В интервью Cbonds Review портфельный управляющийУК «Пионер Инвестмент Менеджмент» Андрей Бершадский рассказал об актуальных проблемах индустрии asset management, преимуществах benchmark-driven подхода к инвестированию и востребованных на рынке инвестиционных стратегиях.

«Нужен качественный БЕНЧМАРК»

— Расскажите о структуре фонда, которым вы управляете. В какие долговые инструменты вы инвестируете?

— Портфель ОПИФ «ПИОНЕР — Фонд Облигаций» максимально отражает динамику широкого рынка рублевых облигаций. Он включает и госбумаги (ОФЗ), и корпоративные облигации. Фонд ориентирован на индекс TRUST TRI Composite. Моя задача как управляющего — добиться лучших по сравнению с бенчмарком результатов управления при заданном риске портфеля фонда (измеряемого через показатель Tracking Error). Ее выполнения можно добиться путем «недовеса» или «перевеса» отдельных классов облигаций (например, качественных обязательств первого эшелона против высокорискованных бумаг третьего), распределения по секторам (например, телекоммуникационных операторов против строительных компаний) и выбора конкретных имен (например, «Евраза» против НЛМК) и дюрации. В настоящее время мы инвестируем почти во все классы рублевых облигаций, за исключением distressed debt и имен, которые рынок до кризиса относил к третьему эшелону. Ранжирование выпусков по эшелонам достаточно субъективно и зависит от аппетита конкретного инвестора к риску. Кризис сильно изменил картину мира на рынке рублевого долга. Ряд имен, которые прежде входили в крепкий второй эшелон, перекочевали в третий. Отсутствие качественного бенчмарка для рублевого долгового рынка — давняя головная боль управляющего. Необходим индекс, который соответствует требованиям к составу и структуре открытых ПИФов облигаций, формируется по прозрачным правилам пересмотра индексного списка, который не меняется как минимум в течение месяца. При этом от месяца к месяцу доля выпусков, входящих и выходящих из индексного списка, не должна быть драматически большой (например, не более трети). Иначе управлять ПИФом, имея такой бенчмарк, просто невозможно. С моей точки зрения, инвестиционные банки на российском рынке до сих пор так и не создали такой бенчмарк.

— В чем причина столь слабой инфраструктуры?

— Незрелость отечественного долгового рынка не позволяет создать инструмент, который бы эффективно реплицировался через ПИФ. Из-за низкой ликвидности рынка выбор бумаг, входящих в индексный список, ограничен. Более того, индексная база постоянно обновляется. Часть бумаг из списка осядет в портфелях долгосрочных инвесторов, а сами бумаги станут неликвидными. Могут появиться новые выпуски. Некоторые бумаги, по каким-то причинам считавшиеся неликвидными (например, вследствие технических сделок, не относящихся к рыночной торговой активности), могут «расторговаться». Таким образом, индекс не всегда корректно отражает реальную динамику торгов. Управляющему крупным фондом непросто подстроиться под изменчивый индексный портфель.

Критерием риска для классического паевого инвестиционного фонда, который

Андрей БЕРШАДСКИЙ,
портфельный управляющий,
УК «Пионер Инвестмент Менеджмент»

ориентирован на индекс, служит ошибка следования (Tracking Error). Когда фактический портфель фонда начинает значительно отклоняться от индексного портфеля, возникает разрыв в терминах ожидаемой ошибки следования. Наша система управления рисками вычисляет tracking error по текущему составу активов в портфеле и оценивает, какой вклад вносит тот или иной перевес или недовес конкретных активов в ожидаемый tracking error (на научном языке — ex-ante tracking error). К примеру, я целенаправленно недовешиваю РЖД и перевешиваю Москву против индекса в длинном отрезке кривой доходности (в этом состоит активное управление портфелем против бенчмарка). Если система риск-менеджмента выявит, что ожидаемый tracking error портфеля выше установленного лимита, то управляющий получит сигнал о том, что активный вес соответствующего актива необходимо уменьшить. Такая концепция выглядела бы странной в глазах торговых подразделений инвестбанков и спекулянтов типа хедж-фондов. Они могут весь портфель держать в длинных бумагах РЖД, потому что считают их высококачественным недооцененным активом. Управляющий ПИФом не может действовать таким образом. Если, к примеру, в индексе доля РЖД составляет 10%, то при покупке в фонд 20% этих бумаг значение tracking error портфеля фонда резко вырастет, о чем немедленно уведомит управляющего система риск-менеджмента.

> НЕОБХОДИМ ИНДЕКС, КОТОРЫЙ СООТВЕТСТВУЕТ ТРЕБОВАНИЯМ К СОСТАВУ И СТРУКТУРЕ ОТКРЫТЫХ ПИФОВ ОБЛИГАЦИЙ, ФОРМИРУЕТСЯ ПО ПРОЗРАЧНЫМ ПРАВИЛАМ ПЕРЕСМОТРА ИНДЕКСНОГО СПИСКА, НЕ МЕНЯЮЩЕГОСЯ КАК МИНИМУМ В ТЕЧЕНИЕ МЕСЯЦА

— Получается, что интересы и подходы к инвестиционному процессу у инвестиционных банков и управляющих паевыми фондами диаметрально противоположные.

— Существуют два общеизвестных подхода. Первый — рыночно ориентированный (benchmark-driven). Второй — absolute return, который ближе к стратегиям хедж-фондов, где важна абсолютная доходность портфеля за период. Цель второй стратегии — получение положительного дохода вне зависимости от движения рынка. Грубо говоря, у спекулянта тоже есть бенчмарк, но вместо индекса соответствующего рынка им служит заданный уровень доходности, скажем, 12% годовых. Для управляющего ПИФом облигаций бенчмарком может являться, к примеру, индекс Cbonds. Задача управляющего хедж-фондом будет состоять в том, чтобы превзойти эту планку в 12% годовых в нашем примере, причем часто любой ценой (без вдумчивой системы риск-менеджмента и четкой формализации процесса принятия инвестиционных решений). Определенную долю того, что хедж-фонд заработает свыше, он получит в виде вознаграждения за полученную прибыль (success fee).

Сейчас клиенты управляющих компаний стали еще разборчивее: они хотят ограничить потенциальные потери на фиксированном сроке инвестирования. Я, используя индексный подход, могу сказать своему клиенту: «Смотрите, индекс упал на 10%, а портфель паевого фонда просел на 8%. Значит, я как управляющий сработал хорошо». У хедж-фонда другая цель. Его клиент скажет: «Индекс упал на 12%, но я при этом потерял деньги. Это слабый результат. Я в принципе не должен терять деньги». Клиент и управляющий хедж-фондом могут договориться о величине возможных потерь, к примеру, не больше 5% на интервале один год. Это — подход absolute return, в котором иная математика риск-менеджмента и иначе устроен инвестиционный процесс.

— Если оценивать с позиции клиента, то такой подход кажется справедливым.

— Действительно, это широко распространенное отношение к вопросу. У Pioneer Investments, где я работаю, опыт работы на мировых финансовых рынках превышает 80 лет. За прошедшие десятилетия мы видели множество рыночных взлетов и обвалов. Наш флагман, фонд акций Pioneer Fund — один из старейших взаимных фондов США. Его бенчмарком является индекс S&P 500. На практике, когда управление риском осуществляется в терминах абсолютного дохода и абсолютных потенциальных потерь, то по пути неизбежно ограничивается потенциальная доходность. Если вы хотите с помощью подобной инвестиционной стратегии минимизировать свои потери, то закладываете меньший коэффициент участия инвестора в рынке (например, снижаете долю акций против наличных денег). Взаимный фонд, напротив, всегда в рынке. Он никогда не «выходит в кэш» полностью. По этой причине он ловит и все падения, и все подъемы. Как известно, на интервале 5–10 лет финансовые активы в среднем растут. Как показывает статистика, при использовании стратегии absolute return вы получите результат ниже, чем если бы применялась индексная стратегия. Результаты управляющих, пользующихся стратегиями absolute return, отстают от рынка. Рынок умнее, чем большая часть активных управляющих.

> РЫНОК УМНЕЕ, ЧЕМ БОЛЬШАЯ ЧАСТЬ АКТИВНЫХ УПРАВЛЯЮЩИХ

Проблема в том, что институциональная структура нашего рынка несовершенна. Кризис выявил слабость инфраструктуры, которая включает индексы, рейтинговые агентства, всевозможную аналитику, кодексы этики управляющих и тех, кто находится по другую сторону прилавка — инвестиционных банкиров. Инвесторы в локальные облигации осознали свою незащищенность. Не хватает целого ряда инструментов. Портфельные управляющие не могут «сочинять» индексы, поскольку это приведет к возникновению конфликта интересов с клиентами. Эта задача ложится на плечи тех, кто продает облигации и связанные с ними продукты.

— Но банки пока не слишком заинтересованы в создании и продвижении такого инструментария?

Возможно, причина кроется в дефиците квалифицированного спроса на такие продукты. В России много управляющих, которые используют оппортунистический подход к инвестированию. Управляющие компании

до сих пор продают интуицию своих звездных управляющих. Их портфели могут быть очень концентрированы в отдельных именах и выпусках. Я не могу так действовать. За мной стоит опыт глобальной команды специалистов в инвестициях. За 80 лет работы Pioneer Investments мы научились не делать большие ставки с высоким риском. Мы адаптируем опыт, накопленный нашими зарубежными коллегами, под условия российского рынка, но нам не хватает инструментов, тех же качественных индексов. Российский рынок ценных бумаг достаточно молод. С одной стороны, здесь встречаются вопиющие неэффективности, которые на развитых рынках устранены армией арбитражеров и спекулянтов разных мастей. Эти торговые идеи уже отыграны, и теперь крошки с бороды смахивают в поисках дополнительной доходности — «альфы». В России все иначе. «Альфы» на развивающихся рынках довольно много. С другой стороны, российские управляющие еще набили недостаточно шишек, чтобы устанавливать строгие подходы к инвестиционному процессу и управлению рисками.

— А сами клиенты разделяют такой подход к инвестированию?

— Большинство клиентов во всем мире хотят заработать много при минимальном риске. А так не бывает. За рубежом это уже поняли, потому что там финансовые рынки существуют столетия. Российский инвестор пока не подготовлен к такому типу мышления. Более того, как показывает практика, розничный инвестор всегда отстает от рынка. Он видит рост акций на 100% и думает: «Я упустил момент. Надо скорее войти в рынок». И в результате он входит тогда, когда активы уже подорожали. Поэтому одна из задач управляющих компаний — повышение финансовой культуры населения. Мы должны доходчиво объяснять клиентам, почему важно ориентироваться на индексы, в чем заключаются риски, чем отличаются разные инвестиционные подходы, о чем говорит tracking error. Пока клиентам привычнее ориентироваться на уровни ожидаемой абсолютной доходности без привязки к возможным рискам. Соответственно, пока крайне мало управляющих, которые предъявляют спрос на продукты инвестбанков в данной области. Они управляют, как умеют. По такому пути развивался российский рынок, но пора двигаться дальше.

— Выходит, что кризис, наоборот, отбросил нас назад?

Обвал рынков в острую фазу кризиса охладил интерес инвесторов к продуктам, ориентированным на индексы. Терять деньги никто не хочет, это естественно. В таких условиях инвесторы стремятся избегать риска (risk aversion), игнорируя низкие цены активов. Неправильное позиционирование продуктов по уровню риска — проблема всей нашей индустрии управления активами. Управляющие, продававшие продукт, не соответствующий обертке, дискредитировали себя в глазах массового клиента. Управляя ПИФом облигаций, вы должны соблюдать профиль риска, поскольку предлагаете клиенту риск рынка корпоративных облигаций. В теории ПИФ облигаций — это консервативный продукт по уровню риска. Если добавить разрешенные законодательством 40% акций в облигационный портфель, то его риск-профиль будет другим. У инвестора, который обжегся на вложениях в такой фонд, возникает отторжение ко всей индустрии ПИФов. Ему продали не то, на что он рассчитывал. Он не знал об этом и теперь чувствует себя обманутым.

— Вы не включаете в портфели фонда облигаций акции?

Мы принципиально не делаем этого, так как предлагаем клиенту продукт с четко заданным профилем риска.

В 2009 году многие ПИФы облигаций показывали немыслимые доходности, тогда как облигации таких доходностей не обеспечивали. На мой взгляд, фонд, который показывает доходность примерно в два раза выше, чем индекс, должен вызывать сомнения у инвестора. Это тот самый случай, когда tracking error начинает играть роль. Доверять нужно тем управляющим компаниям, которые играют по установленным правилам и имеют прозрачный механизм инвестирования. В инвестициях должна быть логика, которая подкреплена формализованной дисциплиной принятия решений.

> «НЕПРАВИЛЬНОЕ ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ ПРОДУКТОВ ПО УРОВНЮ РИСКА — ПРОБЛЕМА ВСЕЙ НАШЕЙ ИНДУСТРИИ УПРАВЛЕНИЯ АКТИВАМИ»

— Но ведь, невозможно формализовать все. Рынок — это во многом психология.

Согласен. Рынок — это скорее искусство, нежели наука. Конечно, человеческий фактор играет свою роль. Чем отличается управляющая компания от фондируемого инвестора, торгового деска инвестбанка или профессионального спекулянта? У нас другой бизнес. Управляющая компания в меньшей степени подвержена краткосрочным колебаниям. Мы смотрим на интервалы времени, которые недоступны профессиональным спекулянтам, потому что у них есть стоимость фондирования и, быть может, стоп-лосс. У портфельных управляющих более длинный горизонт инвестирования. К примеру, мы в фонде держим позицию минимум месяц. Чаще всего инвестиционные решения строятся в расчете на квартал. Для меня колебания рынка в моменте не так важны. В долгосрочном плане психология рынка уступает место фундаментальной оценке активов, торгуемых на этом рынке. В краткосрочных рыночных колебаниях тоже можно найти дополнительную «альфу», но мы это делаем в заданных рамках большого стратегического риска — tracking error, чтобы не допускать сильного отклонения от индекса. Хотя немного «альфы» не помешает. В противном случае инвестору лучше купить индексный фонд и сидеть в нем.

Pioneer Investments не продает индексные фонды. По своей инвестиционной философии это активный инвестор, но с оговоркой на риск-менеджмент относительно индекса. Для оценки качества управления фондом мы используем такой индикатор, как информационное отношение (information ratio). Он измеряет избыточную доходность портфеля в расчете на единицу принимаемого риска относительно бенчмарка — так же, как коэффициент Шарпа, который сравнивает доходность портфеля с безрисковой ставкой в расчете на единицу волатильности. Идея в том, что портфельный управляющий должен получать добавленную доходность на единицу потенциального отклонения от бенчмарка. Для того чтобы этот подход работал на практике, нужен качественный бенчмарк.

— На какие стратегии сейчас есть спрос?

> ФОНД, КОТОРЫЙ ПОКАЗЫВАЕТ ДОХОДНОСТЬ ПРИМЕРНО В ДВА РАЗА ВЫШЕ, ЧЕМ ИНДЕКС, ДОЛЖЕН ВЫЗЫВАТЬ СОМНЕНИЯ У ИНВЕСТОРА

— Инвесторам по-прежнему интересны стратегии, ориентированные на абсолютную доходность. Нам есть что предложить клиентам в этой области, хотя это новое направление для нашей компании. Тем не менее, определенный опыт на глобальных рынках мы уже получили, и я думаю, что он будет реализован в России. Мы также отмечаем растущий интерес со стороны глобальных клиентов к российскому рынку в целом. В начале ноября прошлого года Pioneer Investments объявила о запуске фонда Pioneer Funds — Emerging Markets Bond Local Currencies, который инвестирует в долговые обязательства на рынках развивающихся стран. Интерес к данным рынкам обусловлен тем, что доля развивающихся стран в мировом ВВП уже превысила 50%, а темпы роста этих экономик в следующие 20 лет в два раза превысят рост развитых рынков. Игнорировать такие инвестиционные возможности недопустимо.

— Возвращаясь к продуктам, основанным на стратегиях с абсолютным доходом: для развития в этом направлении инструментария на рынке достаточно?

Не совсем. К примеру, возьмем рынок ОФЗ. На протяжении многих лет я рассматривал рынок госбумаг с их отрицательными реальными доходностями как малопривлекательный для real money инвесторов сегмент. Сейчас мы относимся к ОФЗ как к самостоятельному классу локальных облигаций, в котором существуют инвестиционные идеи, пригодные для ПИФов и фондов облигаций в локальных валютах. ОФЗ также нужны как часть инструментария для создания структурных продуктов.

При этом рынок рублевого госдолга должен эволюционировать: нужны ликвидность и институты, которые ее создают, а также производные инструменты на госбумаги, например стрипы. В наших структурных продуктах, предлагающих динамическое распределение активов с защитой вложенного капитала, нам требуются бескупонные инструменты с эталонным кредитным качеством — «зеро». Пока мы вынуждены использовать неликвидные короткие купонные выпуски ОФЗ и выпуски квазисуверенных заемщиков, чтобы эмулировать из них «зеро».

— Каковы, на ваш взгляд, перспективы индустрии Asset Management в целом? Будет ли она меняться и в каком направлении?

Индустрия управления активами пережила два сложных года, инвестиционные приоритеты клиентов существенно изменились. Многие управляющие компании по всему миру столкнулись с оттоком средств из фондов. Безусловно, у клиентов накопились претензии к управляющим. Мне кажется, кризис научил инвесторов доверять тем управляющим, которые демонстрируют заботу о средствах клиента, умеют взвешивать риски и совершенствуют систему риск-менеджмента.

Что будет дальше? Очевидно, что люди все равно будут куда-то вкладывать деньги. Ультрамягкая монетарная политика многих стран мира, связанная с эмиссией большого количества денег, пока не привела к притоку кредитов в реальную экономику. Конечные пользователи этих денег — предприятия, а в конце этой цепочки находятся наши клиенты. Люди, которые пытаются сберечь часть зарплаты, пока не получают роста денежного потока, потому что не растет экономика. Улучшение отдельных макроэкономических показателей, на мой взгляд, не подкреплено реальными сдвигами в модели функционирования экономик, в том числе и российской. Безусловно, со временем эмитированные центральными банками деньги вернутся в виде зарплат и социальных выплат, но не в прежних объемах. К сожалению, на развитых рынках население перекредитовано. Снять этот кредитный рычаг будет непросто. Норма сбережений должна в итоге вырасти. Тем не менее, сейчас сбережения тратятся на погашение старых долгов.

Управление активами — это наука о том, как приумножать и сохранять сбережения, которые человек создает на протяжении всей жизни. Эта индустрия все равно будет существовать. Особую роль будут играть опыт и организация бизнес-процесса конкретных управляющих компаний — от качества продаж и продуктового ряда до риск-менеджмента. На рынке останутся те, кто терпеливо и регулярно общается напрямую с клиентами и предлагает наиболее адекватные текущему спросу инвестиционные стратегии с соответствующим результатом. Ведь качество работы управляющего активами заключается в стабильности результатов.

— В чем вы храните личные сбережения?

В целом я стараюсь сократить рыночный риск, поскольку основной источник моих доходов напрямую зависит от состояния финансовых рынков. Большая часть накоплений размещена в депозитах в первоклассных отечественных банках, с диверсификацией по валютам. Небольшая сумма вложена в ПИФы, которые я считаю удачным инструментом для частного инвестора. Обычно я делаю среднесрочный выбор между акциями и облигациями. Брокерского счета никогда не имел. Я не думаю, что в долгосрочном периоде сумею обыграть рынок, концентрируя портфель в отдельных бумагах. В этом году часть средств держал на обезличенном металлическом счете (золото). К инвестициям в недвижимость отношусь скептически. На мой взгляд, в течение двух-пяти лет в этом секторе стоит ждать роста предложения по мере размораживания кредитования. К тому же, долгосрочный рост этого рынка держится на уровне инфляции.

> СЕЙЧАС МЫ ОТНОСИМСЯ К ОФЗ КАК К САМОСТОЯТЕЛЬНОМУ КЛАССУ ЛОКАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ, В КОТОРОМ СУЩЕСТВУЮТ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ, ПРИГОДНЫЕ ДЛЯ ПИФОВ И ФОНДОВ ОБЛИГАЦИЙ В ЛОКАЛЬНЫХ ВАЛЮТАХ

Вообще, мне по духу близко высказывание Осипа Мандельштама: «Поэт — тот, кто смог перерасти свою профессию». Мир гораздо шире, чем котировки, сделки и математические модели. Хотя, будучи финансистом (с изрядной долей прагматизма, граничащего с цинизмом) и имея математическое прошлое, признаюсь, стать поэтом в широком смысле нелегко.