«Отмена налогообложения ОФЗ — туманный подарок от государства»

Алексей БАРАНЧИКОВ,
портфельный менеджер,
банк «ОТКРЫТИЕ» /
НОМОС–БАНК

ПОКУПАЕТ:

В интервью Cbonds Review портфельный менеджер банка «ОТКРЫТИЕ» / НОМОС-БАНКа Алексей Баранчиков рассказал, какие надежды он возлагает на 2014 год, может ли снижение инфляции стать ключевой инвестидеей 2014 года, почему отмена налогообложения ОФЗ — скорее сомнительный подарок от регулятора, на какие секторы экономики стоит обратить внимание, чем привлекательны флоутеры и ABS, а также как можно заработать на пятилетних UST.

– Как бы вы оценили 2013 год для индустрии управления активами в сегменте fixed income?

– Если описать одной фразой — год нереализовавшихся надежд. В конце 2012-го — начале 2013 года ключевой идей на локальном рынке было снижение инфляции и, как следствие, снижение ключевых ставок ЦБ на 50–75 б.п. по прогнозам крупнейших инвестбанков. Конечно, покупка ОФЗ с высокой дюрацией смотрелась бы беспроигрышной стратегией в случае реализации таких прогнозов, однако рынок никогда не бывает простым и предсказуемым, как хотелось бы его участникам. Высокая волатильность рынка на фоне

Бумага	Рейтинг	Дюрация, лет	Средняя цена[1], %	Средневзвешенная доходность, %	Комментарий
ОФЗ					
ОФЗ 26215	Baa1/BBB/BBB	6.87	94.70	7.95	Снижение ставок ЦБ РФ, привлекательная реальная доходность
ОФЗ 26212	Baa1/BBB/BBB	8.59	91.70	8.21	
Рублевые еврооблигации					
GPB–16 RUB	Baa3/BBB–/BBB–	2.21	98.40	8.78	Премия 40–70 б.п. к локальному рынку
HYDR–15 RUB	Ba1/BB+/BB+	1.66	99.70	8.21	
RSHB –16 RUB	Baa3/–/BBB–	1.93	100.35	8.69	
RSHB–17 RUB	Baa3/–/BBB–	2.66	99.2	9.12	
Облигации банков второго эшелона					
«Русский Стандарт», БО–03	B2/B+/B+	0.59	99.75	10.46	Даже по состоянию на 20 января 2014 г. рынок в состоянии перепроданности, привлекательная абсолютная доходность
«Русский Стандарт», БО–02	B2/B+/B+	1.10	99.50	10.45	
Восточный экспресс банк, БО–10	B1/–/–	0.90	100.25	12.03	
Восточный экспресс банк, БО–04	B1/–/–	1.44	98.30	11.95	
Кредит Европа Банк, БО–05	Ba3/–/BB–	1.18	99.90	9.69	
МКБ, БО–07	B1/B+/BB	2.47	98.45	9.98	

[1] Цена последней сделки на 20.01.2014

сильного движения UST, а также рост доходностей популярной ОФЗ 26207на 1% за 2013 год оказали негативное влияние на большую часть инвесторов российского рынка. Принесли разочарование и некоторые high-yield идеи: «Промтрактор», ТГК-2, «Мечел»... В прошлом году рынок впервые после кризиса 2008 года столкнулся пусть и с единичными, но все же довольно весомыми случаями реструктуризации облигаций или значительными негативными переоценками в ожидании таковых.

Но были и позитивные моменты: на локальном рынке корпоративного долга первого-второго эшелона можно было получить лучшее соотношение риск-доходность, чем в остальных секторах рынка облигаций, отчасти в силу того, что многие левериджированные инвесторы смотрели в основном в сторону ОФЗ или высокодоходных выпусков третьего эшелона.

– На какой главной инвестиционной идее вы бы сконцентрировали основное внимание в 2014 году?

– На мой взгляд, главной идеей 2014 года может стать снижение инфляции, которое не оправдало надежд 2013 года. Все фундаментальные предпосылки, на которых строились прогнозы инфляции в начале прошлого года, по-прежнему в силе, но жесткая монетарная политика ЦБ в течение 2013 года и перенос повышения тарифов естественных монополий на ноябрь 2014 года должны добавить силы тренду снижения инфляционных ожиданий. С другой стороны, государственные облигации выглядят гораздо более привлекательно по сравнению с прошлым годом, как с точки зрения абсолютной, так и реальной доходности, что ограничивает возможные потери в случае, если данная идея и в этом году не будет реализована.

– На чем основана ваша нынешняя стратегия? Назовите ключевые принципы, по которым вы сегодня отбираете бумаги?

– Основой нашей стратегии является выбор активов с наилучшим соотношением риск-доходность при учете регуляторных и внутренних ограничений, которые неизбежно влияют на принятие решений управляющего портфелем крупного банка. В сегодняшних реалиях такими активами на локальном рынке являются 7–15-летние ОФЗ и облигации банков, а также бумаги корпоративных заемщиков второго эшелона, котировки которых сильно пострадали после отзыва лицензий у нескольких известных банков в конце прошлого года. Так, в облигациях банков с рейтингом BB в декабре 2013 года можно было в значительном объеме найти продажи на уровне 12–14% доходности при дюрации 0.5–1.5. Привлекательная доходность по таким выпускам была обусловлена не столько премией за кредитный риск, сколько за ликвидность (выражающуюся в ширине bid-ask спреда). Это локальная неэффективность рынка, используя которую можно повысить соотношение риск-доходность портфеля. Небольшой сегмент рублевых еврооблигаций, доходности на котором по нескольким крупным эмитентам (РСХБ, ГПБ, Альфа-Банк, «РусГидро») предлагают премию 40–70 б.п. к локальному рынку, также выглядит очень привлекательно. В долларовом сегменте я бы выделил пятилетние UST: при уровнях доходности 1.7% они дают привлекательный спред к коротким ставкам фондирования при ограниченной ценовой волатильности (большая часть риска tapering уже в цене).

НА ДАННЫЙ МОМЕНТ НАИБОЛЕЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО ВЫГЛЯДЯТ БУМАГИ БАНКОВСКОГО, МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОГО И СУБФЕДЕРАЛЬНОГО СЕКТОРОВ

– Какие секторы на рынке бондов вы бы назвали своими фаворитами?

– На данный момент наиболее привлекательно выглядят бумаги банковского, металлургического и субфедерального секторов. Отдельно стоит выделить облигации, предлагающие премию за новизну и сложность анализа: ипотечные облигации, флоутеры и ABS.

– Многие утверждают, что в связи с ожидаемой отменой налогообложения ОФЗ сейчас самое время покупать длинные госбумаги. Как вы думаете, насколько долгосрочна эта тенденция?

– Безусловно, такой шаг был бы позитивен для рынка локального госдолга, но я не думаю, что стоит покупать ОФЗ на этой идее. Сроки реализации размыты, а развитие законопроекта слабо прогнозируемо. Гораздо надежнее принимать решение о покупке ОФЗ с высокой дюрацией, основываясь на собственном мнении о риске первичного предложения, инфляции, доходности UST и цене нефти, чем делать ставки на туманный подарок от государства.

– Насколько активно вы сейчас следите за distressed-идеями?

– Из спортивного интереса мы, конечно, следим за крупными случаями реструктуризации, но distressed debt не является допустимым активом для облигационного портфеля банка, в котором ликвидность бумаг порой не менее важна, чем их доходность.

– Есть ли в ваших портфелях место экзотическим для российского рынка инструментам?

– Крупный банк — не место для экспериментов, но небольшую часть портфеля мы все же отводим для новаторских инструментов. Так, НОМОС-БАНК/ банк «ОТКРЫТИЕ» выступили в числе организаторов выпуска облигаций, обеспеченных пулом потребительских кредитов ХКФ Банка. Это первый ABS на локальном рынке!

– Есть ли у вас проверенные защитные стратегии на случай шоков?

– Классической проверенной защитной стратегией во вселенной fixed income всегда было сокращение дюрации до минимально возможного значения в ожидании шоков на рынке. Думаю, ничего более надежного до сих пор не придумано.

– Что вы ждете от рынка в 2014 году?

– Закончить мне хотелось бы на позитивной ноте. Надеюсь, что через год 2014-й можно будет охарактеризовать как «год открывшихся перспектив и реализованных возможностей».