Закончился режим «заработать», включается режим «не потерять»

КРУГЛЫЙ СТОЛ УПРАВЛЯЮЩИХ НА РЫНКЕ FIXED INCOME–ИНСТРУМЕНТОВ

Дмитрий БОРИСОВ,
начальник отдела управления активами, ИК «Локо–Инвест»

Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ,
к. ф.–м. н., CFA, начальник отдела управления активами на рынках инструментов с фиксированной доходностью, УК «Открытие»

Максим ЧЕРЕНОВ,
начальник управления ценных бумаг, Азиатско–Тихоокеанский банк

КАКОВЫ ВАШИ ОЖИДАНИЯ ОТ РОССИЙСКОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ В 2018 ГОДУ? НАЗОВИТЕ КЛЮЧЕВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ НА РЫНКЕ БОНДОВ, КОТОРЫЕ ОПРЕДЕЛЯЮТ ВАШИ ДЕЙСТВИЯ КАК УПРАВЛЯЮЩЕГО НА ДАННОМ ЭТАПЕ?

Дмитрий БОРИСОВ

— Несмотря на ухудшение геополитической картины, основными движущими силами локального рынка облигаций пока все еще остаются высокая рублевая ликвидность и теперь уже робкие, но сохраняющиеся ожидания по снижению ключевой ставки Банком России. Если до начала новой волны санкционного давления мы ожидали продолжения позитивной динамики по длинным бумагам, то после реализации жесткого сценария наше внимание сместилось к более консервативным прогнозам.

Игорь ТАРАН

— Рынок рублевых облигаций по-прежнему дает инвесторам хорошие возможности заработать. Мы всё еще находимся в цикле снижения ключевой ставки, причем если совсем недавно мы ожидали, что цикл нормализации денежно-кредитной политики завершится уже в этом году, то последние данные по инфляции свидетельствуют в пользу того, что ЦБ может продолжить снижать ставки и в следующем году. Конечно, с учетом последних событий и волатильности на валютном рынке можно ожидать, что ЦБ возьмет на некоторое время паузу, но в целом процесс снижения ставок будет продолжаться. В этом году мы еще ожидаем увидеть близкие к двухзначным доходности по фондам, инвестирующим в российские

Cbonds Review расспросил известных управляющих на рынке fixed income-активов о том, даст ли российский рынок облигаций возможности для заработка в 2018 году, где можно найти интересные инвестиционные идеи и на каких ключевых рисках в текущих условиях стоит сосредоточиться управляющему облигационным портфелем.

Игорь ТАРАН,
директор по работе с долговыми инструментами, УК «Альфа–Капитал»

Константин АРТЕМОВ,
портфельный управляющий, УК «Райффайзен Капитал»

облигации — что, кстати, существенно превышает ставки по депозитам в банках, — но в следующем году инвесторы, конечно, смогут рассчитывать уже на более скромный доход.

Одна из важнейших тенденций, которую мы видим, — существенный рост интереса частных инвесторов к рынку облигаций. Почти все управляющие компании отмечают значительные перетоки средств вкладчиков с депозитов в фонды облигаций. Совокупный объем депозитов в банках все еще несопоставимо больше объема всего рынка коллективных инвестиций в России, но начало движения уже положено. Сейчас перетоки идут в облигации, в следующем году с учетом снижения доходностей на рынке они могут прийти уже на рынок акций. Кстати, поэтому мы очень позитивно смотрим на перспективы российского рынка акций на горизонте следующих двух-трех лет.

Если вернуться к рынку облигаций, то вторая важная тенденция, которую мы видим, — рост профицита рублевой ликвидности в банковской системе благодаря покупкам Минфина на валютном рынке и существенной докапитализации банков Фондом консолидации банковского сектора. Избыточная рублевая ликвидность — это, с одной стороны, буфер, который сможет защитить рынок, если иностранцы в какой-то момент решат продавать ОФЗ, с другой стороны — важный фактор, который будет удерживать уже достаточно узкие спреды по корпоративным облигациям от расширения. Если резюмировать, то мы думаем, что доходности на среднесрочном и долгосрочном горизонтах продолжат снижаться, хоть и не так быстро.

Последнее, на что хотелось бы обратить внимание, — это рост уровня процентного риска на российском рынке облигаций. Непрерывное ожидание снижения будущих доходностей в течение последних нескольких лет привело к значительному удлинению рынка рублевых облигаций, что несет в себе риск, хорошо знакомый инвесторам на рынке еврооблигаций, но пока еще относительно новый для рублевого рынка. Насколько готовы к нему различные участники российского рынка — вопрос открытый.

Максим ЧЕРЕНОВ

— События 2014 года и последовавшее за ними снижение цены нефти вызвали значительное падение цен на долговых рынках РФ. Одновременно это создало невероятные возможности для инвестирования. Так, в январе 2015 года ОФЗ 26207 стоила около 70%, на начало апреля 2018-го она торгуется около 108.60%, что позволило бы получить доходность более 27% годовых на этом интервале. Доходность с пика в 13.5% снизилась до 6.95% и, на мой взгляд, достигла справедливого уровня, учитывающего обещания ЦБ окончательно установить ключевую ставку на уровне таргета по инфляции в 4% плюс 2.5%, а также премии за срок в районе 0.5%.

Я бы сказал, что именно в 2018 году закончилось действие «старых» кризисных факторов. Закончился режим «заработать», и включается режим «не потерять». Наивно было бы ждать тех же уровней прибыльности как в ОФЗ, так и в большинстве корпоративных облигаций. Не добавляет оптимизма и новый фактор обострения отношений России и стран Запада, что сокращает интерес иностранных инвесторов в рублевые инструменты. Все это вынуждает выбирать защитные стратегии при формировании портфеля на 2018 год.

Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ

— Рынок облигаций начал 2018 год внушительным ростом по всем секторам. «Спонсорами» этой выдающейся динамики уже в который раз явились иностранные игроки, которые, по данным ЦБ РФ, контролируют уже более трети всех государственных выпусков, а также осмелевшие локальные спекулянты, окончательно поверившие в решимость регулятора добиться снижения инфляции любой ценой. Глава регулятора неоднократно заявляла, что целевым будет являться

уровень ставок в коридоре 6–7%. Однако доверие к монетарной политике ЦБ РФ значительно возросло в последнее время, и ОФЗ высокой дюрации демонстрируют опережающую динамику, оставляя немного пространства для роста цены от снижения коротких ставок.

Что касается влияния международных финансовых рынков на российскую валюту и внутренний денежный рынок, то здесь основными факторами будут являться в первую очередь санкции и новая экономическая политика команды президента США. Вопрос с санкциями абсолютно непрозрачен, а вот новый курс с точки зрения политики достаточно прогнозируем. Рост экономики при полной занятости не может не привести к росту инфляции и, как следствие, к дальнейшему росту базовых ставок, определяемых ФРС. В марте 2018 года Федрезерв повысил ключевую ставку, и рынок закладывается еще как минимум на два подобных действия в наступающем году. Повышение ставки ФРС означает понижение привлекательности carry trade в локальных валютах развивающихся стран, в том числе рубля и бразильского реала. Это может привести к резкому сокращению позиций иностранных инвесторов в ОФЗ в случае неблагоприятного развития ситуации. И как следствие — к коррекции на рынке государственных облигаций со сроками погашения через 7–10 лет, где в отдельных выпусках доля иностранных инвесторов составляет более 75%.

С другой стороны, поражение Республиканской партии на промежуточных выборах в Конгресс США в ноябре 2018 года может привести к патовой ситуации в законодательной ветви власти и к торможению реформ. В таком случае, вероятно, carry trade продолжится в течение следующих двух лет, до президентских выборов 2020 года.

В итоге мы не видим пространства для резкого рывка процентных ставок в России вниз в текущем году, хотя, по всей вероятности, компрессия спредов корпоративных эмитентов I–II эшелонов продолжится. При наличии среди приоритетов регулятора экономического роста лучшим решением будет включение в портфель облигаций компаний, выигрывающих от развития экономики, работающих в таких отраслях, как машиностроение, лизинг, производство строительных материалов.

«В этом году мы еще ожидаем увидеть близкие к двухзначным доходности по фондам, инвестирующим в российские облигации»

ДАСТ ЛИ РОССИЙСКИЙ РЫНОК РЕАЛЬНЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ ЗАРАБОТКА ИНВЕСТОРАМ В ОБЛИГАЦИИ? ГДЕ СКОРЕЕ ВСЕГО МОЖНО БУДЕТ РЕАЛИЗОВАТЬ ХОТЬ КАКИЕ-ТО ИДЕИ?

Дмитрий БОРИСОВ

— С начала года вложения в длинные облигации сформировали запас прочности, который позволил рынку с чуть большим «комфортом» испытать давление коррекции. Новые уровни доходностей ОФЗ и возросших корпоративных спредов к ним сегодня позволяют переформатировать портфели как с точки зрения дюрации, так и с точки зрения набора бумаг. Наиболее очевидной идеей выглядит продажа «недопроданных» и покупка «перепроданных» выпусков со схожими параметрами.

Максим ЧЕРЕНОВ

— Как показывает практика, возможности заработка появляются всегда и в непредсказуемые моменты. Будет ли это коррекция на ОФЗ, вызванная выходом нерезидентов из активов, либо проблемы у качественных эмитентов второго эшелона по примеру недавних событий вокруг АФК «Система» — при должной оценке рисков все это может послужить хорошей возможностью наращивания позиций.

Игорь ТАРАН

— На мой взгляд, рублевый рынок по-прежнему остается очень простым с точки зрения идеи инвестирования. Снижение ключевой ставки, сохранение узких спредов, низкая дифференциация по кредитному качеству и очень близкие значения спредов, если мы говорим об эмитентах I–II эшелонов, позволяют достаточно просто составить основную часть портфеля. При этом разница в спредах между эмитентами I–II и III эшелонов недостаточно велика, чтобы сильно увеличивать позиции в этом, более рискованном сегменте рынка в данный момент. Поэтому для портфеля рублевых облигаций по большому счету важнейшей мерой риска, влияющей на его результат, является дюрация — именно через активное

управление длиной портфеля в этом году будет формироваться основной результат управления. Конечно, на результат по-прежнему влияют и выбор конкретных бумаг, относительное сопоставление спредов между обращающимися выпусками, участие в размещениях с премией ко вторичному рынку.

На рынке российских еврооблигаций ситуация намного сложнее. К началу текущего года мы подошли уже с очень узкими спредами, что, с моей точки зрения, не отражало уровень политических рисков; и, как показали недавние события, так оно и оказалось. Поэтому уже с конца прошлого года мы последовательно снижали долю российских эмитентов в своих инвестиционных портфелях, и к моменту введения последнего пакета санкций доля российских еврооблигаций в наших основных стратегиях уже не превышала 35%. Сейчас нам требуется некоторое время для того, чтобы переоценить ситуацию с российскими еврооблигациями — не исключено, что после последнего снижения мы начнем постепенно возвращаться на российский рынок. Пока же нам кажется, что основные возможности на рынке еврооблигаций лежат за пределами России, в первую очередь на рынках еврооблигаций других развивающихся стран. Конечно, каждый рынок, в который мы инвестируем, имеет свои особенности и специфические риски, но сейчас мы считаем, что на горизонте нескольких лет инвестиции в облигации за пределами России принесут инвестору больший доход.

НА КАКУЮ ИНВЕСТИЦИОННУЮ ИДЕЮ ВЫ БЫ ПОСТАВИЛИ НА БЛИЖАЙШИЙ КВАРТАЛ ИЛИ ПОЛУГОДИЕ? ЧТО БЫ ВЫ НАЗВАЛИ ИНВЕСТИДЕЕЙ-2018 НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ?

Максим ЧЕРЕНОВ

— Определенные надежды на повышенную отдачу от вложений я связываю с инфляционными линкерами. Потребительская инфляция на уровне 2.2% скорее является временным явлением и должна вырасти, что позволит инвесторам получить более высокий доход, чем при вложениях в обычные ОФЗ.

Дмитрий БОРИСОВ

— Однозначно говорить об инвестиционной идее при текущем уровне неопределенности не представляется возможным. Мне видится, что главной идеей в течение ближайшего квартала будет внимательно следить за новостным фоном и оперативно принимать решения по открытию длинных и коротких позиций в ОФЗ.

Игорь ТАРАН

— Сейчас мы видим значительное ухудшение геополитической ситуации. Мы знаем, что доля иностранных инвесторов в ОФЗ высока, и это дополнительный риск. Можно согласиться с тем, что фундаментально доходности на рублевом рынке остаются привлекательными — реальная процентная ставка значительно выше целевого долгосрочного уровня ЦБ. Можно согласиться и с тем, что нет значительной угрозы роста инфляции в этом году, а также с тем, что долгосрочно потери рынка ОФЗ от возможных продаж со стороны иностранцев выглядят ограниченными, но при этом сейчас мы все-таки предпочитаем занять относительно защитную позицию, то есть сократить уровень рыночного риска в наших портфелях. Думаю, что ЦБ также возьмет на некоторое время паузу в снижении ставки, для того чтобы снизить волатильность на валютном рынке. В целом же наша позиция не меняется — мы ставим на продолжение снижения доходностей на рублевом рынке на горизонте следующего года. Если говорить о валютных инвестициях, мы считаем, что у ФРС нет возможности так сильно поднять ставку в течение следующих двух лет, как сейчас оценивает рынок. Для этого есть целый ряд причин: это и невозможность транслировать более высокие ставки на реальный сектор экономики без значительного ухудшения ее состояния, и приближающееся окончание текущего экономического цикла, и проблемы со стоимостью обслуживания долга. Мы считаем, что доходности длинных казначейских облигаций к концу года будут на более низких уровнях, чем сейчас предполагает рынок. Поэтому против консенсуса рынка мы даже увеличивали уровень рыночного риска в наших валютных портфелях в последнее время.

КАК БЫ ВЫ ОПИСАЛИ СВОЮ ТЕКУЩУЮ ИНВЕСТИЦИОННУЮ СТРАТЕГИЮ?

Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ

— Диверсификация и постепенное снижение дюрации в пользу более высокодоходных «кредитных» историй. Кроме того, по всем портфелям, где декларация позволяет, мы держим значительное квазидепозитное «ядро» из облигаций «новых госбанков».

Может быть, если на длинных ОФЗ случится массированная распродажа, есть смысл спекулятивно брать ликвидные выпуски на небольшой срок.

Игорь ТАРАН

— На рынке рублевых облигаций — в первую очередь активное управление дюрацией портфеля. Мы отталкиваемся от горизонта 1–6 месяцев для принятия тактических решений и 1–1.5 года для принятия более долгосрочных решений. При этом нам также очень важно управлять рисками снижения стоимости портфеля на случай, если что-то пойдет не так. У нас очень большой портфель — объем ПИФов рублевых облигаций уже превышает 30 млрд руб., мы занимаем второе место на рынке коллективных инвестиций по размеру облигационных фондов. Конечно, с таким объемом портфеля молниеносная реакция на изменение ситуации на рынке невозможна, поэтому мы регулярно проводим стресс-тестирование поведения портфеля в случае неблагоприятной ситуации. Считаем, какая часть портфеля должна оставаться абсолютно ликвидной, за счет каких инструментов мы сможем достаточно быстро изменить свое позиционирование. На рынке еврооблигаций мы стараемся добиться максимальной диверсификации по странам и отдельным инструментам, благо объем рынка и количество бумаг в обращении позволяют это сделать. Как правило, мы стараемся не инвестировать более 20% портфеля в облигации эмитентов любой страны, за

«Главной идеей в течение ближайшего квартала будет внимательно следить за новостным фоном и оперативно принимать решения по открытию длинных и коротких позиций в ОФЗ»

исключением России. Здесь мы значительно больше опираемся на оценку долгосрочной финансовой устойчивости эмитентов и, как правило, подбираем облигации с прицелом, чтобы удерживать их в портфеле 1–2 года.

Дмитрий БОРИСОВ

— Текущая инвестиционная стратегия заключается в том, чтобы открывать краткосрочные спекулятивные позиции в ОФЗ, а также перекладываться из менее доходных корпоративных выпусков в более доходные при сохранении уровня процентного и рыночного рисков портфеля.

КАКОВА СТРУКТУРА ВАШЕГО ПОРТФЕЛЯ ПО ТИПУ ИНСТРУМЕНТОВ? НАЗОВИТЕ ТРИ ГЛАВНЫХ КРИТЕРИЯ, ПО КОТОРЫМ ВЫ СЕЙЧАС ОТБИРАЕТЕ БУМАГИ В ПОРТФЕЛЬ.

Константин АРТЕМОВ

— Структура портфеля довольно сильно зависит от инвестиционной декларации клиента и требований по ликвидности портфеля. Типовой ликвидный портфель предполагает до 30% ОФЗ (тут могут быть разные ставки на дюрацию, то есть как дюрация 2–3 года, так и дюрация 5–10 лет), 15–20% приходится на субфедеральные бумаги и около 50% остается на качественные корпоративные бумаги. Три главных критерия отбора бумаги в портфель в порядке убывания — кредитное качество, доходность, дюрация.

Игорь ТАРАН

— В рублевых портфелях это ОФЗ и в основном облигации I–II эшелонов. Доля ОФЗ составляет 15–20%, доля компаний третьего эшелона — 5%, остальное — корпоративные выпуски I–II эшелонов. В еврооблигациях преобладают корпоративные выпуски, в зависимости от страны мы делаем больше акцент в сторону реального или банковского сектора. Наиболее важные критерии отбора облигаций в портфель для нас — кредитное качество, отношение спреда к сопоставимым выпускам и уровень рыночного риска, для нероссийских выпусков это сочетание странового и риска процентных ставок.

Дмитрий БОРИСОВ

— Основу портфеля составляют корпоративные бумаги преимущественно первого эшелона из списка РЕПО с Центральным контрагентом. Основные критерии: ликвидность, доходность, дюрация.

Максим ЧЕРЕНОВ

— Как правило, главный критерий при формировании структуры — достижение необходимого уровня ROE (отношение процентной маржи к отвлечению капитала с учетом регулятивного коэффициента риска) при заданных требованиях к типу активов, прежде всего к кредитному качеству и ликвидности. На текущий момент даже минимальная положительная процентная маржа по инструментам с несущественным отвлечением капитала позволяет достичь более высокого ROE, чем по более доходным, но более «тяжелым», с точки зрения нормативов достаточности, инструментам.

Соответственно критериями при отборе бумаг являются:

- наличие положительного спреда доходности инструмента над ставкой фондирования (внутреннего либо внешнего);
- минимальное давление на норматив достаточности капитала;
- ликвидность как на вторичном рынке, так и на РЕПО.

На конец марта структура портфеля выглядела следующим образом: инструменты денежного рынка, включая вложения в краткосрочные облигации Банка России, — 60%; вложения в государственные облигации и бумаги субъектов федерации — 30%; прочие долговые инструменты — 10%.

КАКАЯ ДОХОДНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ В ОБЛИГАЦИИ ВАМ СЕЙЧАС ИНТЕРЕСНА?

Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ

— Это сильно зависит от клиентских запросов. Мы не плечуем клиентов, это принципиальная позиция, поскольку leverage извращает паттерн динамики клиентского портфеля и на подсознательном уровне нашему, в целом неискушенному клиенту не понятен. Следовательно, если приходит крупный институционал

с мандатом на «первый список», наша цель — 7.5–8%. Если более рискованный частник — 8.5–10%.

Константин АРТЕМОВ

— Исходя из наших прогнозов по ключевой ставке ЦБ РФ на конец года (6.50–6.75%), я ожидаю, что корпоративный сектор покажет доходность 9–10.50% при дюрации около трех лет, ОФЗ с дюрацией пять лет покажут доходность на уровне 8–9.50%. Как и в прошлом году, ключевой тенденцией является очень низкая по всем меркам инфляция в России.

На фоне роста волатильности на рынке облигаций для инвесторов (имеющих свободный капитал или достаточно короткие облигации для продажи) появляется неплохая возможность перезайти в среднесрочные и долгосрочные бумаги по более высоким доходностям. Я считаю интересными качественные корпоративные и субфедеральные бумаги с доходностями от 8% и дюрацией до пяти лет (давление на рынок усиливается, и таких бумаг становится все больше). В ОФЗ мне нравятся самые длинные бумаги ОФЗ 26221 и ОФЗ 26225 — интересные уровни от 7.8%.

Не ожидаю, что среднесрочный рост курса валюты существенно добавит инфляции в этом году, поэтому при текущих ставках breakeven (4.40% и 4.62% соответственно) «линкеры» 52001 и 52002 не выглядят достаточно привлекательно.

Сейчас я плавно наращиваю долю долгосрочных ОФЗ — не бездумно, на провалах, связанных с внешней политикой РФ. ОФЗ до трех лет еще в конце марта смотрелись абсолютно неинтересно — доходности приближались к 6% и даже ниже. Спред к долгосрочным ОФЗ был избыточным, достигал 1.2–1.4%. Все еще ожидая снижения ставок, я вижу некоторый потенциал роста в долгосрочных (и ликвидных, что всегда немаловажно) ОФЗ.

Игорь ТАРАН

— Для каждой конкретной бумаги эта величина может значительно варьироваться, в том числе нам могут быть интересны инструменты с номинально низким уровнем доходности к погашению, но с хорошим потенциалом снижения спредов. Например, это могут быть суверенные выпуски облигаций. Если говорить о наших ожиданиях на этот год, то мы считаем, что рублевый рынок способен принести инвесторам 10–11% за год, рынок еврооблигаций — 5–7%.

Максим ЧЕРЕНОВ

— Цель на 2018 год — обеспечить установленный спред к ставкам денежного рынка, в отличие от предыдущих лет, когда спред обеспечивался к доходности индексов типа IFX-Cbonds Russian Corporate Bond Index. Как ориентир по планируемой доходности от вложений в рублевые облигации можно назвать ставку 9% годовых.

Дмитрий БОРИСОВ

— Интересны корпоративные выпуски, которые дают наибольшую премию к кривой ОФЗ. С точки зрения дюрации: от двух до четырех лет.

ЦБ ВЫКЛЮЧИЛ ЛОМБАРД. КУДА ДВИЖЕТСЯ РЫНОК РЕПО, И ПРЕДОСТАВИТ ЛИ ПУЛ ЛИКВИДНОСТИ ЦЕНТРАЛЬНОГО КОНТРАГЕНТА (ЦК) ДОСТУПНЫЙ РЫЧАГ ДЕРЖАТЕЛЯМ БОЛЬШИНСТВА БУМАГ НА РЫНКЕ? КАКИЕ БУМАГИ ОСТАНУТСЯ В АУТСАЙДЕ?

Игорь ТАРАН

— С нашей точки зрения, возможность рассчитывать сделки РЕПО через ЦК является одним из важнейших нововведений биржи. Это механизм, который в первую очередь позволяет снизить риски контрагента, дает возможность участникам рынка не проходить длительные процедуры установления двухсторонних отношений и в конечном итоге ведет к тому, что большее количество участников рынка может заключать сделки между собой, используя гарантии ЦК, а значит, снижает общую стоимость заимствований на рынке. С конца прошлого года мы активно используем этот механизм для размещения свободной ликвидности под залог бумаг на рынке, причем как рублевой, так и валютной. При этом нельзя сказать, что внебиржевой рынок РЕПО от этого как-то пострадал; скорее можно говорить о том, что для ряда задач появился новый, более удобный инструмент управления ликвидностью. Тот факт, что ЦБ исключил из Ломбардного списка бумаги банков, с нашей точки зрения, является правильным и логичным шагом в сторону улучшения ситуации в банковском секторе.

Максим ЧЕРЕНОВ

— Дефицит федерального бюджета в 2015–2017 годах позволил создать значительный избыток ликвидности в банковской системе. Это дало возможность развернуть ситуацию от тотального привлечения денег в ЦБ к абсорбированию избыточной ликвидности через депозитные операции и краткосрочные облигации Банка России. На текущий момент наличие РЕПО с ЦБ говорит скорее о проблемах участника, прибегшего к этому инструменту. В принципе, такое положение вещей, когда ликвидность по этим операциям предоставляется лишь в исключительных случаях, является нормой. Инфраструктура Центрального контрагента достаточно развита, чтобы обеспечивать перераспределение ликвидности во всех остальных случаях. Соответственно, к аутсайдерам можно отнести большинство бумаг, не попавших в список ЦК.

Дмитрий БОРИСОВ

— Очевидно, что с точки зрения доступа к ликвидности, список РЕПО с ЦК становится не менее значим, чем Ломбардный список. В этой связи безусловным плюсом является тот факт, что он продолжает наполняться и банковскими бумагами. Недостатком является непрозрачный механизм исключения из него.

КАКИЕ СЕКТОРЫ ОБЛИГАЦИОННОГО РЫНКА ЯВЛЯЮТСЯ ПЕРЕГРЕТЫМИ В НАСТОЯЩИЙ МОМЕНТ, А В КАКИХ ИМЕНАХ ИЛИ ОТРАСЛЯХ ВЫ ВИДИТЕ САМЫЙ ВЫСОКИЙ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОТЕНЦИАЛ?

Игорь Таран

— Довольно сложно выделить какой-то отдельный сектор. Пожалуй, я бы выделил две тенденции,

которые обращают на себя внимание с точки зрения повышенного риска: это, во-первых, спреды в облигациях третьего эшелона, которые, с моей точки зрения, в настоящий момент плохо отражают повышенные риски инвестирования в данную категорию бумаг, и, во-вторых, отсутствие премии за риск, связанный со срочностью погашения обязательств эмитента, — в нормальных условиях такая премия должна увеличиваться с ростом срока до погашения бумаг. Для российского рынка, последние годы находящегося в условиях непрерывного снижения ставок, такая премия сейчас практически отсутствует.

Дмитрий БОРИСОВ

— Не думаю, что в настоящий момент какие-то отрасли можно считать перегретыми. Отдельные эмитенты кажутся более дорогими, другие — более дешевыми. В условиях повышенной волатильности одна и та же бумага сегодня может быть переоцененной, а завтра — недооцененной и наоборот.

Максим ЧЕРЕНОВ

— Сильно перегретым выглядит первый эшелон, спреды к ОФЗ ниже 50 б.п. практически не оставляют шансов получить доход выше ставок денежного рынка на интервале полгода-год. Потенциал, на мой взгляд, есть только у облигаций банков, находящихся в Фонде консолидации банковского сектора, а также у ряда других банковских бумаг второго эшелона.

КАК ВЫ В ТЕКУЩЕЙ СИТУАЦИИ ОТНОСИТЕСЬ К СЕКТОРУ БАНКОВСКИХ БУМАГ?

Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ

— Нейтрально. В секторе нет ликвидности, кроме первичных размещений и пары выпусков on the run. ВЭБ и Россельхозбанк — хорошие идеи для консервативной замены банковского депозита. Я уверен, что, несмотря на разумные претензии к качеству кредитного портфеля и вообще корпоративного управления, государство продолжит поддержку обоих банков.

Игорь ТАРАН

— В банковском секторе есть отдельные сегменты, которые нам нравятся: мы положительно смотрим на сегмент облигаций банков с государственным участием (хотя здесь тоже есть более или менее слабые имена), а также на отдельные банки в сегменте розничного кредитования, где можно довольно точно понять модель бизнеса, а зависимость банка от отдельных заемщиков крайне мала. При этом мы по-прежнему крайне осторожно смотрим на облигации универсальных частных банков, где непрозрачные схемы ведения бизнеса привели к значительным потерям инвесторов в последнее время.

Максим ЧЕРЕНОВ

— Несмотря на то что остается все меньше представителей частных банков, а также тот факт, что банковский сектор в последние годы стал самым рискованным сектором, такие имена, как ТКС Банк, Совкомбанк, банк «Зенит», дают неплохое соотношение риск / доходность.

КАКОВО ВАШЕ ОТНОШЕНИЕ К ИНВЕСТИЦИЯМ В БУМАГИ «ОТКРЫТИЯ», БИНБАНКА И ПРОМСВЯЗЬБАНКА?

Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ

— Примерно то же, что я говорил выше, относится и к новой четверке госбанков (я включаю Московский кредитный банк, поскольку отношения с одной известной компанией, с моей точки зрения, иммунизируют банк от возможных неприятностей). Объемов нет, выбор ограничен, но если вдруг с неба свалится 100–200 тыс. двух-трехлетних бумаг, не вижу повода не взять.

Премия уйдет еще не скоро, так работают отделы риск-менеджмента по всему миру, и Россия — не исключение. Вероятно, еще год или полтора те, кто не боится, будут получать дополнительный доход.

Дмитрий БОРИСОВ

— До начала санкционной эскалации я считал эти бумаги недооцененными и видел большой потенциал для их роста. Сейчас же облигации «Открытия» и БИНБАНКа кажутся оцененными в целом относительно справедливо.

Игорь ТАРАН

— Пока нам кажется, что за пределами названных вами имен есть более интересные возможности для инвестирования. Мы не ограничены необходимостью приобретать облигации только российских эмитентов, в этом смысле у нас больше возможностей для выбора.

Максим ЧЕРЕНОВ

— На мой взгляд, покупка облигаций старшего долга этих банков сразу после выхода новостей о переходе в Фонд консолидации банковского сектора была одной из лучших инвестиционных возможностей 2017 года. Сейчас наличие премии по ним отражает скорее не сомнения в кредитном качестве, а низкую ликвидность оставшихся в обращении выпусков.

КАКИЕ ИНТЕРЕСНЫЕ ТРЕНДЫ НА РЫНКЕ ЕВРОБОНДОВ ВЫ БЫ ВЫДЕЛИЛИ?

Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ

— Интересно, куда приведет текущая компрессия спредов. Мне не казалось рациональным покупать российский или мексиканский долг со спредом в 105 б.п. (по пятилетним CDS). Даже сейчас, принимая во внимание политические риски, 135 б.п. кажется для России очень низким уровнем.

Максим ЧЕРЕНОВ

— Я бы назвал интересным на евробондах прежде всего наличие положительного спреда, даже по суверенным еврооблигациям РФ, к ставкам валютного РЕПО. В этом отношении как инструмент евробонды существенно привлекательнее рублевого сегмента.

Еще один момент, который хотелось бы отметить, это расширение географии интересов российских участников. Можно видеть запросы от локальных игроков как в сегменте LATAM, так и в еврооблигациях стран Персидского залива.

Константин АРТЕМОВ

— Мне нравятся евробонды российских компаний с дюрацией до трех лет («Норильский Никель», «Еврохим», «Евраз», «Полюс Золото»), кроме того, на фоне расширения спреда к US Treasuries интересными для спекуляции могут быть долгосрочные еврооблигации РФ.

Игорь ТАРАН

— Наверное, самый интересный тренд последнего времени — увеличение интереса российских частных инвесторов к еврооблигациям других стран. Причины две: опасение санкций и относительная дороговизна российского рынка еврооблигаций. Естественно, управляющие компании — и это не только мы — начали активно смотреть в сторону других рынков. Надо сказать, что за последние несколько лет в этом отношении наш рынок шагнул очень далеко — от смутного представления о том, что вообще есть за пределами России, до достаточно глубокого понимания страновых рисков, конкурентной среды и особенностей бизнеса компаний, облигации которых можно предлагать российским инвесторам. Уровень экспертизы российских управляющих компаний, например, на рынках развивающихся стран не хуже, чем уровень экспертизы, которую могут предложить наши зарубежные коллеги. Еще один интересный тренд — увеличение интереса к проведению расчетов по сделкам с еврооблигациями с использованием национальной расчетной инфраструктуры через НРД. Если говорить о рынке, то, конечно, основное внимание инвесторов сейчас сосредоточено на том, насколько жесткую политику будет в новом составе проводить ФРС, как дальше будет развиваться ситуация вокруг торговых войн. В качестве важных трендов можно выделить рост притока капитала на развивающиеся рынки, связанный с улучшением их макрохарактеристик: например, только за последние два года средний уровень инфляции, рассчитанный по всем развивающимся рынкам, снизился на 1.5%. Мы думаем, что эта тенденция может продолжиться, что будет способствовать дальнейшему сужению спредов ниже уровня их исторически средних значений.

ПРОКОММЕНТИРУЙТЕ ПРОШЕДШЕЕ В МАРТЕ РАЗМЕЩЕНИЕ НОВОГО ВЫПУСКА ЕВРОБОНДОВ РФ: НАСКОЛЬКО ИНТЕРЕСНЫМ, С ВАШЕЙ ТОЧКИ ЗРЕНИЯ, ЯВЛЯЕТСЯ ЭТОТ ИНСТРУМЕНТ, ОСОБЕННО С УЧЕТОМ ПЕРСПЕКТИВЫ НАЛОГОВЫХ ЛЬГОТ ПО ВАЛЮТНОЙ ПЕРЕОЦЕНКЕ?

Дмитрий БОРИСОВ

— В случае принятия закона о введении соответствующих налоговых льгот данный выпуск станет весьма интересным для большого количества инвесторов и стратегий доверительного управления.

Максим ЧЕРЕНОВ

— Вот уже второй раз, проводя обмен еврооблигаций с дополнительным размещением, Минфин предлагает весьма существенную премию к вторичному рынку. Участие в подобных сделках более чем оправдано.

Льготы по налогообложению курсовой переоценки, хотя и обсуждались до размещения России-2029, похоже, так и остались проектом. По крайней мере, из нового в данном выпуске я обнаружил лишь возможность платежей по облигациям как в валютах, так и в рублях в случае введения дополнительных санкционных ограничений. Кроме того, даже если прописать подобные льготы в эмиссионной документации выпуска, будет ли этого достаточно или все же необходимы изменения в налоговом законодательстве?

Игорь ТАРАН

— Мы видим значительный интерес к новому выпуску со стороны рынка, размещение прошло очень успешно. Для частных инвесторов вопрос, связанный с налогообложением, возникающим в результате валютной переоценки облигаций, является очень важным. В случае, если в налоговом кодексе действительно появится поправка, позволяющая не учитывать изменение стоимости облигаций в рублях, то, по нашей оценке, справедливая премия таких бумаг к схожим, но не попадающим под налоговую льготу выпускам должна составить приблизительно 0.3% годовых. То есть в случае получения налоговых льгот новый выпуск может стоить на 3.5–4% дороже аналогичных российских евробондов.

ВИДИТЕ ЛИ ВЫ ДЛЯ СЕБЯ КАКИЕ-ТО ИНТЕРЕСНЫЕ СПЕКУЛЯТИВНЫЕ ИДЕИ В ТРЕТЬЕМ ЭШЕЛОНЕ?

Дмитрий БОРИСОВ

— Понятие «третий эшелон» достаточно размыто, но если понимать под ним бумаги с невысоким кредитным качеством и доходностью выше 10%, то нет.

Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ

— Согласен с тем, что в условиях компрессии спредов понятие «эшелонов» слегка размывается и премия за кредит часто не соответствует плачевному кредитному качеству компании. Мне кажется интересным автолизинг, небольшие компании, работающие с высокой маржой на хорошо знакомом рынке. Безусловно стоит выделить «Европлан», но и другие компании также заслуживают внимания.

Игорь ТАРАН

— Если мы говорим о рублевом рынке, то, как ни странно, это могут быть облигации компаний, попавших под наиболее жесткий вариант санкций, — так называемый список SDN (Specially Designated Nationals List). Правительство обещало оказывать особую поддержку таким компаниям, и мы видим, что отдельные фигуранты списка уже начинают ее получать.

Максим ЧЕРЕНОВ

— Я для себя интересных идей в третьем эшелоне не вижу. Разве только с интересом наблюдаю за ходом переговоров с бондхолдерами выпуска RUSSIAN STANDARD 22 и итогом судебных разбирательств по «старым» субордам «Открытия».

НА КАКИХ КЛЮЧЕВЫХ РИСКАХ В ТЕКУЩИХ УСЛОВИЯХ СТОИТ СОСРЕДОТОЧИТЬСЯ УПРАВЛЯЮЩЕМУ ОБЛИГАЦИОННЫМ ПОРТФЕЛЕМ?

Игорь ТАРАН

— К сожалению, значительная часть рисков, на которых сейчас приходится концентрироваться, — не экономического характера. Это и риски ужесточения санкций против России и российских компаний, и риски разрастания торговых войн. Бóльшую часть из них невозможно предсказать, поэтому при управлении портфелем важно сохранять достаточно гибкости, для того чтобы иметь возможность отреагировать на реализовавшийся риск. При этом мы не считаем, что наличие подобных рисков является достаточной причиной для того, чтобы занимать максимально защитную позицию; как показала история последних лет, большая часть рисков на практике не реализовалась, а стратегии, занимавшие излишне консервативную позицию, показали результат хуже рынка.

Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ

— Как обычно, это процентный и кредитный риски. Мое убеждение, что в условиях нашего развивающегося рынка чрезвычайно важен лимит на концентрацию в портфеле одного эмитента. Потому что условная «Система» или «Сумма» может случиться в любой момент с практически любым частным эмитентом. Так что максимум 3–3.5% в эмитента, а лучше не более 2%, как бы привлекательно ни выглядела идея.

Максим ЧЕРЕНОВ

— Главный риск — это сворачивание чрезмерно мягкой или ужесточение нормальной кредитно-денежной политики в Штатах и Европе. Мы живем в условиях ZIRP (zero interest rate policy) и даже NIRP (negative interest rate policy), изменивших финансовый мир, уже почти десятилетие. Сложно представить, что будет либо какими будут финансовые рынки в условиях нормализации уровня ставок. Вопросов множество, вплоть до того, возможен ли в принципе возврат к нормальным ставкам при нынешнем уровне государственных, корпоративных и частных долгов.

Дмитрий БОРИСОВ

— Думаю, основными остаются внешние риски, на которых теперь придется сосредотачиваться. Фундаментально же важно будет следить за динамикой инфляции в России и макроэкономическими показателями в США.

МОЖЕТ ЛИ РЫНОК БОНДОВ РАССЧИТЫВАТЬ НА ПРОДОЛЖЕНИЕ ПРИТОКА СРЕДСТВ ФИЗЛИЦ В 2018 ГОДУ, В ТОМ ЧИСЛЕ ЗА СЧЕТ АКТИВНОГО РАЗВИТИЯ FINTECH-ИНДУСТРИИ?

Максим ЧЕРЕНОВ

— Безусловно! Налоговые льготы на купонные выплаты по новым локальным облигациям; возможность спекулятивного дохода от роста цен облигаций; возможность зафиксировать ставку на срок вплоть до 2034 года (по самым длинным рыночным ОФЗ); существенно меньшие риски по сравнению с депозитом в банке; доходности по еврооблигациям, кратно превышающие ставки валютных банковских депозитов, — вот лишь небольшой перечень преимуществ рынка бондов и евробондов перед банковскими депозитами.

«Спреды в облигациях третьего эшелона сейчас плохо отражают повышенные риски инвестирования в эту категорию бумаг»

Игорь ТАРАН

— В текущем году мы ожидаем даже более мощный приток, чем в прошлом году. Хотя в настоящий момент приток средств вкладчиков с депозитов на рынок определяется в первую очередь снижением ставок по депозитам и более высокой привлекательностью рынка облигаций. В будущем борьба за средства клиентов будет разворачиваться в плоскости сервиса, поэтому простота и удобство инвестирования, возможные благодаря развитию финансовых и онлайн-технологий, будут являться ключевыми для индустрии.

Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ

— Не думаю, что пользователи мобильных банковских приложений являются основной движущей силой рынка облигаций в России. По нашему опыту, это скорее люди, которые ищут альтернативные возможности повысить доходность по банковскому вкладу, или беглые деньги с Запада. Этим категориям вкладчиков не нужны дополнительные кнопки на главный экран смартфона с возможностью купить ОФЗ 26207 или бумагу какого-нибудь ломбарда. Вообще при улучшении доступности операций увеличивается частота и, как следствие, падает качество принимаемых решений. Думаю, осознание этого факта придет достаточно быстро и fintech не оправдает большей части возложенных на него надежд.

Дмитрий БОРИСОВ

— Лично я тоже не возлагаю больших надежд на fintech-проекты, хотя, безусловно, возможность открывать брокерские счета и счета доверительного управления дистанционно добавляет рынку ликвидности.