Дмитрий КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ,
начальник отдела управления активами,
УК «ОТКРЫТИЕ»

Идея вкладываться в активы определенной индустрии, по моему мнению, может иметь два ярко выраженных источника: снижение нормы прибыли по широкому рынку и, как следствие, поиск идей «в темных переулках» или глубокие знания в конкретной области, позволяющие получить доступ к информации, недоступной широкой аудитории, и правильно ее проинтерпретировать. Очевидно, что вторые зарабатывают много больше первых.

«МИШНА» кризиса

В мае-июне 2010 года сразу несколько инвестдомов, как российских, так и международных, выпустили обзоры, содержащие одну общую идею — ралли на мировом рынке облигаций подходит к концу. Весьма вероятно, что пессимистично настроенные аналитики не совсем правы. Доходности продолжают снижаться, хотя и не такими впечатляющими темпами. В любом случае, опыт 2008–2010 годов неплохо бы систематизировать, вербализовать накопленные знания и ощущения. Чтобы снова не наступить на те же грабли.

К сожалению, опыт предыдущих кризисов забывается ровно к началу следующего. Мартин Лейбовиц из Morgan Stanley ввел специальный термин Bayesian rigidity (Байесовская стереотипность). Концепт весьма прост: чем дольше рынок демонстрирует рост, тем больше людей уверены, что кризиса не будет, что в этот раз все сложится по-другому. И в тот момент, когда появляется необходимость принимать в расчет новые обстоятельства, эти люди продолжают оставаться со своими стереотипами о дальнейшем процветании. В частности, поэтому «работа над ошибками» мне видится наиболее обучающим действием в посткризисный период.

Приведу пример. Первичный свод иудейских законов называется «Мишна» (комментарий на него и есть многим известный Талмуд). Точный перевод этого слова — «повторение», ведь наиболее эффективное обучение достигается именно повторением и осмыслением уже пройденного. Чем чаще мы будем вспоминать, чему научили нас эти два года, тем более эффективно мы войдем в следующую фазу рыночной нестабильности.

> «РОССИЙСКИЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК НИКОГДА НЕ ОТЛИЧАЛСЯ БОЛЬШОЙ ГЛУБИНОЙ И ЛИКВИДНОСТЬЮ, ТАК ЧТО ПОСТРОЕНИЕ УЗКООТРАСЛЕВЫХ ИНДЕКСОВ ОСТАЛОСЬ ЗА ЭНТУЗИАСТАМИ ИЗ АНАЛИТИЧЕСКИХ КОМАНД ИНВЕСТБАНКОВ»

РИСК ВМЕСТЕ — ПРИБЫЛЬ ВРОЗЬ

Если принять набившее оскомину деление участников финансового рынка на инвесторов и спекулянтов, то можно согласиться с тем, что вложения в индустриальные продукты безусловно спекулятивны. Это утверждение относится к акциям, облигациям и любым другим классам активов. Посмотрите на динамику ПИФов, созданных с целью отслеживать индустрии телекомов или металлургов в России, и вопросов не возникнет. Занудам можно предложить посчитать бету отраслевых индексов ММВБ против основного индекса. С января 2008 года по «дневкам» получаем: телеком — 1.23 (и только из-за застоя «Ростелекома», за последний год бета превышает 1.75), энергетический — 1.27, а металлургический — 1.28. Комментарии излишни.

Российский облигационный рынок никогда не отличался большой глубиной и ликвидностью, так что построение узкоотраслевых индексов осталось за энтузиастами из аналитических команд инвестбанков. Впрочем, нельзя сказать, что и отраслевые индексы акций составлены сплошь из большого количества ликвидных бумаг. Команде управляющих УК «ОТКРЫТИЕ» приходится время от времени иметь дело с тем же самым индексом MICEX TLC. Закупать портфель больше чем на 1 млн руб. — удовольствие ниже среднего. К брокеру с таким обьемом не пойдешь, а в рынке можно поймать спред 3–5%.

Размер одной позиции в индексе также имеет значение. Весьма долгое время в том же MICEX TLC доля обыкновенных акций «Ростелекома» составляла 25%. Хотел бы я

посмотреть на портфельного управляющего, у которого доля одной, пусть даже отличной бумаги, в портфеле находилась бы около этого значения.

Следовательно, уже простейшее из вложений в отрасль — индексное инвестирование — связано с рядом трудно решаемых на российском рынке проблем. Думаю, в ближайшей перспективе ситуация вряд ли изменится к лучшему. Можно, конечно, набрать в портфель облигации пяти-шести эмитентов, и многие так делали, после чего мы видели портфели облигаций, провалившиеся на 30–40% в 2008 году.

Несмотря на то что история эта недавняя, считаю напоминание нелишним. В мои задачи не входило воспевание необходимости диверсификации облигационных портфелей, но после ралли 2009–2010 годов считаю важным отогнать подступившую эйфорию. Из-за негауссова распределения исторических доходов портфель, составленный из облигаций десяти эмитентов, несет значительно больше специфического (firm-specific) риска по сравнению с портфелем, составленным из десяти акций.

Индустрии на бондовом рынке используются обычно в качестве отдельного микрокосма: для определения относительных спредов к базовой (benchmark) кривой. Этому есть разумное объяснение: различные параметры долговой нагрузки и устойчивости, а также подверженности циклическим колебаниям сложно адекватно поместить на универсальную шкалу риск/доходность. Нет нужды говорить, что операционное плечо 1/5 для банка — это ультраконсервативный подход, а для металлурга — путь на свалку истории.

Внутри одной индустрии обычно подходы более систематизированы. Тут уже можно проводить релятивистские аналогии, торговать спреды между бумагами или над кривой. В любом случае необходимо помнить, что пассажира на корабле должно волновать не только состояние кают, но и устойчивость судна при действии возможных внешних сил.

Если вспоминать недавний кризис, легко проследить эту зависимость. Из банков «полегли» лишь двое («Электроника» и МЗБ, история с МПБ, уже посткризисная, держатели имели достаточно возможностей сдать бумагу), из металлургов — несколько аутсайдеров (приходят на ум НМЗ, НОК, «Магнезит» и «Амурметалл»), нефтяники прошли острую фазу без потерь. Зато, вложившись в облигации исключительно девелоперов, производителей пищевых продуктов или ритейлеров, можно было остаться без половины портфеля в лучшем случае. Апогеем наплевательского отношения к кредиторам стала история кризиса в аграрном секторе: там с сентября 2008 года без труда расплатилась лишь «ПАВА».

Естественно, ключевым является вопрос тайминга. Ведь если бы вы формировали портфель из облигаций девелоперов или ритейлеров не в мае 2008 года, а в феврале 2009 года, доходность портфеля и его перспективы были бы совсем не такими печальными, как в первом случае.

Очевидно и различие между самодовольным «инвесторчиком» образца начала 2008 года и специалистом (или авантюристом), скупающим подешевевшие после кризиса долги, об этом различии мы упомянули в самом начале.

Для работы на distressed рынке надо быть суперспециалистом, провидцем или отчаянным смельчаком. Уверен, что всем читателям этого журнала известна персона Майкла Милкена, и нет нужды рассказывать о нем подробно. Первые хорошие деньги он сделал на скупке облигаций REIT (Real Estate Investment Trusts) по «15–20% от номинала», как вспоминают его бывшие коллеги. Также, впрочем, эти коллеги вспоминают о том, что Милкен приходил на работу раньше всех, уходил позже всех и перелопачивал неимоверное количество информации.

ЛИЧНЫЙ ОПЫТ

Я никогда не причислял себя к знатокам какой-либо индустрии настолько, чтобы серьезно «перевешивать» ее в портфелях, кроме того, школьного уровня знания удерживали и удерживают до сих пор от покупки риска эмитентов, связанных с сельским хозяйством.

Зимой 2009 года ситуация изменилась, и мы целенаправленно стали набирать облигации проциклических отраслей, в основном металлургов. Идея была проста — возврат к среднему спреду, и так уж получилось, что эту идею мы отыгрывали на бумагах «Северстали», «Евраза» и ТМК. Мы вошли в острую фазу кризиса с большой подушкой ликвидности и даже имели возможность принять на себя риски, связанные с более длинным периодом восстановления. А поскольку обычно recovery ratio в промышленности выше, чем, например, у тех же ритейлеров или девелоперов, покупая перед новым 2009 годом евробонды «Северстали» по 57% от номинала, можно сказать, что мы не шли ва-банк.

В январе-феврале 2009 года поступили сигналы от клиентов, которые хотели формировать портфели банковских облигаций. Эта история нам также показалась весьма интересной, ведь бумаги некоторых банков торговались с доходностью около 70% годовых. Несколько таких портфелей были сформированы, однако брать на собственную позицию банковский риск зимой 2009 года мы посчитали слишком авантюрным. Вспоминая о том, что проблему плохих долгов считали актуальной еще год назад, уверен, что наше решение в тех условиях было верным. В конце концов, облигации АИЖК с государственной гарантией можно было тогда купить по 57% (сейчас их стоимость — около номинала).

РЕЗЮМЕ

Человек, который попросил бы у меня рекомендации по поводу покупки специальной стратегии в бондах, скорее всего, получил бы мягкий, но негативный совет. Тот, кто знает, не спрашивает, кто спрашивает — не знает, а если не знаешь, то бондовый рынок не для тебя. К тому же, из-за приснопамятного негауссова распределения наказание за ошибки приходит в значительно более жесткой форме, чем на том же рынке акций. С другой стороны, если ты доверяешь своему портфельному управляющему и он вдруг продает тебе идею вложений в азиатские convertibles, южноамериканские суверенные бонды или нигерийские банки — почему бы не рискнуть 10% средств?

Есть, конечно, отдельный тип игроков: флибустьеры и авантюристы «по крови упругой и густой», но бондовый рынок — не самая сытная для них площадка, и гораздо более привлекательным видится им рынок опционов или дальние эшелоны в акциях. То же относится и к прорицателям вкупе с ясновидцами. Апсайды на бондах ниже, прозрачности меньше, а ликвидности и вовсе кот наплакал. Инсайдерам же наши смешные теории не нужны, это и так понятно.

Тому, кто все же решился набрать облигаций под определенную идею, я бы порекомендовал внимательно изучить опыт облигационного рынка последних 30 лет (с 1980 года). Или повторить пройденное. Предупрежден — значит вооружен, не так ли?