Алексей Вдовин,
управляющий активами «УК Банка Москвы»

Задача управляющего — не угадывать рынок, а контролировать риск

Показатели доходности открытого ПИФа «Волхонка — российские облигации» по итогам 2006 года достаточно низкие (около 5%). Чем вы можете это объяснить?

Российские инвесторы в большинстве своем предпочитают ПИФы акций. Основная причина низкой доходности фонда облигаций «Волхонка» заключается в высокой волатильности активов этого фонда, вызванной частым заходом и выходом клиентов. Наши клиенты используют фонд «Волхонка» в качестве «кармана», в который можно быстро зайти в случае падения рынка акций и так же быстро выйти; отчасти именно для того мы и создавали в нашей линейке ПИФов этот фонд.

У «УК Банка Москвы» широкая линейка ПИФов и есть несколько крупных клиентов, которые любят заниматься «игрой с рынком». Они выходят из наших фондов акций («Биржевая площадь — Индекс ММВБ», «Красная площадь — акции компаний с государственным участием») в период, когда риски, по их мнению, повышаются, и заходят в ПИФ облигаций «Волхонка». Но настроение этих крупных пайщиков часто меняется, и через несколько дней они выходят из «Волхонки». А поскольку обмен паев происходит быстро (это можно сделать в течение трех дней), СЧА фонда «Волхонка» падает столь же резко, как вырастала до этого. В результате колебания чистых активов фонда «Волхонка» составляют в среднем около 20% в месяц.

Ситуация исправится, когда СЧА фонда «Волхонка» превысит, скажем, 500 млн руб.; в этом случае единовременный вывод средств пайщиков объемом до 50 млн не будет существенно влиять на эффективность управления.

Алексей Вдовин

Управляющий активами «УК Банка Москвы»

Имеет высшее техническое образование (МАТИ им. Циолковского). Работает на финансовых рынках с 2000 г. Работал в компаниях «Регионфинанс», УК «Регионгазфинанс» (2000–2004 гг.), УК «ЦЕРИХ» (2004-2006 гг.). В 2006 г. перешел в «Банк Москвы» на должность управляющего активами.

«УК Банка Москвы» не планирует создать более рисковый облигационный фонд, который не использовался бы в качестве «денежного кармана»?

Все понимают, что основными участниками рынка облигаций сегодня являются банки, для них это хороший рынок, особенно в ситуации ревальвации рубля. Но рынок asset management другой, здесь работают другие инвесторы, и они требуют другую доходность. По облигациям получить доходность, сопоставимую с рынком акций, на длинных сроках невозможно, поэтому понятно, почему инвесторы используют наш фонд облигаций как «карман».

На рынке облигаций сейчас совершенно невозможно получать большие прибыли. Те институциональные инвесторы (страховые компании, пенсионные фонды), которые активно инвестируют в облигации, делают это только потому, что к этому их вынуждают законодательные ограничения.

Открытый паевой инвестиционный фонд облигаций «Волхонка — российские облигации» под управлением ЗАО «УК Банка Москвы» зарегистрирован в ФСФР России 26 января 2005 г. и работает с 22 марта 2005 г. СЧА фонда на 7 марта 2007 года равнялась 118 млн рублей.

«УК Банка Москвы» осуществляет управление 11 паевыми фондами с совокупными активами свыше 9 млрд руб., по объему открытых и интервальных фондов в управлении на конец 2006 года компания занимала четвертое место в ренкинге Investfunds.Ru. Крупнейшие ПИФы в управлении компании — «Красная площадь — акции компаний с государственным участием» (СЧА: 2.07 млрд руб.), «Биржевая площадь — Индекс ММВБ» (СЧА: 1.66 млрд руб.), «Кузнецкий мост» (СЧА: 1.6 млрд руб.).

Какой была структура портфеля фонда «Волхонка» в 2006 году?

В 2006 году 20–30% средств было инвестировано в первый эшелон для ликвидности, если вдруг будет выход клиентов. Из первого эшелона в портфеле Газпром, Мосэнерго, ГидроОГК, то есть такие «фишки», которые дают хоть какие-то спреды к ОФЗ. Примерно 20–30% в портфеле составляет «третий эшелон», который включается, чтобы зарабатывать. Оставшиеся 50% — второй эшелон, в основном металлургические и телекоммуникационные компании: в данный момент это ЧТПЗ, «Мечел», ЮТК, «ЦентрТелеком». Сейчас мы меняем структуру портфеля в сторону уменьшения дюрации.

Сколько различных выпусков держите в портфеле?

В ПИФе вес каждой бумаги находится в пределах 5%, таким образом, в портфеле ПИФа «Волхонка» у нас 20–30 имен. Вес отдельных бумаг «первого эшелона» может быть несколько больше и доходить до 10%, так как динамика «голубых фишек» в принципе одинакова, корреляция между этими бумагами очень высокая и дополнительная диверсификация смысла не имеет.

Вы включаете в свой портфель акции?

Нет. Мы заявили первоначально, что «Волхонка» — это ПИФ облигаций, соответственно, обязаны придерживаться заявленной стратегии. Те инвесторы, которые идут в наш фонд облигаций, берут на себя исключительно риски рынка облигаций, которые ниже рисков, связанных с акциями.

Каков ваш взгляд на конъюнктуру рынка облигаций в 2007 году?

Доходность по «голубым фишкам» составляет 6.5–7.5% годовых и не превышает даже ставки по депозитам в ведущих банках. Получить высокую доходность при таких низких ставках можно только за счет повышения риска — включения облигаций «третьего эшелона».

У меня сдержанный прогноз на весь 2007 год. В мире идет повышение процентных ставок: первыми были США, ставки повышает Евросоюз, Япония. Вероятность того, что в дальнейшем ставки будут понижаться, очень мала. Бегство капиталов с развивающихся рынков — это самый неблагоприятный фактор.

Я придерживаюсь взгляда, что в краткосрочной перспективе рынки непрогнозируемы, но управляющий обязан предпринимать действия по контролю рисков. Когда риски возрастают, я частично выхожу в cash и покупаю бумаги с погашением через месяц. Задача управляющего — не угадывать рынок, а контролировать риск.

Не ожидаете ли вы дефолтов на рынке облигаций, особенно в третьем эшелоне?

Дефолты на рынке сейчас возможны, и их вероятность повышается из-за того, что на рынок вышли компании, которые откровенно «строят пирамиды» — я имею в виду, работают на рынке, рассчитывая рефинансировать размещенные займы. Стоимость заемных ресурсов для них достаточно высока, и они вынуждены привлекать краткосрочные займы у разных банков.

В этом году многие компании сектора электроэнергетики будут размещать свои облигации. Как вы оцениваете перспективы этого сектора на долговом рынке?

Электроэнергетика — это спорная идея для инвесторов в облигациях. Выход большого количества эмитентов на рынок, на котором снижается ликвидность и повышаются ставки, создаст большое давление на сектор. Это будут наверняка длинные бумаги без оферт, а ожидания этих эмитентов по доходности явно будут завышенными. Я бы не советовал инвесторам «играть» в эти бумаги. Хотя есть исключения — я покупал МОЭСК и пока особо не сокращаю позицию по этим бумагам.

Какие инвестиционные идеи на рынке облигаций вам представляются интересными?

В «голубых» фишках на данный момент все идеи в основном отыграны рынком. Была идея в Мосэнерго (с учетом допэмиссии акций этой компании в пользу Газпрома Мосэнерго должна иметь риски Газпрома, и спред к Газпрому должен сокращаться), но она уже фактически отыграна — эту бумагу можно покупать только на долгосрочную перспективу. Также интересен четвертый выпуск Газпрома, так как он короткий с высоким купоном, я бы его рекомендовал в рамках уменьшения дюрации портфеля. Наверное, я бы рекомендовал и облигации РЖД для ликвидности портфеля, хотя это достаточно дорогие бумаги, а спреды по ним минимальны.

Еще одна идея в настоящий момент — это покупка облигаций Металлургического завода им. Серова, который входит в структуру УГМК. Эти облигации торгуются сейчас выше 9%, и после размещения УГМК, у которой «прайсинг» на уровне 8.5%, логично ожидать сужения спреда и покупать (6 марта прошло размещение облигаций ОАО «Уралэлектромедь», доходность составила 8.42% — *прим. Cbonds Review*).

В целом какие могут быть идеи на падающем рынке? Нужно брать бумаги, которые будут вести себя лучше рынка, то есть короткие.

Как вы принимаете решение об инвестировании?

В первую очередь я покупаю облигации компаний, которые имеют хорошее аналитическое покрытие от нескольких ведущих инвестиционных домов, в том числе от «Банка Москвы».

Также играет большую роль при принятии решения способность поддержки бумаги банком-организатором займа. Например, Уралсиб и Райффайзенбанк поддерживают вторичный рынок бумаг, которые они выводят, и рынок знает, что у этих бумаг всегда будет bid offer,

будет вторичная ликвидность. Не секрет, что некоторые банки слабо поддерживают бумаги, которые размещают. Важна также адекватная оценка бумаги, например, при размещении «Черкизово» Газпромбанк проводил очень агрессивный «прайсинг» под доходность около 9%, а рынок не воспринимает компании агропромышленного комплекса на таком уровне, поэтому сейчас эта бумага торгуется ниже номинала.

«Банк Москвы» организует размещения, участвует как андеррайтер во многих выпусках облигаций. Влияет ли это на ваши решения об инвестировании?

Я при прочих равных отдаю предпочтение бумагам, которые выводит на рынок «Банк Москвы», если ставка по ним адекватна. Почему я должен игнорировать компанию, по которой у меня информации гораздо больше, чем по другим? Но это не значит, что я загружаю портфель на 20–30% одной бумагой только из-за того, что ее размещает «Банк Москвы».

Какую аналитику вы используете для оценки компаний? Вы можете назвать инвестиционные дома, аналитику которых особенно цените?

Я стараюсь читать как можно больше аналитических отчетов ведущих российских и зарубежных инвестиционных домов. Мне нравится не столько аналитика отдельных домов, сколько то, как работают конкретные специалисты, например, Михаил Галкин, ранее работавший в «ТРАСТе», а ныне в «МДМ-Банке», аналитики ИГ «Ренессанс Капитал» — в частности, Павел Мамай. Также я бы отметил команду аналитиков Райффайзенбанка.

А каков в целом механизм принятия решений об инвестировании в «УК Банка Москвы»?

У нас стратегические инвестиционные решения принимает инвестиционный комитет, в который входят руководство компании, управляющие и аналитики.

Комитет также осуществляет оценку деятельности управляющих: заканчивается финансовый год, берется бенчмарк (индекс RUX-Cbonds), сравнивается бенчмарк и результаты управления портфелями.

Ориентируетесь ли вы на рейтинги при выборе инструментов для инвестирования?

Я смотрю не столько на сами рейтинги, сколько на их динамику: если ожидается пересмотр рейтинга в сторону повышения, как правило, беру бумагу.

Обращаете ли вы внимание на структуру собственности эмитентов, степень их прозрачности?

Структура собственности компании — это, безусловно, важно, из-за непрозрачности эмитентов мы рано или поздно получим большие проблемы на рынке облигаций. Я стараюсь не покупать бумаги компаний, если их аналитическое покрытие минимально и я не располагаю информацией о собственниках. Именно поэтому я отдаю приоритет эмитентам, которых выводит на рынок «Банк Москвы»: наши аналитики мне «на блюдечке» приносят почти всю информацию о компании и рассказывают о том, какие «подводные камни» существуют у этого эмитента.

Интервью брали
Анна Чепракова и Сергей Лялин

План конференций Cbonds Financial Information на 2007 год

III УКРАИНСКИЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ КОНГРЕСС

20 АПРЕЛЯ, КИЕВ

Ожидаемое число участников: 250–300 человек

Ежегодная конференция, посвященная долговому рынку Украины. Конференция рассчитана на представителей банков, инвестиционных компаний, эмитентов и институциональных инвесторов. Ожидаются представители из Украины, России, стран СНГ, Европы. В 2006 году в Киеве Украинский облигационный Конгресс собрал более 200 участников.

РОССИЙСКИЙ КОНГРЕСС УЧАСТНИКОВ РЫНКА АКЦИЙ

18 МАЯ, САНКТ-ПЕТЕРБУРГ

Ожидаемое число участников: 150–200 человек

Первая конференция Cbonds по рынку акций. Тематика мероприятия — прогнозы движения рынка акций, инвестиционные идеи на рынке в целом и в разрезе отраслей и сегментов. На конференции выступят аналитики крупнейших российских инвестиционных домов, менеджеры фондов ведущих управляющих компаний, представители ряда эмитентов.

IV ОБЛИГАЦИОННЫЙ КОНГРЕСС СТРАН СНГ И БАЛТИИ

ИЮНЬ, БАКУ

Ожидаемое число участников: 250–300 человек

Традиционное мероприятие, проводимое Cbonds, одно из крупнейших событий на рынке долговых ценных бумаг в странах СНГ. Местом проведения конференции ежегодно выбираются разные города — финансовые центры стран СНГ. В 2007 году конференция пройдет в столице Азербайджана, г.Баку.

II КОНФЕРЕНЦИЯ «РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ УЗБЕКИСТАНА И СТРАН ЦЕНТРАЛЬНОЙ АЗИИ. ВОЗМОЖНОСТИ ДЛЯ ЭМИТЕНТОВ И ИНВЕСТОРОВ» (СОВМЕСТНО С DELTA MAX CAPITAL)

СЕНТЯБРЬ, ТАШКЕНТ

Ожидаемое число участников: 150–200 человек

Конференция «Рынок ценных бумаг Узбекистана и стран Центральной Азии. Возможности для эмитентов и инвесторов» будет проводиться во второй раз и будет посвящена рынку ценных бумаг Узбекистана и соседних стран. В 2006 году конференция собрала около 120 участников из Узбекистана, Казахстана, России, Кыргызстана и Европы.

II РОССИЙСКИЙ ВЕКСЕЛЬНЫЙ КОНГРЕСС

СЕНТЯБРЬ-ОКТЯБРЬ, МЕСТО ПРОВЕДЕНИЯ УТОЧНЯЕТСЯ

Ожидаемое число участников: 150–200 человек

Первый «Российский вексельный Конгресс» был проведен в октябре 2006 года в г. Казань и вызвал значительный интерес среди участников вексельного рынка, собрав свыше 120 участников. По итогам первого конгресса было принято решение проводить его на ежегодной основе. Вексельный рынок продолжает играть достаточно большую роль в российском долговом рынке. На вексельный рынок с целью привлечения долгового финансирования выходят как небольшие компании, так и крупные эмитенты, банки первого, второго и третьего «эшелона».

V РОССИЙСКИЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ КОНГРЕСС

ДЕКАБРЬ, САНКТ-ПЕТЕРБУРГ

Ожидаемое число участников: 600–700 человек

Самая крупная Конференция, посвященная рынку ценных бумаг в России. Традиционно проводится Cbonds в конце года в Санкт-Петербурге.