В интервью Cbonds Review портфельный управляющий Deutsche Asset & Wealth Management Игорь Таран рассуждает о том, что может дать ставка на либерализацию инфраструктуры рынка в сочетании со снижающейся инфляцией и почему сейчас выгодно инвестировать в длинные ОФЗ, имеет смысл присмотреться к бумагам с привязкой к инфляции, но стоит воздержаться от покупки в портфель муниципальных и субфедеральных облигаций.

«Я считаю покупку длинных ОФЗ на данном этапе наиболее привлекательной идеей»

Игорь ТАРАН,
портфельный управляющий,
Deutsche Asset & Wealth Management
ПОКУПАЕТ:

– В чем заключается ваша текущая стратегия управления?

– Она напоминает стратегию Барбелла (англ. barbell strategy). Мы одновременно балансируем в портфеле два вида рисков. С одной стороны, это кредитный риск. Большую часть портфеля составляют облигации с небольшой дюрацией и высокой доходностью. В этой части портфеля мы концентрируем усилия на кредитном анализе и выборе эмитентов с наилучшим профилем риска. С другой стороны, это процентный риск, который мы варьируем в зависимости от текущей ситуации, инвестируя часть портфеля в длинные или короткие ОФЗ. Если сравнить наши стратегии по управлению портфелем в периоды до кризиса и после кризиса 2008 года, то можно отметить существенное смещение задач в сторону управления дюрацией портфеля.

– С чем это связано?

– Со структурным изменением картины рынка облигаций: во-первых, до кризиса крупные эмитенты предпочитали привлекать финансирование на внешних рынках, а рублевый рынок облигаций формировался в основном за счет эмитентов второго и третьего эшелонов. У многих компаний, выходящих на рублевый рынок, не было даже консолидированной отчетности. В этой ситуации от управляющего требовался глубокий кредитный анализ каждого эмитента, и главной задачей было уберечь капитал от потерь в результате возможных дефолтов. Во-вторых, рынок государственных бумаг был неликвидным и не формировал кривую процентных ставок, то есть не создавал ориентира для заимствований на длинные сроки. На практике в сегменте корпоративных облигаций сроки займов (с учетом оферты)

Эмитент/Бумага[1]	Валюта	Купон, %	Оферта	Погашение	Цена последней сделки, % от номинала[2]	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет
ОФЗ 26207	RUB	8.15	нет	2/3/2027	107.55	7.41	8.09
РЖД, 32	RUB	8.95	7/8/2022	6/25/2032	101.28	Инфляция + 200 б.п.	0.31
«РУСАЛ», 07	RUB	8.30	2/27/2014	2/22/2018	96.70	12.54	0.80
«О'КЕЙ», 02	RUB	10.10	12/15/2015	12/12/2017	101.50	9.67	2.18

[1] Эмитенты, указанные в таблице, входят в состав портфелей с облигационными стратегиями Deutsche Asset & Wealth Management на дату раскрытия информации 29.12.12. Источник: www.ufginvest.ru
[2] Цена последней сделки на 27.03.13

не превышали 1–1.5 года. Поэтому процентный риск был в целом небольшим, и управляющий при неблагоприятном движении процентных ставок мог просто дождаться погашения облигаций в портфеле без особого ущерба для его доходности. Ситуация кардинально поменялась после 2008 года. На рублевый рынок пришли крупные эмитенты с низким уровнем кредитного риска, их доля по стоимости в общем объеме облигаций в обращении выросла с 25% до 70%, а с развитием рынка ОФЗ сроки корпоративных займов увеличились до 3–7 лет. Процентный риск начал играть существенную роль в управлении портфелем. На уровень процентных ставок влияет множество факторов, как внутренних, так и внешних. Среди внутренних рисков я бы отметил сохранение последовательности и независимости Центрального банка в проведении политики по таргетированию инфляции и валютного курса, инфляционные и фискальные риски, риски изменений правил игры. Внешние риски за последние несколько лет сильно не изменились — это и продолжающийся долговой кризис в Европе, и фискальные проблемы в США, и политическая напряженность на Ближнем Востоке, риски замедления экономического роста в Китае.

– На какой главной инвестиционной идее вы бы сконцентрировали основное внимание на данном этапе?

– Либерализация инфраструктуры рынка в сочетании со снижающейся инфляцией. С моей точки зрения, история с упрощением доступа иностранных инвесторов на локальный рынок облигаций, берущая начало еще с конца 2011 года, все еще развивается. В феврале этого года Euroclear и Clearstream получили прямой доступ к расчетам ОФЗ, но, несмотря на ожидания многих участников рынка, это событие не привело к появлению существенного объема нового спроса на государственные ценные бумаги. Многие игроки, собравшие значительные объемы ОФЗ в портфелях в ожидании появления волны спроса со стороны нерезидентов, на протяжении последних недель фиксировали прибыль. В результате доходности длинных облигаций выросли на 40–50 б.п. и по наиболее длинным 15-летним ОФЗ приблизились к отметке в 7.50%.

– Сейчас стоит покупать длинные госбумаги?

– Я считаю покупку длинных ОФЗ на данном этапе наиболее привлекательной идеей по двум причинам: во-первых, несмотря на то что доля владения ОФЗ иностранными инвесторами за 2012 год увеличилась более чем в два раза (с $3 млрд до $8 млрд), процент ОФЗ в портфелях крупных фондов все еще остается очень низким, и со временем ожидается рост до сравнимых с долями других стран EM величин, что создаст на них дополнительный спрос (по разным оценкам, $15–25 млрд) уже в ближайший год. Во-вторых, я считаю, что российская экономика входит в новую фазу более медленного экономического роста, которому структурно соответствуют более низкие темпы инфляции. При сохранении действующей политики ЦБ цель по снижению инфляции в течение следующих нескольких лет выглядит достижимой, а значит, ОФЗ сейчас предлагают инвесторам положительную реальную доходность.

– Назовите три ключевых принципа, по которым вы сегодня отбираете бумаги?

– Во-первых, это общая оценка рынка. Мы определяем, какие идеи на рынке сейчас превалируют, и решаем, какая часть портфеля будет инвестирована в соответствии с каждой из этих идей. Также мы определяем наше отношение к процентному и кредитному рискам в каждый момент времени, то есть управляем дюрацией и кредитным качеством портфеля. Во-вторых, это оценка кредитного качества отдельных эмитентов в портфеле. Здесь мы опираемся на различные источники информации, в том числе: отчетность, данные рейтинговых агентств, обзоры аналитиков, наши собственные встречи с компаниями. В целом, это стандартный кредитный анализ плюс наш прогноз изменения ситуации на рынке и внутри компании. В-третьих, это оценка ликвидности отдельных выпусков. Возможность быстро и без заметного ущерба менять позиции играет для нас существенную роль. Например, сейчас мы видим, что основная ликвидность на рынке сосредоточена в выпусках с дюрацией 1–3 года, выпуски с дюрацией 4–5 лет обладают уже заметно более плохой ликвидностью, а в моменты бегства от риска становятся неликвидными вовсе. Поэтому есть облигации, которые могли быть нам интересны с точки зрения кредитного риска эмитента, но мы не включаем их в портфель по причине плохой ликвидности.

– Бумаги из каких секторов вы бы назвали сейчас своими фаворитами?

– Я бы выделил две категории бумаг, которые кажутся мне сейчас наиболее привлекательными. Во-первых, это длинные ОФЗ, о которых я уже говорил. Я ожидаю, что доходности по ним к концу года заметно снизятся. За счет дюрации у ОФЗ есть все шансы в этом году повторить результат прошлого года и стать лучшим по абсолютной доходности финансовым инструментом на рублевом рынке облигаций. Во-вторых, это эмитенты из сегмента high yield с хорошими финансовыми показателями и относительно невысокой долговой нагрузкой. В свете введения новых правил резервирования Центральным банком аппетит банковского сектора к выпускам облигаций таких эмитентов заметно снизился. Мы видим, что хорошие эмитенты из этого сегмента сейчас предлагают высокую доходность при размещении. Сектор, который мы избегаем в своих портфелях сейчас, — это муниципальные и субфедеральные облигации. Продолжается реформа межбюджетных отношений, регионы со временем должны в большей степени полагаться на собственную доходную базу и возможности по привлечению финансирования. При этом объемы межбюджетных трансфертов сокращаются, а расходы по социальным программам растут. Сейчас эта система выглядит несбалансированной, и стоит ожидать каких-нибудь «сюрпризов» при ее дальнейшем обсуждении, что может негативно отразиться на секторе в целом.

– Есть ли в ваших портфелях место экзотическим для российского рынка инструментам?

– Нам нравятся облигации с купоном, привязанным к инфляции. Эмитенты, готовые платить инфляцию, появились на рынке совсем недавно, при этом спрос на такие инструменты потенциально очень высок. В первую очередь это пенсионные фонды, базовой задачей которых является сохранение реальной покупательной силы

накоплений будущих пенсионеров. В силу «экзотичности» доходность таких облигаций сейчас выше сопоставимой (пересчитанной к ожиданиям по инфляции) доходности других выпусков тех же эмитентов с обычным фиксированным купоном. К сожалению, пока рынок этих инструментов представлен всего несколькими эмитентами, причем выпуски некоторых из них, например Северо-Западной концессионной компании или «Главной дороги», так и не стали ликвидными и практически полностью сосредоточены в одних руках. С другой стороны, появление в этом сегменте таких эмитентов, как РЖД и ФСК, позволило уже определить рабочий формат займа, с которым могут выходить на рынок другие эмитенты, и создать базу для относительного сравнения таких выпусков. Надеюсь, что этот сегмент рынка будет развиваться и дальше.

– Есть ли у вас проверенные защитные стратегии на случай шоков на рынке?

– В основном это управление дюрацией. Так как наша текущая стратегия предполагает концентрацию кредитного риска на ближнем конце и процентного риска на дальнем конце кривой процентных ставок, варьируя дюрацию портфеля ОФЗ, мы можем быстро существенно сокращать или увеличивать дюрацию портфеля в целом.

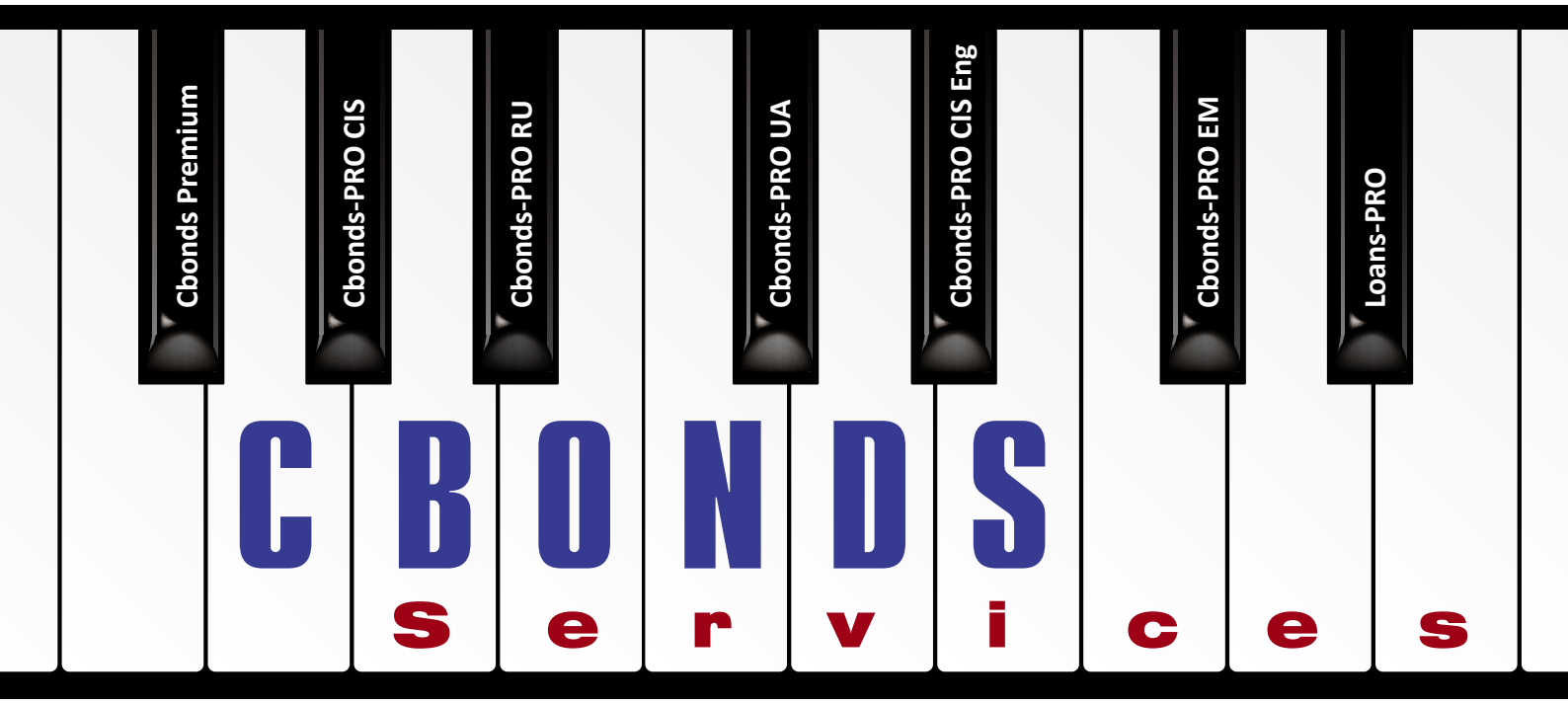
Кроме того, не так давно на рынке появилась возможность заключать фьючерсные контракты на корзину ОФЗ. Я рассчитываю, что вскоре этот инструмент станет отличным дополнением к другим хеджирующим стратегиям в наших портфелях.

– Видите ли вы для себя какие-то интересные спекулятивные идеи в третьем эшелоне?

– Отношение инвесторов к историям такого рода резко поменялось после дефолтов и реструктуризаций 2008–2009 годов. Здесь дело не столько в том, что компания может испытывать временные трудности и оказаться неплатежеспособной, сколько в том, что именно держатели облигаций оказываются самыми незащищенными кредиторами. Судебная практика этих лет показала, что возврат вложений, на который держатели облигаций могут рассчитывать в случае дефолта, целиком зависит от доброй воли эмитента исполнять обязательства перед держателями облигаций. В результате теперь для любого эмитента, чье финансовое состояние неустойчиво, инвесторы могут консервативно ожидать нулевой recovery rate в случае дефолта эмитента. Это делает цену участия в подобных спекулятивных сделках очень высокой. В своих портфелях мы стараемся избегать таких облигаций. Единственным исключением может быть ситуация, когда мы видим явные признаки улучшения платежеспособности компании.

– Каковы ваши ожидания по конъюнктуре рынка на ближайший квартал?

– Я думаю, что мы увидим заметное замедление инфляции. Вероятно, уже к концу квартала Центральный банк может в первый раз в этом году понизить ставку РЕПО. Скорее всего, по времени этот момент совпадет с готовностью более консервативных иностранных инвесторов включиться в игру на рынке ОФЗ, и мы увидим ралли в этом сегменте рынка облигаций. ©



В ГАРМОНИИ С ИНФОРМАЦИЕЙ

Оперативный доступ к необходимой информации по долговому рынку России, Украины, СНГ, Emerging Markets и Европы

Для оформления платного или пробного доступа к сервисам зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на Cbonds.info

на правах рекламы