Начальник управления торговли ценными бумагами Международного банка Санкт-Петербурга Павел Гурин рассказал в интервью Cbonds Review об управлении портфелем на гиперволатильном рынке, реализации контртрендовых стратегий, о погоде на рынках в предстоящую осень, а также о том, какие именно бумаги он готов покупать в портфель сейчас и почему.

«Продаем, когда все покупают. Покупаем, когда все продают»

Павел ГУРИН,
начальник управления торговли ценными бумагами, Международный банк Санкт-Петербурга,
ПОКУПАЕТ:

– Каков ваш прогноз по внутреннему долговому рынку на ближайшие пару месяцев? Что нас ждет в сентябре?

– Правительство повышает тарифы на услуги естественных монополий, государственные расходы остаются на высоком уровне. Инфляционное давление становится все сильнее. Повышение ставок Центральным банком в августе-сентябре представляется нам вполне вероятным. Плюс ко всему у банков осень, — традиционно самый сложный период с точки зрения текущей ликвидности. Однако мы не ждем каких-либо серьезных потрясений, поскольку денежные власти очень гибко и оперативно реагируют на любые изменения в рыночной ситуации. Центральный банк через механизмы ломбардных аукционов поставляет на рынок любой требуемый объем финансовых ресурсов. Более того, список активов, под которые ЦБ готов кредитовать банки, постоянно расширяется. Можно дискутировать о том, правильно это или не очень, но с мая в залог принимают и акции многих российских компаний.

– Вы считаете, что это не совсем правильно со стороны регулятора — расширять список активов, под залог которых можно кредитоваться?

– Кредитовать под акции категорически неправильно. Даже хуже, чем под нерыночные активы, коими, как правило, являются пулы кредитов. Приведу пример: сейчас в ЦБ регулярно «заносят» акции «Уралкалия» на 20–30 млрд руб. Это примерно

Эмитент/бумага	Валюта	Купон, %	Оферта	Погашение	Цена последней сделки, % от номинала	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Примечание
ВТБ, 06	RUR	8.55	10.07.13	06.07.16	100.7	8.01	0.92	
Связь-Банк, 4	RUR	8.75	24.04.13	13.04.22	99.99	8.92	0.72	
«ВымпелКом-Инвест», 1	RUR	9.25	19.07.13	19.07.13	101.05	8.27	0.95	
Severstal, 2016	USD	6.25	26.07.16	26.07.16	101.4	5.85	3.59	
VTB, perp	USD	9.5	Perpetual	Perpetual	100	9.5		Хороший купон — 9.5%. Большой объем выпуска — $1 млрд — обеспечит хорошую ликвидность. Бумагу должны через какое-то время включить в список внебиржевого РЕПО с ЦБ РФ, это привлечет туда какие-то средства консервативных инвесторов.

[1] Цена последней сделки на 27.07.12.

КРЕДИТОВАТЬ ПОД АКЦИИ КАТЕГОРИЧЕСКИ НЕПРАВИЛЬНО. ДАЖЕ ХУЖЕ, ЧЕМ ПОД НЕРЫНОЧНЫЕ АКТИВЫ, КОИМИ, КАК ПРАВИЛО, ЯВЛЯЮТСЯ ПУЛЫ КРЕДИТОВ

7–9% от уставного капитала. Понятно, что в случае чего продать такой объем в разумные сроки будет невозможно, даже с учетом дисконтов. При этом «Уралкалий» — достаточно качественный эмитент. Но есть ведь и менее надежные имена, например ГК «ПИК». В ЦБ сейчас в залоге находится 7% от уставного капитала компании на сумму 1.44 млрд руб. Все это говорит о том, что в какой-то момент Банк России может просто превратиться в главный центральный депозитарий или в главного миноритарного акционера.

– А ситуация на валютном рынке у вас не вызывает опасений?

– Ничего экстраординарного с рублем не происходит. Нормальная волатильность почти рыночного актива. Среднегодовой курс рубля к доллару с 2009 года составляет примерно 31 руб. за доллар. Сейчас курс ближе к верхней границе. Можно сказать, что он приведен в соответствие с текущей ценой на нефть.

Если ставить вопрос шире, у нас могла бы вызывать опасения ситуация с курсом евро по отношению к основным валютам, но, принимая во внимание все недавние высказывания лиц, ответственных за ключевые решения, нас больше беспокоит положение дел с глобальной инфляцией. Отсюда тактические решения сокращать дюрацию облигационного портфеля и ждать подходящих возможностей.

– Какие риски, связанные с глобальной инфляцией, вы видите?

– Парадокс, но нам это на руку до какого-то сложно формализуемого предела: когда цены на сырье продолжают расти, но стоимость еще не разрушается коррозией инфляции.

– Какова ваша стратегия управления облигационным портфелем на таком волатильном рынке, как сейчас?

– Банк традиционно придерживается крайне консервативной стратегии управления облигационным портфелем. Такой подход — часть общей политики банка, направленной на минимизацию рисков. Специфика облигационного рынка заключается в том, что в ситуациях, близких к критическим, ликвидность на нем просто пропадает, продать что-то, за исключением крайне узкого спектра государственных бумаг, становится весьма проблематично. Исходя из этого, при формировании портфеля мы изначально предполагаем, что сможем держать бумаги вплоть до оферты или до погашения.

– Что покупаете, когда рынок падает, а во что вкладываетесь на растущем рынке?

– Если использовать терминологию теории игр, то облигационный рынок, в отличие от рынка акций — non zero sum game, игра с положительной суммой. Значит, тут возможна успешная реализация контртрендовых торговых стратегий. Иными словами, мы стараемся продавать, когда все покупают, и покупать, когда все продают. Два важных ограничения: эмитент должен быть наивысшего кредитного качества и облигация должна входить в Ломбардный список ЦБ РФ. К сожалению, это не всегда одно и то же.

– Как хеджируетесь в текущих условиях?

– Мы хеджируем только валютный риск при торговле еврооблигациями. Балансируем открытую валютную позицию через продажу NDF.

– Есть ли активы на облигационном рынке, которые, на ваш взгляд, защищены от падения?

– Общее правило очевидно: чем короче срок до погашения облигации, тем меньше риск падения цены. Существующие инструменты, доходность которых привязана, например, к индексу инфляции, кажутся нам недостаточно совершенными.

– Каковы долгосрочные идеи инвестирования?

– Много ожиданий связано с допуском иностранных клиринговых организаций к расчетам по рублевым инструментам. Особенно интересно, что помимо государственных облигаций иностранцев допустят на рынок корпоративного долга. Ждем конкретных решений.

ЕСЛИ ИСПОЛЬЗОВАТЬ ТЕРМИНОЛОГИЮ ТЕОРИИ ИГР, ТО ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК, В ОТЛИЧИЕ ОТ РЫНКА АКЦИЙ — NON ZERO SUM GAME, ИГРА С ПОЛОЖИТЕЛЬНОЙ СУММОЙ. ЗНАЧИТ, ТУТ ВОЗМОЖНА УСПЕШНАЯ РЕАЛИЗАЦИЯ КОНТРТРЕНДОВЫХ ТОРГОВЫХ СТРАТЕГИЙ