«ТГК–2 и «Мечел» – это только начало»

В интервью Cbonds Review старший портфельный управляющий GHP Group Федор Бизиков рассказывает о том, как в текущих условиях управляющему конкурировать с депозитами, чтобы получить доходность в 8–10%, стоит ли ждать новых дефолтных историй после «Мечела» и ТГК-2, почему первый эшелон перестал интересовать инвесторов и какие кредитные истории из третьего эшелона с доходностью выше 9% на трехлетнем горизонте выглядят как достойные объекты для покупки.

Федор БИЗИКОВ,
старший портфельный управляющий, GHP Group

ПОКУПАЕТ:

– Какие стратегии на сегодняшний день вы бы назвали самыми доходными?

– Чтобы не уходить далеко от тематики журнала, я ограничусь рассмотрением только консервативных клиентских стратегий, не предполагающих волатильности акций и валютных рынков. Наиболее доходная стратегия, приносящая порядка 12% годовых в рублях для инвесторов с рублевыми средствами, — это получение доходности по долларовым еврооблигациям с одновременным хеджированием будущего валютного риска через биржевые фьючерсы на пару доллар–рубль.

Для клиентов с долларовыми ресурсами пока не придумано более доходной стратегии, чем российские еврооблигации с использованием дополнительных заемных средств. Такая стратегия позволяет приблизиться к 8–10% годовых в долларах.

Облигация	Рейтинг	Дюрация, лет	Доходность, %	Цена[1], %	Комментарий
Облигации Федерального займа					
ОФЗ 26207	BBB/ Baa1/BBB	7.7	7.8	103.7	Замедление инфляции и начало цикла снижения ставок ЦБ РФ
ОФЗ 26212	BBB/ Baa1/BBB	8.2	7.9	93.7	
Корпоративные облигации					
ЛСР, ВО–4		2.0	10.2	100.4	Крепкое кредитное качество в сочетании с высокими номинальными доходностями
«О'КЕЙ», ВО–4	–/–/B+	2.4	9.2	99.8	
МКБ, Бо–2	B1/ BB	1.6	9.0	100.0	
Еврооблигации					
Газпромбанк–2019	BBB–/ Baa3/ BBB–	4.5	5.8	106.5	Повышенная премия за субординацию
НОМОС–БАНК–2019	Ba3/ BB–	4.1	8.5	106.2	
«Русский Стандарт»–2018	B+/ B2/ B+	3.4	10.3	101.8	
«Евраз»–2018	B+/ B1/ BB–	3.6	7.0	109.5	«Слабое» звено металлургического сектора
«Норд Голд»–2018	Ba3/ BB–	3.8	7.4	96.2	

[1] Дата последней сделки 25.11.2013

К сожалению, кризис 2008 года оставил свой след в сознании инвесторов, и большинство из них сегодня не приемлют рисков стратегий, использующих в каком-либо виде деривативы (пусть даже и для защиты) или привлечение дополнительного капитала. Поэтому более стандартные уровни дохода — 8–9% в рублях и 6–7% в долларах после вычета комиссионного вознаграждения, которое, если пользоваться банковской терминологией, может рассматриваться как стоимость фондирования.

— На основании чего вы формируете свои инвестиционные предпочтения? На что смотрите в первую очередь?

— Чтобы конкурировать с депозитами и достичь желаемой доходности в 8–10%, необходимо сформировать ядро и ликвидную оболочку портфеля. В качестве ядра хорошо подходят облигации с высокими номинальными доходностями из второго и третьего эшелона, сочетающие в себе оптимальное соотношение риск–доходность. В то же время для ликвидной оболочки лучше использовать выпуски инвестиционной категории, позволяющие реализовывать торговую составляющую стратегии при ставке на управление дюрацией и ценовой рост котировок.

— Где вы для себя видите основные риски при управлении средствами клиентов в текущих условиях?

— Существенное замедление российской экономики и слабый спрос 2011–2013 годов на глобальных рынках поставили в сложное положение многих эмитентов на нашем рынке. Недавняя ситуация с ТГК-2 и «Мечелом» — лишь первые проявления. Доходность облигаций еще нескольких заемщиков приближается или уже превысила 20-процентную отметку. В ситуации, когда долговые метрики большинства компаний ухудшаются, на первый план выходит кредитное качество эмитента.

— Какую аналитику вы предоставляете клиенту, который пользуется услугой доверительного управления?

— Верхнего предела по раскрытию информации не существует, скорее это вопрос к клиенту, насколько он сам готов вникать в детали. Регулярно возникает ситуация, когда значительная часть времени на встрече с существующим клиентом уходит на обсуждение механики инвестирования в облигации. Конечно, есть клиенты, которые ограничиваются принципом «вы профессионалы — действуйте!», но это скорее идеальный вариант.

— Может ли клиент влиять на инвестиционные решения портфельного управляющего?

— Все зависит от договоренностей с клиентом. Обычно все детали обсуждаются до начала инвестирования, а на последующих встречах обсуждаются результаты и вносятся корректировки в соответствии с пожеланиями клиента. Но на практике бывают ситуации, когда клиент, например, просит не покупать в портфель выпуски определенных компаний по каким-то своим субъективным причинам. Или просит, чтобы в случае роста цены выше 100% облигации продавались из портфеля.

— Назовите главную инвестиционную идею 2013 года. Будете ли вы придерживаться ее в 2014 году?

— Наиболее популярная стратегия — это российские еврооблигации с финансовым усилением. В 2014 году очевидным риском для таких портфелей становится рост базовых долларовых ставок, обусловленный началом сокращения программы выкупа активов со стороны ФРС США.

— Насколько активно вы сейчас следите за distressed-идеями?

— Инвестиции в финансовые инструменты компаний, находящихся в сложном положении, это скорее прерогатива агрессивных стратегий, поскольку ценовая волатильность близка к колебаниям акций или даже их превосходит. Риск возврата на вложенный капитал здесь существенно уступает риску возврата самого капитала. Скорее это единичные случаи по инициативе клиента, чем активно продвигаемая стратегия управления.

— Какие идеи вам интересны на рублевом рынке? Какие стратегии в рублевых облигациях для вас приемлемы?

— Наиболее очевидная стратегия — это ставка на полноценное открытие рынка рублевого долга для иностранных инвесторов в 2014 году. В условиях снижающейся инфляции и ожидания начала цикла понижения ключевой процентной ставки Центрального банка привлекательно выглядят доходности длинных ОФЗ, предлагающих премию почти в 2% над уровнем инфляции. В связи с изменившимся в 2013 году регулированием резервов ЦБ облигации первого эшелона практически перестали представлять интерес с точки зрения абсолютной доходности, а второй эшелон не в полной мере учел новые регуляторные требования. Интерес представляют качественные кредитные истории из третьего эшелона с доходностью выше 9% на трехлетнем горизонте, например, сеть розничной торговли «О'КЕЙ», быстро растущий универсальный банк МКБ или строительная компания ЛСР.

— Какие интересные high yield идеи в евробондах вы бы выделили?

— На мой взгляд, привлекательность идеи определяется соотношением риска заемщика и доходности его облигаций. Так, в текущем рынке интересно выглядят выпуски еврооблигаций финансового сектора по старым правилам субординации, такие как Газпромбанк-2019 или НОМОС-БАНК-2019. Также среди компаний металлургического сектора облигации «Евраза» и «Норд Голда» предлагают повышенную премию за свое более слабое кредитное качество. При определенных условиях можно было бы говорить о привлекательности заемщиков из стран СНГ.

— Как думаете, сейчас на рынке есть явно недооцененные секторы и имена?

— Мне кажется, что несколько преувеличены опасения по поводу новых правил регулирования розничного кредитования ЦБ в отношении таких проверенных рынком и временем заемщиков, как «Русский Стандарт» и ХКФ Банк, в то же время эти же риски существенно недооценены для ТКС Банка.

— Каковы, на ваш взгляд, главные итоги этого года для рынка?

— Изменение регулирования, выравнивание налоговых условий и общее движение в сторону открытия рынка рублевых облигаций делает его интересным для международных инвесторов. Это, в свою очередь, должно привлечь новый капитал в корпоративный сегмент. В конечном счете наш рынок облигаций до сих пор остается одним из немногих рынков, на котором можно получать положительные реальные процентные ставки, не подвергая свои инвестиции высокому риску.