В интервью Cbonds Review портфельный управляющий «ВТБ Капитал Управление активами» Олег Цецегов рассуждает о том, почему не стоит списывать со счетов высокодоходные бумаги, какие факторы, двигающие рынок, недооценивают публичные аналитики, каким способом определяется наиболее перспективный сегмент рынка и осуществляется отбор конкретных имен в портфель, где сегодня можно найти интересные high yield- идеи, а также рассказывает о том, какие бумаги он готов включить в портфель на данном этапе и почему.

«Работа с третьим эшелоном требует высокой квалификации»

Олег ЦЕЦЕГОВ,
CFA, портфельный управляющий, «ВТБ Капитал Управление активами»,
ПОКУПАЕТ:

– Как бы вы описали свою нынешнюю стратегию в качестве управляющего? Где видите основные риски сейчас?

– Пожалуй, основная стратегия сводится к тому, что портфель должен быть ликвидным. Безусловно, нет необходимости обеспечивать постоянную 100-процентную ликвидность, но в текущей фазе рынка важно быть готовым к сюрпризам как негативного, так и позитивного свойства.

Текущую фазу рыночного цикла можно охарактеризовать как «зрелую». Я не берусь утверждать, что мы находимся на вершине цикла и в ближайшее время рынок начнет снижение. Нет, скорее даже есть шансы для продолжения роста, учитывая ситуацию с глобальной ликвидностью. Но быть внимательным к тем тенденциям, которые складываются на рынке, и обеспечить себе возможность быстро реагировать в случае необходимости очень важно. Все сказанное выше особенно относится к рынку еврооблигаций.

– Какую инвестиционную идею вы бы сейчас назвали самой ходовой?

– Сложно выделить сейчас какую-то одну яркую идею, подобную той, что была связана с предстоящим прямым допуском иностранных инвесторов на российский рынок во второй половине прошлого года. В основном сейчас говорят о повышенном интересе к облигациям с инвестиционным рейтингом благодаря потенциальному спросу тех же иностранных инвесторов из-за относительно высоких спредов к ОФЗ, а также спросу со стороны банков в связи с новыми правилами регулирования. Идея неплохая, но она может реализоваться не быстро из-за гигантского объема первичного предложения со стороны эмитентов первого эшелона.

Стоит упомянуть пару моментов, которым публичные аналитики не уделяют должного внимания.

Эмитент/ Бумага	Валюта	Купон, %	Оферта	Погашение	Цена последней сделки[1], % от номинала	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет	Примечание
«РУСАЛ», 08	RUB	8.5	15.04.15	05.04.21	93.9	12.15%	1.9	Разрешение акционерного конфликта в «Норильском никеле», перспектива снижения долговой нагрузки
«Детский мир-Центр»	RUB	8.5		26.05.15	96	10.8%	2.1	Сильные акционеры, гарантия Правительства Москвы
«ЛенСпецСМУ», 02	RUB	12.9		12.12.17	102.3	12.7%	3	Сильные финансовые показатели, перспектива включения бумаги в список А1
ОФЗ 26207	RUB	8.15		03.02.27	109.4	7.2%	9	Наилучшая ставка на ожидания долгосрочного снижения инфляции
RCCF–18	USD	13.5		21.06.18	105.12	12.15%	3.7	Стабильный бизнес, появление сильного акционера

[1] Цена последней сделки на 21.02.2013.

Во-первых, это вероятное снижение инфляции, сопровождаемое смягчением денежно-кредитной политики ЦБ РФ уже со второго квартала текущего года. Практическая реализация этого сценария может спровоцировать переосмысление текущих взглядов, когда общий уровень цен долговых инструментов многим кажется завышенным, и стать фактором поддержки для всего рынка.

Во-вторых, стоит приглядеться к «гадкому утенку» нынешнего рынка — высокодоходным бумагам третьего эшелона. Основная причина — именно отсутствие интереса к ним в последнее время со стороны ключевых участников рынка. Это вылилось в значительное расширение спредов как к госбумагам, так и к первому эшелону. Должен оговориться, что работа в данном сегменте требует высокой квалификации, прежде всего в кредитном анализе эмитентов. Поэтому я бы не рекомендовал эти бумаги тем, кто не обладает должными навыками. Тем не менее некоторые эмитенты определенно заслуживают включения в инвестиционный портфель.

– Как вы сегодня отбираете бумаги в портфель: у вас есть какой-то свой, особый подход к этому процессу?

– Мне близок так называемый top-down подход. Если сформулировать общие принципы кратко — мне всегда интересно пытаться думать на две итерации вперед. Рынок двигают его участники. Мне кажется, что ключом к успешному инвестированию является понимание наиболее вероятной динамики ожиданий участников рынка в будущем. Подчеркну — именно изменения в настроениях, которые произойдут завтра. Таким способом определяется наиболее перспективный сегмент рынка.

Далее осуществляется отбор конкретных имен в портфель. Это достаточно кропотливая работа. Необходимо учесть индивидуальные характеристики разнообразных портфелей под управлением, законодательные и прочие ограничения, инвестиционный горизонт. При значительном объеме активов под управлением важную роль начинает играть доступность тех или иных бумаг, их рыночная ликвидность. Я всегда задаю себе вопрос — а когда и как я буду выходить из позиции? Как я уже упоминал, в текущих условиях рынка ликвидности портфеля в целом уделяется повышенное внимание.

– Как думаете, сейчас на рынке есть явно недооцененные секторы и, наоборот, отрасли, которые сильно переоценены? Кто ваши фавориты сейчас?

– Везде можно найти свои «за» и «против», все зависит от того, какие характеристики закладываются в тот или иной портфель. ОФЗ и первый эшелон достойны внимания из-за ликвидности, второй-третий эшелоны — из-за доходности и большей устойчивости к рыночной волатильности при отсутствии серьезных потрясений.

– Как вы относитесь к «экзотике»?

– Один из наших основных принципов — предлагать свои услуги только там, где мы четко понимаем свои конкурентные преимущества и можем использовать их во благо клиентов. Прежде всего это относится к кредитной экспертизе. Поскольку термин «экзотика» зачастую понимается в географическом смысле, то в данном контексте могу ответить, что наша экспертиза распространяется пока только на эмитентов стран СНГ. Что касается «экзотики» в смысле сложных структурированных продуктов, то да, мы готовы предлагать их своим клиентам на индивидуальной основе.

– Есть мнение, что отечественные управляющие устали от идей в одних и тех же именах. Кроме того, в условиях рекордно низких ставок на евробондах возникает потребность в идеях с большей доходностью. Вы с этим согласны?

– Ради справедливости надо отметить, что идеи с большей доходностью востребованы всегда, вопрос заключается в возможности их реализации и в риске, который с этим сопряжен. Любой инвестор хочет заработать много и гарантированно ничего не потерять. Наверное, это прозвучит банально — подобно скульптору, отсекающему все лишнее от куска мрамора, инвестор должен на любом рынке «всего лишь» выбрать набор инструментов с наилучшими для него параметрами доходность/риск.

– Насколько активно вы сейчас следите за distressed-идеями?

– Как я уже говорил, со вторым и третьим эшелоном надо уметь работать. Мы считаем это умение нашим серьезным конкурентным преимуществом. Мне кажется справедливым принцип «любой инструмент имеет свою цену». Другой вопрос, что необходимо владеть большим искусством, чтобы, во-первых, правильно оценить кредитный риск (или, что часто бывает, признать, что мы не в состоянии получить достаточно данных для корректной оценки), во-вторых, соотнести эту оценку с потенциальной доходностью инвестиции.

Мы стараемся внимательно отслеживать все, что происходит на этом рынке. В качестве иллюстрации нашей работы с высокодоходными облигациями могу привести пример из металлургического сектора. Облигации «РУСАЛа» в конце прошлого года торговались с доходностью выше 15% годовых. Было понятно, что, несмотря на высокую долговую нагрузку, компания имеет в активе пакет «Норильского никеля», продажа которого в случае необходимости покроет все долги. Тем не менее акционерный конфликт делал перспективы использования данного актива для расчетов с кредиторами весьма туманными, поэтому мы воздерживались от инвестиций в эти бумаги. После известия о разрешении конфликта мы сочли возможным купить облигации. Доходность снизилась к настоящему времени до 12% годовых и имеет все шансы для дальнейшего снижения.

Противоположный пример — «Мечел». На фоне высокой долговой нагрузки и острой зависимости от публичных рынков и поддержки крупных банков доходность по публичным инструментам в 16–17% годовых не выглядит слишком высокой. Мне не очень понятно, как любая компания может существовать с подобной стоимостью заемных средств. Очевидно, что долго такая ситуация сохраняться не может, а вариантов развития событий существует множество. Мы посмотрим, какие действия сможет предпринять менеджмент, и будем рассматривать возможность покупки только в случае появления внятного сценария развития.

– Какие интересные high yield идеи в евробондах вы бы выделили?

– Я не буду оригинальным, если скажу, что мне нравятся субординированные облигации ряда банков. Хотя должен оговориться, что волна роста последних месяцев сделала данный сектор уже не настолько недооцененным. Ну и вообще — после всеобщего yield hunting прошедшего года действительно интересных высокодоходных идей практически не видно.

– Каковы ваши ожидания по конъюнктуре рынка на ближайший квартал?

– Повышенная волатильность. Хотя я по-прежнему сохраняю осторожный оптимизм.