«Возможностей для спекулятивных идей на внутреннем рублевом рынке долга достаточно»

В интервью Cbonds Review старший аналитик ИГ «Норд-Капитал» Максим Зайцев объясняет, почему лучшие времена для рынка бондов прошли, рассуждает о том, где больше возможностей — на внутреннем рынке облигаций или в евробондах, почему стоит обратить внимание на еврооблигации ТКС Банка и банка «Русский Стандарт», но стоит осторожно оценивать любые высокодоходные долларовые бумаги.

Максим ЗАЙЦЕВ,
старший аналитик,
ИГ «Норд–Капитал»

ПОКУПАЕТ:

– Какой инвестиционной стратегии вы придерживаетесь на данном этапе?

– Если год назад еще можно было играть в дюрацию, наращивая позиции по длинным бумагам, то сейчас уже очевидно, что лучшие времена для рынка бондов прошли. В течение года мы достаточно скептически относились к рублевым инструментам, предпочитая держаться коротких корпоративных выпусков. Не будем забывать, что Россия пока далека от развитых рынков, поэтому замедление национальной экономики является достаточно весомым фактором для инвесторов при пересмотре рисков рублевого долга. И предпринимаемые Центробанком меры вряд ли смогут изменить эту ситуацию, пока мы не увидим возобновление интереса к развивающимся рынкам в целом. Тем не менее возможностей для спекулятивных идей на внутреннем рублевом рынке долга достаточно. В основном они появляются непосредственно на аукционах. Зачастую появляется перспектива продать что-то с премией на вторичном рынке, купив при размещении, чем мы активно и занимаемся. В любом случае мы пока не закладываемся на снижение процентных ставок на рынке, а зарабатываем преимущественно на кредитном риске: при этом очень редко держим бумаги до погашения и в основном продаем их, когда оправдываются наши ожидания по сужению их кредитной премии к ОФЗ.

Эмитент/бумага	Валюта	Купон, %	Оферта	Погашение	Цена последней сделки[1], % от номинала	Доходность к оферте/погашению, %	Дюрация, лет
ТКС Банк, БО–06	RUR	10.5	–	14.07.2015	100.59	10.37	1.5018
МКБ, БО–03	RUR	9.4	–	27.07.2015	100.968	8.9132	1.3383
Связной Банк, 1	RUR	12	–	06.08.2015	101.47	11.3944	1.5273
Межтопэнергобанк, 1	RUR	11.5	30.08.2014	31.08.2016	100.07	11.7184	0.8068
УБРиР, БО–08	RUR	10.75	24.09.2014	19.09.2016	100.109	10.9075	0.8646

[1] Цена последней сделки на 25.09.2013

– Как, по вашему мнению, сейчас выглядят евробонды по сравнению с рублевыми бумагами?

– Здесь мы проявляли осторожность с начала года, начав сокращать дюрацию в конце 2012 года. Кроме того, в начале последнего квартала прошлого года мы также предупреждали наших клиентов о том, что евробонды сохраняют интересный потенциал для роста, но, вероятнее всего, до конца 2012 года, а в начале 2013 года подтвердили нашу рекомендацию увеличивать в портфеле долю коротких выпусков. Прошлый год был уникален в части возможности заработать на процентном риске в долларовых евробондах. Как мы знаем, ФРС проводила в течение 2012 года операцию Twist, что позволяло удерживать рост процентных ставок на рынке без дополнительных вливаний денежной ликвидности. Отсутствие инфляционных рисков выгодно отличало данную меру от программ количественного смягчения, при которых US Treasuries зачастую, наоборот, начинают корректироваться на ожиданиях роста инфляции. В условиях, когда мы видим улучшающиеся макроэкономические показатели вСША, достаточно сложно рассчитывать на существенный рост казначейских облигаций при их текущих доходностях. Малейший повод, и инвесторы будут уходить в более рискованные активы. Тем не менее какой бы ни был тренд, всегда бывают ситуации, когда на рынке возникают привлекательные премии за риск, в том числе и рыночный. Так, 23 августа мы дали рекомендацию для наших клиентов покупать длинные US Treasuries, а также выпустили структурированный продукт с защитой капитала на рост казначейских облигаций США. Предпосылки для снижения доходностей были следующие: распродажа Treasuries в последние несколько месяцев была в основном наожиданиях сворачивания QE, а мы на тот момент придерживались мнения, что если ФРС и начнет сворачивание программы количественного смягчения, то с ипотечных ценных бумаг. Кроме того, на тот момент сложилась достаточно привлекательная премия к инфляции в размере более 80 б.п., тогда как в среднем за последние два года она была отрицательной и составляла 29 б.п. Тем не менее, на наш взгляд, говорить о кардинальной смене тренда пока не приходится и доходность в 2.3–2.6% по 10-леткам может быть основанием для того, чтобы фиксировать прибыль. В свою очередь, мы предпочли не делать каких-то активных изменений в своем портфеле, увеличивая долю длинных выпусков, а отыграли данную инвестиционную идею через фьючерсы на US Treasuries. Мы достаточно активно используем производные на процентные ставки, облигации, валюту в управлении портфелями, что позволяет моментально реагировать на изменение конъюнктуры без дополнительных издержек.

– Какой риск для управляющего облигационным портфелем вы бы поставили на первое место в текущих условиях?

– Для управляющего fixed income в условиях нормально функционирующей экономики на первом месте стоит, наверное, рыночный риск. Умение зарабатывать на нем, когда появляется такая возможность, как раз отличает хорошего портфельного менеджера. И в этом смысле текущая ситуация умеренно негативная. Как было сказано выше, в среднесрочной перспективе есть все основания ожидать роста доходностей на долговых рынках. В этих условиях также особо не следует рассчитывать на уменьшение кредитных премий по корпоративным выпускам к суверенной кривой доходности. Возможно, в США, где наблюдается улучшение макроэкономических условий, мы не увидим по корпоративным бумагам роста доходностей относительно UST. Однако стремительно замедляющаяся российская экономика не сулит в этом смысле ничего хорошего. И я достаточно скептически отношусь к возможностям Банка России что-либо изменить в данной ситуации. Эффективная гибкая денежно-кредитная политика возможна в условиях стабильно низкой инфляции, чего мы пока не наблюдаем. В настоящий момент я не вижу предпосылок для уменьшения премии по рублевой доходности к UST, и в этом смысле послабления со стороны ЦБ РФ могут произвести обратный эффект, если вслед за смягчением монетарной политики мы станем свидетелями роста инфляции.

– На какую инвестиционную идею вы бы поставили в ближайшем квартале?

– Сейчас мы преимущественно работаем с рублевыми бондами, но при этом периодически хеджируем валютный риск в пользу USD. В части коротких выпусков на внутреннем локальном рынке больше интересных идей, чем среди российских евробондов. Среди суверенных выпусков

КАКОЙ БЫ НИ БЫЛ ТРЕНД, ВСЕГДА БЫВАЮТ СИТУАЦИИ, КОГДА НА РЫНКЕ ВОЗНИКАЮТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫЕ ПРЕМИИ ЗА РИСК, В ТОМ ЧИСЛЕ И РЫНОЧНЫЙ

мы не видим особых возможностей ни на развитых рынках, ни на развивающихся тем более. Что касается конкретных выпусков, то хорошие идеи долго не живут, и многое зависит от толерантности клиента к риску: здесь могут быть портфели от предельно консервативных до distressed bonds. В последнем случае мы скорее отвечаем пожеланиям клиента, не призывая кого-либо инвестировать в высокодоходные, но рискованные бумаги. Если же говорить об управлении собственным капиталом, то здесь для нас в качестве приоритета выступает не доходность, а сохранность инвестиций и ликвидность.

– Какие секторы вы выделяете?

– Больше половины нашего портфеля приходится на банки, но это зависит от структуры рынка, а не от привлекательности данного сектора. В каждой отрасли есть свои лидеры и аутсайдеры, и здесь достаточно сложно выделить какие-то отдельные секторы целиком, обладающие определенным потенциалом для роста или снижения.

– Какие интересные высокодоходные идеи в евробондах вы бы выделили?

– В настоящий момент следует быть осторожным с high yield еврооблигациями. Общая конъюнктура рынка не располагает к уменьшению кредитных премий за риск. Тем, кто все же готов взять на себя дополнительный риск ради более высокой доходности, рекомендую обратить внимание на евробонды ТКС Банка и банка «Русский Стандарт». На наш взгляд, двузначная доходность по ним в USD достаточно интересная и рынок здесь переоценивает риски розничных банков, впрочем, не очень существенно. Сейчас любые высокодоходные идеи на рынке евробондов имеют высокий риск превратиться в «долгоиграющие», и это следует учитывать тем, кто не собирается покупать до погашения.

– Насколько активно вы следите за инвестиционными идеями?

– Следим активно, но в последние 1.5 года ничего подобного в портфели не покупали. Во-первых, в течение прошлого года можно было заработать двухзначные доходности и на бондах с высоким кредитным рейтингом. Во-вторых, distressed-идей не так много, а по выпускам тех эмитентов, кто «отличился» за последнее время, мы не видели привлекательных соотношений доходность/риск, предпочитая держаться в стороне.

– Какова структура вашего портфеля: есть ли в нем какие-то альтернативные инструменты помимо классических бондов?

– В качестве альтернативы мы активно используем фьючерсы на бонды, а также опционы на них как с целью хеджирования рыночного риска, так и для краткосрочных спекулятивных идей.

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

– В первую очередь это ликвидность. Причем в данном контексте имеется в виду не просто возможность продать актив по рыночной цене в любой момент времени, а продать бонд без негативной переоценки в любой момент времени. Далее мы смотрим на соотношение доходность/риск, есть ли потенциал для снижения доходности относительно аналогов. Очень важно уметь чувствовать момент, когда у бумаги больше нет потенциала для снижения с учетом ее кредитного качества, чтобы фиксировать прибыль по таким выпускам.

– Есть ли у вас в портфелях защитные активы?

– Если под защитными активами понимать облигации с кредитным рейтингом AAA, то нет. Из подобных выпусков в части доходности были интересны до 2012 года австралийские бонды, однако и по ним потенциал для роста цены на текущий момент исчерпан. Если под защитными активами понимать инструменты хеджирования, то мы их активно используем.

– Каковы ваши ожидания по конъюнктуре рынка на ближайшие месяцы?

– В краткосрочной перспективе не исключено некоторое восстановление по американским казначейским облигациям и по российским евробондам, в том числе и по рублевым выпускам. Достаточно позитивным в этом смысле было решение о продолжении программы количественного смягчения, что пока поддержит emerging markets, а также перепроданные, на мой взгляд, US Treasuries, однако средне- и долгосрочный тренд скорее будет негативным.

СЕЙЧАС ЛЮБЫЕ ВЫСОКОДОХОДНЫЕ ИДЕИ НА РЫНКЕ ЕВРОБОНДОВ ИМЕЮТ ВЫСОКИЙ РИСК ПРЕВРАТИТЬСЯ В «ДОЛГОИГРАЮЩИЕ», И ЭТО СЛЕДУЕТ УЧИТЫВАТЬ ТЕМ, КТО НЕ СОБИРАЕТСЯ ПОКУПАТЬ ДО ПОГАШЕНИЯ

Партнерство на рынке
ценных бумаг

DEAL
DONE,
HAVE
FUN*

*Сделал дело – гуляй смело

+7 (495) 705 90 97
www.psbank.ru
ib@psbank.ru
sales@psbank.ru

Промсвязьбанк

ОАО «Промсвязьбанк». Генеральная лицензия Банка России № 3251, бессрочная.
Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление
брокерской деятельности № 177-03816-100000, выдана ФКЦБ 13.12.2000 г.
Реклама.