**Алексей ТВЕРДОХЛЕБ,**
трейдер по еврооблигациям, банк «ЗЕНИТ»

# «Портфельные менеджеры могут и должны инвестировать в еврооблигации России»

Российский рынок, разочаровавший инвесторов в 2014 г., продолжил негативную динамику и в первые недели 2015 г. Многие бумаги обновили минимумы, достигнутые 16 декабря. Напомню, что в тот день ЦБ резко поднял ключевую ставку до 17%, а на валютном рынке началась паника: курс доллара поднялся до 80 руб., а евро — до 100 руб. Многие инвестиционные банки рисовали мрачные картины российской экономики, говорили о неминуемом снижении кредитных рейтингов, возможных валютных ограничениях и даже рассматривали вероятность введения моратория на выплату внешних долгов.

Разворотной точкой стало подписание Минских соглашений 12 февраля. Премия за геополитический риск начала достаточно быстро снижаться, и меньше чем за два месяца долговой рынок РФ вернул себе прежнюю привлекательность. Для портфельных менеджеров это стало возможностью существенно улучшить показатели доходности долговых портфелей в период экстремально низких ставок по качественным активам и снижения инвестиционной привлекательности вложений в долги остальных развивающихся стран из-за укрепления доллара и падения цен на товарных рынках. Так, с начала года суверенные еврооблигации Бразилии в среднем снизились в ценах, бумаги Турции остались без изменений, а бумаги ЮАР выросли на 1–3 б.п. Вложения в суверенный долг РФ принесли бы инвесторам с начала года двухзначные положительные доходности.

Помимо снижения геополитических рисков и стабилизации цен на нефть важным фактором для поддержания и восстановления цен на российские еврооблигации стали программы выкупа эмитентами своих подешевевших долговых бумаг. В этом году с предложе-

нием о досрочном выкупе (как правило, с премией к рынку) выходили «Северсталь», «ВымпелКом», Промсвязьбанк, банки розничного сектора — «Ренессанс Кредит», «Русский Стандарт» и ТКС.

Стимул к покупке российских еврооблигаций также дал ЦБ РФ. Благодаря операциям валютного РЕПО банки получили возможность привлекать достаточно дешевое и длинное фондирование (валюту можно привлечь на срок до 365 дней) под залог российских еврооблигаций. Замечу, что в последнее время данный инструмент стал менее привлекательным из-за повышения ставок Центральным банком. Также по заявлениям руководства ЦБ цели, поставленные при введении валютного РЕПО, достигнуты. Есть основания полагать, что в скором времени данные операции утратят свою актуальность для рынка.

Интересная история происходила в суверенных еврооблигациях России. Где-то с середины февраля начался существенный спрос на эти бумаги. Особенно выделялся выпуск с погашением в 2030 г. К апрелю z-spread RF-30 сократился до 200 б.п., что является средним значением этой бумаги после 2008 г. Цена перестала отражать премию за геополитический риск, премию за низкие цены на нефть и экономику, которая, по ожиданиям аналитиков, должна в текущем году показать отрицательные темпы роста.

Есть несколько возможных причин подобной динамики российского бенчмарка. По нашему мнению, наиболее вероятным объяснением этого является показание на выкуп суверенных долговых бумаг со стороны Минфина или одного из российских национальных фондов. На сегодняшний день динамику российских еврооблигаций будут определять четыре основных фактора: геополитическая обстановка (в особенности ситуация в Украине), динамика цен на нефть, ожидания по действиям ФРС США в части нормализации процентных ставок и дальнейшая судьба Греции в составе ЕС.

Наиболее важный и наименее прогнозируемый фактор — события на Украине. Важность его объясняется тем, что в случае резкого потепления отношений между Россией и Украиной негативный сценарий по трем оставшимся факторам не приведет к существенному падению рынка. И наоборот, в случае резкого обострения ситуации и перехода к активным военным действиям российские активы не будут реагировать ни на цены на нефть, ни на европейскую сагу, ни, тем более, на действия ФРС. Учитывая медленную, очень неуверенную, но тем не менее взаимовыгодную реализацию минских договоренностей, есть очень высокий шанс, что конфликт прочно закрепится в политической плоскости и к острой военной фазе возврата не будет. Вполне возможно, что ДНР и ЛНР на некотором историческом горизонте повторят судьбу Приднестровья и конфликт перейдет в статус «замороженного». Из всех возможных реалистичных сценариев этот является наиболее позитивным для российских рисковых активов.

Учитывая вышесказанное, для портфельных менеджеров, которые могут и должны инвестировать в еврооблигации России, рискованно находиться в стороне от наших бумаг. Однако после феерического ралли в суверенных бумагах потенциал роста в них ограничен. Имеет смысл искать более доходные идеи в корпоративном секторе.

Я бы рекомендовал присмотреться к еврооблигациям компаний нефтегазового сектора, которые все еще торгуются с высокой премией к суверенной кривой. Отдельно стоит выделить GAZPRU 9 ¼ 04/23/19, NVTKRM 6.604 02/03/21 и TMENRU 7 ¼ 02/02/20. Особый интерес также представляют бумаги финансового сектора. Учитывая, что экономика фактически находится в рецессии и многим управляющим все еще страшно вкладываться в бумаги эмитентов, в терминах z-spread многие выпуски торгуются выше, чем на пике распродаж во время европейского кризиса в 2011 г. Интересно выглядит короткий выпуск VEBBNK 5 ⅛ 05/27/16, а также чуть более длинные VTB 6 04/12/17, SBERRU 5.18 06/28/19, VEBBNK 6.902 07/09/20.

Инвесторам, готовым принять существенный кредитный риск, имеет смысл обратить внимание на SCFRU 5 ⅜ 10/27/17. «Совкомфлот» — государственная компания, и снижение доли государства ниже 50% маловероятно в этом году. Отмечу, что финансовое благополучие компании не сильно зависит от колебаний валютного курса, так как тарифы фиксируются в валюте, а негативная динамика на рынке нефти традиционно приводит к дополнительной утилизации танкерного флота нефтетрейдерами при заполнении традиционных мест хранения.

ДИНАМИКУ РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ОПРЕДЕЛЯЮТ ГЕОПОЛИТИЧЕСКАЯ ОБСТАНОВКА, ЦЕНЫ НА НЕФТЬ, ДЕЙСТВИЯ ФРС США И СУДЬБА ГРЕЦИИ В СОСТАВЕ ЕС