Андрей Таскин,
Alcantara Asset Management, LLP

ПОТЕРЯВ $800 на акциях МММ, предпочитаю фундаментальный анализ

ЭКС-ГЛАВА ИНВЕСТБАНКА «КИТ ФИНАНС» СЕРГЕЙ ГРЕЧИШКИН СОВМЕСТНО С ПАРТНЕРОМ АНДРЕЕМ ТАСКИНЫМ СОЗДАЛИ В НОЯБРЕ ПРОШЛОГО ГОДА В ЛОНДОНЕ УПРАВЛЯЮЩУЮ КОМПАНИЮ, ПОД УПРАВЛЕНИЕМ КОТОРОЙ В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ НАХОДИТСЯ ЕДИНСТВЕННЫЙ ХЕДЖ-ФОНД — ALCANTARA RUSSIA AND CIS FIXED INCOME OPPORTUNITIES FUND. О ПЛАНАХ КОМПАНИИ И АКТУАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЯХ НА РЫНКЕ В ИНТЕРВЬЮ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛ ОДИН ИЗ УПРАВЛЯЮЩИХ ФОНДОМ АНДРЕЙ ТАСКИН.

Какими фондами управляет Alcantara Asset Management?

В настоящее время под управлением Alcantara Asset Management находится один фонд — Alcantara Russia and CIS Fixed Income Opportunities Fund. Он специализируется на долговых инструментах эмитентов из России и стран СНГ, таких как Украина и Казахстан. Сейчас подавляющее большинство активов фонда сосредоточено в России и Украине.

Специфика нашего фонда такова, что как минимум 70% активов, сосредоточенных под управлением, — инструменты long-only. На них нет никакого рычага, это активно управляемый портфель облигаций. До 30% активов фонда может быть использовано на более интересные стратегии, то есть инвестировано в позиции с применением финансового плеча или в короткие позиции (хотя сейчас 100% активов фонда находится в инструментах long-only). Такая стратегия инвестирования позволяет нам серьезно ограничить риски. Также мы предусмотрели дополнительные ограничения в случае использования финансового рычага — всегда держим против него определенное количество наличности. То, что называется незадействованным капиталом. Это делается для того, чтобы в случае повторения ситуации сентября 2008 года нам не пришлось в экстренном порядке снимать позиции при возникновении margin calls.

То, что принципиально отличает наш фонд от других — предельная концентрация на качестве эмитента и активное управление.

Как вы пришли к идее создания фонда и чем занимались до этого?

Я окончил МИФИ в Москве, после этого учился в аспирантуре Чикагского университета по экономике. Затем начал работать на Wall Street в Нью-Йорке, сначала в Credit

Suisse First Boston, потом на Fixed Income проп-деске в JP Morgan. Когда в 2004 году начальник проп-деска JP Morgan ушел, чтобы создать свой собственный фонд, я переехал из Нью-Йорка в Лондон и стал работать с ним.

С моим нынешним партнером Сергеем Гречишкиным идею создания фонда, специализирующегося на Fixed Income, мы обсуждали и вынашивали давно. Сергей — первоклассный специалист на рынке первичного размещения долговых инструментов стран СНГ и обладает глубоким пониманием эмитентов. Команды под его руководством на посту начальника Debt Capital Markets по России и странам СНГ в JP Morgan и Merrill Lynch вывели на рынок около 10% всех торгующихся на сегодняшний момент еврооблигаций. Последние два года он руководил инвестиционным банком KIT Finance и заметил, что на рынке Fixed Income в России не так много специалистов, как он того заслуживает. Дело в том, что иностранные инвесторы в России на Fixed Income традиционно смотрели очень мало. Это понятно. С точки зрения иностранцев, инвестиции в Россию всегда ассоциировались с большими и непонятными рисками. Зачем вкладывать в долги «Газпрома», которые дают в лучшем случае 10%, если последние два года я зарабатывал по 30% годовых, инвестируя в его акции? У тех из западных фондов, которые инвестировали в акции Emerging Markets и которые пережили кризис, средняя доходность составляет 15%, волатильность — 40%. В некотором смысле парадигма начинает меняться. Сейчас инвесторы понимают, что доходность в 15% они могут заработать на инструментах Fixed Income, даже не приходя в офис. Но можно обеспечить более высокую доходность (у нас она сейчас порядка 25%) с более приемлемой волатильностью, если активно управлять портфелем, а не просто покупать облигации и держать их до срока погашения.

То есть сейчас российские бонды интересны иностранным инвесторам?

Интерес к рынку облигаций совершенно точно есть, достаточно вспомнить недавнее размещение «Газпрома». Отчасти это связано с изменением отношения к Fixed Income, о котором я уже говорил. Что мы сегодня наблюдаем на российском рынке акций? Большую волатильность и определенное количество рисков, которые сложно оценить. Представьте себе: вы покупаете акцию Сбербанка, а тут вдруг кто-то звонит в Сбербанк и говорит: «Надо купить 30% Opel». И Сбербанк отправляется покупать Opel. Во что именно вы вложили деньги как держатель акции Сбера? Очень сложно правильно оценивать ситуацию на рынке, когда доля государства в частном секторе постоянно растет, а это в условиях российской экономики будет неизбежно продолжаться. Облигации в этом смысле являются более фундаментальными ценными бумагами. В конечном счете, облигация — это ноль или один. Эмитент либо заплатит, либо нет. Если у компании хорошее финансовое положение, есть остатки на счетах, зарезервированы средства в валюте, есть активы за рубежом, шансы на то, что она расплатится, растут.

Тот факт, что сейчас такое количество эмитентов в России показывают именно ноль, а не единицу, интерес к этому рынку не снижает?

Я могу сказать, что на локальные облигации иностранные инвесторы сейчас не смотрят. В нашем портфеле, например, локальных облигаций нет вообще. Только евробонды. В украинских и казахских еврооблигациях действительно уже появилось несколько нулей. В России ситуация иная. Здесь не так много заемщиков, у которых возникают проблемы с расчетами по внешним долгам. Единичные случаи есть, но речь пока идет не про евробонды, а про CLN. В такие высокорискованные бумаги мы не инвестируем.

То есть в высокорискованные бумаги вы не инвестируете в принципе?

В исключительных случаях, когда мы знаем компанию изнутри и у нас есть связи с эмитентом… По большому счету, инвестировать в высокорискованные бумаги нет особой необходимости. Если я хочу заработать 20% для инвестора, на данном этапе мне совершенно не нужно лезть в distressed облигации. Даже по мере того, как аппетит к риску и ликвидность будут повышаться, я опять же буду чувствовать себя более комфортно, зарабатывая 20% на евробондах «Газпрома» с небольшим рычагом (и достаточным количеством незадействованной наличности для того, чтобы быть в состоянии «защитить» эту позицию), чем вкладываясь в токсичный неликвид.

На какие группы инвесторов фонд ориентирован?

В принципе, на любые: family offices, funds of funds, у нас есть несколько индивидуальных инвесторов. Наша концепция, конечно, в большей степени интересна западным инвесторам, хотя в фонде на данный момент большая доля инвесторов из России и других стран СНГ.

Как вы оцениваете текущую ситуацию на российском фондовом рынке?

Далеко не все заемщики сейчас в состоянии выпустить еврооблигации. Но компании с хорошим кредитом, типа «Газпрома», думаю, будут продолжать размещать бумаги, и спрос на их долги будет высоким.

Что касается вторичного рынка, то он, на наш взгляд, несколько перекуплен, причем акций это касается в большей степени, чем облигаций. При возрастании рисков, которые невозможно количественно оценить (то, о чем мы говорили раньше), рынок ищет какую-то объективную величину, от которой можно оттолкнуться, и для России эту роль последние несколько лет играет цена на нефть. На мой взгляд, нефть сейчас с фундаментальной точки зрения переоценена, что, впрочем, не означает, что цена на нее уже к осени автоматически упадет. Последние несколько лет она разогревалась в основном пассивными инвестициями в нефтяные фьючерсы. Никаких фундаментальных причин для того, чтобы нефть в течение одного года поднялась до $140, а потом опустилась обратно до $60, конечно, нет. На рынке за то время ни спрос, ни предложение практически не менялись. Очередной пузырь надулся и лопнул. Сейчас, когда нефть упала до $40, этот пузырь начал опять надуваться, и вслед за ним по инерции стал расти индекс РТС (и падать доходность облигаций). Вряд ли кто-либо сейчас может с уверенностью сказать, дойдет ли нефть, скажем, до $100 и после этого обвалится или будет продолжать топтаться в районе $60.

Дополнительными негативными факторами для российского рынка являются, как всем известно, ситуация с рублевой ликвидностью и ростом плохих долгов.

Не будучи специалистом в области equities, я несколько удивлен, что рынок практически не принимает это во внимание и не торгуется несколько ниже, чем предполагает историческая зависимость от цены на нефть.

Вы можете назвать несколько имен российских эмитентов, чьи облигации есть в вашем портфеле?

Я бы не стал называть какие-то конкретные кредитные имена.

Бумаги «Газпрома» в вашем портфеле, я так понимаю, точно есть…

Это хороший кредит.

Какой сектор сегодня, по вашему мнению, является наиболее перспективным для инвестирования в долговые инструменты?

Сейчас существует не так много секторов, о которых вообще можно говорить в связи с инвестициями в еврооблигации. Нефть, банки… Подавляющее большинство — это бумаги банков. У нас в портфеле они представлены достаточно широко.

Какая доходность инвестиций в облигации в нынешних условиях для вас интересна?

Зависит от эмитента, от срока погашения. Я думаю, для Сбербанка доходность больше 9–10% на десять лет была бы интересна. Для компании с таким кредитным рейтингом и ресурсами, как у «Газпрома», это тоже неплохая доходность.

Вы включаете в портфель фонда облигаций акции?

Нет. В меморандуме прописано, что как минимум 80% денег под управлением должно направляться в профильные активы — то есть инструменты Fixed Income. У нас несколько иной подход, иная стратегия. Мы никогда не будем прокачивать фонд акциями и завышать таким образом риски наших инвесторов, чтобы показать более высокий результат.

Каковы ваши прогнозы на осень?

Перспективы для рынка на осень пока очень неопределенные. На моей памяти не было ни одного августа, когда бы на рынке не случалось что-нибудь неприятное. Я думаю, как и на памяти подавляющего большинства людей, работающих на рынке. Поэтому все смотрят на август с определенными ожиданиями. Обязательно ли что-то должно произойти? Не думаю. Если нефть будет расти до $80–90, скорее всего, ничего не случится. Если нефть упадет до $40, то проблемные долги, низкая производительность труда и отсутствие диверсификации в российской экономике опять выйдут на первый план. На рынке еврооблигаций это скажется в меньшей степени, чем на рынке акций. Еще в конце лета прошлого года 90% российских еврооблигаций находились в руках зарубежных инвесторов, а у локальных инвесторов в России — только 10%. После кризиса, в начале этого года инвестиции распределялись примерно 50 на 50. Те инвесторы на Западе, которые торговали, ориентируясь на определенные индексы, просто закрыли позиции, и российские инвесторы приобрели большое количество этих бумаг. Совершенно точно при неблагоприятном сценарии такого обвального сливания позиций, как в прошлом году, мы наблюдать уже не будем. Инвесторов с недостаточной толерантностью к риску на нашем рынке теперь гораздо меньше.

Вряд ли кто-либо сейчас может сказать наверняка, как именно будут развиваться события в августе и осенью. Мы на всякий случай предпочитаем облигации с достаточно коротким сроком погашения (1–3 года).

Какой стратегии управления портфелем долговых инструментов вы придерживаетесь в настоящее время?

Я бы сказал, что этот подход стал более качественным, больше опирается на фундаментальные показатели. Какая ликвидность у эмитента, кросс-дефолты по данной конкретной бумаге, какими активами он располагает за рубежом. Все эти факторы мы, естественно, анализируем.

Есть и некие общие принципы. К примеру, у нас существуют определенные ограничения на концентрацию инвестиций в том или ином секторе. Мы их придерживаемся. Плюс есть ограничения на конкретные позиции — не больше 15% денег под управлением может быть сконцентрировано в каждом конкретном кредите. Это дополнительно ограничивает композицию портфеля. В принципе, мы стараемся, чтобы в портфеле было сосредоточено порядка 20 имен в каждый момент.

Если говорить о географии инвестиций, сейчас это в большей степени российский рынок?

Еще в начале этого года я мог сказать, что российский рынок занимал практически 100%. Сейчас его доля больше 50%, но мы смотрим и на другие рынки. В Украине и Казахстане есть интересные для нас кредиты.

Есть ли в портфеле бумаги, по которым были объявлены дефолты?

Пока у нас таких случаев нет, и мы надеемся избежать их в дальнейшем. По каким-то эмитентам, очевидно, существуют достаточно высокие риски. Но мы ограничиваем количество таких инвестиций.

Каков ваш прогноз в отношении перспектив выхода из кризиса для мировых финансовых рынков?

Честно говоря, он не очень оптимистичный. Я думаю, что процесс выхода из кризиса будет долгим. Не уверен, кстати, что он обязательно будет сопровождаться инфляцией. Напечатано довольно много денег, так как скорость их обращения сильно упала. Что именно будет происходить по мере того, как мы выйдем из кризиса, как быстро будут изъяты напечатанные деньги из обращения, большой вопрос. Англия, к примеру, со следующего года поднимает верхнюю ставку налога до 50%. В такой ситуации очень сложно ожидать очень высокой инфляции. В Штатах пока ничего подобного мы не наблюдаем: расходы растут, такими темпами отношение государственного долга к ВВП через два-три года может составить порядка 140%. Хотя и это тоже необязательно автоматически приведет к инфляции. В Японии данный показатель на уровне 170%, и при этом нулевой экономический рост и нулевая инфляция на протяжении последних 10–15 лет. Я думаю, что мир примерно к этому и идет. В Японии тоже, кстати, все началось с пузыря, но только там это была цена на землю. Рост на уровне больше 3% в год, который наблюдался на протяжении последних 20–30 лет, мировая экономика уже не покажет. Это будет долгий выход их кризиса, и когда он закончится, то мы будем расти максимум на 1–2% в год.

Куда инвесторы готовы вкладывать деньги сегодня?

У меня такое впечатление, что концентрация богатства в мире увеличивается: те, кто был богат, становятся богаче; те, кто был бедным, становится беднее. С одной стороны, это сдерживает традиционные показатели инфляции потребительских цен. С другой стороны, это приводит к инфляции цен активов, что имеет тенденцию рано или поздно заканчиваться коррекцией. Это и произошло в прошлом году. Лопнул один пузырь, теперь многие инвесторы пытаются угадать, где начнет раздуваться следующий. Потеряв однажды $800 в акциях АО «МММ», теперь я предпочитаю вложения, основанные на фундаментальном ана-лизе, а не на поисках следующего пузыря.

В чем вы храните деньги?

Достаточно большая сумма находится в нашем фонде. Отчасти потому, что мы действительно верим, что это правильные инвестиции и мы можем ими эффективно управлять. Отчасти потому, что это требование инвесторов. Деньги под управление тебе никто не даст, если ты не варишься с инвесторами в одном котле.

Вы могли бы сформулировать ключевые, на ваш взгляд, правила для инвестора, которыми следует руководствоваться в текущей ситуации?

Главное сейчас не потерять деньги. Я думаю, что это требование практически всех инвесторов. Если бы мы с вами разговаривали о риск-менеджменте два года назад, я бы рассказывал о том, что у нас стоит программа, которая считает Value at Risk, смотрит на различные корреляции... Сейчас эти модели попросту не работают.

Стратегия оценки рисков стала более качественной. Мы не инвестируем в тех эмитентов, о которых у нас недостаточно информации. Мы смотрим на самые худшие сценарии, какие возможны, и таким образом оцениваем композицию портфеля и количество незадействованного капитала, которое необходимо иметь для того, чтобы быть в состоянии защитить ту или иную позицию. Мы довольно пристально следим за внешнеэкономическими показателями, за тем, что делает ФРС, ЕЦБ, что будет происходить с долларовой инфляцией, с евроинфляцией. Для инвесторов, которые управляют портфелями долговых обязательств, одним из ключевых показателей является рост инфляции. Нужно быть готовым этот риск хеджировать, даже если не веришь, что инфляционные ожидания выйдут из-под контроля.

Что касается будущего: по мере того как мировая экономика будет выходить из кризиса и ликвидность станет более доступной, у многих менеджеров появится соблазн увеличить рычаг, чтобы сохранить ту доходность, которую они показывали во время выхода из кризиса. С одной стороны, все это прекрасно знают. С другой, я почти уверен, что большинство повторит ту же ошибку. Этого надо опасаться, и именно по этой причине мы прописали на уровне меморандума фонда достаточное количество ограничений на то, каким образом формируем свой портфель.

Создавать другие фонды пока не планируете?

Планируем. В следующем году, когда действующий фонд полностью окрепнет, встанет на ноги, мы рассчитываем создать еще один фонд, который будет концентрироваться на сырьевых фьючерсах. Я какое-то время занимался этим ранее, и интерес к этому у меня остался.