«Реальная доходность ОФЗ с дюрацией от 10 лет составит около 3% на конец года»

В интервью Cbonds Review руководитель отдела активов с фиксированной доходностью ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс Константин Немнов рассказывает о своей стратегии диверсификации источников доходности и о том, чем привлекательны инвестиции в длинные ОФЗ, почему стоит обратить внимание на первичные размещения, где сегодня кроются интересные high yield-идеи, а также как можно спекулировать на еврооблигациях «Газпрома».

Константин НЕМНОВ,
руководитель отдела активов с фиксированной доходностью, ТКБ БНП Париба Инвестмент Партнерс

ПОКУПАЕТ:

– В чем заключается ваша текущая стратегия управления?

– Основными факторами, влияющими на доходность облигационного портфеля, выступают дюрация, общее позиционирование с точки зрения кредитного качества и отбор конкретных эмитентов. При формировании портфеля я смотрю на каждый из этих источников индивидуально. Например, при позиционировании с точки зрения дюрации учитывается будущая динамика инфляции, ожидания относительно действий финансового регулятора, уровень реальной доходности, динамика курса рубля и привлекательность российского рынка относительно других развивающихся рынков. Позиционирование с точки зрения кредитного качества или отдельных секторов экономики определяется на основе текущих кредитных спредов, фазы экономического цикла, общего уровня закредитованности экономики и так далее. При оценке уровней справедливой

Эмитент/бумага	Валюта	Купон, %	Погашение / Оферта	Цена последней сделки[1], %	YTM, %	Дюрация (лет)	Примечание
ОФЗ, 26207	RUB	8.15	02.03.2027	95.02	9	7.89	Высокий уровень реальной доходности
АИЖК, БО–02	RUB	9.65	26.05.2016	100	10	1.86	Первичное размещение. Ставка купона предусматривает премию к справедливым уровням около 20–25 б.п.
Красноярский край, 34008	RUB	10.9	08.07.2018	100	11.35	2.72	Первичное размещение. Ставка купона предусматривает премию к справедливым уровням около 25–30 б.п.
«ВымпелКом, 2018», RUB	RUB	9	13.02.2018	94.44	11.15	3.13	Выпуск отстает от общей динамики рынка, и в частности от других торгующихся рублевых еврооблигаций. Потенциал снижения — около 40–60 б.п.
«Газпром, 2034» (LPN2)	USD	8.63	28.04.2034	110.66 (на 06.05.2014)	7.58	10.67	Технически перепроданный выпуск. Покупка привлекательна на уровнях доходности от 7.5% и выше
NordGold, 2018	USD	6.38	05.07.2018	91.80 (на 06.05.2014)	8.85	3.53	Одна из самых привлекательных бумаг на рынке с точки зрения соотношения риск/доходность. Выпуск перепродан. Потенциал снижения — около 100–130 б.п.

[1] Цена последней сделки на 23.05.2014

доходности для конкретных выпусков я опираюсь на модели кредитного качества, разработанные нашей компанией, что позволяет получить представление о потенциале каждой отдельной бумаги.

Я убежден, что инвестиционный процесс должен быть всеобъемлющим и основанным как на фундаментальных факторах, так и на понимании технических трендов рынка ценных бумаг. Это позволяет выбирать облигации с потенциалом опережения рынка в целом и находить правильные моменты для инвестирования.

Например, в конце прошлого года никто не мог предсказать геополитические события, которые впоследствии оказали большое влияние на долговой рынок, однако признаки того, что 2014 год будет непростым, были налицо: замедление темпов роста российской экономики, неприятие глобальными инвесторами риска развивающихся стран, а также набирающая силу тенденция предпочтения облигациям акций в портфелях крупнейших игроков мировых финансовых рынков. Также наблюдалось сохранение низких темпов роста экономики еврозоны и опасение замедления роста экономики Китая на фоне сокращения объемов теневого кредитования.

Это подтолкнуло меня к выбору достаточно консервативного позиционирования с большой долей ликвидных и качественных инструментов при относительно короткой дюрации. В результате волатильность, вызванная ситуацией в Украине, не оказала серьезного негативного влияния на портфели наших клиентов. Более того, высокая ликвидность портфелей позволила нам использовать возможности, представляемые рынком, когда многие инвесторы испытали серьезные проблемы с ликвидностью и качественные бумаги продавались на уровне значительно ниже справедливых оценок. В очередной раз волатильность на рынке подтвердила, что необходимо иметь запас прочности и терпения: это позволит выступать в роли покупателя, а не продавца в периоды острой нестабильности и не сожалеть о выходе из качественных активов в самый неподходящий момент.

– По какому принципу вы оцениваете привлекательность той или иной инвестиции?

– Для меня важным моментом является глубокое понимание ситуации не только на уровне отдельной компании, но и сектора в целом — как в рамках российской экономики, так и в рамках общемировых трендов. В данном вопросе я использую прогнозы наших аналитиков, которые в первую очередь ориентируются не столько на текущий отчетный период, сколько на динамику в будущем. При этом в своих прогнозах они учитывают влияние глобальной макроэкономической динамики на отдельные секторы российской экономики. Эти прогнозы используются в наших кредитных моделях, что позволяет нам быть независимыми от рейтинговых агентств и иметь собственное представление о справедливом уровне доходности для каждого отдельного выпуска.

Например, еще два года назад модели указывали на ухудшающуюся динамику в секторе металлургии, что в первую очередь серьезно сказалось бы на компаниях с высоким уровнем долговой нагрузки, таких как «Мечел», «Евраз», «РУСАЛ». В результате весьма вероятным было будущее расширение кредитных спредов для данных эмитентов. Наличие подобного сигнала позволило мне среагировать раньше рынка и избежать негативного влияния этих бумаг на портфель.

– На какие инструменты стоит обратить внимание в текущих условиях?

– Последние два-три года рынок был весьма динамичным, и привлекательность отдельных секторов и конкретных бумаг проявлялась и исчезала достаточно быстро.

Если говорить о текущих трендах, то российские государственные облигации выглядят относительно привлекательными в среднесрочной перспективе, в первую очередь благодаря курсу ЦБ РФ на снижение темпов инфляции. В этой связи интересно обратить внимание на длинную ликвидную часть кривой ОФЗ «Россия, 26207» и «Россия, 26212». В рамках базового сценария, в результате замедления экономического роста и после того, как эффект от девальвации рубля будет полностью отражен в экономике, инфляция должна замедлиться до 6–6.5% в течение ближайших 6–12 месяцев. При этом реальная доходность ОФЗ с дюрацией от 10 лет составит около 3%, что является одним из самых высоких значений среди крупнейших 50 экономик мира. Замедление инфляционного давления увеличивает вероятность снижения ставок ЦБ РФ в противовес недавнему повышению. Все это создает благоприятную конъюнктуру для восстановления котировок в длинной части кривой ОФЗ. Однако не стоит забывать, что государственные бумаги с длинной дюрацией имеют высокую волатильность относительно других инструментов с фиксированной доходностью, поэтому позиционирование необходимо осуществлять с определенным запасом прочности, чтобы высокая волатильность на рынке не привела к ликвидации позиций раньше времени на непривлекательных уровнях.

Другим интересным сегментом могут выступать рублевые еврооблигации. Например, облигация «ВымпелКом, 2018», RUB, на середину мая торгуется с доходностью на уровне 11.5%, что представляет некоторую премию к локальному рынку. Эта ситуация объясняется тем, что еврооблигации в основном приобретаются иностранными игроками и за счет более высокой ликвидности данный рынок порой уходит на перепроданные уровни. В какой-то мере это типичная реакция инвесторов на глобальные события, и очень часто мы видим, что решения принимаются инвесторами на основании эмоций, а не трезвой оценки ситуации. Сейчас наблюдаются признаки того, что крупные глобальные инвесторы на рынке облигаций значительно сократили или полностью ликвидировали свои позиции в российских облигациях в целом и в этой бумаге в частности. Так, например, руководитель отдела управления портфелями облигаций на развивающихся рынках крупнейшей управляющей компании мира BlackRock (порядка $4 трлн под управлением) заявил, что он продал все российские облигации из своих портфелей. Учитывая недавно установившийся сильный тренд на восстановление котировок российских облигаций и положительную динамику рубля, управляющие, полностью продавшие облигации российских эмитентов, будут вынуждены в спешном порядке закрывать свои «недовесы» для снижения общего уровня риска, что должно будет поддержать котировки еврооблигаций, в том числе и российских рублевых еврооблигаций.

– Какие бумаги вы бы выделили на внутреннем рынке облигаций?

– На локальном рынке облигаций я бы обратил внимание в первую очередь

на сектор первичных размещений, где эмитенты вынуждены давать значительную премию к вторичному рынку вследствие низкой ликвидности. Хорошим примером выступают недавние размещения АИЖК и Красноярского края.

– В условиях снижающихся процентных ставок на евробондах возникает потребность в идеях с большей доходностью. Вы с этим согласны?

– Я бы осторожно подходил к идее инвестирования в облигации с рейтингами B и ниже. Как правило, такие облигации выпускают компании с высоким уровнем долговой нагрузки, и на фоне замедляющейся экономики, особенно в периоды волатильности, у инвесторов будут возникать опасения относительно возможности рефинансировать долг для данных компаний. Все это может приводить к расширению спредов и негативной ценовой динамике. Данные инвестиции следует рассматривать скорее как один из источников дополнительной доходности и использовать как точечные краткосрочные позиции, привлекательные при смещении котировок рынка на перепроданные уровни. В базовом сценарии я предпочитаю придерживаться своей стратегии диверсификации источников доходности и в дополнение к тактическому использованию высокодоходных облигаций активно управлять дюрацией, а также процессом распределения между различными сегментами кредитного качества и секторами экономики.

– Какие интересные high yield-идеи в евробондах вы бы выделили?

– Если рассматривать сегмент высокодоходных облигаций, то последние полгода одной из самых интересных историй, на мой взгляд, является долларовая еврооблигация NordGold, 2018 с купоном 6.375%. Рыночная волатильность, как правило, приводит к росту цен на золото, а девальвация рубля снижает удельный вес издержек относительно выручки для данной компании, что хорошо сказывается на операционных показателях и кредитном качестве данного эмитента. При этом NordGold имеет невысокий уровень долговой нагрузки, что снижает общий уровень риска данной инвестиции при относительно привлекательной доходности в долларах США.

– Многие финансисты говорят, что рынок сейчас стал не инвестиционным, а спекулятивным. Вы согласны с этим?

– При инфляции в 6–7% доходности в 10–20% являются фундаментально чрезмерными и не могут поддерживаться макроэкономическими показателями. Если же говорить о спекулятивности, то это зависит в первую очередь от подходов к инвестированию. Возьмем, например, хорошо известные долларовые еврооблигации «Газпрома». Несмотря на то что «Газпром» является одним из крупнейших мировых эмитентов облигаций, хорошо известен инвесторам и представлен во всех индексах облигаций, деноминированных в долларах США, время от времени эти бумаги предлагают весьма интересные уровни доходностей. В частности, относительно недавно валютные еврооблигации «Газпрома» («Газпром, 2034» (LPN2) с купоном 8.625%) торговались с доходностью 7.5%, при этом компания имеет квазисуверенный риск, невысокий уровень долговой нагрузки и генерирует значительный денежный поток. Таким образом, с фундаментальной точки зрения данная инвестиция может быть весьма интересной, и если инвестор держит руку на пульсе, он может регулярно находить подобные предложения, определять оптимальный момент входа и фиксировать весьма привлекательную доходность в долларах США.

Конечно, всегда имеют место спекулятивные операции. Так, например, тот же «Газпром», о котором говорилось выше, показал прирост в валюте на 9.2% за период с конца апреля до середины мая 2014 года. То есть эту бумагу можно было использовать и для краткосрочной спекуляции. Однако очень малое количество инвесторов могут безошибочно определять относительные максимумы и минимумы рынка. Соответственно, понимание фундаментальных драйверов и относительной привлекательности различных инструментов абсолютно необходимо и позволит показать лучшие результаты по сравнению с краткосрочными спекулятивными операциями.

– Насколько активно вы сейчас следите за distressed-идеями?

– Наш консервативный подход к выбору инструментов для инвестирования ведет к тому, что в основном distressed-идеи в портфеле отсутствуют. Мы следуем строгой политике управления активами нашего конечного акционера — управляющей компании BNP Paribas Investment Partners, которая является частью международной финансовой группы BNP Paribas, и используем самые современные методики оценки рисков. Инвестиции в distressed-активы стоит совершать при наличии досконального понимания того, что происходит внутри компании. Данная информация часто бывает непубличной, и ее использование противоречит как нашим принципам управления на рынке, так и законодательству. В противном случае это мало чем отличается от игры в рулетку. Соответственно, учитывая замедление российской экономики и повышенную волатильность рынка, мы бы посоветовали всем инвесторам очень взвешенно подходить к distressed-идеям и не ориентироваться исключительно на высокую доходность к погашению либо большие купонные выплаты, так как привлекательная доходность сегодня может стать еще более привлекательной завтра.

– Каковы ваши ожидания по конъюнктуре рынка на ближайший квартал? Что сильнее всего портит аппетит инвесторам?

– Недавнее повышение ставок ЦБ РФ и ситуация вокруг пенсионной реформы продолжат оказывать наибольшее влияние на настроения инвесторов. Моим базовым сценарием является сохранение относительно низкого уровня ликвидности на рынке рублевых инструментов на фоне некоторого общего снижения доходностей к погашению — при условии отсутствия внешних негативных новостей. Важным моментом будет являться политика ЦБ РФ по управлению процентными ставками, и здесь, скорее всего, рынок начнет закладывать в цены вероятность снижения ставок после изменения инфляционного тренда с ускоряющегося на замедляющийся. Это должно поддержать рынок в целом и сектор ОФЗ в частности. С точки зрения сроков данный тренд наиболее вероятен во второй половине 2014 года. Соответственно, я бы посоветовал инвесторам постараться использовать возможности, предоставляемые рынком в настоящий момент, когда мы видим бумаги, торгующиеся с премией. Это особенно проявляется в последних первичных размещениях.

DIASOFT
всё по-настоящему

АВТОМАТИЗАЦИЯ ОПЕРАЦИЙ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ С ПОМОЩЬЮ DIASOFT FA# TREASURY

Собственные сделки РЕПО с корзиной ценных бумаг:
- Автоматическая загрузка компенсационного взноса
- Внутренний учет и отчетность

Интерфейс для взаимодействия с репозитарием:
- Автоматическая загрузка входящих и выгрузка исходящий сообщений
- Квартальный отчет

Россия, 127018,
Москва ул.Полковая 3, стр.14
т: +7(495) 780 7575; 789 9339
ф: +7(495) 780 7576; 789 9338
treasuryfa@diasoft.ru,
www.diasoft.ru

Реклама