«Время третьего эшелона не пришло: сначала надо разобраться с перспективой ОФЗ»

В интервью Cbonds Review директор департамента управления инвестициями группы управляющих компаний «РЕГИОН» Павел Беломытцев рассуждает о том, почему в нынешней ситуации на рынке остается надеяться на ОФЗ, в которых сконцентрировалась ликвидность, что приятного сулит текущая «недооцененность» отдельных секторов рынка, а также советует не испытывать судьбу с экзотическими инструментами при текущих рыночных рисках.

Павел БЕЛОМЫТЦЕВ,
директор департамента управления инвестициями, группа УК «РЕГИОН»
ПОКУПАЕТ:

– Назовите три ключевых принципа, по которым вы сегодня отбираете бумаги.

– При отборе бумаг для инвестиционного портфеля в качестве ключевых принципов мы называем надежность, безопасность и доходность. Расшифровать это можно следующим образом: высокое кредитное качество эмитента (надежность), максимальная безопасность сроков инвестиций и соответствующий уровень процентных ставок, адекватно отражающих соотношение риска и доходности. Решение по выбору той или иной бумаги осуществляется непосредственно управляющим, но перед этим проводится большая совместная работа риск-менеджеров, аналитиков, юристов, которые анализируют все аспекты деятельности компании-эмитента, юридическое обеспечение, конъюнктуру рынка и другое.

В марте наши интересы были сосредоточены на рынке ОФЗ, поскольку из-за геополитических событий ликвидность сконцентрировалась именно там. При этом наши интересы расплылись по всему спектру торгуемых бумаг — от самых коротких до самых длинных, в зависимости от появления интересных предложений.

– На какую инвестиционную идею вы бы поставили на ближайший квартал или полугодие?

– Наблюдая «неэффективность» текущего рынка, в качестве основной инвестиционной идеи можно назвать отбор резко подешевевших в отдельные моменты бумаг эмитентов с высоким кредитным качеством и относительно короткой дюрацией — до двух лет. Думаю, что после некоторого восстановления рынка ОФЗ придет очередь высоко-

Эмитент/бумага	Валюта	Купон, %	Погашение/оферта	Цена последней сделки[1], %	YTM, %	Дюрация, лет	Примечание
ОФЗ 46018	RUR	7	2021	87	9.49	5.3	Для инвесторов, склонных к риску. Бумага неликвидная. Недооценена к бумагам с похожей дюрацией
ОФЗ 46021	RUR	5.5	2018	88.5	8.96	3.5	Для инвесторов, склонных к умеренному риску. Бумага условно ликвидная. Недооценена к бумагам с похожей дюрацией
ВЭБ, 18,19	RUR	8.55	2015	98.4	9.92	1.4	Для инвесторов, склонных к минимальному риску. Высокая потенциальная доходность к размещению на период 1 год
ВЭБ, БО–01	RUR	7.65	2015	97.8	9.8	1.2	Бумага покупается до погашения

[1] Цена последней сделки на 27.03.2014

надежных корпоративных облигаций. Кроме того, появится возможность делать арбитраж между бумагами с одинаковым кредитным качеством и дюрацией.

— Какова структура вашего портфеля по типу инструментов: обращаете ли вы внимание на альтернативные инструменты, помимо классических бондов?

— Долговой портфель наших клиентов состоит из субпортфеля депозитов первой десятки банков и субпортфеля облигаций российских эмитентов. В зависимости от предпочтений клиентов различается дюрация этих портфелей. Но в любом случае, основная доля этих бумаг имеет высокий инвестиционный рейтинг. Поскольку наши клиенты — институционалы, у которых есть определенный бенчмарк по доходности, нам интересны в первую очередь классические бонды. Безусловно, мы следим за всеми альтернативными инструментами, но инвестируем средства своих клиентов только в облигации, депозиты и акции.

— Обращаете ли вы внимание на бумаги ритейл-сектора?

— В настоящее время у нас есть незначительные вложения в облигации «Магнита» — одного из лидеров ритейл-сектора. Мы позитивно оцениваем развитие отрасли, которое было продемонстрировано в предыдущие несколько лет и которое позволило отдельным компаниям успешно выйти на долговой рынок. Однако на фоне сокращения темпов роста экономики, возможного снижения доходов населения, ослабления рубля, а также сокращения темпов роста кредитования в ближайшее время мы можем увидеть сокращение потребительского спроса из-за снижения покупательной способности населения, которая была основным драйвером роста отрасли в предыдущие годы. В силу этих причин потребуется более внимательно отслеживать ситуацию.

— Как думаете, этот сектор недооценен на рынке или наоборот?

— В текущей ситуации говорить о недооцененности или переоцененности того или иного сектора не приходится. Высокая волатильность в секторе гособлигаций и снижение ликвидности в большей части субфедеральных и корпоративных облигаций определяют общую неэффективность рынка с точки зрения уровня процентных ставок по выставляемым котировкам.

В любом случае, ожидаемая нами инфляция в этом году меньше рыночных ставок коротких ОФЗ и тем более меньше ставок рынка первого корпоративного эшелона. Поэтому, инвестируя в эти бумаги, вы получите положительную реальную процентную ставку по рублю. Эта «недооцененность» — приятное свойство текущего долгового рынка. Единственное, надо понимать, что «недооцененный» рынок коротких ОФЗ может стать еще более недооцененным.

— Какие отрасли являются вашими фаворитами сейчас?

— Я уже говорил, что рынок потерял свою ликвидность, выросли спреды, поэтому сейчас нам интересен рынок ОФЗ и корпоративные бумаги с инвестиционным рейтингом до двух лет, независимо от отрасли. Правда, и у таких бумаг существует риск, связанный с возможным понижением кредитного рейтинга страны и корпораций международными рейтинговыми агентствами. Для снижения риска наш регулятор должен предпринять соответствующие меры, повышающие роль национальных рейтинговых агентств. Кроме того, нужны соответствующие изменения в законодательстве об инвестировании средств пенсионных накоплений и резервов.

— Есть ли у вас проверенные защитные стратегии на случай шоков на рынке?

— Универсальной защитной стратегии не существует, так как причины шоковых ситуаций, которые возникали на нашем рынке с 1993 года, всегда были разными. Соответственно, и решения, направленные на защиту активов, минимизацию потерь и прочее, принимались разные. Сегодня необходимы в первую очередь спокойствие, трезвая оценка, комплексный анализ возникшей ситуации и поиск наилучших путей решения проблем. Если шоковая ситуация застала вас в бумагах, не торопитесь от них избавляться, у вас все равно не получится сделать это по приемлемым ценам. Если же у вас в портфеле деньги, не торопитесь инвестировать в первый попавшийся интересный актив. Вскоре таких предложений будет намного больше, и они будут еще интереснее для вас. И если верить истории, то все убытки, возникающие во время кризисов, с лихвой компенсируются через некоторое время после их завершения. Это действующий закон рынка.

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

— Они достаточно часто возникают на рынке, но мы не можем их реализовывать, используя средства наших клиентов. Правда, и у нас есть отдельные клиенты, готовые разделить с нами риски при реализации таких идей. С другой стороны, если речь идет об эмитенте третьего эшелона, это не означает, что он «плохой» или слабый с точки зрения кредитного качества. Было немало случаев, когда на рынок выходили небольшие по масштабу, но достойные с точки зрения надежности компании, которые физически не могли привлекать крупные займы, из-за чего их и относили к третьему эшелону.

В текущей ситуации время третьего эшелона еще не пришло. Сначала надо разобраться с перспективой рынка ОФЗ, первого корпоративного эшелона.

— Каковы ваши ожидания по конъюнктуре рынка на ближайшие месяцы?

— Очень трудно что-либо прогнозировать на рынке, где цена облигаций может меняться на 3–5% за неделю. Хочется верить, что в ближайшее время волатильность на рынке снизится, экономические санкции против России не приведут к стагнации, а подешевевшая национальная валюта и необходимость диверсификации отечественной экономики вызовут рост промышленного производства.

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

— В текущих условиях управляющему важно не понижать рейтинг кредитоспособности своего долгового портфеля, а лучше постараться повысить его. Кроме того, внимание следует уделить рыночному риску, связанному с потерей ликвидности и изменением процентных ставок.

В случае сохранения неблагоприятной ситуации на рынке стоит обратить внимание на риски дефолтов, которые могут быть обусловлены высоким уровнем зависимости эмитента от заемных ресурсов и отсутствием возможности рефинансирования своей текущей задолженности.

И самое главное, не стоит забывать, что даже на падающем рынке можно найти неэффективности рынка, которые нужно использовать для арбитража.