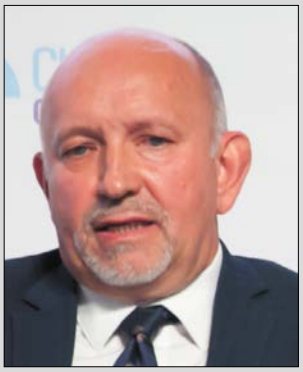
Стратегии управляющих на 2019 год: глобальные тренды и точечные истории

Алексей ТРЕТЬЯКОВ,
основатель, генеральный директор, «Арикапитал»

Дмитрий ЕФИМОВ,
управляющий директор, Union Capital Group Investment Advisory



Кити ПАНЦХАВА,
старший кредитный аналитик, Exotix

Дмитрий ПОСТОЛЕНКО,
портфельный менеджер, Сбербанк Управление Активами

Алексей Третьяков. Важнейший индикатор, с которого следует начать обсуждение процессов, происходящих на глобальном рынке облигаций, — доходность 10-летних US Treasures. В начале 2018 года прекратился, вероятно, самый продолжительный в истории фондовых рынков растущий тренд по этим бумагам. Растущий потому, что по мере снижения доходности котировки облигаций росли и приносили доход управляющим.

Некоторые управляющие уже успели заявить, что впереди нас ждет такой тоже очень длинный медвежий рынок по US Treasures. Впрочем, на рынке облигаций, как правило, после плохого года наступает очень хороший год. Так происходило последние 25 лет. И поскольку по итогам 2018 года все основные сегменты рынка облигаций — и американские госбонды, и глобальный рынок корпоративных облигаций, и рынок еврооблигаций emerging markets, и рынок локальных облигаций emerging markets — были в минусе, следующий год может порадовать нас очень хорошей доходностью.

Скажем, главный источник проблем для глобального рынка корпоративных облигаций, но одновременно и главный источник для оптимизма — это леверидж крупнейших американских компаний. По итогам 2018 года уровень левериджа оказался на исторически рекордном уровне; последний раз такой пик долга (но менее значительный, чем текущий) был в конце 80-х годов прошлого века. Это очень тревожная информация. Такого уровня левериджа не было ни в 2000-м, ни в 2008 году. Что же здесь позитивного? Позитивно то, что уровень долга становится уже макроэкономической проблемой и ФРС не может повышать ставки так, как это было в последние два года.

По отношению инвесторов к американскому рынку корпоративных облигаций мы видим, что долговой кризис фактически начался. Спреды американских корпоративных облигаций приблизились к красной зоне, где они были в момент предыдущих серьезных потрясений на глобальном финансовом рынке.

Дмитрий Ефимов. Я приведу в этой связи два высказывания мировых облигационных гуру. Первое высказывание — игра слов: облигации, как и человек, сегодня — пища медведей. Уже в 2018 году было понятно, что промежуток низкой волатильности, которым мы наслаждались почти 9 лет, заканчивается. И второй бондовый гуру сказал следующее: когда облигации инвестиционного уровня торгуются со спредом 75 базисных пунктов, а высокодоходные — со спредом 200 базисных пунктов, покупать корпоративные бонды — это катастрофа.

Что происходит на глобальном долговом рынке? Какой видится политика Федрезерва? Что будет определять конъюнктуру рынка облигаций emerging markets? Куда в конечном итоге вкладываться в 2019 году? Эти вопросы обсудили портфельные управляющие в рамках специальной сессии XVI Российского облигационного конгресса в декабре минувшего года. Cbonds Review публикует ключевые моменты этой дискуссии.

Леонид ИГНАТЬЕВ,
главный стратег по облигациям департамента праймброкериджа и электронной торговли, БКС

Игорь КОЗАК,
руководитель направления по управлению активами с фиксированной доходностью, департамент управления активами, ТКБ «Инвестмент Партнерс»

Дамир ВАФИН,
руководитель направления облигаций, АК Барс Банк

Алексей Третьяков. При этом спреды по еврооблигациями emerging markets выглядят гораздо более приемлемыми, они не достигли даже многолетнего среднего уровня. Вариантов два: либо развивающиеся страны на этот раз являются некими safe haven и кризис их не коснется, либо у них все еще впереди.

Кити Панцхава. 2018 год принес несколько «черных лебедей», таких долгожданных, но всегда неожиданных. Валютный кризис в Турции, несколько дефолтов на frontier markets многим попутали карты. На российском рынке апрельские санкции в какой-то мере тоже стали сюрпризом, но скорее только по времени, нежели по тенденции. Вообще в 2018 году очень многие вроде бы неожиданные события имели в своей основе именно очень большие макротренды. При этом кредитные спреды индивидуально слабо реагировали на макродрайверы.

Куда сейчас в мире ни посмотришь, спреды корпоративных бондов находятся на исторически самых узких уровнях по отношению к суверенам — и в России, и в Турции, и даже на Украине. Это говорит о том, что потенциал для расширения кредитных спредов достаточно высокий. Вторая сторона вопроса — общий уровень ставок.

Игорь Козак. Рост процентных ставок, в первую очередь со стороны ФРС, — это глобальный источник риска. Мы закладываемся на два повышения в 2019 году.

Почему ставки будут расти? Потому что все макроэкономические индикаторы находятся практически на хаях. Уровень безработицы в Штатах — рекордно низкий, уровень consumer confidence демонстрирует хорошие показатели. Уровни загрузки производственных мощностей, промышленного производства тоже ведут себя довольно хорошо. Соответственно, все это дает основания полагать, что в следующем году экономика Соединенных Штатов будет расти выше тренда. Вместе с растущей экономикой будет расти потребительская активность, что скажется в том числе и на инфляции. Что со своей стороны обосновывает те повышения, которые мы закладываем в свои прогнозы. Что значит повышение ставки ФРС для emerging markets? Это риск ослабления валют развивающихся рынков по отношению к доллару.

ГЛОБАЛЬНАЯ ДИВЕРСИФИКАЦИЯ КАК РЕЦЕПТ

Леонид Игнатьев. Самая большая инвестиционная неудача наших клиентов — не диверсифицировать вложения. Те, у кого были только российские бумаги, закончили 2018 год с доходностью примерно 2–3% годовых в долларах. У тех, кто пользовался географической диверсификацией, доходность составила в среднем от 5 до 9% годовых в долларах (были и случаи двузначной долларовой доходности).

Алексей Третьяков. Получается, что универсальный рецепт — это глобальная диверсификация. Уход от концентрированного российского риска и инвестирование не только в развивающиеся страны, но и в развитые рынки, которые раньше считались российскими управляющими неинтересными.

Игорь Козак. За счет глобальной диверсификации нам удалось показывать довольно хорошие итоговые цифры по портфелю. Россия в нашем портфеле составляет уже менее 20%, еще около 30% — emerging markets. Около 50% портфеля — умеренный американский high yield с доходностью 6+. За счет этого нам удалось сгладить волатильность по сравнению с той ситуацией, если бы мы сидели в старой стратегии и инвестировали исключительно в российские евробонды.

Леонид Игнатьев. В начале прошлого года мои клиенты покупали в основном российские еврооблигации, запросов

на другие юрисдикции не было. После апреля 2018-го в головах этих людей очень многое изменилось. Во-первых, они стали просить что-то за пределами России. Во-вторых, люди стали резко избегать банковского риска. Сейчас в моих рекомендованных портфелях не более 40% приходится на российские облигации, и клиенты смотрят в основном на emerging markets.

Дмитрий Постоленко. У нас как раз один из лучших фондов — фонд российских еврооблигаций. Фонд, ориентированный на развивающиеся страны, немножко подвел в 2018 году из-за Турции.

Мы видим, что спрос на международные активы растет, прежде всего потому, что не хватает российских активов для инвестирования с точки зрения получения доходности в долларах. А большинство российских инвесторов предпочитает 80–90% своих портфелей держать в долларах. У них здесь бизнес, недвижимость, и они понимают, что надо как-то диверсифицироваться. Поэтому мы активно смотрим на другие рынки, но пока больше на развивающиеся, нежели на развитые.

ИДЕИ УПРАВЛЯЮЩИХ НА 2019 ГОД

Дмитрий Постоленко. 2019 год будет достаточно волатильным — понятно, что легкой прогулки не будет. Будут периоды, когда мы будем хвататься за голову и говорить, что надо спасаться. Будут и полные оптимизма периоды. Нужно понимать, что мы вступили в глобальный период роста ставок, и второе полугодие 2019 года видится более опасным.

С точки зрения валютной доходности, мы настроены достаточно позитивно на ближайшие полгода. Есть крепкие эмитенты с развивающихся рынков, которые в принципе дают большую премию и позволяют диверсифицироваться от России. С точки зрения рублей, все как-то совсем убрали руки с кнопки «buy» — очень пугают санкции. Мы как раз из тех инвесторов, что настроены позитивно, поэтому нам нравятся длинные ОФЗ под ставку 9+. У нас сейчас рублевый портфель стремится к форме штанги: довольно много коротких рублевых вложений, с одной стороны, а с другой — при каждой просадке длинных ОФЗ выше 9% мы их усиленно докупаем. Понятно, что в случае санкций доходность дойдет до 10% и выше, но на короткий период, потому что российская инфляция вряд ли ускорится выше 5,5%. А реальная доходность ОФЗ в 3–3,5% — это довольно привлекательный уровень.

Дамир Вафин. Мы также используем просадки — для покупки коротких российских еврооблигаций с погашением в 2020–2021 году. Почему коротких? Потому что если рассматривать три стандартных сценария — рост, боковик и падение, — то боковик и падение в несколько раз более вероятны, чем рост. Покупая короткую бумагу, мы получаем гарантированную доходность. Безусловно, у длинных бумаг текущая доходность намного выше, но мы хотим застраховать себя от негативных последствий.

Дмитрий Ефимов. Я бы взглянул на floaters, на плавающие ставки, если у вас есть такая возможность. Если такого мандата нет, тогда лучше, конечно, брать бумаги покороче. Если говорить о российском рынке, мне, например, очень нравится лизинг — 13–15% годовых. Да, в рублях, но вы реально имеете актив — трактора, машины.

Кити Панцхава. Мы очень много смотрим на суверенный риск стран с рейтингом CCC и B и думаем, что интересные возможности будут открываться в Африке. Например, сейчас интересна Нигерия. Интересные возможности есть в Латинской Америке, например скорее всего будет улучшаться ситуация в Аргентине, если не глобально, то точечно. Там могут возникнуть интересные возможности в корпоративном сегменте.

Напротив, в Мексике ситуация будет ухудшаться, в связи с чем одна из идей, которые у нас сейчас есть на следующий год, — это продавать Мексику. Если смотреть в общем, то 2019 год — это преимущественно год индивидуальных историй. Где-то распродажа уже произошла и дальше встает вопрос — либо полный дефолт с очень низким recovery, либо реструктуризация с каким-то апсайдом. В этом смысле российский рынок сегодня интереса практически не представляет. Если только вы не индексный фонд или не российский фонд, который без России обойтись не может.

Леонид Игнатьев. Я не жду глобального кризиса emerging markets — такого, чтобы все начало падать широким фронтом. Но какие-то локальные довольно сильные кризисы будут. Поэтому нужно применять точечный подход, и никаких вложений из расчета на спекулятивный рост. 80–90% портфеля я рекомендую клиентам размещать в двух-трехлетние бумаги с готовностью, если что-то пойдет не так, досидеть в них до конца.

Если говорить про поиск имен с доходностью от 6–7% годовых, то сейчас нравится в основном Турция. В частности, еврооблигации турецких банков – там есть около восьми имен. Также мне нравится несколько корпоратов в Мексике, и они не относятся к финансовому сектору. Плюс 2–3 эмитента из Индонезии.

Игорь Козак. На рынке есть стратегия, известная как fallen angels, мы ее тестировали. Это когда бумага выпадает из investment grade и ее активно распродают пассивные фонды. Если успеть разобраться в течение одного-двух дней (то есть понять, что ничего особо не поменялось, кроме рейтинга), можно получить хороший результат. Такого рода стратегия отыгрывает все технические падения в течение 12–24 месяцев. Порой это случается намного быстрее.

Точечно очень хорошо можно работать на рынке US high yield, потому что представленные на нем эмитенты очень болезненно реагируют на изменение гайдов каких-либо крупных инвестдомов. Кто-то поставил на sell, произошла раздача, но по большому счету мало что поменялось. Так почему бы не взять?

Я бы упомянул еще такой факт. Какой актив у нас прошел все кризисы практически без убытков? Это короткие US Treasures. Мы держим в них определенную долю для целей ликвидности и мгновенного реагирования на просадки и будем делать так впредь. Я говорю о совершенно коротких бумагах. Месячные treasures по 2018 году показали 2%. Это достаточно хорошая доходность в текущих рыночных реалиях, плюс она обеспечивает хорошую ликвидность. Особенно если ты как управляющий оперируешь на рынке high yield и у тебя порой нет возможности продать ту или иную бумагу за вменяемый спред.

Таблица 1. Рэнкинг организаторов еврооблигаций стран СНГ, 2018

#	Инвестиционный Банк	Объем, млн. USD	Доля рынка	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	ВТБ Капитал	3602	15.43%	8	12
2	JP Morgan	2710	11.61%	11	18
3	Citigroup	2420	10.37%	9	13
4	UBS	1407	6.03%	6	8
5	Газпромбанк	1267	5.43%	4	9
6	Société Générale	940	4.03%	6	8
7	UniCrédit	892	3.82%	5	6
8	Ренессанс Капитал	767	3.28%	6	8
9	Mitsubishi UFJ Financial Group	727	3.11%	2	4
10	Halyk Finance / Народный банк Казахстана	707	3.03%	2	4

Таблица 2. Рэнкинг организаторов синдицированных кредитов стран СНГ, 2018

#	Инвестиционный Банк	Объем, млн. USD	Доля рынка	Количество заемщиков	Количество кредитов
1	Deutsche Bank	1925	13.01%	6	10
2	ING Groep	1799	12.15%	18	24
3	Société Générale	1398	9.44%	14	18
4	UniCrédit	1348	9.10%	13	19
5	Mitsubishi UFJ Financial Group	970	6.55%	6	6
6	RBI Group	625	4.22%	11	11
7	Crédit Agricole CIB	575	3.88%	7	9
8	Сбербанк России	565	3.82%	5	5
9	Газпромбанк	479	3.23%	3	4
10	Natixis	455	3.08%	5	6

Таблица 3. Рэнкинг организаторов еврооблигаций EM, 2018

#	Инвестиционный Банк	Объем, млн. USD	Доля рынка	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	Citigroup	51 196	8.31%	192	299
2	HSBC	47 817	7.76%	228	378
3	JP Morgan	36 495	5.92%	145	231
4	Standard Chartered Bank	33 349	5.41%	161	286
5	Deutsche Bank	27 878	4.53%	84	142
6	Goldman Sachs	20 471	3.32%	55	108
7	BNP Paribas	20 013	3.25%	105	158
8	Bank of America Merrill Lynch	19 815	3.22%	82	136
9	Morgan Stanley	15 538	2.52%	63	104
10	Bank of China	15 043	2.44%	131	214

Таблица 4. Рэнкинг юридических консультантов эмитентов и организаторов еврооблигаций EM, 2018

#	Юридическая фирма	Количество эмиссий	Количество эмитентов
1	Linklaters	362	195
2	Allen & Overy	315	174
3	Clifford Chance	254	134
4	Cleary Gottlieb Steen & Hamilton	132	53
5	Davis Polk	96	50
6	Latham & Watkins	92	60
7	Shin & Kim	76	46
8	Sidley Austin	72	37
9	King & Wood Mallesons	71	53
10	Commerce & Finance	64	28

Таблица 5. Рэнкинг организаторов облигаций России, 2018

#	Инвестиционный Банк	Объем, млн. RUB	Доля рынка	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	Sberbank CIB	285 436	18.58%	32	88
2	ВТБ Капитал	283 915	18.48%	40	60
3	Газпромбанк	208 322	13.56%	27	54
4	БК Регион	192 433	12.53%	24	41
5	Россельхозбанк	122 631	7.98%	9	22
6	Совкомбанк	104 815	6.82%	30	34
7	Альфа–Банк	72 182	4.70%	11	19
8	Московский кредитный банк	54 859	3.57%	18	24
9	Райффайзенбанк	47 488	3.09%	12	17
10	ЮниКредит Банк	24 283	1.58%	6	8

Таблица 6. Рэнкинг организаторов облигаций России, 2018 (рыночные выпуски)

#	Инвестиционный Банк	Объем, млн. RUB	Доля рынка	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	Sberbank CIB	253 688	21.31%	31	52
2	Газпромбанк	182 168	15.30%	26	47
3	ВТБ Капитал	168 402	14.14%	38	52
4	БК Регион	122 433	10.28%	19	32
5	Совкомбанк	93 999	7.89%	27	30
6	Россельхозбанк	89 400	7.51%	9	18
7	Альфа–Банк	71 652	6.02%	11	18
8	Райффайзенбанк	47 488	3.99%	12	17
9	Московский кредитный банк	47 483	3.99%	16	20
10	ЮниКредит Банк	24 283	2.04%	6	8

Таблица 7. Рэнкинг организаторов еврооблигаций России, 2018

#	Инвестиционный Банк	Объем, млн. USD	Доля рынка	Количество эмитентов	Количество эмиссий
1	ВТБ Капитал	3426	27.18%	6	10
2	Газпромбанк	1267	10.05%	4	9
3	JP Morgan	1201	9.53%	6	10
4	Ренессанс Капитал	580	4.60%	4	5
5	UBS	574	4.55%	4	4
6	UniCrédit	555	4.40%	4	4
7	Sberbank CIB	340	2.70%	4	5
8	Société Générale	264	2.09%	4	5
9–10	Альфа–Банк	250	1.98%	1	1
9–10	БКС Глобал маркетс	250	1.98%	1	2

Таблица 8. Рэнкинг эмитентов корпоративных облигаций России, 2018

#	Эмитент	Объем, млн. RUB	Доля рынка	Кол-во выпусков
1	Sberbank CIB	203 748	12.77%	38
2	ДОМ.РФ Ипотечный агент	136 506	8.56%	5
3	РЖД	85 000	5.33%	7
4	Россельхозбанк	81 231	5.09%	7
5	Жилой микрорайон	76 334	4.79%	13
6	Роснефть	70 000	4.39%	2
7	Газпромбанк	68 009	4.26%	9
8	ВТБ	55 500	3.48%	6
9	ДОМ.РФ	55 000	3.45%	3
10	ГТЛК	54 568	3.42%	6