долгосрочный прогноз (+ факторы роста; - факторы риска)
Еврооблигации	Рост (+ продолжение программы QE-3; возврат части средств, выведенных фондами облигаций из EM летом; возможное LTRO со стороны ЕЦБ; - возможность нового раунда долгового кризиса в Европе)	Снижение (+мягкая политика центробанков; - расширение спрэдов до среднесрочных уровней; ухудшение кредитного качества эмитентов)
Рублевые облигации	Рост (+ снижение ставок ЦБ РФ, замедление инфляции, сокращение программы заимствований Минфина)	Снижение (- ускорение инфляции, уменьшение спроса со стороны пенсионных фондов)
Рубль	Стабильный курс (+ окончание сезонного спроса на валюту, высокие цены на нефть, валютные интервенции ЦБ)	Ослабление (+ мягкая политика центробанков; - переход к свободному курсу рубля, давление со стороны экспортеров, возможная девальвация в Беларуси или Украине)

Еврооблигации

Для еврооблигаций российских эмитентов сентябрь оказался одним из лучших месяцев в этом году. 18 сентября ФРС приняла решение сохранить программу выкупа государственных облигаций в объеме 85 млрд. долл. в месяц. Еще в начале сентября рынок ожидал сокращение на 10-15 млрд. долл., и хотя опасения постепенно улетучивались (непосредственно перед заседанием консенсусный прогноз Bloomberg предполагал сокращение всего на 5 млрд. долл.), никто не предполагал, что Бернанке вообще откажется от tapering.

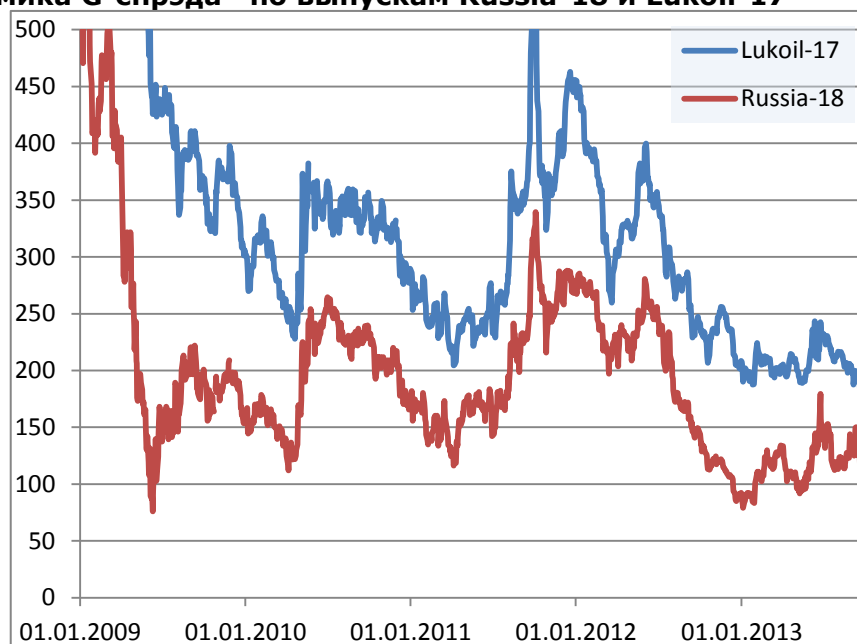
На этом фоне российские активы (как и все остальные) показали впечатляющий рост, долгосрочные суверенные и корпоративные еврооблигации подорожали в среднем на 2-2,5%. Минфин, решивший подстраховаться, анонсировал 9 сентября размещение серии новых внешних займов общим объемом 7 млрд. долл. Участники размещения оказались щедро вознаграждены. Относительно цены размещения Russia-23 подорожала на 4,5%, а самый длинный выпуск с погашением в 2043 году Russia-43 – на 6,5%! Корпоративные выпуски инвестиционного уровня (Газпром, Сбербанк, ВТБ, Лукойл и т.д.) по росту котировок опередили Treasuries. Максимальный рост показали выпуски эмитентов инвестиционного уровня с погашением в 2017-2018 годах. Например, премия к американским Treasuries по выпуску Lukoil-17

19.09.2013 Bloomberg
Bernanke Buys Time for Brazil
to India as Rupiah Leads Rally

27.09.2013 Bloomberg
Gundlach Sees No Fed
Tapering Until New Chairman
Starts

сократилась на 15 б.п. до исторического минимума 185 б.п. (почти на 100 б.п. меньше 3-летнего среднего уровня). Выпуски эмитентов категории ВВ по спредам хотя не вышли на минимумы, но также оказались оценены заметно дороже, чем в среднем за последние годы (например, G-спред по старому выпуску Vimpelcom-18 за месяц сократился с 400 до 370 б.п. при 3-летнем среднем уровне – 500 б.п. и минимуме 325 б.п.).

Динамика G-спреда* по выпускам Russia-18 и Lukoil-17



* G-спред – разница между доходностью к погашению выпуска облигаций и сопоставимого по срокам выпуска US Treasuries (в базисных пунктах)

Источник: Bloomberg

Рост не затронул субординированные банковские выпуски из-за навеса первичного размещения (в сентябре разместился Газпромбанк, с начала октября анонсировали размещения еще 3 банка: Россельхозбанк, Хоум Кредит и Банк Санкт-Петербург) и отдельные бумаги, к кредитному качеству эмитентов которых есть вопросы (например, ДВМП и золоторудная компания Петропавловск). Это отличает нынешний рост от классического ралли в режиме risk-on, при котором более рискованные выпуски растут с опережением.

На наш взгляд, сегмент суверенных и корпоративных облигаций уже перегрет. На текущих уровнях можно начинать фиксировать прибыль, в том числе по металлургам (НЛМК, Норильский Никель, Северсталь), бывшими нашими фаворитами во время летней распродажи. Находящаяся почти на 3-летнем минимуме премия за кредитный риск контрастирует с ослабевающим кредитным качеством России как суверенного заемщика, также как и отдельно рассматриваемых корпоративных эмитентов.

Хорошую инвестиционную возможность предлагают новые субординированные банковские выпуски. Несмотря на большой объем предложения, который еще будет продолжать оказывать давление на цены в ближайшее время, премия, которую платят эмитенты превышает все разумные рамки. При этом старые субординированные выпуски торгуются на стабильном уровне, с доходностью выше чем по старшим выпускам в пределах 100 б.п. Новые выпуски Россельхозбанка, Газпромбанка и Русского Стандарта получились доходней чем «старшие» выпуски на целых 300 б.п., хотя справедливым уровнем уже с поправкой на более жесткую структуру (возможность конвертации в акции при снижении достаточности капитала ниже 2%) является не более 150-200 б.п.

Рублевые облигации

Внутренний долговой рынок в сентябре показал положительную динамику. Длинные выпуски ОФЗ подорожали на 2-2,5%, доходность наиболее ликвидного выпуска (ОФЗ 25607) снизилась с 8,0% до 7,7%. Рост котировок мог бы быть еще сильнее, если бы Минфин не поспешил воспользоваться открывшимся окном для размещений, продав новые бумаги почти на 60 млрд. руб.

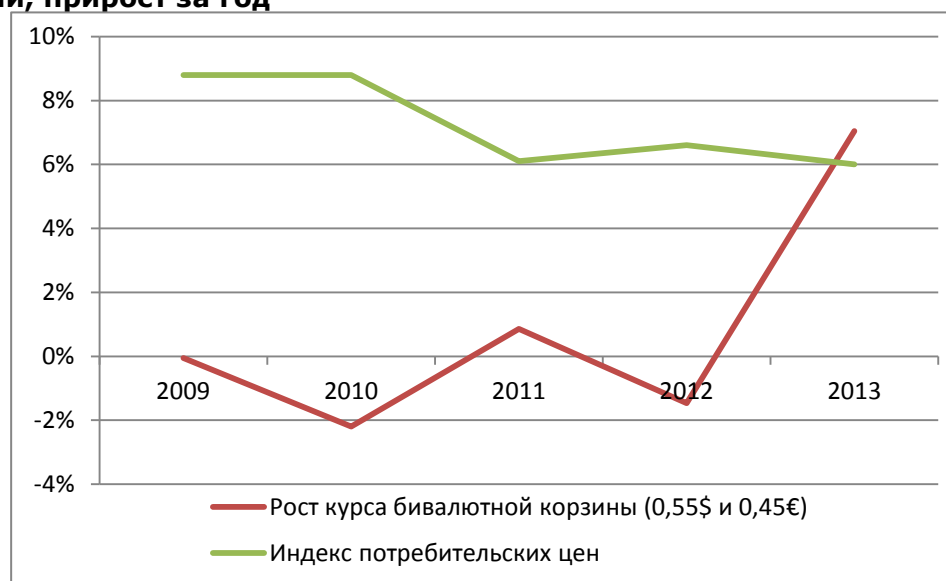
Месяц назад в момент работы над предыдущим обзором, доходности гос. облигаций Бразилии, Турции, ЮАР и других важных стран находились на максимальных уровнях за последние годы. Распродажа на рынках-аналогах России была, пожалуй, самым большим фактором риска для ОФЗ. Решение ФРС продолжить QE-3 в прежнем объеме переломило ситуацию, и все без исключения гос. облигации EM показали в сентябре ралли. Например, 10-летние облигации правительства Турции подорожали почти на 6%, а доходность снизилась на 1% с 10% до 9% годовых. Еще один фактор риска, о котором мы говорили, - слабое выполнение Минфином плана по заимствованиям - частично снят с повестки. Благодаря успешному размещению еврооблигаций на 7 млрд. долл. был полностью выполнен план по внешним заимствованиям. Министр финансов Силуанов заявил в конце сентября, что не видит проблемы, если программа внутренних заимствования на 1,2 трлн. руб. окажется невыполненной на 200 млрд. руб. С учетом размещенных за 9 месяцев ОФЗ на 530 млрд. руб. в оставшиеся 3 месяца собрать почти столько же вряд ли получится. Это означает, что без мощного спроса со стороны нерезидентов, аналогичного весеннему, первичное предложение ОФЗ будет сдерживать рост котировок, но в то же время, при возобладании панических настроений и росте доходностей по долгосрочным выпускам выше 8% годовых, Минфин, скорее всего, откажется от размещений.

Инфляция по итогам сентября в годовом выражении снизилась с 6,5% до 6,1%. Уже в октябре есть хорошие шансы замедления до уровня 6%, что открывает ЦБ возможность провести так долго откладываемое снижение ставок.

Таким образом, до конца года складывается умеренно позитивный фон для продолжения роста и снижения доходностей на 0,1-0,25%. Основной вопрос, в какой момент инвесторы переключат внимание с текущих индикаторов на будущие, которые выглядят, мягко говоря, не очень?

Несколько авторитетных экономистов, с которыми мы обсуждали эту тему, придерживаются мнения, что инфляция может опуститься ниже 6%, но снова поднимет голову, начиная с весны 2014 года. Этому способствует достаточно мягкая политика ЦБ, который просто не может позволить ужесточить её при столь тяжелой ситуации в экономике. Не добавляет оптимизма несостоявшееся замораживание тарифов гос. монополий, и ожидания ослабления рубля. Последний фактор представляется наиболее важным. Простой график ниже показывает, что последние 5 лет стабильный курс рубля и, соответственно, цен на импортные товары вносил существенный вклад в дезинфляцию. Этот ресурс исчерпан и наш базовый сценарий на 2014 год – в лучшем случае реальный курс рубля останется без изменений, а номинальный ослабнет на 3-5%.

Изменение курса рубля и индекс потребительских цен в России, прирост за год



Источник: Bloomberg

02.10.2013 www.interfax.ru
Русские горки пенсионной реформы

Неожиданной новостью для рынка рублевых облигаций стало предложение Минфина заморозить поступления пенсионных накоплений граждан на счета в НПФ. До акционирования НПФ (которое случится не раньше 2015 года) средства граждан останутся в государственном пенсионном фонде и пойдут на выплаты пенсионерам, а не переданы в распоряжение НПФ. Если это действительно произойдет, то по оценкам аналитиков ВТБ Капитал, НПФ лишатся порядка 250 млрд. руб. в год. Учитывая, что они около четверти активов инвестируют в рублевые облигации, что заметно сократит спрос.

Валютный рынок

В течение сентября валюты развивающихся стран восстановились почти полностью от летнего падения. Например, курс доллара к рублю упал почти на 1 рубль с 33,30 до 32,40. Только за один день непосредственно после решения ФРС, доллар потерял более 60 копеек, опускаясь до 31,52. Однако 19 сентября оказалось локальным максимумом как для рубля, так и для многих других валют EM, после чего доллар медленно, но неуклонно вновь начал укреплять позиции.

Еще в начале сентября девальвационные настроения в отношении рубля были достаточно сильными несмотря на то, что в тот момент ЦБ РФ ежедневно продавал 400 млн. долл., а многие серьезные экономисты и аналитики инвестиционных банков предупреждали, что рубль уже прошел сезонный пик давления, вызванный спросом соотечественников, направляющихся на зарубежный отдых и импортеров, готовящихся к зимнему сезону. Дальнейшее развитие событий подтвердило правоту экономистов, а убытки «медведей» уменьшили интерес к открытию спекулятивных позиций против рубля и Центрального Банка. Последовавшая после 19 сентября понижательная коррекция выглядит как техническая, рубль вполне может продолжить укрепление, учитывая то, что при текущем курсе евро (1,36) ЦБ проводит все еще значительные интервенции в пользу рубля. Месяц назад мы были сторонниками увеличения позиции в рублевых активах при курсе доллара выше 33,50. Для тех, кто успел зайти в рубль по выгодному курсу, сейчас вполне можно оставаться в нем, зарабатывая по меньшей мере на «carry trade» около 15 копеек в месяц. Тем более, что вполне реалистичным выглядит вариант, когда игроки «устанут» бороться с ЦБ и курс рубля вырастет до уровня, где ЦБ его не поддерживает.

В следующем году курсу рубля будет угрожать множество рисков, в первую очередь уже заявленный центробанком постепенный отказ от вмешательства в рыночное ценообразование. Курс 32 за долл. США вряд ли устраивает российских экспортеров. «Черным лебедем» может стать резкая девальвация в Беларуси или на Украине. По итогам всех недавних пертурбаций рубль ослаб существенно меньше чем валюты других развивающихся стран с сырьевой экономикой. Все эти факторы нужно держать в уме, чтобы не пропустить правильный момент для нового бегства в валютные активы.

23.08.2013 Forbes.ru

Александр Морозов: Стойкий рубль: сколько будет стоить доллар в 2014 году