Управляющий активами инвестиционного департамента «Лайтхаус Капитал» Петр Салтыков рассказал в интервью Cbonds Review о том, на каком этапе эволюции российский рынок облигаций находится в настоящее время, как может разрешиться ситуация неопределенности на рынках и чем стоит защищаться в таких условиях, а также поделился рекомендациями о том, какие бумаги он сам готов покупать в портфель сегодня и почему.

«Иногда лучше говорить, чем торговать»

Петр САЛТЫКОВ,
управляющий активами инвестиционного департамента, УК «Лайтхаус Капитал»

ПОКУПАЕТ:

ПЯТЬ ВОПРОСОВ УПРАВЛЯЮЩЕМУ

– Как вы относитесь к последним событиям на рынке? Как думаете, насколько это долгосрочный тренд? Каков ваш прогноз по конъюнктуре на ближайшие два месяца?

Позволю себе вспомнить старую трейдерскую поговорку: «Good buying opportunity или goodbye-ing opportunity? Главное не перепутать!» Мне кажется, эта крылатая фраза идеально описывает текущее положение дел на рынке. С одной стороны, все изрядно напуганы, цены низкие, а доходности уже достаточно привлекательные. А с другой, любые неожиданные события могут привести к тотальной распродаже и падению рынков еще как минимум на столько же. Монетка стоит на ребре на краю пропасти, и куда она упадет, пока непонятно. Я ожидаю, что эта неопределенность разрешится в течение ближайших одного-двух месяцев. Так что ждем либо провала вниз с последующим выкупом, либо, наоборот, восстановления рынка. Но очевидно, что на текущих уровнях надолго мы не задержимся.

– Как вел себя во время последней распродажи облигационный рынок? Какой стратегии управления портфелем долговых инструментов придерживались вы? Какой в этих условиях должна быть оптимальная стратегия формирования защитного портфеля?

– Начиная с середины марта я не переставал удивляться силе рынка. Особенно меня поражала ситуация в апреле: ухудшение ликвидности, падение рынка акций, полный провал аукционов Минфина и одновременно огромная переподписка при размещениях корпоративных облигаций. Я до сих пор считаю, что рынок недооценивает кредит-

Эмитент/ бумага	Валюта	Купон	Оферта	Погашение	Цена последней сделки, % от номинала[1]	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Примечание
ОФЗ-25073	RUB	6.85%		01.08.2012	100.075	6.47	0.15	Ликвидность, надежность и доходность в одном. Одна из лучших возможностей «пересидеть» турбулентность с прибылью и сохранить средства для ловли дна.
ОФЗ-26207	RUB	8.15%		03.02.2027	96.35	8.77	7.84	Реальная доходность к ожидаемой в 2012 году инфляции — 2.7%. А при дальнейшем снижении — и того больше. Плюс эта бумага сильнее всего выиграет в случае открытия доступа к ОФЗ через Euroclear.
«Теле-2», 1, 2, 3	RUB	8.40%	17.06.2016	11.06.2021	95.5	10	3.22	Интересная доходность, неплохое кредитное качество, устойчивая к кризисам бизнес-модель. Ставка на потенциальное поглощение «Ростелекомом».
«ГИДРОМАШСЕРВИС»	RUB	10.75%		13.02.2015	100.4	10.8	2.28	Сервис для нефтяных компаний — достаточно устойчивый бизнес в России, доходность дает хорошую премию к ОФЗ. Для тех, кто не боится рисковать.
NOMOS-19	USD	10%		26.04.2019	95	11.05	4.79	Крупные частные российские банки дают крайне привлекательную долларовую доходность. Если еще продать долларовый своп, можно зафиксировать рублевую доходность на уровне 16–17% годовых.

[1] Цена последний сделки на 28.05.2012 г.

ные риски и риски неблагоприятных событий. В связи с этим до последнего момента мы не покупали практически ничего кроме относительно коротких ОФЗ, а также вкладывали средства в депозиты. Самой правильной стратегией, на наш взгляд, было продавать наиболее перекупленные корпоративные выпуски и частично длинные ОФЗ и перекладываться в короткие ликвидные госбумаги (самый идеальный вариант — 25073). Для тех, кому доступно РЕПО — размещать деньги в РЕПО под залог госбумаг. Так как наш портфель корпоративных бумаг достаточно короткий, со средней дюрацией 1.2 года, мы продали небольшое количество более длинных выпусков и ждали у моря погоды. Дождались, теперь покупаем. Так что, боюсь, формировать защитный портфель нужно было в марте, сейчас уже можно брать больше риска.

– Какая инвестиционная идея на рынке облигаций для вас сейчас является ключевой? Приведете несколько примеров надежных и ликвидных эмитентов, бумаги которых присутствуют в вашем портфеле долговых инструментов?

– Если позволите, начну немного издалека. Я рассматриваю рынок облигаций как систему, движущуюся во времени. Основные параметры системы — это длина (дюрация) облигаций и их кредитное качество. И ключевая идея как раз должна содержать в себе оптимальную дюрацию и кредитное качество портфеля, которые позволяют получить оптимальное соотношение доходность/риск.

Начиная с конца 2008 года рынок облигаций и основные идеи на нем прошли, на мой взгляд, следующие стадии эволюции:

1. Конец 2008 – апрель 2009 года: «Все, что умерло, уже умерло. Все остальное будет жить».

2. Апрель 2009 – апрель 2011 года: «Чем длиннее и рискованнее, тем лучше».

3. Апрель-ноябрь 2011 года: «Лучше потерпеть и почти не заработать, чем потерять многое».

4. Ноябрь 2011 – март 2012 года: «Берем ОФЗ и длинные субфедеральные бумаги».

5. Март 2012 – ???: «Иногда лучше говорить, чем торговать. Защита и еще раз защита».

6. ??? – 2015 год?: «Выкупаем провалы в длинных ОФЗ, покупаем все новые долгосрочные выпуски. Игнорируем долгосрочные корпоративные бумаги».

В долгосрочной перспективе (три-пять лет) я настроен крайне оптимистично относительно российского долга, в первую очередь это касается сегмента ОФЗ. Текущие высокие реальные ставки (с корректировкой на инфляцию) привлекательны, иностранцы так или иначе на горизонте полутора-двух лет будут допущены на российские биржи, а ситуация на внешних рынках выгодна для России: рост экономики подстегнет спрос на нефть и сырье с соответствующим ростом цен, а замедление вызовет новый раунд печатания денег. Свеженапечатанные деньги уйдут в первую очередь на разгон сырьевой инфляции. Поэтому я считаю, что любую существенную просадку российских облигаций нужно выкупать. Главное в этой стратегии — иметь достаточно «патронов» к апогею падения.

Что мне не нравится, так это долгосрочные бумаги российских квазисуверенных компаний. Кто знает, будет ли существовать «Газпром» через пять-семь лет, сколько придется занять на рынке ФСК и не захотят ли власти «свернуть» «РОСНАНО»? Подозреваю, что нас могут ожидать неприятные сюрпризы… Пожалуй, только рублевый евробонд «Русгидро» существенно выделяется на фоне вышеуказанных компаний.

Для реализации в текущих условиях рекомендую портфель-«штангу» по терминологии Нассима Талеба: вложить половину средств в ОФЗ, распределив активы между четырехлетними выпусками (25077, 26203) и 15-летним выпуском. А вторую половину вложить в совсем короткие бумаги, которые можно будет быстро реализовать и выкупить следующий потенциальный провал, если он будет.

Кроме того, мне очень нравятся синтетические рублевые инструменты, например покупка евробондов российских частных банков (Альфа-Банка, Промсвязьбанка, НОМОС-БАНКА) с продажей валюты на форвардах. Отличная доходность к погашению (до 13–17% годовых на пяти-семилетнем горизонте) компенсирует имеющиеся риски.

– Как в вашей компании происходит принятие решения об инвестировании — кто входит в инвестиционный комитет, как влияют на принятие решений об инвестировании риск-менеджеры?

– Процесс инвестирования в нашей компании проходит в два этапа. Первый — это создание инвестиционной политики, где прописываются вес отдельных классов активов, ограничения по дюрации, кредитному риску, концентрации. В процессе создания участвуют сотрудники инвестиционного департамента, риск-менеджмент, а также сотрудники клиента, предоставляющие необходимую информацию о потребностях своих компаний. Финальное утверждение инвестиционной политики проводится клиентом.

В течение года основные решения принимаются портфельным управляющим самостоятельно при наличии утвержденного риск-лимита на конкретную эмиссию или эмитента, утвержденных параметров по дюрации или сроку до погашения, а также допустимых отклонений от стратегического распределения активов.

Дополнительно действия портфельных управляющих контролируются старшим портфельным управляющим, который имеет право остановить выполнение любой сделки или потребовать развернуть ее, если сделка нарушает интересы клиента, несет слишком большой риск или существенно выбивается из пределов, прописанных в инвестиционной политике.

– Какой сектор сегодня, по вашему мнению, является наиболее перспективным для инвестирования в долговые инструменты? Есть ли какие-то интересные истории с двузначными доходностями, на которые стоит обратить внимание?

– Я считаю, что это средне- и долгосрочные ОФЗ и евробонды крупных частных банков. С точки зрения рисковых инвестиций мне нравится риск «Гидромаш Сервиса», а также банков второго круга, таких как ХКФ, МКБ. У последнего особенно интересно смотрится евробонд с погашением в 2014 году. Теоретически интересны короткие бумаги «Мечела» (например, «Мечел», БО-1), но я бы скорее купил акции вместо облигаций. Вообще сейчас, как мне кажется, выгоднее пытаться ловить «дно» по акциям металлургов, нежели вкладываться в их облигации. Потенциал потерь примерно эквивалентен (50–100% потерь в случае банкротства), а возможная прибыль выше на порядок.

В качестве идейной бумаги отмечу четырехлетнюю облигацию «Теле 2»: если компании не удастся получить нужные частоты для развития сети четвертого поколения, то она, вероятно, будет продана «Ростелекому», что позитивно для держателей облигаций. Если же продажи не произойдет, рыночная позиция компании станет еще прочнее и устойчивее.