Управляющий активами на рынках инструментов с фиксированной доходностью УК «ОТКРЫТИЕ» Дмитрий Космодемьянский ответил на пять вопрос Cbonds Review о рынке и особенностях своей инвестиционной стратегии, а также рассказал, какие бумаги он готов включить в портфель сейчас и почему.

«Банковский риск выглядит привлекательно»

Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ,
управляющий активами на рынках инструментов с фиксированной доходностью УК «ОТКРЫТИЕ»
ПОКУПАЕТ:

ПЯТЬ ВОПРОСОВ УПРАВЛЯЮЩЕМУ

– Какие у вас ожидания от рынков в краткосрочной перспективе? Что сильнее всего портит аппетит инвесторам?

– Сразу следует оговориться, что давать прогнозы — неблагодарное занятие, особенно если делать это достаточно часто и публично. Поэтому можете сразу повесить дисклеймер: «Завтра он может поменять свое мнение, особенно после разговора с рисковиками».

Две истории, которые я отметил в качестве ключевых в первом полугодии 2012 года, разрешились в благоприятном ключе. Я имею в виду президентские выборы в России (волнения были малочисленны и не приняли ожидавшегося размаха) и ситуацию с Грецией. Хотел бы отметить неожиданную гибкость европейских бюрократов. Европейские власти можно сравнить со старым спортсменом, которого комментаторы, болельщики и просто любители уже давно списали со счетов, а он вдруг раз и «выстреливает» на нескольких соревнованиях подряд. Берет одну высоту, ему ставят больше, еще и еще. Каждая новая планка не становится для него проблемой. При этом весь зал (в нашем случае — фондовые рынки) стоя аплодирует.

На мой взгляд, точка невозврата здесь пройдена. Еврокомиссия нашла механизм вывода страны из долгового тупика. Признаться честно, я был в числе пессимистов, не веривших в саму возможность такого исхода. Теперь перед нами прямая дорога. Даже несмотря на выборы во Франции и практически неминуемую победу социалиста Оланда, а также прочих мелких неприятностей вроде роста доходностей гособлигаций Испании или кризиса правительства Нидерландов.

Еще одним «позитивным» моментом является продолжение противостояния в Сирии и напряженность вокруг иранских ядерных объектов. С какой стороны ни подходи к этому вопросу, России выгодна эскалация конфликта, поддержи-

Эмитент/ бумага	Валюта	Купон	Оферта	Погашение	Цена последней сделки, % от номинала	Доходность к оферте/ погашению, %	Дюрация, лет	Примечание
«РОСНАНО», 04-05	RUB	CPI + 250 б.п.		10.04.2019	100			Флоатеров на рынке не так много, а запросы НПФ в основном формулируются как «инфляция + премия».
Росгосстрах, 01	RUB	10%	23.07.2012	16.07.2015	99.87	11.08	0.22	Лидер российских страховщиков. Недостаточная прозрачность отчетности компенсируется, на наш взгляд, стратегичностью компании для российского страхового рынка.
Банк «Интеза», 3	RUB	9%	18.10.2013	13.04.2015	100.01	9.35	1.38	Истерия по поводу банков с иностранным участием нам кажется чрезмерной. Облигации «Интезы» и ОТП Банка — наши фавориты в длинном сегменте этого рынка.
ОТП Банк, БО-01	RUB	8%		29.07.2014	94.3	11.17	2.1	
МСВ-2014	USD	8.25%		05.08.2014	99.438	8.51	2.1	Вкупе с продажей долларового свопа можно синтезировать доходность около 14.5% в рублях при доходности в 2 года.

вающая столь высокую цену на нефть Brent. Не вдаваясь в проблему на академическом уровне, хотел бы отметить два момента. Первый — жесткая позиция России по сирийскому противостоянию с демаршами вроде «прыжка Пантеры» в Латакию или вето в СБ ООН (и то, и другое Россия позволяет себе совсем нечасто). Второй момент: в Израиле были разосланы повестки даже «второму звену» резервистов — людям, которые идут служить только в случае, когда наиболее боеспособные части уже задействованы в военных действиях. Это, а также еще полтора десятка факторов указывает на вероятный удар по Ирану в ближайшем будущем со всеми вытекающими последствиями.

– Как вы смотрите на госсектор в текуших условиях: какая дюрация госбумаг для вас интересна?

– Надо сказать Минфину большое спасибо. Кривую построили отлично, ликвидность, по крайней мере на наших объемах, прекрасная. В результате, можно проводить в жизнь массу стратегий — от хеджирования фьючерсами на корзину и арбитража до ловли дна и примочек теханализа на дальних дюрациях. Лично мне нравится именно последний вариант. ОФЗ-26205 и 26207 хоть и не блещут мгновенной ликвидностью, однако всегда можно найти пару сотен тысяч на брокере, особенно если покупать во время просадок рынка. После выхода, по стопу

> МОЖНО ПРОВОДИТЬ В ЖИЗНЬ МАССУ СТРАТЕГИЙ НА ОФЗ — ОТ ХЕДЖИРОВАНИЯ ФЬЮЧЕРСАМИ НА КОРЗИНУ И АРБИТРАЖА ДО ЛОВЛИ ДНА И ПРИМОЧЕК ТЕХАНАЛИЗА НА ДАЛЬНИХ ДЮРАЦИЯХ

или после фиксации прибыли, можно отсиживаться в бумагах до года, где за пару базисных пунктов в стакане есть возможность собрать до полумиллиона бумаг, а если не торопиться, то и больше. Понятно, что портфель в несколько миллиардов так быстро не развернешь. Но у него и цели другие.

– Какие истории в корпоративном сегменте кажутся вам наиболее привлекательными?

– Я соглашусь с тезисом о том, что включение правильным образом диверсифицированного третьего эшелона в портфели хорошо влияет на его доходность. Главное — не перебрать с количеством подобного рода имен. Потому что набрать в портфель десять по-настоящему качественных эмитентов по 1.5–2% на имя совсем нелегко. Из того, что лежит в наших портфелях: «Русал», «Росгосстрах», «Профмедиа», ЛСР.

Если смотреть на эмитентов «пенсионной группы», то здесь я отдаю предпочтение банкам. На нашем не самом эффективном рынке многое зависит от системной стабильности, а в ней главную роль играют именно банки. Поэтому, если не забывать о диверсификации, банковский риск выглядит гораздо более привлекательным, чем те уровни доходности, под которые он торгуется на рынке. В отдельную группу я бы выделил банки с иностранным участием: ОТП Банк, Кредит Европа Банк, Абсолют Банк. Их длинные бумаги предлагают двухзначную доходность при том, что иностранные «мамы» в их случае скорее «отягощают» кредитную историю. Даже несмотря на то что российские ОТП Банк и Абсолют Банк, например, являются самыми прибыльными отделениями своих материнских групп. Резюмируя, скажу, что я покупаю длинные банковские облигации. Премия над таргетом инфляции в 500 пунктов для бумаги с дюрацией около двух лет кажется мне достаточной компенсацией за дискомфорт, связанный с держанием банковских долгов. С другой стороны, как говорит один из моих коллег, из банка можно за ночь вынести все. Верно подмечено, но, можно подумать, в реальном секторе в России recovery ratio было значительно выше.

– Какова общая специфика вашего подхода к оценке привлекательности той или иной инвестиции?

– Не буду себе приписывать авторство идеи, которая мне весьма импонирует. Ее автор — Дмитрий Борисов, сейлз РОСБАНКА. Для управляющих на бондовом рынке есть два полюса: сейлзы и аналитики. Первые знают, где что можно купить в спреде по хорошим

> ПРЕМИЯ НАД ТАРГЕТОМ ИНФЛЯЦИИ В 500 ПУНКТОВ ДЛЯ БУМАГИ С ДЮРАЦИЕЙ ОКОЛО ДВУХ ЛЕТ КАЖЕТСЯ МНЕ ДОСТАТОЧНОЙ КОМПЕНСАЦИЕЙ ЗА ДИСКОМФОРТ, СВЯЗАННЫЙ С ДЕРЖАНИЕМ БАНКОВСКИХ ДОЛГОВ

ценам, кому вовремя продать большой объем за четверть часа, их мало волнует финансовая состоятельность эмитента в долгосрочной перспективе. «Заработать на одной истории и переходить к другой» — их девиз. Аналитики, напротив, тщательно изучают балансы, лезут в неликвид без маркет-мейкеров за лишними 50 пипсами, готовы заниматься боттом-фишингом, если видят глобальную недооценку по бумаге или сектору.

Не могу сказать, что инвестиционный процесс у нас ближе к одному из этих полюсов. Вероятно, мы можем и сидеть в бумаге до погашения, если нам нравится доходность, и активно работать по брокерам. Каждый из этих подходов имеет как серьезные недостатки, так и весомые преимущества. Все зависит от обстоятельств.

– Вы инвестируете в бумаги на других рынках: СНГ, emerging markets, PIIGS?

– Нет, я четко уверен в том, что familiarity bias работает. Человек лучше ориентируется в рынке той страны, в которой живет. Бывают уникумы, способные пристально следить за несколькими рынками сразу, однако я точно уверен, что не вхожу в их число. Ты живешь рынком, засыпаешь и просыпаешься с балансами и кривыми доходности в голове. Новости, слухи, наблюдения — из всего этого рождаются идеи; и когда идея уже сформировалась, ее необходимо обсудить с людьми, которым ты доверяешь, и облечь в торговое решение.

Естественно, бывают макроистории, в которых хотелось бы поучаствовать, но клиентов, готовых на реализацию таких стратегий, не так много. В любом случае, тайминг для результата тоже очень важен. Почему-то об этом многие забывают.