В интервью Cbonds Review управляющий портфелем облигаций УК «Райффайзен Капитал» Константин Артемов рассуждает о том, какая из идей, кроме покупки ОФЗ, имеет право на жизнь на текущем рынке, можно ли ожидать второй волны роста интереса к сегменту госбумаг после фактического прихода нерезидентов, что лучше всего работает в качестве защиты от волатильности в нынешних условиях, что осталось от сегмента high yield облигаций в России, а также рассказывает, какие бумаги он готов покупать в портфель именно сейчас и почему.

«Субфедеральные бумаги не менее интересны, чем ОФЗ»

Константин АРТЕМОВ,
управляющий портфелем облигаций, УК «Райффайзен Капитал»
ПОКУПАЕТ:

– Как вы восприняли решение ЦБ о повышении ключевой ставки, которое многих застало врасплох? Какие у вас ожидания в связи с этим?

– В своих ожиданиях на сентябрь-октябрь мы закладывали двукратное повышение ставок ЦБ РФ по 25 б.п. каждое, поэтому такое решение ЦБ нас не удивило. Хотя долговой рынок отреагировал на него небольшим снижением котировок в рамках тех же 25 б.п., надо отметить, что запуск QE3 полностью нейтрализовал негативную реакцию рынка.

Наличие ориентира по инфляции на уровне 5–6% вынуждает ЦБ РФ предпринимать монетарные действия. Но поскольку сейчас основная причина инфляции — засуха и повышение тарифов естественных монополий, действия ЦБ РФ вряд ли окажут понижающее действие на инфляцию в ближайшей перспективе. На мой взгляд, по итогам года инфляции составит примерно 7%, поэтому можно ждать еще как минимум одного повышения ставок ЦБ на 25 б.п. до конца года.

– Какая инвестидея на рынке сейчас для вас является ключевой?

– Основной идеей на текущем рынке являются ОФЗ. Участники занимают спекулятивные позиции в ожидании либерализации рынка госбумаг. Кроме того, сейчас наблюдается достаточно большой интерес со стороны инвесторов к субфедеральным и муниципальным бумагам, которые довольно долгое время не пользовались спросом.

Мы, в свою очередь, активно инвестируем в долгосрочные ОФЗ, но при этом значительную часть портфеля держим в

Эмитент/Бумага	Валюта	Купон, %	Оферта	Погашение	Цена последней сделки, % от номинала [1]	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет
ТКС, БО-6	RUB	13,9	16.07.2013	14.07.2015	100.14	14.11	0.78
ЛСР, БО-5	RUB	8,47		24.07.2014	95.51	11.54	1.72
«ВымпелКом», 1	RUB	8,85	17.03.2012	08.03.2022	99.10	9.48	2.28
НПК, БО-1	RUB	10,00		03.03.2015	100.25	10.12	2.22
«Гидромашсервис», 2	RUB	10,75		13.02.2012	100.85	10.60	2.16
ОФЗ-26207	RUB	8,15		03.02.2027	100.85	8.21	8.70
Nomos Bank, 2019	USD	10,00		26.04.2012	100.57	9.88	4.79
Alfa Bank, 2017	USD	6,30		22.02.2017	98.25	6.76	3.89
Russian Standart, 2016	USD	7,56		01.12.2016	92.00	9.94	3.55
Russia, 2042	USD	5,625		04.04.2042	118.31	4.50	15.53

[1] Цена последней сделки на 21.09.2012

облигациях второго эшелона с дюрацией до трех лет и доходностью около 9%. Также в связи с возможной либерализацией рынка корпоративного долга мы ожидаем сужения спреда этих бумаг к кривой ОФЗ.

– По каким основным критериям вы сегодня отбираете бумаги? Что для вас является определяющим?

– При выборе бумаг я в первую очередь оцениваю совокупный риск портфеля. Я стараюсь разделять кредитные и рыночные риски, отдавая предпочтение качественным бумагам с высокой дюрацией и среднесрочным бумагам с более низким кредитным качеством. На мой взгляд, важно, чтобы компания, несущая повышенные кредитные риски, как минимум в ближайшие один-два года не ухудшила, а по возможности улучшила свои кредитные метрики. Для оценки вероятности такого сценария мы составляем финансовую модель развития компании, закладывая в нее некие ожидания, в том числе по стоимости основной продукции, которые основываются на оценках менеджмента и прогнозах участников рынка.

Также существенным качеством для бумаги, на мой взгляд, является объем выпуска и предполагаемая ликвидность, поскольку значительная доля активов под моим управлением сосредоточена в открытых ПИФах.

– Какой эффект, по-вашему, окажет либерализация российского рынка на сегмент ОФЗ и сегмент корпоративных бумаг? Как это почувствуют на себе российские участники?

– Участники рынка живут с идеей либерализации рынка уже почти три квартала, поэтому во многом первоначальный позитив от предстоящего допуска иностранных инвесторов на российский рынок отыгран. Далее все будет зависеть от активности и объема спроса иностранных инвесторов на российские бумаги. Мы ожидаем второй волны роста интереса к сегменту государственных бумаг после фактического прихода нерезидентов. Вполне возможно, что вместе с либерализацией сегмента госбумаг произойдет либерализация и в сегменте корпоративных бондов, что потенциально должно привести к снижению доходности по бумагам наиболее надежных российских заемщиков. Мы считаем либерализацию российского долгового рынка историческим шагом, который значительно увеличит круг инвесторов, глубину рынка и положительно скажется на стоимости привлечения ресурсов российскими заемщиками.

– Последние пару месяцев управляющие в своих рекомендациях в основном сходятся к двум идеям — банки и ОФЗ. А что вы можете посоветовать кроме этого?

– На мой взгляд, ОФЗ остаются отличной ставкой на рост рынка при допуске к торгам иностранных инвесторов, а облигации банков сейчас показывают наиболее приемлемое соотношение кредитного риска и доходности.

Еще одной идеей последнего времени я бы назвал субфедеральные и муниципальные бумаги. Учитывая, что в последние несколько лет эти бонды практически пропали с рынка, многие институциональные инвесторы испытывают нехватку таких бумаг. В последние месяцы, напротив, прошла череда успешных размещений субфедеральных и муниципальных заемщиков. На мой взгляд, постоянный двухзначный рост активов институциональных инвесторов и четырехлетний перерыв в размещении субфедеральных бумаг создают предпосылки для роста этого сегмента рынка. Помня о том, что рынок субфедерального долга также будет либерализован, я считаю его не менее интересным для инвесторов, чем рынок ОФЗ.

> «ПОСТОЯННЫЙ ДВУХЗНАЧНЫЙ РОСТ АКТИВОВ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ И ЧЕТЫРЕХЛЕТНИЙ ПЕРЕРЫВ В РАЗМЕЩЕНИИ СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ БУМАГ СОЗДАЮТ ПРЕДПОСЫЛКИ ДЛЯ РОСТА ЭТОГО СЕГМЕНТА РЫНКА»

– Одной из последних тенденций является активный поиск защитных активов. Как вы защищаетесь?

– Один из основных приемов — это активное управление дюрацией долгового портфеля через увеличение или снижение доли долгосрочных ОФЗ либо через продажу фьючерсов на корзину ОФЗ. Кроме того, в качестве защиты от волатильности на долговом рынке я использую валютные инструменты — краткосрочные депозиты и среднесрочные еврооблигации. Использование валютных инструментов обосновано наличием обратной корреляции между ценами долгосрочных облигаций, курсом рубля и котировками нефти. В текущей ситуации с учетом запуска QE3, на мой взгляд, в среднесрочной перспективе более вероятно укрепление рубля, что будет позитивным для рынка облигаций, поэтому смысла активно использовать защитные инструменты не будет.

– Вы обращаете внимание на третий эшелон? Можно ли сейчас говорить о существовании high yield в секторе российских облигаций?

– Доля бумаг третьего эшелона традиционно невысока в наших портфелях, поскольку наша управляющая компания придерживается достаточно консервативной политики в управлении открытыми ПИФами. В основном это бумаги банков и отдельные корпоративные облигации, где мы видим высокий потенциал роста. Одна из наиболее интересных сейчас идей — «Тинькофф Кредитные системы». Также мы считаем интересными бумаги «РУСАЛа», «Мечела» и ЛСР. Сегмент high yield облигаций с момента кризиса довольно сильно сузился, поскольку очень ограниченное число эмитентов этого круга могут получить доступ к рынку долга. Мы ожидаем, что эта тенденция сохранится еще некоторое время, но не исключаем, что после того, как доходности в первом-втором эшелоне существенно снизятся, инвесторы начнут искать интересные истории в третьем эшелоне. Это спровоцирует новые размещения в сегменте.

– Каковы ваши ожидания по конъюнктуре рынка на ближайшие месяцы?

– На мой взгляд, до конца года долговой рынок продолжит расти, даже несмотря на ожидаемое ужесточение монетарной политики ЦБ РФ. При этом в краткосрочной перспективе вероятна коррекция в связи со снижением цены на нефть. Фактическая либерализация рынка ОФЗ состоится в ноябре, и это, скорее всего, приведет к очередной волне покупок в сегменте гособлигаций.