В интервью Cbonds Review глава департамента управления долговыми инструментами «Ренессанс Управление Инвестициями» Елена Колчина вспоминает о суперидеях на рынке управления активами в 2012 году, объясняет, чем ей нравятся облигации ритейл-компаний и почему она не готова покупать бумаги первого эшелона, а также рассказывает о том, какие интересные возможности сегодня предоставляют локальные рынки облигаций развивающихся стран.

«2013-й — год внутренних облигаций развивающихся стран»

Елена КОЛЧИНА,
глава департамента управления долговыми инструментами, «Ренессанс Управление Инвестициями»,

ПОКУПАЕТ:

– Как вы оцениваете 2012 год для индустрии управления активами в сегменте fixed income?

– Нужно разделять внешний и российский рынки управления активами. Если смотреть на внешний рынок, то год для управляющих портфелями облигаций развивающихся стран был более чем удачный. Я бы даже сказала, что он в некотором отношении уникальный: во-первых, был зафиксирован рекордный приток денег в облигации emerging markets. При этом по евробондам развивающихся стран можно было заработать до 20%, не используя никаких кредитных рычагов. Почему так происходило? На фоне кризиса в Европе, общего замедления глобальной экономики инвесторы, с одной стороны, оставались достаточно консервативными, опасаясь рисков. С другой стороны, на фоне проблем развитых стран очень ярко высветился инвестиционный кейс, связанный с инвестированием в развивающиеся рынки, потому что по уровню доходности бумаги emerging markets, в том числе российские, выглядят очень привлекательно, а фундаментальные, макроэкономические риски значительно снизились. В принципе, этот тренд наблюдается уже как минимум на протяжении последних 10 лет. И только последние два года крупнейшие мировые институциональные инвесторы стали увеличивать в своих портфелях вес облигаций развивающихся стран. Поэтому был зафиксирован рекорд инвестиций. Я думаю, что этот тренд сохранится еще достаточно продолжительное время, потому что все-таки по сравнению с нулевыми процентными ставками в мире и достаточно высоким уровнем задолженности в развитых странах — и суверенной, и корпоративной, и личной — развивающиеся рынки, с их растущими золотовалютными резервами, низким уровнем долга и зачастую, как в России, с профицитом счета текущих операций и с достаточно устойчивой фискальной позицией, выглядят очень привлекательно.

– Когда вы говорите про крупных институциональных инвесторов, то имеете в виду прежде всего американские деньги?

Эмитент/ Бумага	Валюта	Купон, %	Оферта	Погашение	Цена последней сделки, % от номинала[1]	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Примечание
«О'КЕЙ», 02	RUB	10.1%	15.12.15	12.12.17	100.60	10.1%	2.3	Ритейл
НПК, БО-01	RUB	10.0%		03.03.15	101.3	9.9%	1.7	Транспорт
«ВымпелКом», 4	RUB	8.85%	17.03.15	08.03.22	101.10	8.8%	1.8	Телекоммуникации
«Мрия» -16	USD	10.95%		30.03.16	103.0	9.8%	2.6	Агрохолдинг
RCCF-18	USD	13.5%		21.06.18	103.0	12.7%	3.8	Банки, потребительское кредитование

[1] Цена последней сделки на 31.01.13.

– Речь про крупные американские и европейские пенсионные фонды. Сейчас вес развивающихся рынков в их портфелях составляет менее 5%. Но так как фонды достаточно крупные, увеличение лимитов на emerging markets даже на 1–2% сразу обеспечивает большой приток денег в развивающиеся рынки. Я думаю, что эти инвесторы будут еще годы продолжать наращивать этот вес. Этот тренд только начинается.

– Чем жила прошлый год российская индустрия asset management?

– В России все выглядит более уныло. Бизнес, связанный с управлением активов, стагнирует. До 2008 года у нас худо-бедно росли активы в ПИФах и в доверительном управлении, потому что помимо традиционных депозитов население в основном инвестировало в акции. Когда акции перестали расти, приток в ПИФы резко упал. А фонды облигаций не могут конкурировать с достаточно высокими процентными ставками в банках. Я думаю, что эта ситуация будет меняться в среднесрочной перспективе, потому что инфляция в России падает и ставки по депозитам снижаются. Но должны пройти годы, для того чтобы поменялась психология людей и они перестали хранить деньги только на депозитах и переориентировались на активное инвестирование.

– Как вы считаете, предложение Минфина РФ уравнять условия налогообложения процентных доходов физических лиц от банковских депозитов, акций и облигаций может спровоцировать большой приток частных денег на эти рынки?

– Это, безусловно, очень позитивная реформа. Она должна способствовать привлечению средств на фондовый рынок. Однозначно главным приоритетом правительства должно быть привлечение на финансовый рынок пассивных сбережений населения. Шаг за шагом что-то позитивное в этом направлении делается. Думаю, что в краткосрочной перспективе никакого бума не будет, но на более длинном горизонте он должен произойти. Только представьте: в мире две трети всех консервативных инвестиций направляется в облигации. Отчасти это объясняется тем, что на развитых рынках существует достаточно большая разница между процентными ставками в банках и той доходностью, которую можно заработать на финансовых рынках, в том числе и по облигациям. Когда у нас эта разница вырастет, мы увидим приток денег на финансовые рынки. Главное, что должны снижаться ставки по депозитам в банках. Я не думаю, что это произойдет в ближайшие два года, скорее, в течение десяти лет. К примеру, не так давно управляющая компания Сбербанка прокомментировала, что по итогам прошлого года приток активов у него составил всего $20 млн. Это очень мало для такого финансового института. Но это очень характерно для нашего рынка: в мире рекордные темпы инвестирования в облигации, а у нас кот наплакал. Основными игроками на внутреннем рынке облигаций в России всегда были банки. Пока что данная тенденция сохраняется.

> В 2012 ГОДУ ПО ЕВРОБОНДАМ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН МОЖНО БЫЛО ЗАРАБОТАТЬ ДО 20%, НЕ ИСПОЛЬЗУЯ НИКАКИХ КРЕДИТНЫХ РЫЧАГОВ

– Назовите инвестидею 2012 года, на ваш взгляд.

– С осени прошлого года основной идеей на внутреннем рынке было инвестирование в ОФЗ. Она возникла на почве ожиданий того, что ОФЗ начнут торговаться через международные расчетные системы. В принципе это уже привело к удвоению доли иностранцев на рынке ОФЗ. Если еще в начале прошлого года она составляла около 5%, то последние данные показывают, что доля нерезидентов выросла уже до 12%. Длинные ОФЗ с осени и до конца прошлого года только в цене выросли больше чем на 10%. Мы очень активно рекламировали эту идею всем нашим инвесторам. Что касается внешних рынков, то, как я уже сказала, вложения в еврооблигации развивающихся стран — это была суперидея прошлого года, которая принесла 20% в долларах на достаточно безрисковых инструментах.

– Где видите основные риски сейчас?

– На внешнем рынке это, конечно же, возможный рост доходностей по US Treasuries. Худшее время, связанное с глобальным кризисом и экономическим замедлением, мы, наверное, прошли. В целом настроение инвесторов улучшилось, и спрос на рисковые активы повышается. Доходности по US Treasuries начали расти, потому что инвесторы стали переходить из облигаций в акции. Это будет тормозить дальнейшие возможности заработать на евробондах. Что касается внутреннего рынка, то он все равно предоставляет очень привлекательную возможность заработать на долговых инструментах, потому что в значительной степени отстал от того ралли, которое мы наблюдали на еврооблигациях. Я считаю, что основная идея этого года — это инвестирование в локальные рынки облигаций развивающихся стран, в том числе в российский. Здесь на корпоративных и муниципальных облигациях можно продолжать зарабатывать двузначную доходность. Поэтому наша стратегия сейчас — это сокращение еврооблигаций в портфелях и увеличение веса рублевых бумаг. При этом мы делаем фокус на корпоративные бумаги. Я думаю, идея с ОФЗ уже во многом отыграна, хотя иностранцы, скорее всего, продолжат их покупать. Правда, такого ралли в госбумагах, какое мы наблюдали осенью, уже не будет.

– На чем основана ваша нынешняя стратегия?

– Моя стратегия всегда основывалась на глубоком знании компаний и на том, что я пытаюсь найти компании, которые улучшаются с точки зрения кредитного качества. В основном это эмитенты второго эшелона. Это и не слишком рискованные бумаги, и не облигации первого эшелона. Мы стараемся прежде всего найти отрасль, которая будет опережать другие с точки зрения развития. Сейчас нам нравится ритейл, банковский сектор и различные транспортные компании. Дальше в тех секторах, которые, как мы считаем, будут являться драйверами экономического роста, мы находим компании, которые растут быстрее остальных и при этом придерживаются сдержанной стратегии

между ростом и своими финансовыми возможностями. Мы глубоко анализируем заемщиков, тесно общаемся с менеджментом: для того чтобы компания росла лучше, чем отрасль в целом, должна быть очень сильная команда менеджеров, которая хорошо знает сектор, свои конкурентные преимущества. Мы внимательно смотрим на то, какова долговая нагрузка у корпорации, чтобы менеджмент не увлекся слишком сильно ростом и рискованными проектами, особенно с использованием заемных средств.

– Какое значение показателя «Чистый долг/EBITDA» является для вас критичным?

– Для компаний, которые растут, допустимый уровень «Общий долг/EBITDA» не больше 3. Когда этот показатель начинает превышать 3, это уже рискованная территория. В случае изменения конъюнктуры рынка или более медленного роста доходов, ухудшения рентабельности это соотношение сразу может очень сильно вырасти. Поэтому для растущих компаний этот показатель должен находиться на уровне 2–3, а для компаний, которые уже вышли из стадии бурного роста, «Общий долг/EBITDA» должен быть не больше 2.

Я назову три компании, которые у нас с большим весом находятся в портфеле. Во-первых, это «ВымпелКом». После некоторого периода бурного развития эта компания вошла в стадию, когда она опять стала обращать внимание на улучшение своей рентабельности, корпоративной структуры. Все корпоративные события, которые произошли в «ВымпелКоме» в прошлом году, способствовали улучшению кредитного качества компании. Мне кажется, эта история будет продолжаться. Так как компания уже сделала основные инвестиции в развитие, у нее будет сокращаться «Долг/EBITDA» с текущего уровня 2.5 в сторону 2. Я думаю, что у «ВымпелКома» есть потенциал дальнейшего улучшения кредитного качества.

> НАША СТРАТЕГИЯ СЕЙЧАС — ЭТО СОКРАЩЕНИЕ ЕВРООБЛИГАЦИЙ В ПОРТФЕЛЯХ И УВЕЛИЧЕНИЕ ВЕСА РУБЛЕВЫХ КОРПОРАТИВНЫХ БУМАГ

Мы с большим воодушевлением смотрим также на то, что на рынок стали возвращаться хорошие ритейл-компании. После кризиса практически все ритейлеры ушли с публичного рынка в банки. Зачастую такое финансирование доставалось им дешевле. Используя хорошие отношения с банками, они чувствовали себя комфортнее, чем на публичном рынке, где приходилось еще и платить премию инвесторам. Сейчас совпал настрой инвесторов и желание ритейл-компаний продолжить развитие. Все-таки у нас экономика сейчас во многом поддерживается ростом внутреннего потребления. Мы купили в портфель в конце прошлого года облигации компании «О'КЕЙ». Это один из четырех ведущих food-ритейлеров в России, компания, которая развивается органически, работает в более высоком маржинальном сегменте супермаркетов и гипермаркетов. Владеет сетью менеджмент, который строил компанию с нуля. Это как раз пример органического роста, сбалансированной стратегии и хорошей рентабельности. По своим финансовым показателям и сбалансированности стратегии кредитное качество «О'КЕЯ» во многом лучше, чем у группы X5. Хотя X5 крупнее и рейтинг у нее чуть лучше, но в последнее время компания очень сильно пострадала от того, что в предыдущие годы развивалась путем агрессивного роста, приобретая других игроков. Мы все-таки стараемся находить компании, которые растут органически. Яркий пример — это «Магнит». Оператор, который всегда развивался органически и стал несомненным лидером по рентабельности среди российских ритейлеров.

Из транспортного сегмента в нашем портфеле представлена Новая перевозочная компания. Это тоже компания, которая всегда исповедовала, с одной стороны, стратегию роста, с другой — сбалансированного отношения к заемным ресурсам. У нее есть потенциал улучшения кредитного качества, доходность по этим облигациям — порядка 10%.

– Вы стараетесь инвестировать преимущественно в корпоративные долги?

> МЫ СТАРАЕМСЯ ПРЕЖДЕ ВСЕГО НАЙТИ ОТРАСЛЬ, КОТОРАЯ БУДЕТ ОПЕРЕЖАТЬ ДРУГИЕ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ РАЗВИТИЯ. СЕЙЧАС НАМ НРАВИТСЯ РИТЕЙЛ, БАНКОВСКИЙ СЕКТОР И РАЗЛИЧНЫЕ ТРАНСПОРТНЫЕ КОМПАНИИ

– В основном да. Но в январе, к примеру, на рынке присутствовала идея инвестирования в субфедеральные и муниципальные облигации. Это связано с тем, что с 1 февраля меняются нормативы Банка России к капиталу банков, требования к покрытию рыночного риска. Ужесточаются нормативы в отношении корпоративных бумаг, одновременно упрощаются требования по учету облигаций регионов. Поэтому банки сейчас проявляют активный интерес к этому сектору. В перспективе ближайших трех месяцев долги субфедеральных и муниципальных заемщиков будут пользоваться повышенным спросом.

– Какие защитные стратегии вы предпочитаете использовать?

– При инвестировании в еврооблигации мы периодически используем CDS для защиты, можем хеджировать процентные ставки с помощью продажи US Treasuries фьючерсов. Что касается российского рынка, так как дюрация по нему в среднем не такая высокая, а купоны по бумагам, наоборот, достаточно большие, то если нам какая-то облигация перестала нравиться, мы просто ее продаем из портфеля и увеличиваем долю кэша. Поэтому здесь нашей защитной стратегией является разве что тщательный отбор эмитентов в портфель, а также сокращение дюрации и увеличение доли кэша в случае, если мы видим какие-то серьезные риски.

– Что вы ждете от рынка в этом году?

– Я думаю, что большинство участников рынка будут сохранять позитивный настрой. Особенно хорошие перспективы у внутреннего рынка облигаций. Вообще, мне кажется, 2013 год — это год внутренних облигаций развивающихся стран.