В интервью Cbonds Review управляющий активами УК «НОМОС-БАНКа» Никита Железный рассуждает о том, почему потенциал роста ОФЗ можно считать исчерпанным, а весь сектор корпоративных облигаций недооцененным, какие экзотические стратегии защиты можно использовать в текущих условиях и стоит ли верить в российский третий эшелон, а также рассказывает о том, какие бумаги он готов покупать в портфель сейчас и почему.

«Я считаю российский high yield привлекательным»

Никита ЖЕЛЕЗНЫЙ,
управляющий активами,
УК «НОМОС-БАНКа»,
ПОКУПАЕТ:

– Последний месяц на рынке царят довольно «апокалиптические» настроения. Как вы реагируете на текущую конъюнктуру, где видите основные риски сейчас? Как бы вы описали свою нынешнюю стратегию управления?

– Действительно, в мире накопилось много проблем — долговой кризис в Европе, бюджетный обрыв в США, замедление в Китае, напряженность на Ближнем Востоке. Каждая из этих проблем оказывает влияние на мировые финансовые рынки и ждет своего решения. Все эти события создают значительную волатильность, но я бы не назвал настроения «апокалиптическими».

Сильная волатильность сжала тренды по времени. Например, сейчас в течение года мы можем увидеть несколько сильных циклов «рост–снижение». Поэтому нынешняя стратегия предполагает более активное управление в попытке поймать эти движения.

– Какая инвестидея на рынке сейчас для вас является ключевой?

– Основной идеей сейчас является либерализация рублевого долгового рынка. Хотя доступ нерезидентов через Euroclear планируется только с января 2013 года, ралли в ОФЗ мы наблюдаем уже с начала года и по сей день, с перерывом на небольшую коррекцию в апреле-июне. Я считаю, что потенциал роста ОФЗ практически исчерпан. Так, например, доходность по десятилетней ОФЗ (26209) ниже прогнозов инфляции на 2012 год, то есть реальная доходность находится в отрицательной зоне, с учетом прогнозов по инфляции. Такое явление уже наблюдалось в России в докризисный период. Тогда это объяснялось большим притоком иностранных инвестиций на фондовый рынок и слабым влиянием регулятора на рынок процентных ставок. Сейчас ситуация сильно изменилась. В последнее

Эмитент/Бумага	Валюта	Купон, %	Оферта	Погашение	Цена последней сделки, % от номинала[1]	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Примечание
ОФЗ 25077	RUR	7.35		20.01.2016	101.94	6.76	2.8	Самая короткая ОФЗ из среднесрочной части кривой, дающая доходность на уровне более длинных выпусков
Фьючерс OFZ6-3.13	RUR				10 600[2]		4.4	Этот фьючерс дает возможность открыть шорт в ОФЗ 26204 и получить бесплатный опцион
«РУСАЛ-Братск», 07	RUR	8.3	03.03.2014	22.02.2018	92.9	15.17	1.2	Самый короткий выпуск у «РУСАЛа». Имеет лучшую ликвидность и практически такую же доходность, как и более длинный выпуск
РЖД, 18	RUR		23.07.2014	15.07.2019			103.96	Выпуск является флоутером. Одно из переключений купона у него будет 22.07.2013. Это позволит сыграть на повышении ставок ЦБ
«СИБМЕТИНВЕСТ», 01, 02	RUR	13.5	20.10.2014	10.10.2019	107.8	9.13	1.7	Выпуск имеет среднюю дюрацию и дает хорошую премию к ММК и НЛМК

[1] Цена последней сделки на 27.11.12.
[2] Цена указана в рублях.

время ЦБ сильно ужесточил денежно-кредитную политику. Так, чистая ликвидная позиция банковской системы находится глубоко в отрицательной зоне, что позволяет ЦБ регулировать ставки на рынке. Кроме того, ЦБ определил в качестве главного приоритета контроль инфляции. При этом в 2013 году запланировано повышение акцизов на крепкий алкоголь и сигареты, а также повышение тарифов естественных монополий, что должно подстегнуть рост. ЦБ придется поднять ставки хотя бы один раз, чтобы удержать инфляцию. Но она, скорее всего, останется в диапазоне 6–7%, а не 5–6%, как прогнозируется сейчас. Такая инфляция и повышение процентных ставок негативно скажется на рынке облигаций. Кроме того, столь благоприятные ставки привлечения могут спровоцировать Минфин на увеличение планов заимствований в первом квартале 2013 года.

Однако открывать непокрытые короткие позиции в ОФЗ я бы не советовал, так как некоторое движение вверх еще возможно. При этом можно сыграть на выравнивании кривой ОФЗ в среднесрочном сегменте. Например, ОФЗ 25077 с дюрацией 2.8 имеет доходность 6.8%, такую же доходность имеет 26204 с дюрацией 4.44. Можно купить ОФЗ 25077 и продать в шорт 26204. Причем открывать короткую позицию в 26204 правильнее через продажу фьючерса OFZ6-3.13, так как эта бумага сейчас является самой дешевой к поставке по данному контракту. При продаже фьючерса вы также получаете бесплатный опцион, так как при снижении цен на ОФЗ самой дешевой к поставке становится более длинная 26208. Таким образом, вы окажетесь в шорте на ОФЗ 26208, которая за счет дюрации будет падать сильнее. Данная конструкция имеет и другие преимущества. Во-первых, Минфин может предложить аналог 26204, увидев высокий спрос в этой дюрации, так уже было с ОФЗ 26206 и 25080. Во-вторых, ОФЗ 25077 может реализовать скат по кривой, в короткой ее части.

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

– Я включаю в портфель бумаги, которые имеют потенциал роста в кратко- или среднесрочной перспективе или несут защитную функцию. Среди краткосрочных идей с понятным горизонтом можно отметить покупку бумаг с расчетом на включение их в Ломбардный список ЦБ. После включения бумаги в Ломбардный список круг потенциальных инвесторов расширяется. Как правило, это выпуски эмитентов, чьи торгующиеся выпуски уже включены в Ломбардный список, или бумаги эмитентов, которые подходят под требования ломбарда. Обычно процесс включения занимает 2–3 месяца с момента размещения. Среди долгосрочных идей с менее предсказуемым сроком реализации, но также понятной стратегией можно отметить покупку бумаг в расчете на присвоение рейтинга эмитенту. Например, я покупал бумаги «Магнита» в расчете на то, что заемщик получит рейтинг, что в итоге и произошло. Также в расчете на повышение ставок ЦБ можно покупать бумаги, чьи купонные платежи привязаны к ставкам Банка России (флоутеры). Такие выпуски есть у РЖД и «Транснефти», правда, они не очень ликвидны.

– Есть ли сейчас какие-то недооцененные секторы, бумаги, на ваш взгляд?

– На мой взгляд, сейчас весь сектор корпоративных облигаций является недооцененным на фоне роста в сегменте государственных облигаций. Наиболее интересными среди корпоративных выпусков мне представляются эмитенты второго эшелона с умеренным уровнем долговой нагрузки, например «Евраз», «ВымпелКом» и «Металлинвест». Их выпуски торгуются с доходностями, дающими хорошую премию к аналогам. Кроме того, они имеют неплохую ликвидность.

– Как вы относитесь к экзотическим инструментам, например, к бумагам с привязкой к золоту или биржевым индексам?

– В последние годы мы наблюдаем сильную волатильность на всех финансовых рынках. А данные ноты, как правило, предоставляют защиту капитала. Поэтому, на мой взгляд, в сегодняшних условиях неопределенности такие инструменты являются хорошей альтернативой для инвесторов, которые готовы инвестировать в рынки акций и биржевых товаров. Для инвесторов, ориентированных на рынок облигаций, я бы их не советовал, так как они не предполагают фиксированного дохода.

– Какие защитные стратегии вы предпочитаете использовать?

– Так как рынок корпоративных облигаций практически не участвовал в последнем росте, я бы посоветовал сейчас формировать портфель из коротких корпоративных бумаг, так чтобы дюрация портфеля не превышала 1.5 года. Я бы включил в этот портфель как облигации первого и второго эшелонов, так и бумаги из третьего эшелона. Бумаги первого эшелона имеют хорошую ликвидность, которая может понадобиться при выводах или при перекладывании в более длинную дюрацию на просадках.

Можно использовать и более экзотическую стратегию — это покупка более длинных корпоративных выпусков и открытие против них коротких позиций в ОФЗ через продажу фьючерсов. Такая конструкция позволит снизить дюрацию портфеля, а также сыграть на сужение спреда между сектором корпоративных облигаций и сектором гособлигаций.

Еще один вариант защитной стратегии, построенный на особенностях кривой ОФЗ, я уже описывал выше.

– Вы видите для себя какие-то интересные спекулятивные идеи в третьем эшелоне?

– Я считаю этот сектор привлекательным, так как он претерпел серьезные изменения в кризис. Кризис стал фильтром, который отсеял недобросовестных заемщиков. Новых эмитентов в этом сегменте практически не появилось, а те, кто остался, показали свою состоятельность во время кризиса. На мой взгляд, одной из интересных идей являются облигации «РУСАЛа». Тут возможны два основных драйвера. Первый — достижение соглашения между «Интерросом» и «РУСАЛом» по ГМК, что скажется позитивно на «РУСАЛе», который сейчас имеет слабые позиции в ГМК. Второй драйвер — это возможность получения рейтинга. «РУСАЛ» — крупная компания с листингом на международных биржах. И получение рейтинга в целях снижения стоимости заимствований для такой компании было бы логичным шагом.

– Как, по-вашему, должен выглядеть портфель для конца света?

– Я думаю, если верить в конец света, а это решение каждый принимает сам, то лучше остаток времени потратить на исполнение своих желаний, а не конструирование портфеля...