В интервью журналу Cbonds Review начальник отдела инвестиций Pioneer Investments Сергей Григорян рассказывает о том, почему он выбрал карьеру управляющего, как изменились привычки российского частного инвестора после кризиса, стоит ли в текущей ситуации держать облигации в портфеле, а также о том, почему он не готов инвестировать в живопись, но хотел бы вложить средства в испанскую недвижимость.

«Я готов к разным сценариям»

Сергей ГРИГОРЯН,
начальник отдела инвестиций,
Pioneer Investments

«ЭТО БЫЛО УНИКАЛЬНОЕ ВРЕМЯ...»

В середине 90-х у нас в стране еще не существовало такого количества финансовых вузов. Банки и инвестиционные компании очень любили брать на работу специалистов с техническим образованием. Мой диплом «Бауманки» очень высоко котировался. Закончив вуз по специальности «Лазерные технологии», лазершиком я не проработал ни дня, зато сразу устроился на работу в БИНБАНК. Начинали с диких вещей по нынешним временам: например, младшему сотруднику банка могли выдать машину с водителем и сумку с бумажными облигациями государственного займа на несколько миллионов, которую нужно было отвезти в другую инвестиционную компанию.

В принципе, это было уникальное время. Через полгода-год можно было начать торговать на средства банка на рынке Forex. Я тогда занимался валютой и через два года стал начальником отдела валютного дилинга, что тоже нерядовая ситуация. Сейчас это уже редкость, а в то время у нас был такой мощный трамплин.

«РЕШЕНИЕ ВЕРНУТЬСЯ В РОССИЮ ОКАЗАЛОСЬ ПРАВИЛЬНЫМ...»

Кризис 1998 года я встретил на деске. Поэтому события 2008 года меня особо не впечатлили, так как мы это уже один раз проходили. После дефолта 98-го года работу сохранить удалось, но объемы бизнеса и доходы серьезно уменьшились. Я начал задумываться над тем, чем заниматься дальше. В итоге в 2000 году сдал экзамены на MBA в Мадридской бизнес-школе и уехал в Испанию. Тогда в Европе и в глобальной экономике в целом наблюдался сильный спад. Найти работу в финансовой сфере было практически невозможно. А работать в consumer goods, консалтинге или маркетинге мне было неинтересно. В результате через полтора года, закончив обучение, я решил вернуться, и время показало, что абсолютно правильно. В России в то время начал развиваться рынок корпоративных облигаций. Пару лет я очень продуктивно занимался этими инструментами, затем инвестициями на глобальных рынках, в основном на американских биржах, с помощью пресловутых ETF. А в 2006 году мы создали в рамках ИК «Русь-Капитал» локальную управляющую компанию и успешно запустили ПИФы. Там я проработал до весны 2008 года, пока меня не пригласили в Pioneer Investments.

«ДЛЯ РАБОТЫ СЕЙЛЗОМ У МЕНЯ НЕПОДХОДЯЩИЙ ПСИХОТИП...»

Вся моя карьера строилась на buy side. Наверное, работая на sell side, можно было заработать больше денег. Но я всегда был уверен, что это не мое призвание.

Работая сейлзом, вы ежедневно должны встречаться, общаться с большим количеством людей, у каждого из них свой темперамент, ментальность, под каждого приходится подстраиваться. Для этого тоже нужно обладать определенным психотипом. Мне гораздо проще поставить себе определенную цель по портфелю и ее добиваться вместо того, чтобы убеждать сотню клиентов купить те или иные бумаги.

«НЕ НУЖНО ПУТАТЬ БЫЧИЙ РЫНОК С СОБСТВЕННОЙ ГЕНИАЛЬНОСТЬЮ...»

Докризисный рынок очень сильно избаловал клиентов. Единственной стратегией на нем было купить и забыть, а через год-полтора подсчитать бешеные прибыли. Но, как говорят, не нужно путать бычий рынок с собственной гениальностью.

Не секрет, что основная масса розничных инвесторов пришла на рынок на самом пике — весной-летом 2008 года. Мы проводили такой анализ: тот, кто вложил большую сумму в рынок в мае 2008 года, к концу 2010 года оказался в минусе. Зато те инвесторы, которые зашли на рынок в 2008 году, но вкладывали деньги равными частями каждый месяц, к концу 2010 года хорошо заработали. Регулярность инвестиций очень важна, в первую очередь для розничных инвесторов, которым особенно трудно угадать момент выхода: если в какой-то момент рынок упал даже на 50%, это совсем не значит, что он достиг своего дна.

В 2009–2010 годах, несмотря на рост рынка акций, гораздо большим спросом пользовались стратегии с облигациями. В этом году мы видим другую тенденцию: с начала года продажи наших ПИФов примерно поровну разделились между фондом акций и смешанным фондом. Зато в фонд облигаций приток средств сравнительно небольшой.

Консервативный подход к инвестициям характерен сегодня не только для розничных инвесторов в ПИФы, но и для более состоятельных клиентов, которые выбирают стратегии доверительного управления. В прошлом году из стратегий ДУ у нас продавалась только так называемая стратегия динамического хеджирования CPPI. Она представляет из себя некий структурный продукт с защитой капитала. Туда входили люди со средним счетом 15–20 млн руб. Это говорит о том, что частные инвесторы, у которых есть такие сбережения, боятся рисковать и выбирают продукт, который пусть и ограничивает их возможность заработать, но, с другой стороны, зашищает от потерь.

«2010 ГОД СТАЛ ПЕРВЫМ РЕАЛЬНЫМ ТЕСТОМ ДЛЯ УК...»

По итогам прошлого года Pioneer Investments вошел в топ-4 по продажам открытых розничных ПИФов. Я считаю, что это неплохой результат для третьего года работы компании на российском рынке. В 2009 году, несмотря на то что рынок вырос на 120%, а наш фонд на 126%, не продавалось практически ничего. 2010 год стал первым реальным тестом для управляющих компаний: год, когда люди начали что-то покупать.

Сейчас под управлением в наших открытых фондах находится порядка 1.1 млрд руб. За прошлый год объем средств был удвоен. Причем, в основном не за счет роста рынка (по акциям он вырос на 25%, по облигациям — на 11–12%), а именно благодаря привлечению средств клиентов. Так что по темпам роста мы однозначно были одними из лидеров в прошлом году. Кроме этого, Pioneer только с середины прошлого лета начал продавать стратегии ДУ, и за какие-то полгода мы привлекли средства, сопоставимые по объемам с ПИФами. Да, в основном это были консервативные клиенты, которые покупали только стратегию с защитой капитала, но для новой компании это неплохой старт в новом сегменте.

В прошлом году нам удалось занять определенную рыночную долю. Дальше все зависит от ситуации в индустрии в целом. Если на рынке не случится никаких коллапсов и шоков, продолжится планомерный рост, думаю, Pioneer Investments будет находиться в верхних строчках рейтинга по объемам привлечения средств.

«Я ТОЖЕ БЫЛ БЫ РАД ОТКАЗАТЬСЯ ОТ НЕФТЯНКИ, КОГДА ВЕСЬ РЫНОК ЕЕ НЕ ЛЮБИЛ...»

У нас существуют очень жесткие лимиты по весу отдельных инструментов в фондах. Если акция занимает большой вес в индексе, то мы не можем не иметь ее в портфеле. В «Пионере» очень строго отслеживается так называемая ошибка следования — tracking error. Это мера риска. В прошлом году, когда весь рынок не любил нефтянку и «Газпром», я тоже был бы рад уменьшить до нуля вес данных инструментов в портфеле, но не мог этого сделать, потому что это не вписывалось в утвержденные риск-лимиты. Мы вынуждены работать с учетом существующих ограничений. Но в таких условиях показывать результат выше среднего — неплохое достижение.

«ПЫТАЕМСЯ СВЕСТИ К МИНИМУМУ РИСК ЧЕЛОВЕЧЕСКОЙ ОШИБКИ...»

Не могу говорить за всю индустрию, но я точно знаю, что в Pioneer Investments одна из самых передовых систем риск-менеджмента. Еще до запуска фондов компания провела работу по интеграции всевозможных IT-систем, чтобы свести риск человеческой ошибки к минимуму. Подобные технологии очень любят западные игроки. Они справедливо опасаются, что в России с риск-менеджментом не все гладко, поэтому наличие такой системы позволяет существенно снизить финансовые и репутационные риски. Например, управляющий не может завести сделку напрямую на биржу, минуя систему внутреннего контроля и риск-менеджмента. У нас существует система Bloomberg-POMS, которая интегрирована с платформой QUIK. Я не могу разместить ордер напрямую в QUIK, минуя POMS, в котором очень четко прописаны внутренние правила и лимиты. Если мой ордер не соответствует данным требованиям, система просто не пропустит его на биржу. Это не совсем удобно для управляющих с точки зрения оперативности, но хорошо для клиента, так как позволяет ему чувствовать себя намного безопаснее.

«ЕСЛИ ХОТИТЕ ПЕРЕИГРАТЬ ИНФЛЯЦИЮ, НУЖНО БРАТЬ РИСК...»

Два года бурного роста рынка облигаций закончились. В этом году мы ожидаем доходность по фондам акций на уровне 15–20%, по фонду облигаций — на уровне 7–8%. Если вы хотите переиграть инфляцию в этих условиях, то нужно искать отдельные кредитные истории и брать дополнительные риски. Это могут быть кредитные риски или рыночные риски, если добавить акции в портфель. В каких долях, каждый решает сам, в зависимости от своего риск-профиля. Поэтому очень популярны различные

структурные стратегии, где клиент получает, с одной стороны, защиту, а с другой стороны — exposure в рост рынка акций. Имея некие прогнозы по рынку акций и облигаций, можно рассчитать параметры вложения в тот и другой инструмент таким образом, чтобы на выходе ограничить свои убытки. Например, мы ожидаем, что облигации принесут 8% в год. Что вы получите через год, вложив в долговые инструменты 80% своего портфеля, а в акции — 20%? 80 руб., вложенных в облигации, превратятся в 86–87 руб., а 20 руб., инвестированные в акции, даже при падении рынка на 30% превратятся в 13–14 руб. В результате в сумме вы все равно вернете свои 100 руб., ничего не потеряв. Так как мы не ожидаем, что по итогам года рынок акций упадет больше чем на 30%, то стратегия «80 на 20» останется синтетически безрисковой, но при этом даст заработать больше, чем по депозитам. Если акции, как мы ожидаем, вырастут на 20% в среднем по итогам года, то 20 руб., вложенные в акции, превратятся в 24 руб. Добавьте к этому 86–87 руб., заработанных на облигациях. На выходе мы получим 10–11% годовых, что в полтора раза больше, чем по депозитам в хорошем банке.

«МЫ НИКОГДА НЕ ПОКУПАЕМ В ФОНДЫ ОБЛИГАЦИЙ АКЦИИ...»

У нас всегда был достаточно консервативный подход к рынку облигаций. Например, мы никогда не занимались тем, что просто «пылесосили» третий эшелон в расчете на то, что в среднем он вырастет. В третьем эшелоне есть отдельные истории, которые интересны, но их очень мало. В нашем случае игра строится на дюрации, на конкретном кредите, при этом дальше крепкого второго эшелона стараемся не заходить. Сейчас наш фонд облигаций может считаться очень консервативным. Поэтому с начала года он находится где-то в середине рейтинга. Первые места занимают фонды, где, судя по всему, без акций не обошлось. Просто потому что облигации не показывали такого роста. На мой взгляд, добавлять акции в портфель облигаций неправильно. Фактически ты продаешь клиенту кота в мешке, бомбу замедленного действия. Мы никогда этого не делали и не будем делать, так как это кардинально меняет риск-профиль продукта. Я предпочитаю другой подход: взять два чистых фонда — фонд акций и фонд облигаций, — и на основе этих двух продуктов рассчитать вес каждого инструмента, который подходит именно вам.

«ПРЕДЛОЖЕНИЕ ДЕРИВАТИВНЫХ ПРОДУКТОВ МОЖЕТ СФОРМИРОВАТЬ СПРОС...»

Мне как управляющему было бы очень интересно покупать деривативы в фонды с целью хеджирования и получения безрискового дополнительного дохода. Простой пример — использование фьючерса на индекс РТС. Возьмем портфель стоимостью 100 руб.: 70 руб. инвестируем в обычные акции. Из оставшихся 30 руб. около 5 руб. замораживается в виде гарантийного обеспечения и берется exposure во фьючерс на индекс РТС. Тем самым вы уже получаете 100% exposure в рынок. Но при этом у вас осталось 25 незадействованных рублей. Вы можете инвестировать их в безрисковый инструмент, например ОФЗ, и получить какой-то доход. В этом случае вы не просто зависите от того, куда пойдет рынок, но еще и получаете небольшую доходность сверху.

Пока мы не видим большого спроса на деривативные стратегии, но, я думаю, это тот случай, когда предложение может сформировать спрос. Ведь в чем главное преимущество структурных продуктов? В том, что вы можете выбрать срок, четкий риск, направление движения рынка (вверх или вниз) и актив. Вот эти четыре входных элемента можно комбинировать по-разному и получать неплохой результат.

«Я БЫ НЕ СТАЛ ПОКУПАТЬ В ФОНД РОССИЙСКИХ АКЦИЙ БУМАГИ IBM, ХОТЯ ЭТО ПРЕКРАСНАЯ КОМПАНИЯ...»

В прошлом году мы одними из первых стали покупать иностранные ценные бумаги в традиционные ПИФы. В данном случае под иностранными ценными бумагами я понимаю акции компаний, которые ведут операционную деятельность в России, но при этом торгуются в виде ADR, GDR. Я не считаю правильным покупать в фонд российских акций бумаги IBM, например, хотя это прекрасная компания. Но это другой риск-профиль, совершенно иной по духу инструмент. Зато вполне логично купить в российский фонд, например, акцию X5, которая не торгуется в России ни на РТС, ни на ММВБ, или акцию «Евраз Холдинга». На данный момент у нас в портфеле представлены три такие компании — «Евраз Холдинг», X5 и «Интегра». Их общий вес небольшой, в совокупности он не превышает 4–5%, но мы используем подобные инструменты.

Видим интерес к иностранным активам и со стороны более продвинутых клиентов ДУ или институциональных инвесторов. Надо сказать, в этом есть определенная заслуга нашей компании. На протяжении последних двух лет мы регулярно участвовали в различных форумах, конференциях с презентациями на эту тему, показывая, как вложения в иностранные рынки могут помочь сбалансировать совокупный портфель с точки зрения

соотношения риска и доходности. Это дало свои плоды. В прошлом году, например, некоторые крупные пенсионные фонды покупали наши продукты, которые инвестируют в акции индийских, китайских компаний.

«ЖАДНОСТЬ БУДЕТ ВСЕГДА...»

Еще в 2008 году, когда все убегали от рисков, было понятно, что вскоре буря утихнет, и на рынке снова начнутся размещения сначала крепкого второго эшелона, потом третьего эшелона, а затем и мусорных облигаций. Это именно то, что мы начинаем наблюдать сейчас. Рынок — это психология, от нее никуда не деться. Период глобально низких ставок заканчивается. Многие заемщики это понимают и поэтому уже анонсировали масштабные планы по размещению бондов. На этом фоне держать у себя в портфеле бумаги с сомнительным кредитным качеством нерационально. Я думаю, что мы уже увидели дно по глобальным доходностям американских treasures — в декабре 2008 года. В Штатах существовал 30-летний бычий рынок на облигациях. Я думаю, что этот период закончился. Сейчас рынок находится в фазе перехода из бычьего в медвежий, что вполне логично на фоне раскрутки инфляции. Поэтому мы считаем, что в текущих условиях инвестировать долгосрочно в облигации нет никакого смысла. Время от времени тактические вложения в этот инструмент могут быть оправданы на срок от нескольких дней до нескольких месяцев. Инструменты с фиксированным доходом — облигации, депозиты, а тем более кэш — в этих условиях будут постоянно терять свое value. Чтобы сохранить покупательную способность денег, нужно формировать портфель из реальных активов — акций, commodities, недвижимости.

«НАМ МОЖЕТ ГРОЗИТЬ ЖЕСТКАЯ КОРРЕКЦИЯ...»

По натуре я оптимист, не жду повторения 2008 года. Скорее, нам может грозить жесткая коррекция, а с учетом волатильности российского рынка — и падение на 20–30%. Если ситуация на Ближнем Востоке не будет урегулирована, а получит продолжение, это может привести к взрывному спекулятивному росту цен на нефть.

Мы по-прежнему завязаны на экспорт сырья. России не столь важно, чтобы нефть быстро росла, сколько необходимо, чтобы она оставалась на стабильно высоком уровне. Если цена нефти закрепится на уровне $90–100 за баррель, это окажет более позитивное влияние, чем резкий скачок до $250. Мне такой сценарий нравится меньше, чем планомерный, стабильный рост.

«МНЕ НРАВИТСЯ ИСПОЛЬЗОВАТЬ МЕЖРЫНОЧНЫЙ АНАЛИЗ В РАБОТЕ...»

Я давно интересуюсь темой межрыночного анализа в управлении портфелем ценных бумаг — это возможность анализировать ситуацию не с помощью классического теханализа, а глядя на динамику других рынков, которые на первый взгляд никак не связаны между собой. Возьмите медь и золото. Как правило, медь растет в периоды, когда на рынках присутствует экономическая активность, у его участников бычье настроение. Золото, наоборот, растет в период бегства от рисков. Поэтому если взять и поделить цену меди на цену золота, то мы получим определенную ценовую кривую. Ее направление, как правило, совпадает с направлением движения индекса РТС. Логика такова: если медь опережает золото в росте, то спрос на промышленное сырье высокий, на рынках присутствуют ожидания экономического роста, страны-экспортеры растут. Когда соотношение меди к золоту достигает каких-то экстремальных значений, это может быть ранним сигналом к фиксации прибыли в индексе РТС, хотя, казалось бы, прямой связи между ними нет. Иногда возникают так называемые дивергенции: мы видим, что индекс РТС продолжает расти, а соотношение меди и золота начинает постепенно снижаться. Это говорит о том, что рост в индексе РТС имеет спекулятивный характер, фундаментально не подтвержденный. Значит, нужно быть аккуратным, подтянуть стопы и готовиться фиксировать прибыль. Я использую этот метод в своей работе.

«ОСНОВНОЕ ИНВЕСТИЦИОННОЕ РЕШЕНИЕ — ОТСУТСТВИЕ ДЕПОЗИТОВ И ОБЛИГАЦИЙ В ПОРТФЕЛЕ...»

По натуре я достаточно консервативный инвестор несмотря на то, что управляю фондом акций. Цель каждого инвестора — это рост благосостояния. Учитывая, что мое благосостояние и так завязано на рынок акций (чем больше он растет, тем больше доходности приносит мой фонд, тем больше у нас клиентов и тем больше мы зарабатываем), не вижу смысла агрессивно вкладывать личные сбережения в те же активы. Это будет отсутствие диверсификации, за которую так ратуют управляющие. Я стараюсь распределить свои инвестиции более консервативно. Не больше 40% находится в акциях, порядка 10% приходится на драгоценные металлы через различные инструменты, остальное — недвижимость. Это позволяет быть достаточно спокойным на случай девальвации рубля, например. Реальные активы в таких ситуациях имеют больше шансов сохранить покупательную способность. Но основное инвестиционное решение на данном этапе, на мой взгляд, это отсутствие депозитов и облигаций в портфеле.

«С УДОВОЛЬСТВИЕМ БЫ КУПИЛ НЕСКОЛЬКО КАРТИН ЛЕОНАРДО, НО ЛУВР МНЕ ИХ НЕ ПРОДАСТ...»

Я не инвестирую в картины или марки. Может быть, для этого нужно быть очень богатым человеком. Наверное, если бы была возможность, я бы с удовольствием купил несколько картин Леонардо, но у меня просто нет таких денег и я боюсь, что Лувр мне их не продаст.

Очень интересная тема — инвестиции в вина. Есть даже индексы на вино, которые с небольшой волатильностью стабильно прирастают. Теоретически, если размер портфеля позволяет, интересно держать часть денег в таких инструментах. Но нужно понимать, что это так называемые альтернативные инвестиции, они менее ликвидны, вы должны быть готовы к тому, что заходите туда на три-пять лет. А ликвидность, как подсказывает опыт, все же очень важное свойство инвестиций. Думаю, что для души я когда-нибудь инвестирую в испанскую недвижимость. Я очень люблю эту страну, я там учился и жил, представляю себе ситуацию на местном рынке недвижимости. Кстати, интересные объекты на нем уже упали в цене от своих пиков на 30–40%.