«Наиболее интересные возможности сейчас в облигациях второго–третьего эшелона»

В интервью Cbonds Review главный управляющий активами УК «АТОН-менеджмент» Евгений Смирнов рассказывает о том, какие факторы продолжат способствовать росту ОФЗ, на какой дополнительный приток средств может рассчитывать рынок корпоративных бумаг в связи с приходом иностранных инвесторов, по какому принципу он как управляющий проводит селекцию эмитентов в третьем эшелоне и почему избегает участия в distressed-историях.

Евгений СМИРНОВ,
главный управляющий активами,
УК «АТОН–менеджмент»

ПОКУПАЕТ:

— Как бы вы описали свою инвестиционную стратегию на данном этапе?

— Сейчас основной мой интерес сосредоточен в бумагах второго и третьего эшелона. Мы очень тщательно проводим экспертизу эмитентов при включении их в портфель. Кроме того, активно работаем с дюрацией портфеля, регулируем его длину в зависимости от наших ожиданий.

— А где, по-вашему, сосредоточены основные риски?

— Основной риск — это растущая доходность UST, которая ведет к распродажам российских евробондов. В локальных бумагах нервозности добавляет текущая слабость рубля к доллару и к бивалютной корзине.

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

— Сейчас, после хорошей коррекции в рублевых облигациях, появилось много любопытных инвестиционных идей в евробондах. Но наиболее интересные возможности сейчас, на мой взгляд, предлагают рублевые облигации во втором-третьем эшелоне средней и длинной дюрации с хорошим купоном. Много интересных идей появляется и при выходе на рынок новых эмитентов, так как в ходе дебютного размещения можно ожидать дополнительной премии от организаторов.

— Как вы считаете, продолжится ли ралли на ОФЗ?

Эмитент/бумага	Валюта	Купон, %	Оферта	Погашение	Цена последней сделки, % от номинала[1]	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет
«Промсвязь», 13	руб.	12.25		01.02.2018	103.6	11.53	3.15
«ОТКРЫТИЕ»,05	руб.	12		08.05.2018	100	12.55	3.3
«Восточный экспресс», 2	руб.	13.6		09.08.2018	102.26	13.39	3.26
ДВМП, БО–02	руб.	10.25	Call 102 02.12.2014	31.05.2016	100.7	10.21	2.35
МФК, 1	руб.	11	25.04.2014	26.04.2016	100.15	11.06	0.73

[1] Цена последней сделки на 26.06.2013

— После либерализации сегмент ОФЗ стал более волатильным из-за роста доли иностранных игроков. Возросшая волатильность означает возросшую неопределенность. Во многом ситуация будет зависеть от курса рубля к бивалютной корзине и от ожиданий по инфляции. По моим ожиданиям, курс рубля будет укрепляться в долгосрочной перспективе, но время от времени могут быть краткосрочные периоды слабости рубля. Что касается инфляции, можно ожидать ее снижения в среднесрочной перспективе. Замедляющаяся экономика и привязка тарифов естественных монополий к уровню инфляции будут этому способствовать. Соответственно, можно ожидать роста в ОФЗ, но это движение будет волатильным.

— Как повлияет на рынок тот факт, что в первом квартале 2014 года корпоративные бумаги станут euroclearable?

— Можно ожидать роста волатильности в корпоративном сегменте с увеличением доли зарубежных инвесторов. Кроме того, возможно снижение доходности в корпоративном сегменте по мере роста доли нерезидентов. Сейчас доля зарубежных инвесторов в корпоративных облигациях составляет 3—5% и может вырасти до 10—15%, это даст приток $15—20 млрд в ближайшие три года.

— Какими критериями вы прежде всего руководствуетесь, отбирая бумаги в портфель в текущих условиях?

— Прежде всего это структура акционерного капитала эмитента. Необходимо понимать конечных бенефициаров и их репутацию. Второе — это баланс компании, уровень долговой нагрузки, перспективы EBITDA и FCF компании. И наконец, третий фактор — дюрация, объем выпуска, потенциальный интерес инвесторов к эмитенту.

— Есть ли секторы, в которых вы сейчас видите наибольший потенциал?

— После прошедшей коррекции перегретых секторов, наверное, не осталось. Для меня наиболее интересны эмитенты второго-третьего эшелона. Но в текущей ситуации можно использовать данную коррекцию для покупки длинных бумаг первого эшелона и ОФЗ, там может быть приличный отскок, учитывая текущую волатильность этого сегмента.

— Какова структура вашего портфеля по типу инструментов: есть ли в нем какие-то альтернативные инструменты, помимо классических бондов?

— Основная масса портфеля — это обычные облигации. Мы внимательно смотрим за сектором MBS, ABS. Сейчас прорабатываем вопрос о включении в портфели клиентов с рублевыми пассивами евробондов с продажей NDF (или фьючерса), что позволит получить более высокую рублевую доходность по сравнению с обычными локальными бумагами. Флоатеры, как правило, не используем, поскольку это больше относится к пассивным стратегиям управления.

— Как вы относитесь к длинным инструментам с точки зрения институционального инвестора? Как обеспечить рыночный спрос на длинные бумаги?

— Длинные облигации интересны, но в основном в сегменте high yield. К сожалению, сейчас большинство выпусков в данном сегменте имеют небольшую дюрацию. Основной источник длинных денег в России — это пенсионные фонды. Сейчас идет процесс обсуждения реформы пенсионной системы, в результате которого мы можем увидеть снижение накопительного компонента с 6% до 2% у «молчунов», это негативный момент для облигационного рынка. Частично негативный эффект будет уменьшен по причине ускорившегося в этом году процесса перевода средств из ПФР в НПФ и УК.

— Почему в России проходит так мало размещений иностранных эмитентов? Вам как инвестору потенциально интересны такие бумаги?

— Может быть, мой ответ будет звучать немного неожиданно, но мне как инвестору не очень интересны иностранные эмитенты. Иногда инвесторы любят необычные и даже экзотические инвестиции, но, на мой взгляд, более правильно концентрировать свое внимание на ту область рынка, где ты обладаешь максимальной экспертизой, а именно на российский рынок. Тем более что уровень процентных ставок в России довольно высокий в сравнении с аналогичными рынками. Рынок в России обладает приличной емкостью, есть большое количество эмитентов и есть много компаний, которые планируют выход на этот рынок, поэтому пока я не вижу большой необходимости инвестировать в иностранных эмитентов. Хотя всегда могут быть исключения.

— Вы следите за distressed-идеями и отдельными историями в третьем эшелоне?

— Третий эшелон мне интересен, но там проводится серьезная селекция, прежде всего на уровне акционерного капитала, баланса компании, ее долговой нагрузки. Что касается спекулятивных идей, то я за ними практически не слежу, так как в среднем наша позиция держится дольше, от 4 месяцев до года. При текущем рынке этот срок позволяет бумаге максимально реализовать свой потенциал — возможно, попасть в список А1, в Ломбардный список ЦБ, на нее могут открыть лимиты максимальное количество участников, в том числе по причине снижения дюрации бумаги (у некоторых инвесторов есть ограничения по дюрации в портфеле).

Distressed-историями я, как правило, не занимаюсь, поскольку зачастую в таких историях может пострадать репутация компании или ее акционеров, что в конечном счете рискует привести эмитента к дефолту.

— Какие интересные высокодоходные идеи в евробондах вы бы выделили?

— В данном сегменте можно выделить несколько интересных бумаг: выпуск субординированных евробондов Промсвязьбанка с погашением в ноябре 2019 года и купоном 10.2%, субординированные еврооблигации НОМОС-БАНКА с купоном 10% и погашением в декабре 2019 года, а также вечные еврооблигации ВТБ (купон — 9.5%).

— Каковы ваши ожидания по конъюнктуре рынка на ближайший квартал?

— При текущем уровне волатильности сложно делать краткосрочные прогнозы. На более длинном горизонте взгляд на рынок рублевых облигаций положительный. Это прежде всего связано с ожиданием снижения инфляции и положительным взглядом на перспективы рубля на длинном временном интервале.