Год сбывшихся надежд?

КРУГЛЫЙ СТОЛ ПОРТФЕЛЬНЫХ УПРАВЛЯЮЩИХ

Игорь КОЗАК,
руководитель направления по управлению активами с фиксированной доходностью, ТКБ Инвестмент Партнерс

Алексей ХМЕЛЕНКО,
начальник управления операций на финансовых рынках, «Прогрессивные инвестиционные идеи»

Константин АРТЕМОВ,
портфельный управляющий, УК «Райффайзен Капитал»

КАК БЫ ВЫ ОДНОЙ ФРАЗОЙ ОХАРАКТЕРИЗОВАЛИ 2017 ГОД НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ ДЛЯ УПРАВЛЯЮЩИХ?

Игорь КОЗАК

– Можно сказать — идиллия. Прошедшие десять месяцев складывались достаточно успешно для облигационного рынка в целом. Те управляющие, кто в прошлом году верно выбрал стратегию с точки зрения позиционирования портфелей по дюрации и отбора эмитентов, несомненно, уже радуют своих клиентов хорошей доходностью. Тем не менее, несмотря на пословицу «цыплят по осени считают», подводить итоги рано, год еще не закончен.

Алексей ХМЕЛЕНКО,

– Тревожная халява. Инерция укрепления рубля и глобальное восстановление аппетита к риску обеспечили продолжение ралли на fixed income. Но уязвимостей на рынке стало больше, а соотношение апсайда к даунсайду сильно ухудшилось.

Константин АРТЕМОВ

– Я бы назвал 2017 год годом сбывшихся надежд. Для облигационного рынка все складывается очень удачно. Сейчас есть реальный шанс закончить год с ключевой ставкой на уровне 8%, по крайней мере, рынок это уже заложил в котировки ОФЗ.

Иван ГУМИНОВ

– В 2017 году произошел масштабный рост российского рынка облигаций. Мы увидели большой приток иностранных инвестиций и снижение процентных ставок регулятором. Индексы росли практически без коррекций. У меня такая динамика ассоциируется со взлетом ракеты и со знаменитым высказыванием Юрия Гагарина, который сказал: «ПОЕХАЛИ».

НАЗОВИТЕ КЛЮЧЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ НА РЫНКЕ БОНДОВ, КОТОРЫЕ ОПРЕДЕЛЯЛИ ВАШИ ДЕЙСТВИЯ КАК УПРАВЛЯЮЩЕГО В 2017 ГОДУ.

Станислав ПОНОМАРЕВ

– В 2017 году мы наблюдали сокращение доходностей в цикле снижения ставок. Основное движение на рынке ОФЗ происходило за счет нерезидентов.

Cbonds Review собрал за круглым столом известных портфельных управляющих на рынке облигаций, чтобы поговорить о том, какие события в большей степени влияли на формирование облигационных портфелей в течение года, какие инвестидеи сработали лучше всего, как институциональные инвесторы восприняли прошедшую рейтинговую реформу, насколько «разрушительными» оказались для индустрии управления активами последние инициативы регулятора и чего FI-управляющие ждут от рынка в 2018 году.

Иван ГУМИНОВ,
главный портфельный менеджер, «РОНИН Траст»

Станислав ПОНОМАРЕВ,
портфельный управляющий, УК «Трансфингруп»

Дмитрий ДОРОФЕЕВ,
портфельный управляющий, УК «Альфа–Капитал»

При этом локальные участники сосредоточили внимание на корпоративном секторе — мы увидели сильное сужение спредов как в корпоративном сегменте, так и в субфедеральном. Граница между первым и вторым эшелонами также практически стерлась. На рынке назрела коррекция, однако избыточная ликвидность заставляет инвесторов выкупать любые просадки. 2018 год будет тяжелым с точки зрения абсолютных доходностей: за последние несколько лет многие успели привыкнуть к двузначным доходностям, в следующем году такого уже не ожидается.

Игорь КОЗАК

– Как и годом ранее, на первом плане — инфляция и ее значительное снижение в течение года. Даже несмотря на достижение и некоторое опережение цели по инфляции, ЦБ РФ сохраняет умеренно жесткую денежно-кредитную политику (ДКП), понижая ключевую ставку поступательно. Совокупность жесткой ДКП и замедляющейся инфляции сформировали достаточно привлекательные условия в терминах реальной доходности, которая в течение года находилась на уровне выше 3% (одно из самых высоких значений на долговых рынках развивающихся стран). Это, в свою очередь, вызывает интерес к локальному долговому рынку со стороны иностранных инвесторов, доля которых в ОФЗ превысила 30%. По нашему мнению, этот тренд вполне может сохраниться и в течение 2018 года, но только в случае отсутствия каких-либо внешних раздражителей. Потенциал снижения кривой доходности среднесрочных и длинных ОФЗ сохраняется, но уже выглядит достаточно ограниченным.

Константин АРТЕМОВ

– Прежде всего, конечно, резкое замедление инфляции. Кроме того, я бы отметил активизацию корпоративных эмитентов на первичном рынке на фоне снижения ставок и активный выход субфедеральных заемщиков.

Дмитрий ДОРОФЕЕВ

– В начале года у нас уже были сформированы ожидания, связанные с существенным снижением доходностей по рублевым облигациям. Чтобы подтверждать их, нам приходилось внимательно отслеживать инфляционные тенденции и следить за риторикой ЦБ относительно денежно-кредитной политики. В сегменте долларовых еврооблигаций ситуация была менее однозначной в свете резкого роста доходностей UST в конце 2016 года на фоне политических событий в США. Существенно изменилась рыночная среда: один неожиданный политический ход или законопроект мог существенно изменить доходности на рынке UST и евробондов, поэтому многие инвесторы стали пристально следить за политическими тенденциями в США и судьбой законопроектов Дональда Трампа.

ЧТО ДЛЯ ВАС СТАЛО САМОЙ ПРИЯТНОЙ НЕОЖИДАННОСТЬЮ, А ЧТО – САМЫМ БОЛЬШИМ РАЗОЧАРОВАНИЕМ НА РЫНКЕ В 2017 ГОДУ?

Игорь КОЗАК

– Как ни странно и, может быть, даже грустно, неожиданностей практически не было. Приятным сюрпризом для всех нас, как для профессионалов, так и просто людей, получающих зарплату в рублях, несомненно стало достижение инфляцией, по крайней мере по итогам сентября, уровня 3% — самого низкого за всю историю. Это было достигнуто в том числе благодаря действиям ЦБ РФ, а также достаточно жесткому контролю расходной части бюджета Министерством финансов.

Иван ГУМИНОВ

– Действительно, приятной неожиданностью для меня стало быстрое снижение инфляции ниже 3%. В начале года я не ожидал такого сильного замедления. Как следствие, произошло снижение процентных ставок в рублевых бумагах.

Алексей ХМЕЛЕНКО

– Из приятного — последовательность ЦБ в борьбе с инфляцией. Разочарования в основном связаны с историей вокруг санации «Открытия». Объемы вливаний для закрытия дыры в балансе банка можно, конечно, считать бухгалтерскими проводками, но цена все равно высока.

«Инерция укрепления рубля и глобальное восстановление аппетита к риску обеспечили продолжение ралли на fixed income»

Константин АРТЕМОВ

– Повторюсь, но темпы замедления инфляции заставляют удивляться больше всего. Овощная дефляция, стагнация зарплат и доходов делают свое дело.

Больше всего разочарований принес, пожалуй, сегмент банковских бумаг, который превратился в минное поле.

Дмитрий ДОРОФЕЕВ

– Приятно, что в большинстве сегментов облигационного рынка был зафиксирован рост. К сожалению, на локальном рынке продолжают возникать неожиданные корпоративные конфликты, которые могут негативно сказываться на стоимости облигаций эмитентов, вовлеченных в эти истории.

КАК БЫ ВЫ ОПИСАЛИ СВОЮ СТРАТЕГИЮ НА РЫНКЕ В 2017 ГОДУ? НАСКОЛЬКО ОНА ОПРАВДАЛАСЬ?

Алексей ХМЕЛЕНКО

– Осторожная попутная поездка с рублем. Позиция была сформирована со значительной дюрацией, но либо в клубных выпусках, либо в ликвидных инструментах, с готовностью выйти в кэш при ухудшении конъюнктуры.

Иван ГУМИНОВ

– Наша стратегия предполагала понижение процентных ставок на рублевом рынке. Мы ожидали, что после достижения инфляцией целевого значения 4% регулятор начнет активнее снижать процентные ставки. Этот прогноз полностью оправдался. Высокие цены на нефть, стабильный рубль и приток иностранных инвестиций поддержали рост цен облигаций.

На рынке еврооблигаций наша стратегия заключается в выборе отдельных корпоративных историй и спекулятивных идей. Ожидание повышения процентных ставок в США заставляет инвестировать в евробонды на коротком временном горизонте.

Игорь КОЗАК

– Стратегия-2017 практически идентична той, что мы использовали годом ранее. Ставка была сделана на правильное позиционирование по дюрации с частичным хеджированием рыночного риска за счет бумаг с плавающей ставкой и, естественно, тщательный выбор эмитентов для включения в портфель с точки зрения их кредитного качества. Плюс ко всему, мы активно участвовали в первичных размещениях, которые предлагали достаточно привлекательную доходность.

Дмитрий ДОРОФЕЕВ

– В рублях мы формировали портфели, состоящие преимущественно из длинных качественных корпоративных бумаг и ОФЗ, что оказалось правильной стратегией. В евробондах сосредоточились на инвестировании в среднесрочные облигации с упором на более селективный подход к выбору эмитентов и бумаг. Кроме того, заметно увеличили аллокацию на зарубежные рынки, что тоже оказалось очень уместным.

Константин АРТЕМОВ

– Кроме краткосрочных вложений в долгосрочные ОФЗ я инвестировал в классические ОФЗ сроком до трех лет и короткие флоатеры, качественные корпоративные и субфедеральные бумаги. Общая дюрация портфелей не превышала 2–2.5, иногда трех лет.

Надо признать, что такая стратегия была весьма консервативной, и более высокая дюрация портфеля принесла бы более высокий доход.

ЧТО БЫ ВЫ НАЗВАЛИ ИНВЕСТИДЕЕЙ ГОДА НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ?

Иван ГУМИНОВ

– Главной инвестидеей было и остается инвестирование в долгосрочные рублевые облигации самых качественных эмитентов. В частности, это долгосрочные 10–15-летние ОФЗ. Самой

яркой спекулятивной идеей была короткая продажа инфляционных ОФЗ 52001.

Если говорить об эмитентах и удачных вложениях, то тут что-то конкретное выделить сложно. В целом инвестидеей для локального рынка была стратегия «лонг дюрация».

Дмитрий ДОРОФЕЕВ

– Соглашусь с тем, что лучшая идея на начало 2017 года — покупка длинных рублевых корпоративных облигаций и ОФЗ.

Константин АРТЕМОВ

– Если говорить про локальный рынок, то, конечно, долгосрочные ОФЗ (26218 и так далее).

КАКОЙ ПРОГНОЗ У ВАС ОТНОСИТЕЛЬНО РЫНКА ОФЗ? КАК ОН СЕБЯ ПОКАЗАЛ В 2017 ГОДУ И ЧТО ЖДАТЬ ОТ НЕГО В 2018 ГОДУ?

Игорь КОЗАК

– ОФЗ пользовались популярностью как со стороны локальных игроков, так и иностранных инвесторов. В конце прошлого года мы предполагали, что достаточно большой объем нетто-размещений может создать некоторое сдерживающее давление на снижение кривой доходности, однако видим, что все объемы размещаются, и достаточно успешно. Это стало возможно в том числе благодаря типу выпускаемых инструментов. Так, во времена роста волатильности Минфин размещал флоатеры, а в периоды спокойствия и роста им удавалось привлекать достаточно длинные деньги даже без премии ко вторичному рынку.

В следующем году положительная тенденция, вероятно, сохранится, однако характер движения кривой, скорее всего, претерпит некоторую трансформацию. Если в течение последних двух лет мы наблюдали инверсию в кривой или просто прямую кривую, то уже сегодня форма практически нормализовалась. Вероятно, в следующем году мы увидим незначительное снижение по длинному отрезку и более сильное по коротким и среднесрочным выпускам, то есть угол наклона кривой вырастет, что, в свою очередь, делает возможным заработок на классическом эффекте rolling down.

Алексей ХМЕЛЕНКО

– Рынок ОФЗ совместил в себе высокие абсолютные ставки и возможность принять «рейтс»-риск, играя на укреплении рубля. Мне кажется, что это слегка «overshooting» история, с учетом того, что ставки еще минимум год останутся в зоне отрицательного carry. Но это все равно лучше, чем корпораты под спред 50 б.п.

Думаю, что нас ждет увеличение выпуска флоатеров, потому что Минфин продолжит размещаться, а кто-то должен эти бумаги покупать при снижении интереса иностранцев к ОФЗ.

Иван ГУМИНОВ

– В этом году рынок ОФЗ продемонстрировал очень мощный рост. В 2018 году он, вероятно, продолжится, так как реальные процентные ставки остаются высокими, наблюдается бюджетная консолидация и возможно повышение рейтингов России в новом году. Я думаю, что весной Россия вернет себе инвестиционный рейтинг от одного или двух (вряд ли трех) международных агентств. Вероятно, это произойдет сразу после президентских выборов.

Дмитрий ДОРОФЕЕВ

– В свете ожиданий по дальнейшему смягчению денежно-кредитной политики и понижению ключевой ставки мы ожидаем продолжения снижения доходностей на рынке ОФЗ и в 2018 году. Возможно, оно будет не таким сильным, как в текущем году, но наверняка принесет инвесторам заметный доход.

Константин АРТЕМОВ

– Я полагаю, что доходности ОФЗ имеют потенциал снижения в диапазоне 7–7.5% по итогам 2018–2019 годов при терминальной ставке ЦБ РФ на уровне 6.5–6.75%. В этом году рынок ОФЗ проявил необычайную стойкость и дальновидность: коррекции были непродолжительными и выкупались очень быстро. Стабилизация инфляции в диапазоне 3–4% позволит ЦБ РФ снизить свой прогноз по терминальной ставке, однако мы очень осторожно относимся к таким смелым прогнозам: нам хотелось бы увидеть фиксацию инфляции и инфляционных ожиданий на более длительном горизонте, чем год.

«ОФЗ имеют потенциал снижения в диапазоне 7–7.5% по итогам 2018–2019 годов при терминальной ставке ЦБ РФ на уровне 6.5–6.75%»

ОДНА ИЗ ТЕНДЕНЦИЙ ЭТОГО ГОДА – СОКРАЩЕНИЕ ВЛОЖЕНИЙ БАНКОВ В РОССИЙСКИЕ ЕВРОБОНДЫ. КАК ВЫ ЕЕ ОБЪЯСНИТЕ? КАКОЙ СТРАТЕГИИ ВЫ ПРИДЕРЖИВАЕТЕСЬ В ОТНОШЕНИИ РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ?

Алексей ХМЕЛЕНКО

– ЦБ сократил валютное РЕПО. Плюс, ухудшается «оншор» ликвидность в долларе. Мне нравится соотношение риск—доходность в суверенном долге и не нравится доходность в корпоративном сегменте. Стратегия простая: покупать Россию и не покупать негосударственные банки.

Игорь КОЗАК

– Если говорить о евробондах, то положительная динамика наблюдалась и там. CDS на Россию вследствие относительно стабильной макроэкономической и геополитической ситуации снизился до предсанкционных уровней, доходности находятся на минимальных исторических уровнях, потенциал сужения спредов в корпоративном сегменте также себя практически исчерпал. Для российского евробондового рынка стратегия была в целом аналогична стратегии, применяемой на рублевом рынке, плюс к этому, в силу большей ликвидности данного рынка, мы применяли стратегию relative value, которая также себя оправдала.

Для нас одним из ключевых трендов года на рынке валютного долга стал частичный уход от российского рынка еврооблигаций и диверсификация ряда портфелей за счет долговых инструментов других стран. Это часть реализуемой стратегии по управлению портфелями. В силу того, что российские евробонды стали менее волатильными и практически исчерпали себя с точки зрения потенциала роста, ставка на страновую диверсификацию выглядит более чем оправданной. Мы существенно расширили юниверс инвестирования за счет валютных долговых инструментов других стран. Сегодня мы стараемся покрывать максимально широкий спектр валютных долговых инструментов, представленных на глобальном рынке, тщательно отбирая в портфели только лучшие с точки зрения соотношения риск—доходность идеи, которые имеют потенциал для роста.

Иван ГУМИНОВ

– На мой взгляд, упомянутая тенденция связана с началом цикла повышения процентных ставок в США. Банки не хотят держать этот процентный риск. Глобальный спрос на долларовые облигации уже сейчас падает в связи с растущим госдолгом США и планами ФРС по сокращению своего портфеля.

Дмитрий ДОРОФЕЕВ

– Если оценивать ситуацию агрегировано, то она стала следствием уменьшения объема рынка банковских еврооблигаций: вслед за снижением объема долларовых пассивов банки при прочих равных старались уменьшать и валютные активы. При этом доходности по большинству еврооблигаций находятся на своих многолетних минимумах, поэтому резко возрастает роль селективного подхода при выборе соответствующих выпусков, что особенно актуально для банковского сегмента. При инвестировании в евробонды мы придерживаемся принципа диверсификации: стараемся выбирать топ-пики в каждом сегменте и именно на них делаем упор в наших портфелях. При этом последнее время мы сокращаем аллокацию капитала на российские евробонды в пользу эмитентов из других стран, хотя российский рынок все еще остается для нас ключевым.

> *«Российские евробонды стали менее волатильными и практически исчерпали себя с точки зрения потенциала роста»*

БАНКОВСКИЕ ИСТОРИИ ПОСЛЕДНИХ МЕСЯЦЕВ ДОСТАТОЧНО СИЛЬНО УДАРИЛИ ПО СЕКТОРУ БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИЙ. КАКОВО ВАШЕ ОТНОШЕНИЕ К ЭТИМ ИНСТРУМЕНТАМ В ТЕКУЩЕМ МОМЕНТЕ? БУДЕТ ЛИ И ДАЛЬШЕ СОКРАЩАТЬСЯ ЭТОТ СЕГМЕНТ ЗА СЧЕТ СЕРЬЕЗНОГО СНИЖЕНИЯ СПРОСА ИНВЕСТОРОВ?

Игорь КОЗАК

– Мы крайне консервативно подходим к инвестированию в долговые инструменты финансового сектора, и уже достаточно давно. Наша лимитная ведомость по сегменту включает пять–семь имен. Доля сектора в портфелях минимальна.

Почему? Все достаточно прозаично. Исходя из всех историй, которые мы наблюдали на рынке последние четыре года (с момента прихода нового главы ЦБ РФ), можно сделать один важный вывод: какая бы красивая и правильная ни была отчетность банка, какие бы ни были рейтинги, банк как эмитент, особенно в РФ, — это сложный механизм, который без первичной отчетности просто так не понять. Я бы назвал проще — черный ящик. Думаю, даже знатоки телевизионного клуба «Что? Где? Когда?» никогда бы не угадали, что там лежит. Что касается нашей позиции: я считаю, что у нас достаточно сильная кредитная экспертиза по сектору, и во многом благодаря ей мы давно сделали для себя простой вывод — не покупать то, чего не понимаешь.

Более того, при принятии решения о покупке банковского риска через долговые ценные бумаги работает простая математика, и она не в пользу вложений

в эти инструменты. Наглядно это можно продемонстрировать, сравнив среднегодовые значения доходности российских еврооблигаций и риска на пятилетней ретроспективе для трех групп: корпоративного сектора, банков и фининститутов, а также суверенных еврооблигаций. Так, корпоративные бонды показали наименьшее значение риска (среднеквадратическое отклонение, СКО) — 9% при среднегодовой доходности около 5.3% годовых, для еврооблигаций госсегмента показатель СКО составил 9.4% при доходности 4% годовых, а для сегмента банков и финансовых институтов — 12.5% при доходности 6% годовых. Это означает, что, инвестируя в банковские еврооблигации, вы могли бы заработать на пятилетнем окне всего на 0.5–0.7% годовых больше, чем инвестируя в корпоративные еврооблигации. Но в случае стресса вы бы потеряли примерно на 7% больше, чем в корпоративном риске.

Чистка системы, несомненно, большой плюс для экономики в целом, но пока этот процесс не закончен, доверие к сектору со стороны инвесторов вряд ли имеет шансы на рост.

Иван ГУМИНОВ

– Мы всегда были осторожны при инвестировании в банковские облигации. Но события августа–сентября 2017 года несколько изменили нашу стратегию. Сейчас мы считаем наилучшей краткосрочной инвестидеей покупку приоритетных облигаций системно значимых санируемых банков — ФК «Открытие» и БИНБАНКа. Высокая доходность и гарантии ЦБ делают эти инструменты чрезвычайно привлекательными.

Дмитрий ДОРОФЕЕВ

– Мы продолжаем с осторожностью относиться к сектору. Инвесторы начинают более дифференцированно и внимательно оценивать кредитный риск различных эмитентов, что в итоге сильно сказывается на доходности их долговых инструментов. При этом стоит отметить важную тенденцию последних месяцев — относительное снижение восприятия кредитного качества субординированных бумаг, выпущенных по старым правилам. Судя по последней практике, можно говорить лишь о небольшом различии между субордами старого образца и нового в случае наступления негативного события по банку-эмитенту. Поэтому переоценка требуемых норм доходностей по данным инструментам может продолжиться в ближайшие месяцы. Также стоит напомнить, что банковские бессрочные облигации — это все-таки гибридный инструмент, которому свойственны дополнительные риски. А последние события показали, что многие инвесторы об этом забыли.

Константин АРТЕМОВ

– Мы всегда очень осторожно относились и продолжаем с опаской относиться к сегменту банковских бумаг. Несмотря на банковскую чистку в стране — а иначе это не назвать — мы и сейчас инвестируем в этот сектор, но исключительно в высоконадежные банки (банки с государственной поддержкой, банки с мажоритарным и устойчивым иностранным акционером) и банки с проверенной рыночной бизнес-моделью (ТКС Банк, РН Банк).

Алексей ХМЕЛЕНКО

– Исторически банковские бумаги покупают в основном банки в рамках лимитов друг на друга, а у них часто проблемы с давлением на капитал и выбором этих лимитов. Так что это скорее естественный процесс. Но при сужении спредов мы видим интерес инвесторов к премии, предоставляемой банками. Так что говорить можно о сокращении спроса преимущественно в отношении банков второго эшелона, где риски заметно выше.

КАКИХ ИНСТРУМЕНТОВ НА ЛОКАЛЬНОМ РЫНКЕ НЕ ХВАТАЕТ ВАМ КАК УПРАВЛЯЮЩЕМУ?

Алексей ХМЕЛЕНКО

– Производных инструментов для хеджирования позиций.

Дмитрий ДОРОФЕЕВ

– Хотелось бы иметь более широкий список ликвидных корпоративных имен.

Константин АРТЕМОВ

– Мне кажется, что биржевые CDS на крупнейших заемщиков (а дальше — больше, на индексы High Yield) в РФ могли бы быть интересны рынку.

Игорь КОЗАК

– На наш взгляд, явно не хватает иностранных (номинированных в валюте, отличной от рублей РФ) цен-

«При покупке банковского риска через долговые ценные бумаги работает простая математика, и она не в пользу этих инструментов»

ных бумаг (акций, еврооблигаций, ETF), допущенных на ММВБ.

Действующее законодательство разрешает приобретать в портфели клиентов — неквалифицированных инвесторов только иностранные ценные бумаги, допущенные к торгам российскими организаторами торговли. Мы видим существенный интерес клиентов к валютным инструментам, вместе с тем выбор таких инструментов ограничен. Кроме того, порог входа по большинству бумаг ограничен достаточно большим размером стандартных лотов по еврооблигациям, что неприменимо для небольших неквалифицированных клиентов.

Иван ГУМИНОВ

– Пережив кризис 2014 года, мы получили массу защитных инструментов, в том числе инфляционные ОФЗ, флоатеры. При этом долгосрочные облигации (если не принимать во внимание ОФЗ) на рынке практически не размещались. Сейчас очень мало долгосрочных бумаг на рынке, их не хватает. Поэтому доходности по длинным облигациям неадекватно низкие. Хотелось бы, чтобы пяти–десятилетние бумаги выпускало не только Министерство финансов, но и компании реального сектора.

Станислав ПОНОМАРЕВ

– Не хватает новых корпоративных имен, желательно с рейтингами не ниже BB-. Мы ожидаем появления как минимум двух, раскрыть их пока не могу. А в целом рынок исчерпал себя, торгуются в основном 50–60 бумаг в 20 именах.

Думаю, что в следующем году инвесторы будут искать доходные истории, при этом с осторожностью будут относиться к кредитному риску. В таких условиях востребованными будут инструменты качественной секьюритизации — ипотечные ценные бумаги и СФО.

Этот класс активов имеет обеспечение, у большинства бумаг рейтинг выше суверенного, при этом они торгуются с относительно широкими спредами.

Важно и то, что ИЦБ отделены от баланса банка-оригинатора. Как мы могли наблюдать в этом году, после того как стали санировать Татфондбанк, на бумаги ИА Татфондбанк был спрос. ИЦБ имеют ежеквартальную амортизацию, а значит, мы можем прогнозировать постоянный денежный поток, что конкретно для пенсионных фондов облегчает актуарные расчеты, а для портфельных управляющих увеличивает оборачиваемость портфеля и дает больше маневра для инвестирования.

Мы одними из первых начали торговать этими бумагами и активно пытаемся сделать данный инструмент более ликвидным. Если раньше ими торговали два-три участника, то сейчас их число увеличилось до восьми–десяти. Это, конечно, по-прежнему мало, но есть прогресс.

Помимо ипотечных бумаг нам также интересны инструменты неипотечной секьюритизации. Мы покупали бумаги СФО Европа (секьюритизация автокредитов) и были одним из якорных инвесторов в СФО ПСБ МСБ (секьюритизация кредитов малому и среднему бизнесу). Последнюю сделку я считаю одной из лучших на рынке секьюритизации.

НАЦИОНАЛЬНЫЕ РЕЙТИНГОВЫЕ АГЕНТСТВА И РЫНОК: ЯВЛЯЕТСЯ ЛИ РЕЙТИНГОВАЯ РЕФОРМА ПОЛОЖИТЕЛЬНОЙ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ? НАСКОЛЬКО СЕРЬЕЗНЫ ЭТИ ИЗМЕНЕНИЯ ДЛЯ ВАС КАК ИНВЕСТОРА?

Игорь КОЗАК

– Пока оценить работу национальных рейтинговых агентств сложно — прошло не так много времени, а репутация должна нарабатываться годами, кроме того, необходимо завоевать доверие инвесторов.

Изменения более чем серьезные. Ключевой вопрос сейчас для большинства участников рынка — насколько быстро, оперативно и качественно агентства смогут покрыть рейтингами весь юниверс рынка. У инвесторов уже возникают проблемы с реинвестированием высвобождающихся средств. Очень небольшая часть рынка покрыта рейтингами, и это вкупе с новым регулированием создает дополнительные риски, особенно для институциональных инвесторов. Так, например, по примерным подсчетам, только на горизонте ближайшего года пенсионным фондам предстоит реинвестирование около 500–650 млрд руб. погашений и купонных выплат по облигациям. На данный момент только рынок ОФЗ может переварить такой объем.

Еще один важный нюанс: захотят ли эмитенты получать новые рейтинги, ведь у крупных частных и некоторых государственных компаний всегда есть альтернатива — выйти на рынок еврооблигаций. Как показала практика этого года, некоторые из них не торопятся с получением новой буквы рейтинга и без каких-либо проблем занимают в рублях и через еврооблигации.

Дмитрий ДОРОФЕЕВ

– Изменения весьма серьезные, и они уже сильно повлияли на рынок. Наибольшее влияние они оказали на сегмент инвестирования средств пенсионных накоплений, в котором стал наблюдаться заметный дефицит инвестиционных инструментов.

Иван ГУМИНОВ

– Это самый сложный вопрос! Национальные рейтинговые агентства (в частности АКРА) были созданы совсем недавно, но уже сыграли важную роль на нашем рынке. Именно АКРА не дало банку «ФК Открытие» рейтинг, необходимый для инвестирования пенсионных и государственных денег. Этот факт привел к оттоку клиентских средств и к необходимости процедуры финансового оздоровления. С первого взгляда кажется, что АКРА поступило профессионально и указало на высокие риски в этом системно значимом банке. Но я считаю, что в значительной мере АКРА спровоцировало ухудшение кредитных метрик этого банка.

Я считаю, что если по политическим причинам мы в России отказываемся от услуг международных рейтинговых агентств, то обязаны иметь как минимум два профессиональных национальных рейтинговых агентства. Иначе мы получаем не рейтинговое агентство, а монополиста со всеми вытекающими негативными эффектами.

В середине октября агентство «Эксперт РА» согласовало с ЦБ свою новую методику рейтингов корпоративных эмитентов. Я надеюсь, что рейтинги «Эксперта» в ближайшее время начнут учитываться для целей инвестирования средств пенсионных накоплений. В этом случае можно будет говорить о нейтральном эффекте от замены международных агентств национальными.

Станислав ПОНОМАРЕВ

– Изменения серьезные, многие активы теперь нельзя покупать на средства страховых резервов. Например, рейтинг АКРА подходит только для банковских организаций, а про корпоративный сегмент забыли. Плюс пока нет доверия к национальным рейтинговым агентствам: почему, например, Белгородская область оценена на уровне А+, так же, как и Самарская, а Тамбовская — на уровне ВВВ+? При этом Белгородская область является наиболее слабым из перечисленных эмитентов.

Алексей ХМЕЛЕНКО

– Не хотелось бы комментировать. Но рейтинговая реформа вызвала серьезные сложности в инвестиционной деятельности.

Константин АРТЕМОВ

– В процессе инвестиций я стараюсь просматривать кредитные метрики объектов инвестирования сам, принимая кредитные рейтинги (в тех портфелях, где это возможно) лишь в информационных целях. С точки зрения регулирования инвестиций для пенсионных и страховых средств ситуация достаточно сильно поменялась на первом этапе: не все компании успевают оперативно получить рейтинги АКРА и «Эксперт РА».

В 2017 ГОДУ НА РЫНКЕ ПОЯВИЛОСЬ ДОСТАТОЧНО БОЛЬШОЕ КОЛИЧЕСТВО ВЫПУСКОВ КОММЕРЧЕСКИХ ОБЛИГАЦИЙ. ЕСТЬ ЛИ ИНТЕРЕС К ЭТОМУ ИНСТРУМЕНТУ У РЫНОЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ?

Иван ГУМИНОВ

– В 2017 году мы в размещениях коммерческих облигаций не участвовали. Я воспринимаю коммерческие облигации как альтернативу вексельной программе. Коммерческие облигации проще выпускать, чем стандартные бумаги, так как нет необходимости в государственной регистрации проспекта, решения о выпуске и отчета об эмиссии. С другой стороны, привлечение центрального депозитария, который ведет учет бумаг и присваивает регистрационный номер, снижает операционные риски, возникающие при выпуске векселей. Коммерческие облигации интересны небольшим заемщикам, кредитное качество которых, к сожалению, не достаточно высокое для публичного размещения. Поэтому эмиссия коммерческих облигаций происходит в пользу узкого списка потенциальных приобретателей. Соответственно, и вторичное обращение этих бумаг оказывается затруднено. Чтобы торговать этими бумагами, нужно иметь экспертизу. Мы же инвестируем в публичные ликвидные торгуемые долговые инструменты, имеющие достаточно высокое кредитное качество и соответствующий рейтинг.

Алексей ХМЕЛЕНКО

– Инвестора интересует доходность и иногда риск. С доходностями там все хорошо. С риском иногда тоже.

Дмитрий ДОРОФЕЕВ

– Эти инструменты занимают крайне узкий рыночный сегмент и вряд ли получат широкое распространение на рынке из-за невысокой защиты средств инвесторов.

В 2017 ГОДУ ПРОДОЛЖИЛСЯ ЭКСПОНЕНЦИАЛЬНЫЙ РОСТ БОНДОВЫХ ETF: КАК ВЫ ОБЪЯСНИТЕ ЭТУ ТЕНДЕНЦИЮ И СОХРАНИТСЯ ЛИ ОНА В 2018 ГОДУ?

Иван ГУМИНОВ

– Для большинства здоровых экономических процессов характерна экспоненциальная динамика. Рынок облигаций вырос, поэтому растут облигационные ETF. В 2018 году я ожидаю продолжения роста рынка облигаций, и, как следствие, ETF тоже будут расти в размерах.

Алексей ХМЕЛЕНКО

– Денег больше, чем идей. Плюс удобство инвестирования перебивает осталь-

«Рынок исчерпал себя: на нем торгуются в основном 50–60 бумаг в 20 именах»

«Рейтинговая реформа вызвала серьезные сложности в инвестиционной деятельности»

ные проблемы. Так что эта тенденция действительно сохранится.

Константин АРТЕМОВ

– Низкие глобальные процентные ставки предполагают низкие издержки для инвесторов, лучшим инструментом в этой части на текущий момент являются ETF. Вероятно, что в ближайший год-два тенденция на рынке сохранится.

Дмитрий ДОРОФЕЕВ

– В целом растет спрос инвесторов на готовые инвестиционные продукты и решения. Мы чувствуем это даже на примере своих собственных фондов. Так, наш топовый фонд «Альфа-Капитал Облигации Плюс» за последний год увеличился примерно в восемь раз по размеру СЧА.

2017 ГОД БЫЛ ДОСТАТОЧНО НАСЫЩЕННЫМ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ НОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ. КАК ВЫ ОЦЕНИВАЕТЕ ПОСЛЕДНИЕ РЕГУЛЯТИВНЫЕ ИНИЦИАТИВЫ ЦБ? НАСКОЛЬКО СИЛЬНО ЭТО КОСНУЛОСЬ ВАС КАК УЧАСТНИКОВ РЫНКА?

Алексей ХМЕЛЕНКО

– Мы являемся участниками процесса, который призван упорядочить отношения на рынке и снизить риски, но издержки этого процесса порой довольно неприятны. Будем надеяться, что правоприменение сгладит ряд острых углов.

Станислав ПОНОМАРЕВ

– Оцениваю отрицательно. Как всегда, идея хорошая, а исполнение — нет. Самый простой пример — 4075-У: в соответствии с требованиями указания в расчет капитала УК попадают низкорисковые эмитенты, имеющие рейтинг АКРА или «Эксперт РА». При этом ОФЗ в расчет не попадают, так как не имеют рейтингов в соответствующих рейтинговых агентствах.

Иван ГУМИНОВ

– Для нас как управляющих портфелями пенсионных накоплений наиболее важным стало вступление в силу нового постановления 580-П в июле 2017 года. Это основной документ, регулирующий правила инвестирования пенсионных накоплений НПФами. Оно пришло на смену старому положению 451-П, которое много раз менялось и совершенствовалось. В новом постановлении 580-П указаны требования по рейтингам для эмитентов облигаций и банковских депозитов. В частности, установлено требование о наличии рейтинга от аккредитованного российского рейтингового агентства. Пока в полной мере такую аккредитацию имеет только АКРА. Мы надеемся, что другие агентства в ближайшее время также смогут получить такую аккредитацию. Впрочем, за несколько месяцев его действия в постановлении 580-П уже появились изменения. Так, с первого января 2018 года перестанет действовать пункт, согласно которому достаточным условием для покупки облигаций в портфель пенсионных накоплений является включение этих облигаций в котировальный список высшего уровня биржи. Но главное остается неизменным: для пенсионных денег рынок облигаций остается основным инвестиционным инструментом.

Игорь КОЗАК

– Мне кажется, что формулировка «достаточно насыщенный» — крайне мягкая. Наверное, как минимум одну треть всего времени в течение года большая часть участников рынка была занята мониторингом, подготовкой и последующей реализацией на практике новых инициатив ЦБ РФ в отношении регулирования процедур и требований к инвестированию средств пенсионных накоплений, страховых резервов, собственных средств и так далее. Данные изменения, по-моему, коснулись всех участников финансового рынка и даже эмитентов корпоративного сегмента, которым для размещения своих займов и сохранения прежней максимально широкой базы инвесторов теперь необходимы совершенно новые рейтинги. Несомненно, ЦБ РФ проделал огромную и полезную работу. Однако мне кажется, что такие масштабные инициативы нужно реализовывать поступательно, либо давать участникам рынка больше времени на реализацию данных нововведений. Возможно, стоило бы предложить некий адаптационный период. Так, по некоторым указаниям ЦБ РФ приходилось, как говорится, «на ходу» выяснять и задавать уточняющие вопросы регулятору в отношении трактовок отдельных нормативных документов.

Константин АРТЕМОВ

– Как активного участника рынка коллективных инвестиций любые регуляции ЦБ РФ касаются нас в первую очередь. Самой неоднозначной инициативой, на мой взгляд, является необходимость поддержки в портфеле значительной ликвидной части. Это зачастую может существенно размыть результаты управления.

Ограничения в 15% на одного брокера также добавляют технические неудобства при управлении фондами облигаций, где погашения (частичные погашения) происходят достаточно регулярно, а значит, необходимо отслеживать и корректировать долю денежных средств у брокера. В этой ситуации было бы лучше дать возможность управляющим компаниям стать полноценными участниками торгов — без посредников — и иметь риски лишь на биржевую структуру.

Кроме того, необходимость ежедневного раскрытия структур ETF и несоответствие локального законодательства международным требованиям в части кодировок CFI создают дополнительные сложности инвестирования средств клиентов в иностранные активы.