«Моя стратегия — оборонительно–выжидательная»

В интервью Cbonds Review управляющий активами УК «Ингосстрах–Инвестиции» Антон Костин рассказал о том, как скажется на рынке корпоративных и муниципальных долгов приток свежей ликвидности из-за рубежа, какие имена в первом эшелоне корпоративных облигаций сейчас выглядят наиболее интересно, чем закончатся отдельные истории в high yield-инструментах и при каких условиях стоит присмотреться к «вечным» бондам.

Антон КОСТИН,
управляющий активами,
УК «Ингосстрах–Инвестиции»

ПОКУПАЕТ:

– Многие управляющие говорят о том, что в последнее время на рынке наблюдается четкий тренд — рекордный приток денег в фонды облигаций и уход из акций. Как вы думаете, насколько долгосрочная это тенденция и каковы ее фундаментальные причины?

– На мой взгляд, на российском фондовом рынке происходит два изолированных процесса: наращивание позиций в государственных, субфедеральных и корпоративных облигациях первого эшелона иностранными инвесторами, а также отток средств из рисковых активов, связанный с переориентированием глобальных фондов в сторону рынков капитала развитых стран. Очевидной причиной первого процесса является поэтапная либерализация рынка, в результате которой нерезиденты получат возможность покупать российские долговые инструменты напрямую. При этом если на рынке ОФЗ все ставки уже сделаны, то планируемый на конец 2013 года допуск инвесторов на рынок субфедеральных и корпоративных облигаций подогревает интерес к этим секторам рынка. Приток свежих денег приведет к увеличению ликвидности, повысив привлекательность данных долговых инструментов для активной торговли. Одновременно с этим спред корпоративных бумаг первого эшелона к суверенной кривой, скорее всего, вернется к значениям первой половины 2012 года — 100 б.п.

Что касается рынка акций, согласно данным EPFR, отток средств из фондов,

Эмитент/бумага	Валюта	Купон, %	Оферта	Погашение	Цена последней сделки, % от номинала[1]	Доходность к оферте/ погашению, %	Дюрация, лет	Примечание
«РУСАЛ», 07	RUB	8.30	03.03.2014	22.02.2018	96.65	13.42	0.74	Наличие у компании ликвидных активов минимизирует риск неисполнения краткосрочных обязательств
РЖД, 28	RUB	8.20	03.04.2020	21.03.2028	101.65	8.04	5.33	Широкий спред к ОФЗ
ФСК, 24	RB	8.00	24.01.2020	07.01.2028	99.60	8.24	5.15	Широкий спред к ОФЗ
«Теле2», 01	RUB	8.40	22.06.2016	11.06.2021	100.45	8.40	2.67	Повышение кредитного рейтинга в связи с покупкой компании ВТБ
Russian Standard Finance, 18	USD	10.75		10.04.2018	108.88	8.48	3.86	Недооценен по отношению к кривой старших выпусков

[1] Цена последней сделки на 24.05.2013

инвестирующих в российские рисковые активы, с начала 2013 года по 26 апреля составил $1.4 млрд (8.8% от активов в управлении), при этом апрель стал худшим месяцем за период с августа по сентябрь 2011 года. Индекс ММВБ за этот период продемонстрировал максимальное снижение среди стран BRICS. Очевидно, что для смены негативного тренда на рынке акций необходимо, чтобы существенная часть изъятых средств вернулась в Россию. Статистика, опубликованная в мае (зафиксирован приток в $476 млн), подтверждает интерес к российскому рынку на текущих уровнях, однако о переломе тренда пока речи не идет. В этом смысле данные EPFR в ближайшие два месяца будут определяющими.

– Какова ваша инвестиционная стратегия на данном этапе?

– Ее можно охарактеризовать как оборонительно-выжидательную. На текущий момент 80% портфеля составляют облигационные выпуски «крепких» эмитентов второго эшелона с дюрацией 1–2 года. Композитная доходность этой части портфеля превышает доходность индекса корпоративных облигаций MICEX CBI 3Y. Оставшиеся 20% используются для активного управления, а именно для увеличения агрегированной дюрации портфеля в случае улучшения рыночной конъюнктуры, а также для участия в интересных историях на долговом рынке. В остальное время этот сегмент портфеля представлен высоколиквидными облигациями с дюрацией 2–3 года.

– Какие риски вы, как управляющий облигационным портфелем, прежде всего учитываете на данном этапе?

– В связи с ожидаемым окончанием программ количественного смягчения по всему миру ключевым на текущий момент является риск повышения базовых процентных ставок. Степень реакции рынков будет зависеть от того, насколько аккуратно будет проведено сворачивание объемов выкупа долговых инструментов, однако полностью избежать негативного влияния вряд ли получится. В этих условиях удержание существенной доли портфеля в инструментах, расположенных на дальнем участке кривой доходности, представляется достаточно опасным. В то же время, вне зависимости от текущего состояния рынка и ожиданий его участников, при инвестировании в облигации второго эшелона повышенное внимание стоит уделять оценке кредитного риска. Обязательным является детальный анализ каждого эмитента и моделирование его кредитных метрик на среднесрочную перспективу. В общем случае, наряду с упомянутыми выше видами риска, немаловажным является риск ликвидности. Однако, на мой взгляд, при определении допустимого уровня ликвидности портфеля в целом ключевую роль играет горизонт инвестирования. Если речь идет о так называемых длинных деньгах, например о пенсионных резервах НПФ или о пенсионных накоплениях, размещение этих средств в низколиквидные инструменты, торгующиеся с существенной премией к более ликвидным выпускам с аналогичными параметрами, в ряде случаев является экономически оправданным.

– Есть ли сейчас на рынке какие-то интересные идеи для роста и получения интересной доходности?

– В секторе ликвидных долговых инструментов наиболее интересными мне представляются рублевые облигации корпоративных эмитентов первого эшелона. В результате существенного смещения вниз кривой доходности ОФЗ, имевшего место во второй половине 2012 года, спред корпоративных выпусков высоконадежных заемщиков переместился в район максимальных значений за последние три года: 160–180 б.п. Особенно явно эта диспропорция ощущается на дальнем участке кривой в таких бумагах, как облигации ФСК ЕЭС и РЖД с погашением в 2020 году. Кроме того, к концу 2013 года в связи с либерализацией этого сегмента рынка ожидается мощный приток ликвидности от западных институциональных инвесторов. Таким образом, наряду с общерыночными факторами, такими как сокращение инфляции и ожидаемое снижение базовых ставок ЦБ РФ, отдельные облигации эмитентов первого эшелона обладают дополнительным потенциалом снижения доходности.

Что касается high yield-инструментов, я бы выделил облигации «РУСАЛ, 7» с офертой в марте 2014 года. Если рассматривать структуру долга компании в годовом разрезе, пик погашений (более 60% суммарного долга) приходится на более поздний период, а именно на 2016 год. Находящийся на балансе пакет акций ГМК «Норильский никель» при необходимости может быть заложен или продан для

НА ТЕКУЩИЙ МОМЕНТ 80% НАШЕГО ПОРТФЕЛЯ СОСТАВЛЯЮТ ОБЛИГАЦИОННЫЕ ВЫПУСКИ «КРЕПКИХ» ЭМИТЕНТОВ ВТОРОГО ЭШЕЛОНА С ДЮРАЦИЕЙ 1–2 ГОДА

обеспечения текущей ликвидности, а короткая дюрация данного выпуска исключает риск снижения цен в случае ухудшения конъюнктуры рынка.

— Ваши топ-3 критериев отбора бумаг в портфель в текущих условиях.

— В зависимости от целей приобретения, определяющим является один из видов риска, каждый из которых предполагает определенный набор критериев. Если инвестиция связана с выпадением бумаги из кривой доходности эмитента, а также с временным размещением денежных средств с целью получения текущей доходности, в качестве основного риска выступает риск ликвидности. Низкая ликвидность может свести к минимуму прибыль, полученную за счет сужения спреда недооцененного облигационного выпуска, в связи с эффектом проскальзывания цен. В случае приобретения облигаций второго или третьего эшелона с высоким уровнем доходности к погашению/оферте определяющим риском является кредитный. Необходим всесторонний анализ кредитоспособности эмитента, предполагающий моделирование динамики основных финансовых показателей компании на период до погашения или оферты конкретного выпуска. Отдельно можно выделить идеи, связанные с приобретением долговых инструментов эмитентов, ставших объектом слияния или поглощения со стороны компаний, имеющих более высокий кредитный рейтинг. В этом случае необходима юридическая экспертиза деталей сделки и выявление возможных нерыночных рисков для держателей облигаций.

— Какие секторы, на ваш взгляд, сейчас имеют наивысший инвестиционный потенциал, а какие, наоборот, «перегреты»?

— Явного «перегрева» рынка я не вижу. Да, кривая доходности ОФЗ с осени 2012 года существенно сместилась вниз, но на это есть объективные причины. Скорее я бы сказал, что сектор ОФЗ сейчас находится в равновесном состоянии и сильнее, чем раньше, подвержен влиянию внешних факторов в связи с высоким удельным весом нерезидентов в данном сегменте рынка. Ужесточение требований к нормативам банков, благодаря которому субфедеральные и муниципальные облигации получили дополнительное преимущество перед корпоративными выпусками, также в большей степени уже отыграно рынком. В то же время корпоративные облигации, на мой взгляд, все еще имеют существенный потенциал снижения доходности в связи с факторами, описанными выше.

— Используете ли вы в своих стратегиях помимо классических бондов альтернативные инструменты?

— Ценные бумаги, выплаты по которым привязаны к процентным ставкам или инфляции, интересны в периоды среднесрочного роста этих показателей. В настоящее время консенсус участников рынка прогнозирует снижение ставок и ИПЦ, что сильно снижает привлекательность так называемых флоатеров. Среди обеспеченных ценных бумаг мне нравятся ипотечные облигации коммерческих банков. При наличии премии к классическим выпускам в размере 50 б.п. и выше данные облигации представляются интересным объектом для инвестирования. Вечные облигации являются идеальным инструментом для спекуляций на ожиданиях изменения процентных ставок на рынке. Однако на российском рынке предложение подобных инструментов крайне ограничено, так как по понятным причинам разместить их может позволить себе не каждый эмитент. Потенциал таких облигаций, как вечные долги ВТБ и Газпромбанка, за последнее время сильно сократился в связи с существенным ростом цен. Однако в случае коррекции эти выпуски представляют интерес для инвесторов, делающих ставку на среднесрочный рост рынка.

НАИБОЛЕЕ ЯРКОЙ ИСТОРИЕЙ СРЕДИ ПРОБЛЕМНЫХ ДОЛГОВ, НА МОЙ ВЗГЛЯД, ЯВЛЯЕТСЯ СИТУАЦИЯ С ОБЛИГАЦИЯМИ «МЕЧЕЛА»

— Видите ли вы для себя какие-то интересные спекулятивные Distressed-идеи?

— Наиболее яркой историей среди проблемных долгов, на мой взгляд, является ситуация с облигациями «Мечела». После подтверждения банком ВТБ готовности предоставить кредит, покрывающий потребности компании в ликвидности до конца 2013 года, доходности облигационных выпусков с погашением/офертой в этом году резко снизились. Вместе с тем облигации 15-го, 16-го выпусков, по которым предусмотрена оферта в феврале 2014 года, продолжают торговаться с доходностью 15–16%. Очевидно, что в связи с огромной долговой нагрузкой судьба «Мечела» находится в руках его кредиторов, которые в настоящее время не заинтересованы в банкротстве компании. Однако в случае ухудшения конъюнктуры часть держателей долга может отказаться от дальнейшего финансирования компании, в связи с чем риск реструктуризации длинных облигаций существенно возрастет.

— Какие ожидания у вас от рынка на ближайший квартал?

— Скорее всего, основные объемы торгов в ближайшие три месяца будут сконцентрированы в секторе государственных ценных бумаг. Коррекция на длинном конце кривой доходности, начавшаяся в середине мая, вероятно, будет иметь краткосрочный характер. Если предложения президента по снижению роста тарифов естественных монополий будут приняты, уже в следующем году инфляция в России существенно сократится, следствием чего станет еще одна волна снижения доходностей на долговом рынке. Таким образом, текущее коррекционное движение имеет смысл использовать для увеличения дюрации портфеля через покупку ликвидных ОФЗ 26207 и 26212, а также для увеличения длинных позиций в корпоративных выпусках первого эшелона в расчете на повышение емкости этого сегмента рынка с приходом иностранных инвесторов.

Куда бы вы ни плыли.

Главное – контролировать ситуацию.

реклама

Жизнь полна взлетов и падений.
Мы поддержим вас.

Добро пожаловать в
ЮниКредит Банк