«Многие инвесторы незаслуженно игнорируют ипотечные бумаги»

В интервью Cbonds Review управляющий активами УК «КапиталЪ» Ренат Малин рассуждает о том, что поддерживает российскую валюту и рынок долга в условиях сильных внешних шоков, почему ипотечные бумаги и субординированные выпуски банков выглядят гораздо привлекательнее классических бондов банков, ориентированных на сектор потребительского кредитования, и есть ли проблемы с качеством портфелей у российских управляющих компаний.

Ренат МАЛИН,
управляющий активами,
УК «КапиталЪ»

ПОКУПАЕТ:

— Какова ваша инвестиционная философия на данном этапе?

— У российских управляющих компаний (которые управляют преимущественно пенсионными деньгами) обычно сложное целеполагание — инфляция, бюджет, конкуренция... Связано это, на мой взгляд, с тем, что рынок и законодательство в этой области пока не отрегулированы — много неопределенностей (таких, как будущее накопительной системы, например). Тем не менее наша основная задача — обеспечить качество инвестиционного продукта, предложенного клиенту. Он выбирает из наших инвестиционных предложений продукт с определенными характеристиками (риск/доходность), при этом исходит из нашей стратегии инвестирования на определенный период.

Что касается стратегии управления — процесс восстановления развитых экономик и связанный с этим рост инфляционных рисков находят свое продолжение в нормализации доходности базисной кривой (UST) и постепенном сворачивании беспрецедентных мер количественного смягчения, принятых американским регулятором. Это продолжает оказывать негативное влияние на счета текущих операций развивающихся стран, а также на уровень доходности на рынках капитала. Мы пока ограничиваем рыночный риск, в частности, не торопимся наращивать позиции в долгосрочных ОФЗ — текущая волатильность, с нашей точки зрения, является избыточной для клиентов, большая часть которых представлена пенсионными фондами.

— Какие внешние и внутренние риски вы в первую очередь учитываете в текущих условиях, управляя облигационным портфелем?

Эмитент/ бумага	Валюта	Купон, %	Погашение/ оферта	Цена последней сделки	YTM, %	Дюрация (лет)	Примечание
«Ипотечный агент Абсолют 1», А	RUR	9.20	12.11.2040	100.40	9.48	–	Привлекательная доходность при высоком международном рейтинге (Baa3)
«Ипотечный агент НОМОС», А	RUR	8.75	07.11.2045	100.10	9.02	–	Привлекательная доходность при высоком международном рейтинге (Baa3)
ИА «Ипотечный агент ХМБ–1», А, Б	RUR	9.20	25.08.2045	100.00	9.52	–	Привлекательная доходность при высоком международном рейтинге (Baa3), выпуск пока не вышел на вторичный рынок
МКБ, 11, 12	RUR	12.25	22.08.2018	103.00	12.00	3.65	Интересная премия за риск
«Восточный экспресс», 2	RUR	13.60	09.08.2018	102.85	13.25	3.75	Интересная премия за риск

[1] Цена последней сделки на 23.08.2013

— Продолжая тему рыночных (процентных) рисков, еще раз отмечу, что, с нашей точки зрения, они превалируют на данном этапе. В основном это связано с тенденциями на рынках капитала: при этом риски внутренние неразрывно связаны с внешними, вследствие невысокой диверсификации экономики и все большей интеграции нашего рынка в мировой. Сюда можно отнести риски, связанные с товарными рынками на фоне планов сворачивания QE, и продолжающийся отток капитала с развивающихся рынков. В этой связи немаловажно то, останется ли Банк России верен себе в проводимой политике «относительно плавающего курса» в случае усиления давления на рубль со стороны текущего счета. Ситуация усложняется также сохраняющимися инфляционными рисками, которые несет в себе ослабление российской валюты.

— Как вписывается российский рынок в парадигму «Мир после QE». Насколько высока корреляция с внешними рынками? Каковы факторы поддержки российского рынка в случае продолжения массированного оттока денег с рынков emerging markets?

— Я бы не использовал такого рода фразеологизм: все же задачи по стимулированию экономического роста, которые планировалось решить с помощью мер количественного смягчения, выполняются. Восстановление доверия американского потребителя, получившего вполне определенную поддержку, постепенно приводит к восстановлению рынка труда и экономики США в целом, к улучшению ситуации в Европе, где главным бенефициаром является Германия. Этот рост, логично предположить, должен с определенным лагом отразиться и на экономиках развивающихся стран — корреляция экономик, безусловно, сохраняется.

Другое дело — влияние на товарные рынки. Пока растущая вероятность сворачивания мер не нашла отражение на рынке нефти, достаточно много геополитических факторов. И это, пожалуй, на данный момент один из основных факторов поддержки российской валюты, ослабление которой происходит медленнее, чем других развивающихся валют с менее сильными показателями бюджета и текущего счета.

— Насколько интересный рынок сейчас для вас как управляющего: какие возможности он дает? Есть ли на нем, с вашей точки зрения, интересные идеи для получения доходности?

— В этом году мы стараемся найти идеи скорее на границе второго и третьего эшелонов. Однако наиболее интересные идеи лежат даже в области инфраструктуры рынка. Это, например, снижение доходности по ряду облигаций high-grade эмитентов, а также облигаций субъектов Федерации в связи с принятием ЦБ РФ в начале года постановления об изменении расчета рыночного риска для банков. Или же выпуски субординированных рублевых облигаций банков, выпущенные до 1 марта этого года (до вступления в силу новых правил), которые являются, с нашей точки зрения, до сих пор интересным объектом для вложения. К тому же нам нравятся ипотечные облигации — класс активов, который многие инвесторы незаслуженно игнорируют по тем или иным причинам. Это интересное сочетание низкого кредитного риска, высокого рейтинга и относительно невысокой расчетной дюрации (исходя из CPR — российские заемщики все еще стараются гасить ипотечные кредиты досрочно). К тому же рыночная оценка объектов недвижимости (залога) в большей части случаев очень консервативная и покрывает стоимость кредитов зачастую более чем в два раза (loan to value — 40–60%).

— Как вы оцениваете уровень концентрации рисков на российском рынке коллективных инвестиций и качество российских портфелей с точки зрения риска внезапного обвала?

— За последние несколько лет, прошедших после кризиса 2008 года, качество риск-менеджмента в российских управляющих компаниях, на наш взгляд, значительно выросло. Более того, у крупных институциональных инвесторов появились даже собственные структуры по оценке рисков. Благодаря этому и качество долгового рынка, и диверсификация портфелей заметно улучшились.

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

— После финансового состояния эмитента, его способности генерировать денежный поток для исполнения своих обязательств (что в целом определяет наличие лимита) для нас важна ликвидность бумаги — скорее даже потенциальная ликвидность. Безусловно, это не просто объем торгов, но набор параметров, которые важны или будут важны для максимально широкого круга инвесторов. Например, все большее значение на рынке приобретают рейтинги международных агентств (в том числе из-за роста объемов средств институциональных инвесторов), а также присутствие бумаги в определенном котировальном списке. Важно учитывать отраслевую принадлежность эмитента, его место в отрасли — это позволяет лучше понимать перспективы финансового состояния компании.

— Расскажите подробнее про структуру вашего портфеля.

— В данный момент акцент смещен в сторону кредитного риска, дюрация ограничена. Большую часть портфеля составляют корпоративные эмитенты второго-третьего эшелона, ипотечные бумаги, облигации субъектов Федерации и рублевые субординированные бумаги банков.

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

— С нашей точки зрения, премия, предлагаемая большинством банков по своим облигациям относительно корпоративных заемщиков, в последнее время недостаточно компенсирует их риск. Это является следствием так называемой охоты за доходностью, которая наблюдается последние несколько месяцев. Особенно это заметно на примере ряда классических облигаций потребительских банков. В этом отношении гораздо интереснее, повторюсь, смотрятся ипотечные бумаги и субординированные выпуски.

— Готовы ли вы для себя рассматривать какие-то интересные спекулятивные идеи в третьем эшелоне?

— Стандартный риск-менеджмент в части пенсионных средств не допускает наличие в портфелях клиентов так называемых distressed-бумаг, а понятие третьего эшелона весьма относительно в данном контексте. Тем не менее ряд облигаций эмитентов, которые традиционно относят к третьему эшелону,

имеющих приемлемые кредитные риски, представляют, на наш взгляд, интерес для инвесторов. Среди них, например, выпуски эмитентов: «Микоян», БО-01 (Микояновский мясокомбинат), ГИДРОМАШС, 2, 3 («Гидромашсервис»), «Европлан».

— Какие интересные тренды на рынке евробондов вы бы выделили?

— Тенденции на рынке еврооблигаций аналогичны тем, что указывались ранее, — рост наклона кривой приводит к волатильности и снижению котировок по бумагам на длинном конце. На этом рынке наши действия аналогичны: мы пока не торопимся наращивать позиции в длинных бумагах — портфель в основном сосредоточен в короткой части кривой. Наиболее интересными нам кажутся короткие банковские выпуски — в данном случае премия зачастую оправдана: AKBHC-15, RUSB-17, а также выпуск AZRAIL-16 (интересная доходность при высоком рейтинге) — однако ликвидность данного выпуска невысока.

— Каковы ваши ожидания по конъюнктуре рынка на осень?

— Основной интригой остается вопрос объемов сокращения программы QE. В свете этого — дальнейшие действия ЦБ РФ (прогнозировать снижение основных ставок до конца года пока достаточно сложно, учитывая инфляционные риски).

Стоит ожидать определенный pickup инфляции в РФ, связанный с ростом стоимости импорта (сезонный рестокинг импортеров), это может не позволить доходности долгосрочных ОФЗ снизиться с текущих уровней в 8% (высокая волатильность на длинном конце кривой сохранится).

МНЕНИЕ

ТГК-2: THIS TIME IS DIFFERENT, ИЛИ CAVEAT EMPTOR

Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ,
CFA, управляющий активами,
УК «ОТКРЫТИЕ»

Обсуждали с коллегой недавно презентацию одной дружественной компании, написанную в приторно-восторженном стиле. Продукт типовой, с немалой долей вмененных рисков, очевидных как автору презентации, так и участникам диалога. Я честно признался, что от подобной бравады за последние годы подташнивает: «Опять загоняют клиентов в болото, из которого никакой Сусанин не выведет».

Коллега меня внимательно выслушал и изрек: «Caveat emptor», — попутно козырнув своим неплохим гуманитарным образованием. Если лень лезть в Википедию, приведу перевод, он простой: «Сам виноват» — или более литературно: «Покупатель да будет осторожен».

Действительно. Никто не тянет человека за руку покупать структурник, пай, ноту, барьерный опцион. Читайте договоры, господа, если не понятно — задавайте вопросы…

Жестко, зато справедливо.

Я вспомнил эту историю применительно к ТГК-2.

Лето ознаменовалось столь долго не посещавшими нас дефолтами и реструктуризациями. За историей с «Промтракторомъ» я не следил, каюсь, а вот ТГК-2 у меня в Квике на отдельной закладке. Сухие факты прекрасны: конфликт акционеров, убыток — 2.6 млрд руб. по МСФО в 2011 году, притом что РСБУ показывает «прибыль», основные кредиторы — не жалующие рядового инвестора госбанки, и полное безразличие к инвесторам…

Имея все эти данные на руках, можно ли было в здравом уме и твердой памяти покупать эти бумаги под 13% годовых в мае 2012 года? Тут бы пригодилась пословица моего коллеги, ведь вся информация доступна. Но ответ рынка был такой: «Конечно можно!!!» Дефолтов-то не было уже пару лет. Ликвидности море, зальют, перекредитуются у «зеленых» или «синих». This time is different, в общем.

Хорошо. Представим себе, что, имея те же данные, мы вдруг увидели, что такой бонд ушел на 85% от номинала. Отличная возможность для high yield фондов, которых у нас уже немало развелось. 30% доходности — это круто! Можно в рейтинги попасть, а за это, наверное, отдельный бонус. Поэтому давайте возьмем на 3% от портфеля. Или лучше на 7%!!! (данные Cbonds по реальным фондам). Если 30% годовых на год, да на 7% от портфеля — одна такая бумага даст больше 2% к перформансу…

Time-то different, и дефолтов уже давно не было…

Ну и вот. Caveat emptor. Что и требовалось доказать.

Обычно журналисты не любят идеи Талеба — им всегда хочется чего-нибудь жареного, вместо того чтобы слушать нудные рассуждения про изменчивость рынков и невозможность предсказаний. Однако одну мысль все-таки хочется здесь в качестве постскриптума привести. Невозможно написать справочник «Как сделать прибыльный фонд в любых условиях», однако абсолютно точно можно указать способ действий, который приведет к «взрыву» или, по крайней мере, к жесткой просадке. Сделать High Yield Fund в российских условиях практически невозможно, ведь отсутствует главное условие — необходимая диверсификация. Зарубежные HY ETF не включают бондов ни одного эмитента более чем на 1%. А то и еще меньше. Забивать портфель эмитентами уровня ТГК-2, «Кузбассэнерго» и РМК по 4–7% от СЧА — это прямой путь к вершинам рейтингов и последующему низвержению оттуда. И он, этот путь, безошибочен. А от управляющего требуется всего-навсего с него сойти.

Потому что this time is also not different. Или, как сказал царь Соломон: «Что было, то и будет; и что делалось, то и будет делаться, и нет ничего нового под солнцем». Этим и закончим. Удачной реструктуризации!