«Длинные ОФЗ — сегмент, на который стоит сделать ставку в ближайшие месяцы»

Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
старший трейдер департамента финансовых рынков, Промсвязьбанк

ПОКУПАЕТ:

В интервью Cbonds Review старший трейдер департамента финансовых рынков Промсвязьбанка Дмитрий Грицкевич рассказывает о том, чем привлекательны длинные ОФЗ и откуда ждать внушительного роста котировок, сможет ли сектор субфедеральных бумаг стать бенефициаром возможной отмены налога на прибыль по облигациям и как отразится на ценах ВВВ-облигаций первого эшелона приток средств нерезидентов в корпоративный сегмент долгового рынка в начале 2014 года.

– В чем заключается ваша текущая стратегия управления?

– Моя стратегия управления портфелем облигаций направлена на максимизацию отдачи на капитал банка. В текущих условиях эффективное использование капитала для любого банка выходит на первый план, особенно после вступления в силу в начале этого года Положения 387-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска», которое напрямую влияет на показатель Н1 банков.

Бумага	Рейтинг	Дюрация, лет	Средняя цена[1], %	Доходность к погашению, %	Спред к ОФЗ	Комментарий
ОФЗ						
ОФЗ 26215	Baa1/BBB/BBB	7.16	98.2	7.39	0	Сохранение QE, замедление инфляции, снижение ставок ЦБ РФ, возможная отмена налога на прибыль
ОФЗ 26207	Baa1/BBB/BBB	8.40	106.0	7.57	0	
ОФЗ 26212	Baa1/BBB/BBB	8.96	96.0	7.65	0	
Корпоративные облигации						
ВТБ, БО–43	Baa2/BBB/BBB	1.40	100.0	7.82	178	Снижение ставок ЦБ РФ, либерализация рынка корпоративных облигаций в 2014 г., возможная покупка бондов на средства ФНБ, низкое давление на капитал банков
РСХБ, 12, 14	Baa3/–/BBB–	1.62	100.0	7.84	175	
ГПБ, БО–07	Baa3/BBB–/BBB–	1.44	100.0	7.85	180	
Райффайзенбанк, БО–01 (NEW)	Baa3/BBB/BBB+	1.88	–	7.80–7.95	165–178	
Субфедеральные облигации						
Красноярский край, 07	Ba2/BB+/BB+	3.42	100.2	8.04	147	Рост интереса нерезидентов, возможная отмена налога на прибыль, низкое давление на капитал банков, низкие дисконты при РЕПО в ЦБ РФ
Санкт–Петербург, 39	Baa1/BBB/BBB	3.13	101.5	7.6	110	
Самарская обл., 09	Ba1/BB+/–	3.62	100.8	8.18	156	
Ярославская обл., 12	–/–/BB	3.15	100.2	8.16	166	
Новосибирская обл., NEW	–/–/BB+	3.48	–	8.20–8.45	160–185	

[1] Цена последней сделки на 21.10.2013

– По какому принципу вы сегодня отбираете бумаги?

– Одним из ключевых показателей, который позволяет наглядно оценить потенциальную эффективность инвестирования в тот или иной инструмент, является показатель RAROC (Risk-adjusted return on capital), то есть рентабельность капитала, скорректированного на риск. В целом из данного показателя вытекает и другой первостепенный фактор — это «ломбардность» бумаги, позволяющая получать фондирование в ЦБ и напрямую связанная с потенциальной ликвидностью инструмента на рынке.

– Какова структура вашего портфеля по типу инструментов?

– Исходя из вышеописанных параметров, данным критериям на российском рынке отвечают лишь три сегмента: ОФЗ, субфедеральные облигации и облигации первого эшелона (рейтинг не ниже BBB–/Baa3 от двух рейтинговых агентств). В структуре портфеля более половины занимают госбумаги, около трети — корпоративные облигации рейтинга BBB–. На субфедеральные выпуски приходится порядка 10% ввиду относительно небольшой емкости рынка.

– Какие активы предпочитаете использовать для хеджирования рисков?

– Я придерживаюсь направленной стратегии торговли, ожидая рост долгового рынка в четвертом квартале. При этом если говорить о практике, то при подходе рынка к уровням перекупленности в качестве хеджа целесообразно использовать открытие коротких позиций по фьючерсам на ОФЗ и IRS. Однако стоит отметить, что данные инструменты (из-за недостаточной емкости рынка фьючерсов в первом случае и не в полной мере рыночного характера ставки MosPrime3M — во втором) не позволяют полностью нивелировать процентный риск портфеля. В результате целесообразно использовать комбинацию данных инструментов с физическим изменением дюрации портфеля облигаций при переходе в более короткие выпуски.

– Судя по описанной вами консервативной структуре портфеля, distressed-идеи вы не рассматриваете?

– Активное участие в distressed-идеях — это скорее приоритет различных фондов и управляющих компаний, нежели крупных банков. В нашей стратегии мы фокусируемся на процентном риске, принимая на себя кредитный риск эмитентов лишь первого эшелона и качественных регионов РФ.

Доходность бумаг третьего эшелона хоть и покрывает высокие коэффициенты ЦБ РФ по рыночному риску, однако не всегда отражает реальные кредитные риски того или иного эмитента. В частности, тенденции последнего времени указывают на ухудшение кредитного качества эмитентов данного сегмента рынка на фоне замедления экономического роста в стране. Как результат — проблемы у металлургов, дефолт по выпуску ТГК-2 и атака на международные рейтинги розничных банков на фоне роста просрочки по портфелям и ужесточения нормативов ЦБ. К слову, в случае дефолта по бумаге она потребует 100-процентного резервирования капитала и 21–50% капитала в случае реструктуризации, что недопустимо в рамках нашей стратегии.

– Сектор ОФЗ даст управляющим какие-то интересные возможности до конца года?

– Думаю, глобальной идеей четвертого квартала 2013 года, которая захватит и начало 2014 года, станет частичное возвращение капитала на развивающиеся рынки вследствие сохранения программы QE ФРС США. Временная приостановка работы правительства США в октябре ослабила экономику страны. Это заставит ФРС сменить риторику. Кроме того, «заплатка» для бюджета страны протянет только до начала 2014 году — в этих условиях американский ЦБ вряд ли решится на так называемый tapering раньше второй половины будущего года. Основным бенефициаром данной идеи на российском рынке будут длинные ОФЗ, которые имеют весьма внушительный потенциал роста котировок. Препятствовать реализации этого роста может снижение рейтинга США агентством Fitch, в результате чего Штаты официально лишатся наивысшей оценки AAA (у них останется рейтинг лишь от одного агентства). При этом Fitch должно понимать негативные последствия своих действий для финансовых рынков.

Среди внутренних факторов поддержки ОФЗ отмечу частичную заморозку тарифов монополий в 2014 году, что должно сохранить тренд на замедление инфляции и заставить ЦБ РФ перейти к снижению ставок в конце 2013-го — начале 2014 года на фоне слабого экономического роста в стране. Поддержка Центробанком

ПОДДЕРЖКА ЦЕНТРОБАНКОМ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ ЧЕРЕЗ АУКЦИОНЫ ПОД ЗАЛОГ НЕРЫНОЧНЫХ АКТИВОВ ТАКЖЕ ДОЛЖНА ОКАЗАТЬ ПОЗИТИВНОЕ ВЛИЯНИЕ НА РЫНОК

банковской системы через аукционы под залог нерыночных активов также должна оказать позитивное влияние на рынок.

Среднесрочной идеей на рынке ОФЗ может стать обнуление налога на прибыль по госбумагам. Сейчас 15-процентным налогом облагается НКД и 20-процентным — рыночная переоценка: отмена данного налога может дать до 100 б.п. снижения кривой ОФЗ (по факту снижение будет меньше за счет «щедрого» предложения новых выпусков со стороны Минфина). Вместе с тем данная реформа остается пока в режиме обсуждения, и я не рекомендовал бы закладывать ее в свои инвестиционные стратегии.

В целом длинные ОФЗ — это тот сегмент рынка, на который стоит сделать ставку в ближайшие 3–5 месяцев.

ИДЕЯ ОБНУЛЕНИЯ НАЛОГОВ ПОМИМО ОФЗ ТАКЖЕ ДОЛЖНА КОСНУТЬСЯ РЫНКА СУБФЕДЕРАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

– В последнее время мы наблюдаем активность муниципальных и субфедеральных эмитентов. Покупка таких бумаг сейчас — удачная идея?

– Облигации регионов торгуются с премией к кривой госбумаг в размере порядка 150–160 б.п., позволяя генерировать приемлемый уровень carry, имея при этом низкие коэффициенты риска (по методике ЦБ) и дисконты по РЕПО с ЦБ РФ не более 10%. Стоит отметить, что в 2011 году премия к ОФЗ по облигациям крупнейших регионов достигала 80 б.п. при нулевом спреде по кривой Москвы. Кроме того, идея обнуления налогов помимо ОФЗ также должна коснуться рынка субфедеральных облигаций.

Вместе с тем у данного сегмента есть свои особенности, самая главная из которых — база инвесторов. Одним из серьезных пластов инвесторов рынка субфедеральных облигаций являются НПФ, которые в связи с пенсионной реформой не получат «свежей» ликвидности в следующем году. Другой проблемой будет являться ухудшение кредитного качества и без того слабых регионов на фоне замедления экономического роста в стране, что выльется в пересмотры рейтингов и рост объемов заимствований. Эти факторы накладывают определенные ограничения на нашу инвестиционную стратегию в плане минимизации в портфеле объемов бумаг субфедов с рейтингом ниже BB/BB–.

– Есть ли сейчас на рынке стоящие идеи для роста и получения интересной доходности в первом эшелоне?

– В целом идея в этом сегменте все та же — премия к ОФЗ 130–170 б.п. и низкие требования по капиталу, что позволяет получить приемлемый показатель RAROC только за счет carry. Однако еще одной возможностью для корпоративных бумаг является либерализация рынка в начале 2014 года и начало торгов через Euroclear. В результате стоит ожидать, что текущий уровень премии к ОФЗ приведет к притоку средств нерезидентов в BBB-облигации первого эшелона, это позволит сузить премию до уровня середины 2011 года — 60–120 б.п. в зависимости от сектора. Более отдаленной идеей, рассчитанной на долгосрочных инвесторов, является желание Минфина инвестировать деньги Фонда национального благосостояния (ФНБ) в корпоративные бумаги, для чего потребуется расширить инвестиционную декларацию Банка России.

– На каких ключевых рисках в текущих условиях стоит сосредоточиться управляющему облигационным портфелем?

– Все зависит от структуры портфеля и стратегии управляющего, который концентрирует на книжке тот или иной риск (процентный или кредитный). На мой взгляд, процентный риск сейчас во многом зависит от внешних факторов — в первую очередь от политики ФРС и ожиданий относительно программы QE. Здесь, как и прежде, необходимо следить за американской статистикой и высказываниями членов ФРС. В свою очередь, внутренний фактор политики ЦБ пока выглядит нейтрально — регулятор действует весьма осторожно, поддерживая статус-кво на рынке.

Что касается кредитного риска, то, как я отметил ранее, он продолжает нарастать вследствие слабого экономического роста, что в лучшем случае приведет к снижению рейтингов эмитентов, а в худшем — к реальным дефолтам. Если исключить из спектра анализа distressed-облигации, то управляющему портфелем облигаций в банке необходимо понимать, рейтинги каких эмитентов находятся на пограничном уровне, для расчета коэффициентов рыночного риска (по методике ЦБ). Другими словами, для каких эмитентов понижение одного рейтинга на одну ступень повлечет за собой увеличение давления на капитал. В качестве примера можно привести эмитентов из секторов: НЛМК (Baa3/BB+/BBB–) и РСХБ (Baa3/–/BBB–).

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.