«В периоды неопределенности облигации позволяют сохранить капитал»

В интервью Cbonds Review генеральный директор УК «Спутник – Управление Капиталом» Александр Лосев рассказал, чем обусловлен его выбор тех или иных бумаг в портфель, на каких «китах» сегодня держится первичный рынок, какие риски необходимо учитывать в условиях сильных внешних шоков, а также к бумагам каких секторов стоит присмотреться.

Александр ЛОСЕВ,
генеральный директор,
УК «Спутник – Управление Капиталом»,
ПОКУПАЕТ:

– В чем заключается ваша текущая стратегия управления?

– Динамическая ребалансировка защитных и рисковых активов в инвестиционных портфелях, то, что в Европе известно как CPPI (Constant Proportion Portfolio Insurance). Данная стратегия обеспечивает сохранение капитала и получение высокого инвестиционного дохода, поскольку позволяет использовать потенциал роста отдельных финансовых инструментов и гарантирует от рисков падения стоимости портфеля в целом и, по моему опыту, является наиболее оптимальной стратегией для нашего рынка, особенно в текущей ситуации.

– Три ключевых принципа, по которым вы сегодня отбираете бумаги?

– Кредитное качество эмитентов, соответствие ожидаемой доходности принимаемому рыночному риску, ликвидность бумаг.

– Какова структура вашего портфеля по типу инструментов?

– Акции, облигации, отчасти депозиты, в том числе и структурные депозиты и ноты. Есть и производные инструменты, но их использование ограничено регулированием, например при инвестировании средств пенсионных фондов или страховых резервов.

– Какую динамику показывают облигации по сравнению с другими классами активов?

– Динамика любых финансовых инструментов имеет свою определенную цикличность. Реалии российского рынка таковы, что корпоративные облигации и еврооблигации на длинных интервалах приносят инвесторам больше дохода, чем вложения в акции, банковские депозиты или, например, в золото. А в периоды неопределенности облигации позволяют сохранить капитал, конечно,

Эмитент/бумага	Валюта	Купон, %	Погашение/оферта	Цена последней сделки*, %	YTM, %	Дюрация (лет)	Примечание
ЮниКредит Банк, БО–22	RUB	10.3	11.08.2015	100.05	10.46	0.78	Короткая бумага, высокий рейтинг – защитный актив
Райффайзенбанк, БО–04	RUB	10.5	22.09.2015	100	10.78	0.88	Короткая бумага, высокий рейтинг – защитный актив
ВТБ, 2015, CHF (LPN)	CHF	5	17.11.2015	97.88	6.97	1.034	Короткая бумага, стабильная валюта – защитный актив
Банк Москвы, 2015–2 (LPN)	USD	6.699	11.03.2015	101.02	4.427	0.46	Короткая бумага, высокий рейтинг – защитный актив
«ЛУКОЙЛ», 2017	USD	6.356	07.06.2017	105.75	4.08	2.48	Высокий рейтинг, высокий купон, рыночный риск небольшой
Газпромбанк, 2016	USD	4.95	23.05.2016	101.75	3.85	1.56	Высокий рейтинг, высокий купон, короткая дюрация – защитный актив

* На 22.09.2014

при условии их высокого качества и некоторых ограничений дюрации.

— Какой защитной стратегии вы придерживаетесь на случай шоков?

— Сокращать дюрацию портфеля, уходить в качество, следить за ликвидностью и быть последовательным в своих действиях.

— Есть ли сейчас на рынке какие-то идеи для роста и получения интересной доходности?

— Участие в первичных размещениях. Сейчас мы наблюдаем цикл роста процентных ставок и очень интересные предложения на первичном рынке. Если в начале роста ставок сократить общую дюрацию портфеля и перейти в инструменты высокого кредитного качества, то уже к середине-концу такого цикла можно заменить короткие защитные бумаги на высокодоходные без существенного кредитного риска. Такой портфель будет обладать значительным потенциалом роста, а также приносить прибыль в дальнейшем.

— Есть ли секторы, в которых вы сейчас видите наибольший потенциал?

— В последнее время мы наблюдаем крайне неприятную ситуацию замедления экономики, снижения потребительской активности, роста инфляции, и все это на фоне введения западных санкций в отношении России. Сейчас с точки зрения рыночного инвестора необходимо выбирать те значимые секторы экономики, которым гарантирована поддержка со стороны правительства, Центрального банка и институтов развития. А также стоит обратить внимание на компании-экспортеры, обладающие стабильным потоком валютной выручки, или компании, спрос на продукты и услуги которых не эластичен и в меньшей степени зависит от экономических условий. Сегодня к таким эмитентам можно отнести большинство банков из топ-20, госкомпании, например «Газпром» и РЖД, сектор телекоммуникаций и мобильных операторов, качественный продуктовый ритейл, например сеть «Магнит», и, конечно же, компании нефтяной и газовой отраслей.

— Обращаете ли вы внимание на бумаги строительного сектора?

— Облигации ЛСР постоянно присутствуют в наших портфелях. Бумаги этой компании, с точки зрения инвестора, всегда имели хорошее соотношение риск/доходность, а также обладали такими немаловажными характеристиками, как ликвидность и разнообразие сроков погашений, а эмитент всегда следовал международным стандартам корпоративного управления и часто радовал держателей облигаций промежуточными офертами.

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

— Бумага на бирже стоит ровно столько, сколько за нее согласен заплатить покупатель. Цена отражает и текущую стоимость денег, и оценку риска, порой субъективную. Я считаю, что любые сделки на фондовом рынке, совершаемые неаффилированными или не связанными какими-либо соглашениями лицами, априори являются рыночными. А если эмитент считает, что его бумаги недооценены, он должен убедить инвесторов в своей финансовой надежности и перспективах бизнеса.

— Инвестируете ли вы в ипотечные бумаги?

— Да, в отдельных случаях. Как правило, ипотечные бумаги дают большую доходность по сравнению с обычными банковскими облигациями, но всегда следует обращать внимание на кредитное качество самого банка-эмитента и его процедуры оценки риска заемщиков. Крупные высоконадежные банки с международными кредитными рейтингами уровня BBB, как правило, гарантируют качественный отбор заемщиков по ипотечным кредитам, консервативную и справедливую оценку залогов и принимаемого риска.

— Какие потенциальные риски существуют и какие механизмы защиты предусмотрены структурой сделок секьюритизации?

— Главный риск для инвесторов состоит в том, что они никак не могут контролировать ни деятельность специального юридического лица (SPV), которому банк передает права требования, ни кредитные риски, ни сами залоги и изменение их стоимости, ни денежные потоки от кредитов, лежащих в основе секьюритизации, ни правоспособность самого SPV, ни операционные риски банка.

Защита для инвесторов заключается в возможности банков предоставить кредитные гарантии своим SPV или дать какое-либо обеспечение операциям секьюритизации, а также в использовании таких траншевых структур, где младшие транши секьюритизации могут брать на себя убытки, не прерывая платежи по более старшим траншам, при условии что у инвесторов именно старшие транши. Кроме того, для снижения рисков могут быть использованы кредитные и процентные деривативы, а также валютные свопы.

— Вы следите за distressed-идеями?

— Я считаю, что в настоящее время риски «плохих» компаний и «плохих» долгов огромны и не поддаются разумной оценке, поэтому оставил distressed-идеи до лучших времен.

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

— В первую очередь необходимо оценивать кредитные риски и объективную способность эмитентов исполнять свои обязательства. Также хочу отметить, что в этом году отчетливо проявляется страновой риск на рынке еврооблигаций, так как вследствие западных санкций в отношении ряда российских компаний и банков возрастают риски того, что эмитенты еврооблигаций, даже имеющие достаточное количество средств, не смогут исполнить свои обязательства по выплатам сумм в иностранной валюте из-за возможной блокировки счетов и ограничений по проведению транзакций. И, безусловно, рыночные риски невероятно выросли в этом году, поэтому их качественная и количественная оценка должна стать важнейшей частью инвестиционного процесса.

— Как будут вести себя рынки в ближайшие месяцы?

— К сожалению, неопределенность ситуации, действие западных санкций, сжатие ликвидности, повышение инфляции и снижение экономической активности в ближайшие месяцы будут оказывать негативное влияние на рынки. Мы видим, что рынок положительно реагирует на любые шаги по нормализации ситуации в Украине, на любой диалог с Западом, на поддержку со стороны Банка России и правительства, но рост начнется лишь тогда, когда все будут уверены в скором разрешении конфликта, возврате к нормальным отношениям и в снятии санкций, которые не нужны ни России, ни Западу. Хотелось бы быть оптимистом, но пока рыночная волатильность остается крайне высокой, а накопленные ресурсы для поддержания экономики хоть и большие, но небезграничные.