В интервью журналу Cbonds Review управляющий директор УК «Тройка Диалог» Олег Ларичев рассуждает о перспективах рынка коллективных инвестиций, эффективности разных стратегий управления, а также о том, кто такие этические «беспредельщики» и как с ними бороться.

«НЕ ПОНИМАЮ, как можно взять деньги в долг и не отдать?»

— Олег, каковы основные тенденции на рынке коллективных инвестиций с начала года? Какие инвестиционные стратегии сейчас пользуются спросом?

— Если анализировать результаты 2008 года, то мы увидим, что в тот период наблюдался отток средств из всех фондов, что неудивительно. Тогда многие инвесторы испытывали большое желание выйти из ПИФов в силу разных причин: как субъективных, связанных с личными финансовыми запросами, так и по причине объективного недовольства результатами 2008 года.

С конца прошлого года начался небольшой приток средств в облигационные фонды, зато из ПИФов акций инвесторы продолжали уходить. Ситуация изменилась в этом году. Приток денег в облигации сохранился, но при этом появился интерес клиентов к фондам акций. С наибольшим энтузиазмом инвесторы отреагировали на трехзначные доходности отраслевых ПИФов. Большой популярностью сейчас пользуются фонды телекоммуникаций, энергетики и потребительского сектора. Прежде всего, возрождение интереса к акциям как инструменту инвестирования объясняется хорошими результатами, которые показал этот рынок по итогам прошлого года. Вторая причина связана с тем, что и облигации, и депозиты как актив стали давать существенно меньшую доходность. Третьим немаловажным фактором явилось то, что у людей на персональном уровне стабилизировалось финансовое положение.

— Расскажите о фондах облигаций под управлением УК «Тройка Диалог»: на какие группы инвесторов они ориентированы, в какие долговые инструменты преимущественно инвестируют?

— В настоящее время под управлением УК «Тройка Диалог» находится три фонда облигаций: «Садко», «Илья Муромец» и фонд «Рискованные облигации».

«Садко» начинался как фонд еврооблигаций, но через какое-то время мы отказались от данной стратегии. Дело в том, что на момент запуска мы столкнулись с двумя обстоятельствами: во-первых, сильно выросли котировки российских еврооблигаций, во-вторых, у нас не было возможности хеджировать риск доллара, в то время как у меня был сильный взгляд на то, что американская валюта будет падать, а рубль расти (как и происходило до кризиса). Поэтому в свое время было принято решение переориентировать «Садко» в фонд, инвестирующий в рискованные облигации. Но так как сейчас в нашей линейке появился отдельный ПИФ, который будет заниматься вложениями в высокодоходные

Олег ЛАРИЧЕВ,
управляющий директор,
УК «Тройка Диалог»

бумаги, мы планируем летом 2010 года перепозиционировать «Садко» в крайне консервативный фонд, специализирующийся на первом эшелоне российских долговых бумаг.

«Илья Муромец» — один из старейших облигационных фондов «Тройки». Сегодня он инвестирует преимущественно в облигации второго и третьего эшелонов. В портфеле фонда представлено много имен, он качественно диверсифицирован по кредиту и денежному потоку. Это сильно помогло нам во время кризиса в 2008 году. Деньги, которые нам платили эмитенты в счет погашения купонов, номинала облигаций, позволяли управляющей компании покупать бумаги с потрясающими характеристиками по доходности. На тот момент на рынке сложилась такая ситуация: из-за того, что ряд компаний, оказавшихся в тяжелом положении, не смог рассчитаться с кредиторами, была брошена тень на всех других российских эмитентов. Их облигации сильно подешевели. Но за счет профессионального подхода к управлению фондом, заметной диверсификации мы могли покупать. В результате доходность фонда за 2009 год составила более 60%, индекс Cbonds при этом показал только 29%. Это произошло как раз благодаря тому, что наш портфель был достаточно хорошо диверсифицирован во втором и третьем эшелонах. Сейчас мы продолжаем придерживаться выбранной стратегии. В среднем у нас в портфеле находится 30–40 имен.

— Решение об открытии фонда «Рискованные облигации» связано с тем, что интерес к рискованным активам снова растет?

— Мы хотим дать выбор клиенту. Чем выше риск, тем больше потенциальная доходность. Это очевидно. Но не все готовы брать риски рынка акций или третьего эшелона в облигациях. Поэтому мы, обновляя стратегию и предоставляя к ней ежедневный доступ, лучше диверсифицируем свою продуктовую линейку. Так что теперь у нас три стратегии: консервативная, универсальная и рискованная, агрессивная.

Фонд «Рискованные облигации» последние три года строился на стратегии «облигации +». До 15% активов фонда мы вкладывали в акции. Сейчас мы меняем эту стратегию на «Рискованные облигации» без акций. Это фонд, четко ориентированный на третий эшелон. В его портфеле не будет ОФЗ, облигаций Москвы или РЖД.

— То есть жадность определенно вернулась?

— Страх и жадность никуда не уходят. Стремление получить доход побольше — в крови у всех инвесторов. Конечно, сейчас рынки успокоились, инвесторы снова готовы брать на себя больший риск. Но я бы не стал называть это жадностью в плохом смысле слова. Это, скорее, желание рисковать.

— Какой стратегии управления портфелями долговых инструментов вы придерживаетесь в настоящее время?

— Я уже говорил о том, что для облигационных фондов крайне важна хорошая диверсификация: кредитная диверсификация и диверсификация денежного потока. Помимо этого существуют такие фундаментальные веши, как кредитный риск и риск дюрации. Ранее и до настоящего момента мы сохраняли оптимистичный прогноз по поводу дальнейшего снижения ставок. Поэтому в течение последних двух лет во всех трех фондах использовались инструменты с более длинной дюрацией. Один из лучших примеров — пятилетняя бумага «Евраза». Она сочетала в себе привлекательную доходность, хорошее кредитное качество, пятилетний срок до погашения, соответственно, довольно приличную дюрацию и демонстрировала хороший рост.

— Если исходить из того, что глобально на рынке существует два подхода к инвестированию — benchmark-driven и absolute return, то какой из них вам ближе?

— То, о чем вы говорите, сейчас в России в большей степени относится к рынку акций, чем облигаций. Но если рассуждать об общих подходах, то думаю, что наши фонды облигаций с некоторыми оговорками можно отнести к стратегии absolute return. Мы пытаемся получить положительную доходность каждый год. У нас есть индекс Cbonds, который УК использует для сравнения. Но для наших управляющих это всего лишь бенчмарк, который дает некое понимание того, что сделал рынок.

Индексное управление по своей сути является пассивным. Мы же стремимся активно управлять портфелем. Чем более эффективный рынок, тем большее значение приобретает индексная стратегия, потому что в такой ситуации ты, по сути, просто покупаешь рынок. А если речь идет о развивающемся рынке, который характеризуется многими внутренними сложностями, является не вполне непрозрачным и не обеспечивает участникам одинаково свободного доступа к публичной информации, то здесь активный управляющий может добиться гораздо лучших результатов, быть более эффективным. Поэтому мы практикуем стратегию активного управления.

— Внедрять продукты, ориентированные на benchmark-driven-стратегии, не планируете?

— Мы — фундаментальные управляющие. УК «Тройка Диалог» сейчас имеет самую большую долю на рынке ПИФов. Одно из слагаемых успеха — это широкая линейка продуктов. И мы собираемся ее пополнять.

— Как вы считаете, почему benchmark-driven-стратегии почти не распространены на российском рынке?

— Россия — это страна с большим будущим, интегрированная в достаточно большой степени в мировое экономическое пространство. Так что на финансовом рынке загадочная русская душа ведет себя точно так же, как европейская или американская. Последние в условиях низкой инфляции большую часть денег инвестируют в финансовые продукты. Россия — это страна с традиционно высокими инфляционными рисками. Конечно, пока у нас отнюдь не низкий уровень инфляции, но мы к этому идем. Инфляция падает, спрос на финансовые продукты растет. Я думаю, что будет увеличиваться спрос и на пассивные стратегии. Поэтому мы рассматриваем benchmark-driven-фонды для расширения своей линейки ПИФов.

— С какими еще объективными причинами может быть связано отсутствие на российском рынке большого количества фондов облигаций, ориентированных на benchmark-driven-подход?

— На мой взгляд, основная проблема состоит в том, что у нас в стране рынок коллективных инвестиций очень маленький — его объем не превышает нескольких миллиардов долларов. При этом основная доля приходится на фонды акций, тогда как на облигационные ПИФы — порядка 15% рынка. Поэтому вопрос, есть ли на нем место для узкоспециализированных продуктов, сегодня остается открытым. Безусловно, необходимо развивать инструментарий, но и сам рынок должен расти.

Мы еще не до конца пережили последствия кризиса. Кроме того, в прошлом году доходность наиболее понятных инструментов для большинства населения — банковских депозитов — была высокой, хотя и существенно ниже доходностей, которые мы получили по нашим облигационным фондам. Именно поэтому большинство частных инвесторов до сих пор предпочитают более понятные депозиты хоть и более прозрачному, но гораздо менее понятному фондовому рынку. То, что сейчас ставки по депозитам быстро снижаются, достаточно позитивно сказывается на нашей индустрии.

На мой взгляд, рынок коллективных инвестиций будет расти количественно и качественно. В частности, жду, что скоро мы увидим больше индексных фондов в России.

— Кто сегодня ваш основной инвестор?

— У нас разные клиентские группы. Паевые фонды в большей степени ориентированы на средний класс. Для категории более состоятельных россиян разработаны продукты доверительного управления. Далее можно выделить институциональных клиентов — это страховые компании, пенсионные фонды и другие частные институциональные инвесторы. И, наконец, иностранные инвесторы. Это та клиентская группа, которую мы планируем сейчас активно развивать.

— Иностранцам сейчас локальный рынок интересен?

— Безусловно. Интерес есть, и очень большой. Более $1 млрд пришло в фонды, которые инвестируют в Россию. Как только ситуация с нефтью стабилизировалась, приток капитала начал расти. Сейчас прогнозы очень позитивные, поэтому объем инвестиций продолжит увеличиваться.

— Какими методами вы пользуетесь при определении инвестиционной привлекательности той или иной ценной бумаги?

— В принципе, это стандартные процедуры: производится фундаментальный анализ бумаги, оценка ее кредитного качества. После этого оценивается потенциал конкретного инструмента: правильно ли он оценен, какой наш прогноз по доходности? После анализа всех этих факторов принимается решение, покупать или нет. Что поменялось в связи с кризисом? Мы, безусловно, усилили кредитный анализ, укрепили команду кредитных аналитиков, сильнее формализовали отдельные процедуры внутри компании.

— А каких-то нетрадиционных методов оценки рисков у вас нет? Например, встретиться с представителем менеджмента компании-эмитента, посмотреть ему в глаза?

— Бесспорно, этого никто не отменял. В ситуации, где это возможно, мы встречаемся с менеджментом компании, которая берет у нас в долг, ее акционерами. Очень часто это элементарный вопрос личной порядочности того или иного владельца бизнеса. Для меня, например, непонятно, как можно взять деньги в долг и не отдать. Я считаю это ни чем иным, как этическим беспределом.

— Тот «беспредел», который мы наблюдали последние два года, поможет инвесторам не повторить ошибок последнего кризиса?

Выводы, конечно, были сделаны: ничто не забыто, никто не забыт… Но инвесторы склонны довольно быстро прощать. Для большинства участников рынка 2009 год был удачным. Сегодня оценки риска уже не такие консервативные, какими они были, скажем, в начале прошлого года.

Необходимо осознавать, что у высокой доходности есть и оборотная сторона, высокие риски. Поэтому я не рекомендую покупать бумаги, каким-то образом связанные с компанией «Инком Лада» и ее акционерами. Но ведь далеко не всегда в случае дефолта мы имеем дело с этическими «беспредельщиками». Есть и просто неудачливые бизнесмены. Такие случаи в секторе рискованных облигаций были, есть и будут. Главное, чтобы та дополнительная доходность, которую получают инвесторы, вкладываясь в третий эшелон, превышала количество потерь от этих дефолтов. Это задача фондов во всем мире. Будут ли в дальнейшем дефолты в секторе рискованных облигаций? Безусловно будут. Задача управляющего — сделать так, чтобы таких дефолтных бумаг в портфеле оказалось немного по сравнению с дополнительной доходностью третьего эшелона. Чтобы портфель был диверсифицированным, а тяжелые дефолтные бумаги не группировались. Рискованные облигации — очень интересный сектор, но и один из самых сложных.

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

— От 15% годовых.

— Если говорить о консервативных стратегиях?

— 5–6% годовых. Что касается универсальной стратегии — фонда «Илья Муромец», — то это около 10–11%.

— Каковы ваши фундаментальные ожидания от рынка облигаций и перспективы возвращения на него компаний третьего эшелона?

— Год назад казалось, что третий эшелон никто никогда больше покупать не будет. На сегодняшний день доходности в первом эшелоне ниже, чем до кризиса. Поэтому уже сейчас ясно, что очень скоро инвесторы снова начнут активно вкладываться в высокорискованные бумаги. К осени, думаю, ускорится выход на рынок эмитентов третьего эшелона, не запятнавших себя участием в этическом беспределе. До конца года ставки, по нашим ожиданиям, снизятся еще на 1–2%. Остановится этот процесс в тот момент, когда начнется повышение ставок в США.

— Когда это произойдет?

— Трудно сказать. Разные мнения на рынках. Я думаю, что не раньше, чем через год.

— В чем вы храните личные сбережения?

— По валютам это доллары и рубли. Что касается активов, то я придерживаюсь достаточно агрессивной стратегии. Инвестирую без кредитного плеча, но в агрессивные инструменты.

afme/esf & INFORMATION MANAGEMENT NETWORK IMN

Present

GLOBAL ABS 2010

15-16 JUNE 2010

HILTON LONDON METROPOLE • LONDON, UK

Despite a weakened market, over 2500 people attended the 2009 event.
We are back again in London this year, working closely with the European Securitisation Forum to ensure yet another successful ABS event in 2010.

Over 600 Investors and Issuers Already Registered to Attend

Keynote Speakers

José Manuel González-Páramo
MEMBER OF THE ECB EXECUTIVE BOARD

Peter Praet
Executive Director
NATIONAL BANK OF BELGIUM

Lead Sponsors:

CLIFFORD CHANCE

STANDARD & POOR'S

Partners:

ALLEN & OVERY

BNP PARIBAS Corporate & Investment Banking

BNP PARIBAS Securities Services

Deutsche Bank

SOCIETE GENERALE Corporate & Investment Banking

Patron Sponsors

Baker & McKenzie
Deloitte & Touche LLP
Moody's Investor Service

Advocate Sponsors

Assured Guaranty Corp. and Assured Guaranty (UK) Ltd.
Banca IMI
Bank of America Merrill Lynch
Clayton Euro Risk
Crèdit Agricole Corporate and Investment Bank
Fitch Ratings
Mayer Brown LLP
Nomura
Rabobank
Santander
TMF
UBS Investment Bank
UniCredit
WestLB

Associate Sponsors

1010data
Bloomberg
BNY Mellon
Capstone Mortgage Services LTD
Credit Suisse
DBRS
Deutsche Bank, Trust & Securities Services
Evolution Securities Limited
Goldman Sachs
Guggenheim Capital Markets
Lewtan Technologies, Inc.
Lovells LLP
Markit
Norton Rose
Orrick Herrington & Sutcliffe
Principia Partners LLC
Westpac Banking Corporation
Wilmington Trust Corporation

Exhibitors

Bedell Group
Demica
Interactive Data
Intex Solutions
Irish Stock Exchange
Lowenstein Sandler PC
Maples & Calder
Sanne Group
SecondMarket
Standard & Poor's
Street Solutions, Inc.

Register Now to Reserve Your Space at the Industry's Leading Event

For more information, please visit: www.imn.org/global2010_cbw

Tel: +44 (0) 20 7779 8999 | Email: mail@imn.org