В интервью Cbonds Review главный портфельный менеджер ГК «RONIN Partners» Иван Гуминов рассуждает о долгосрочных и краткосрочных идеях на рынке, о том, почему не стоит быть излишне оптимистичным в отношении банков, но стоит рисковать, покупая металлургов, чем в текущих условиях привлекательны некоторые флоатеры и будет ли расти инвестиционная привлекательность обеспеченных облигаций, а также рассказывает, какие бумаги он готов покупать в портфель именно сейчас и почему.

Иван ГУМИНОВ,
главный портфельный менеджер, ГК «RONIN Partners»,
ПОКУПАЕТ:

«Хотите рискнуть — купите облигации металлургов»

– Какая инвестидея на рынке сейчас для вас является ключевой?

– Я бы сказал, что основной инвестиционной идеей для меня сейчас является тот факт, что в России процентные ставки высоки по сравнению с развитыми рынками и с другими странами Emerging Markets. И в Америке, и в Европе центральные банки уже пятый год поддерживают минимальные процентные ставки на уровне ниже инфляции с целью стимулирования экономического роста. В Китае, Бразилии и Австралии после периода повышения ставок местные монетарные власти также начали снижать ключевые индикаторы. Только в России ставки остаются выше уровня инфляции и продолжают расти. Есть вероятность повышения ставки рефинансирова-

Эмитент/ бумага	Валюта	Купон, %	Оферта	Погашение	Цена последней сделки, % от номинала[1]	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Примечание
ОФЗ 26207	RUR	8.15		03.02.2027	105	7.7	8.6	Наиболее ликвидная из долгосрочных ОФЗ
Фьючерс OFZ6	RUR	0			10580*		6	Для желающих работать «с плечом» фьючерс более удобен, чем базовый актив и РЕПО. Кроме того, при выходе на поставку есть шанс получить «бонус» (не все продавцы фьючерса выбирают cheapest-to-deliver выпуск ОФЗ)
«Мечел», 17, 18, 19	RUR	8.4	02.06.2016	27.05.2021	83	15	3.3	Покупателей длинных бумаг «Мечела» на рынке сегодня нет. Если вы готовы рискнуть, требуйте премию в 100 пунктов по доходности
Нижегородская область, 8	RUR	9.85		29.8.2017	101.95	9.4	3.4	После Нового года первичные размещения закончатся, а спрос останется
АИЖК, 12	RUR	10.5		15.12.2013	103	8	1.1	Бумага для осторожных инвесторов. Следующий купон (с декабря 2012 г.) повышается на 25 б.п. (составит 10.75% годовых), вероятность радикального понижения ставки рефинансирования до июня 2013 г. низка. Так что доходность по этой облигации не составит меньше 8% годовых – совсем не мало для бумаги с госгарантией
РОСНАНО, 4, 5	RUR	инфляция +2.5%		10.04.19	100.15	9	6	В связи с ростом инфляции флоатер РОСНАНО становится более привлекательным, особенно если учесть, что новые флоатеры могут быть зарепованы через купон
VTB-2049	USD	9.5	2022 call	2049	103.15	9.20	11	Цены еврооблигаций сейчас настолько высоки, а доходности низки, что ничего из классических инструментов этого рынка держать не хочется. «Вечные» евробонды ВТБ обеспечивают премию ко всем аналогичным бумагам, являются хорошей альтернативой акциям ВТБ. После колл-опциона в 2022 г. по ним будет установлен новый купон на уровне 10yrUST+806.7bp

* Цена указана в рублях

[1] Цена последней сделки на 22.10.2012.

ния в краткосрочной перспективе, но в долгосрочном плане, несомненно, ставки в России будут снижаться. Поэтому в текущий момент я «в лонге» по рублю и долгосрочным облигациям.

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

– Я всегда включаю в портфель бумаги, которые одновременно имеют долгосрочный и краткосрочный потенциал роста. Если прекращает существовать краткосрочная или долгосрочная идея роста, то соответствующая бумага встает в список потенциальной продажи. Если же обе идеи исчерпываются или не реализуются, бумага должна быть обязательно продана. Сейчас долгосрочная идея — укрепление рубля и снижение процентных ставок. Краткосрочных идей больше: это сезонное повышение темпов инфляции; сезонное же повышение экономической активности и, как следствие, — активности первичного рынка; нестабильность вокруг Сирии и рост цен на нефть; либерализация рынка госбумаг, наконец...

– Кстати, на последнюю идею вы какие-то ставки делаете?

– Да, конечно, мы делаем на это ставку. Но, как я уже сказал, это краткосрочная инвестиционная идея. В ближайшее время госбумаги (и корпоративные облигации тоже) смогут депонироваться в Euroclear, и это привлечет на наш рынок гораздо большее число иностранных инвесторов. Но в отношении этой идеи я держу в уме правило «buy rumor — sell news». Участники рынка уже давно в ожидании либерализации, создано большое количество спекулятивных «поз», ориентированных исключительно на эту идею. Как только либерализация случится, спекулянты начнут «сливать» свои портфели, причем российский Минфин также, вероятно, постарается увеличить объемы размещения. В таких условиях возможна серьезная коррекция цен вниз.

– Последние пару месяцев управляющие в своих рекомендациях в основном сходятся к двум идеям — банки и ОФЗ. А что вы можете посоветовать, кроме этого? Есть ли какие-то недооцененные секторы, бумаги сегодня?

– Ну, по поводу банков, между прочим, я не слишком оптимистичен. Из банковских бумаг мне нравятся новые «вечные» еврооблигации Газпромбанка и ВТБ. Если же искать реально недооцененный сектор, то это металлурги. Сейчас, если кому-то в конце года не хватает адреналина в крови, можно рискнуть, купив облигации именно металлургов. Сейчас по облигациям «Мечела» и «РУСАЛа» мы видим доходность на уровне 14–15% годовых. Кредитное качество этих эмитентов, несомненно, вызывает опасения из-за высокой долговой нагрузки и снижения прибылей. Но на рынках угля, черных и цветных металлов цены, похоже, достигли дна. Несколько конкурентов этих двух эмитентов ушли с рынка, японские сталелитейные компании объединяются, образуя второй по размеру конгломерат после ArcelorMittal, так что вероятность дальнейшего снижения цен уменьшается. Поэтому, если вы хотите рискнуть, купите «РУСАЛ», «Мечел» или то и другое.

Еще один интересный для меня сектор рынка — облигации субъектов Федерации. Для этого сегмента характерна сезонность — во втором полугодии проходят крупные размещения и ставки вырастают, а после Нового года размещения прекратятся и процентные ставки будут снижаться. Поэтому я сейчас держу в портфелях новые выпуски субъектов с рейтингом не ниже BB– и доходностью выше 9% годовых (Нижегородская область, 8, Хакасия, 2) и продаю старые выпуски с доходностью ниже 8.5%.

– Какие защитные стратегии вы предпочитаете использовать?

– Последнее время на фоне выросшей инфляции и в связи с повышением ставки рефинансирования выигрышно выглядят некоторые флоатеры. Это и выпуски АИЖК с привязкой к ставке рефинансирования (особенно мне нравится АИЖК, 12 с погашением в декабре 2013 года), и РЖД, 18 с привязкой к ставке фиксированного РЕПО ЦБ, и новые выпуски с привязкой к темпам инфляции (в особенности РОСНАНО, 4 и 5). Ликвидности во всех этих бумагах мало, но премия к аналогичным бумагам с фиксированной доходностью составляет по 100 б.п.

– Как бы вы оценили инвестиционную привлекательность обеспеченных бумаг с точки зрения управляющего портфелем? Есть ли интересные инвестиционные идеи на этом рынке?

– В период кризиса я с большим удовольствием покупал ипотечные облигации АИЖК. Ежеквартальная амортизация очень красиво влияла на доходность портфелей, пока бумаги торговались ниже номинала, и одновременно подтверждала кредитное качество пула закладных, являющихся обеспечением этих ценных бумаг. Но сейчас, к сожалению, почти все ипотечные бумаги стоят выше номинала, у них низкая ликвидность. Кроме того, последние годы пенсионные деньги активно входили в ипотечные облигации, так что до 70% каждого выпуска оказывалось в портфеле «молчунов». Сейчас пенсионные накопления предполагается урезать или полностью упразднить, так что существенная доля спроса на новые ипотечные облигации исчезнет. В таких условиях я в настоящий момент избегаю держать ипотечные облигации в своем портфеле. Но ожидаю, что в следующем году их доходности или премии к ОФЗ вырастут, и тогда я их снова начну покупать. Если сейчас премия к ОФЗ составляет около 150–200 б.п. (для ипотечных бумаг с ожидаемой дюрацией около 1.5 лет), то в ближайшее время она должна вырасти до 250 б.п.

– Видите ли вы для себя какие-то интересные спекулятивные идеи в третьем эшелоне? Как вы относитесь к сектору high yield в российских облигациях?

– Для меня после волны дефолтов в 2009 году третий эшелон не существует как сегмент рынка. К сожалению, за последние годы институционально наш рынок не изменился — покупатели облигаций по-прежнему остаются последними в очереди кредиторов в случае несостоятельности эмитента. Я в текущем состоянии рынка не покупаю мусорные облигации и никому этого не советую.

– Каковы ваши ожидания по конъюнктуре рынка на ближайшие месяцы?

– Это самый сложный вопрос. В целом конъюнктуру я оцениваю позитивно. Нашему рынку присуща цикличность с периодом 1.5–2 года. После того как полтора года процентные ставки росли, сейчас они переходят в фазу снижения. Но всегда может возникнуть какой-нибудь негативный фактор, который способен существенно ухудшить финансовый результат вашего портфеля. Ни одна из глобальных экономических проблем не решена — ни долговой кризис в Европе, ни политическая нестабильность в Арабских странах и в Иране, ни слабость рынка труда в США, ни риск «жесткой посадки» в Китае. Усугубление любой из этих проблем может возникнуть в любой момент и обязательно — неожиданно для большинства участников рынка.