Илья Мозговой,
старший управляющий портфелем облигаций, ОАО «Альянс РОСНО Управление Активами»

В 1992 году с отличием окончил факультет вычислительной математики и кибернетики МГУ имени М.В. Ломоносова по специализации «Математические модели в экономике».

Работает на финансовом рынке с 1994 г.

В ОАО «Альянс РОСНО Управление Активами» пришел в мае 2005 года в качестве портфельного управляющего по облигациям.

До прихода в «Альянс РОСНО Управление Активами» работал в крупнейших российских банках и корпорациях.

Марианна Ткаченко,
старший управляющий фондами облигаций, ОАО «Альянс РОСНО Управление Активами»

В 1999 году окончила РГГУ по специальности «Комплексные системы защиты информации», в 2007 году — дипломатическую академию МИД РФ по программе «Мировая экономика». Работает на финансовом рынке с 2000 года. Имеет аттестат ФСФР 5.0.

В ОАО «Альянс РОСНО Управление Активами» пришла в мае 2006 г. на должность кредитного аналитика. В январе 2007 года перешла к непосредственному управлению облигационными фондами. До прихода в «Альянс РОСНО Управление Активами» занималась анализом кредитных и рыночных рисков в «ТрансКредитБанке».

При оценке российских эмитентов важен анализ политических рисков

Большинство управляющих компаний имеет в своей линейке фондов только один фонд облигаций, у «Альянс РОСНО Управление активами» их два: «Альянс РОСНО — Облигации» и «Альянс РОСНО — Облигации корпораций». По своему размеру эти фонды примерно одинаковы и имеют близкие показатели доходности. Чем отличаются стратегии управления каждым из них?

ИЛЬЯ МОЗГОВОЙ

Фонд «Альянс РОСНО — Облигации» — это обычный, «классический» фонд облигаций, в котором могут присутствовать любые облигации: государственные, субфедеральные, муниципальные, корпоративные. Этот фонд, созданный в 2003 г., изначально был ориентирован именно на облигации первого-второго эшелонов. В нем в большом объеме были представлены гособлигации, при этом практически не было рискованных активов. У фонда «Альянс РОСНО — Облигации» нет ограничений по структуре. Он достаточно гибкий и вполне может содержать госбумаги, но в какой-то момент мы имеем возможность сократить долю госбумаг практически до нуля.

МАРИАННА ТКАЧЕНКО

Ближе к концу 2005 года стало очевидно, что сектор корпоративных бумаг активно растет, там появляется лик-

видность. Тогда у нас возникла идея создать отдельный фонд, рассчитанный именно на высокодоходные корпоративные бумаги. Так появился фонд «Альянс РОСНО — Облигации корпораций», в котором предполагалось сосредоточить высокодоходные облигации. В реальности достаточно сложно сформировать портфель ПИФа только из облигаций высокорискованного сектора, т.к. повышенный риск требует большей диверсификации, а высокодоходных бумаг, имеющих ежедневно признаваемую котировку, не так уж много. В связи с этим структуры двух наших фондов пересекаются.

Сегодня наша тактика работы с фондом «Облигации корпораций» предполагает, что большую часть в нем составляют корпоративные облигации. Однако очевидно, что на каких-то этапах сектор госбумаг может быть достаточно привлекательным. Так, например, при временном «проседании» ликвидности может оказаться гораздо выгоднее купить гособлигации, чем вложиться в высокодоходные корпоративные бумаги.

Оба ваших фонда держатся в «середнячках» по доходности среди фондов облигаций. Это случайность, или вы сознательно стараетесь поддерживать «средний» уровень риска и доходности?

ИЛЬЯ МОЗГОВОЙ

Откровенно говоря, большинство фондов облигаций содержат в своих портфелях акции, и это главная причина их высоких результатов. А мы не вводим в заблуждение своих клиентов, поэтому у нас акций в фондах облигаций не бывает, а доходность ниже.

А вы планируете использовать акции как инструмент для инвестирования активов фондов облигаций?

МАРИАННА ТКАЧЕНКО

Недавно было принято решение изменить стратегию управления фондом «Облигации корпораций». Новая стратегия позволит включать в фонд до 10% акций голубых фишек. Эти изменения вступят в силу через месяц-полтора.

ИЛЬЯ МОЗГОВОЙ

В портфель новой стратегии мы будем включать небольшую долю акций для повышения уровня доходности, но не более 10–20%, чтобы минимизировать риск капитальной суммы, которую инвестирует пайщик, и защитить ее таким образом. Одновременно с этим мы планируем изменить название самого фонда «Альянс РОСНО — Облигации корпораций».

Почему фонд ««Альянс РОСНО — Облигации» обгоняет по доходности фонд «Альянс РОСНО — Облигации корпораций», хотя по смыслу своего названия первый фонд должен быть более консервативным?

МАРИАННА ТКАЧЕНКО

Дело в том, что рынком сейчас правит ликвидность. И если посмотреть на динамику котировок облигаций в марте-апреле, то станет очевидно, что бумаги первого эшелона выросли очень существенно, в то время как в бумагах второго-третьего эшелонов наблюдается достаточно низкая активность и очень широкие спреды по спросу и предложению. Таким образом, котировки зачастую не отражают реальную стоимость бумаг.

Сколько имен обычно держите в портфеле? Какие бумаги сейчас присутствуют в ваших портфелях?

МАРИАННА ТКАЧЕНКО

Обычно у нас в портфеле 25–30 имен. Мы положительно относимся к банковскому и потребительскому сектору. Сейчас на рынок выходит много хороших эмитентов с неплохим кредитным качеством, но с недостаточной ликвидностью, такие имена у нас в портфелях тоже есть, но их существенно меньше.

ИЛЬЯ МОЗГОВОЙ

В банковской сфере мы отдаем предпочтение облигациям банков, не относящихся к первому эшелону, которые дают хорошую доходность. Также нам нравятся облигации строителей.

Насколько часто вы меняете структуру портфеля — включаете и исключаете бумаги?

ИЛЬЯ МОЗГОВОЙ

Это зависит от многих факторов: может появиться новое имя, и тогда мы инициируем процесс открытия лимита, но нам его теоретически могут и не дать. Или какое-то имя, которое раньше было неинтересным, в силу разных обстоятельств, например, улучшения финансовых показателей или изменения конъюнктуры рынка, может стать более привлекательным для нас.

МАРИАННА ТКАЧЕНКО

При управлении портфелем мы исходим из того, что оптимальной стратегией на спокойном рынке является стратегия пассивного управления, когда бумага покупается минимум на год. Вместе с тем мы не пренебрегаем возможностями использовать естественные флуктуации рынка.

Какой вы видите конъюнктуру рынка облигаций в 2007 году? Какие инвестиционные идеи есть на рынке облигаций?

ИЛЬЯ МОЗГОВОЙ

По нашему общему мнению, рынком будет править ликвидность. Сейчас, когда ставки на денежном рынке достаточно низкие, мы видим фазу роста в облигациях, но, скорее всего, это продлится не очень долго. Соответственно, когда ставки пойдут вверх, облигации будут вести себя спокойнее. Когда это произойдет, зависит от многих факторов: как будет развиваться ситуация с инфляцией у нас в стране, как будут меняться цены на нефть, долларовые ставки на внешних рынках. Я думаю, что апрель-май мы сможем пожить в фазе низких ставок, но затем вполне возможен их рост.

На рынок облигаций сейчас стали активно выходить предприятия практически всех отраслей. В этом есть и хорошие, и плохие тенденции. Прозрачность многих компаний оставляет желать лучшего, что отражается на стоимости этих бумаг. Со временем часто выявляются факты, о которых нельзя было узнать заранее, и происходят события, которые было невозможно спрогнозировать из-за недостатков отчетности, непрозрачности эмитентов.

Возможны ли в нынешнем году дефолты? Есть ли риск дефолта каких-либо крупных компаний, например, «РуссНефти»?

ИЛЬЯ МОЗГОВОЙ

Дефолты вполне вероятны в ближайшие год-два. Трудно точно спрогнозировать, с какими именно компаниями это может произойти, но показатели высокой доходности должны настораживать инвесторов.

«Альянс РОСНО Управление Активами» — часть международной финансовой и страховой группы Allianz SE. Возможно, вы смотрите на российский рынок облигаций с точки зрения сопоставления его с глобальными рынками. Как видится инвестиционная привлекательность российского долгового рынка с этой точки зрения?

ИЛЬЯ МОЗГОВОЙ

Пока таким образом мы ситуацию на рынке не оцениваем. Конечно, мы постоянно находимся в контакте с подразделениями глобальной группы Allianz, обмениваемся информацией, экспертизой, но сопоставлений не делаем, так как работаем только на российском рынке. Allianz, возможно, делает подобные сравнения.

Как видится инвестиционная привлекательность российского долгового рынка по сравнению с рынками других стран?

ИЛЬЯ МОЗГОВОЙ

Я думаю, что наш рынок облигаций достаточно привлекателен, но для глобального инвестора российский риск не всегда прозрачен, не всегда очевидно, насколько кредитный спред того или иного российского эмитента адекватен риску.

Каков в вашей компании механизм принятия решений об инвестировании?

ИЛЬЯ МОЗГОВОЙ

Система принятия решений хорошо продумана, в ней нет места импульсивным решениям о покупке бумаги. Решение об инвестировании принимает портфельный управляющий, но у него есть много ограничений со стороны риск-менеджера, инвестиционной декларации, а также российского законодательства. Риск-менеджер контролирует все идеи управляющих и устанавливает лимиты. Инвестиционный комитет компании собирается раз в неделю, он принимает общие, стратегические решения, к примеру, утверждает изменения на лимит кредитного риска, и большей частью рассматривает общее положение дел на рынке.

Принимая решение об инвестировании, на какие аспекты «жизнедеятельности» эмитента вы обращаете особое внимание?

МАРИАННА ТКАЧЕНКО

Изначально мы анализируем финансовую отчетность эмитента на предмет ее «адекватности». Финансовое состояние российских компаний зачастую очень сложно оценить по их отчетности. Наличие у эмитента консолидированной отчетности — большая редкость. Если консолидированной отчетности у эмитента нет, мы рассматриваем имеющуюся отчетность по каждому предприятию, входящему в группу компаний. Оценка состояния эмитента по финансовым показателям зачастую составляет в целостной оценке эмитента не более 30%. Как правило, более важна экспертная оценка, которая содержит в себе гораздо больше информации, чем финансовая отчетность.

Что вы понимаете под экспертной оценкой эмитента?

МАРИАННА ТКАЧЕНКО

Экспертная оценка предполагает учет всех тех факторов, которые не отражаются в финансовой отчетности, но могут повлиять на финансовое состояние компании, увеличивая или снижая кредитный риск.

Традиционно оценивая эмитента, мы прежде всего определяем степень его прозрачности и достоверность отражения реальных финансовых потоков. Важным фактором, безусловно, является наличие у эмитента внятной и взвешенной стратегии развития бизнеса. При оценке российских эмитентов особо пристального внимания заслуживает анализ политических рисков, ярким примером реализации которых является ситуация с «РуссНефтью».

Налоговые претензии, предъявленные компании «РуссНефть», абсолютно ничтожны по сравнению с размерами бизнеса этой компании. Тем не менее, котировки облигаций «РуссНефти» снизились очень серьезно, и это связано вовсе не с ухудшением финансового состояния компании, а с появившейся неопределенностью в отношении ее судьбы и сроков разрешения ситуации, провоцирующей негативный информационный фон. Более того, компания вынуждена отказаться от своей программы развития, т. к. у нее уже нет возможности осуществить запланированные привлечения на публичном рынке.

Принимаете ли вы во внимание кредитные рейтинги, и если да, то только международных агентств или и национальных тоже?

МАРИАННА ТКАЧЕНКО

На российские рейтинги мы не обращаем практически никакого внимания, потому что они никаким образом не влияют ни на ликвидность эмитента, ни на доверие к нему инвесторов. Международные рейтинги являются дополнительным положительным фактором, который заставляет участников рынка лишний раз присмотреться к этим облигациям.

ИЛЬЯ МОЗГОВОЙ

Кроме того, у нас некоторые инвестиционные стратегии по доверительному управлению индивидуальными счетами могут быть ограничены рейтингом по желанию клиента.

Какую аналитику вы используете в своей работе, чьи обзоры читаете?

ИЛЬЯ МОЗГОВОЙ

Пользуемся практически всей аналитикой российских и зарубежных брокерских компаний, которую можем и успеваем обработать. Лично мне нравится аналитика ИБ «ТРАСТ».

МАРИАННА ТКАЧЕНКО

Мы просматриваем аналитику всех главных маркет-мейкеров российского рынка, а также исследования крупных международных финансовых домов. Эти аналитические обзоры дополняют друг друга.

Инвестиционные решения в «Альянс РОСНО Управление Активами» принимаются на основе нашей собственной аналитики, которая, безусловно, учитывает и мнения всех прочих экономистов, аналитиков. В итоге мы составляем собственное мнение, и только на его основе принимаем решение. По сути, управляющие у нас и являются аналитиками. Мы не трейдеры, потому что наша ценность заключается в том, что мы в большей степени анализируем информацию и формируем собственное видение ситуации.