Александр Варюшкин,
портфельный управляющий,
УК «Альфа-Капитал»

Отраслевые стратегии управления в России пока не работают

Какой стратегии управления портфелями долговых инструментов вы придерживались в 2007 году?

В этом году, как и в предыдущие годы, мы придерживаемся единого подхода к управлению — у нас есть базовое отношение ко всем портфелям, которое сохраняется на протяжении всего периода управления. Наш подход предполагает использование так называемого top-down approach: формируя портфели, мы идем от большого к малому. Определяя стратегию управления, мы начинаем с рассмотрения и анализа глобальной макроэкономической ситуации, рассматриваем тренды процентных ставок, прогнозируем монетарную политику. Сегодня макроэкономическое состояние Российской Федерации оказывает меньшее влияние на рынок долговых обязательств, чем глобальная монетарная денежная политика.

Затем мы прогнозируем, какой нам нужен портфель — определяем его параметры: оптимальную дюрацию, необходимое соотношение риска и доходности. Эти параметры должны соответствовать макроэкономическому прогнозу на ближайший год или на иной период, на который формируется портфель.

После того как параметры портфеля определены (а эти параметры достаточно жестко ограничивают список бумаг, которые туда можно включить), создается список бумаг, из которых можно сформировать портфель. К предварительно отобранным бумагам — кандидатам на включение в портфель — применяется стратегия relative value, то есть из них выбираются лучшие, исходя из соотношения риск/доходность.

Позиция не остается статичной в течение периода управления, существенное изменение дюрации портфеля происходит, как правило, три-четыре раза в год. Стратегии relative value отыгрываются за две недели — месяц.

Как мировой кризис ликвидности повлиял на вашу стратегию управления долговыми портфелями? Скорректировали ли вы свой подход к выбору инструментов для инвестирования, например, ужесточили требования к кредитному качеству эмитентов, бумаги которых включаете в портфель?

Мировой кризис ликвидности скорее не изменил наше отношение к управлению, а подтвердил его правильность: с начала 2007 года наши портфели были сформированы из бумаг эмитентов высокого кредитного качества. Многие из этих эмитентов обладают кредитным рейтингом международных агентств, а те, что не обладают, тем не менее, содержат в себе невысокий кредитный риск (это, например, высоконадежные квазисуверенные заемщики без рейтинга).

То есть у вас исторически консервативный подход к управлению?

Скажем так, в этом году он просто был консервативным, так как ожидались проблемы, в том числе и на рублевом рынке. В начале этого года мы прогнозировали рост долларовых процентных ставок, и наш прогноз сбылся. Также мы предполагали, что этот рост транслируется на рынок рублевых обязательств, что тоже подтвердилось. Таким образом, кризис подтвердил, что наше отношение к ситуации верно. А после того как отношение подтверждено, можно начинать изменять параметры портфеля — к моменту кризиса вы должны были быть в коротком первом эшелоне, а при падении увеличивать дюрацию, не меняя кредитного качества.

По вашему мнению, кризис ликвидности может привести к дефолтам на российском рынке облигаций?

Тот факт, что в течение последних двух-трех лет мы почти не видели дефолтов эмитентов третьего эшелона невысокого кредитного качества, ненормально для рынка и не соответствует «здоровому» уровню дефолтов, который в два-три раза выше того уровня, который мы наблюдаем на российском рынке. Такая ситуация — это следствие дешевых денег, дешевых долларов 2003 года. Увеличение числа дефолтов будет признаком нормализации ситуации на рынке.

Как вы определяете тот уровень дефолтов, который называете нормой?

Согласно статистике рейтинговых агентств, уровень дефолтов эмитентов с рейтингом B в год составляет 3–5%, то есть каждый двадцатый эмитент с таким уровнем кредитного рейтинга в течение года должен испытывать дефолт. Дефолты могут быть разными, в том числе и техническими, но они должны происходить достаточно часто. Например, по статистике, дефолт в одной из стран (одной из всех) с развивающейся экономикой в течение 10 лет случается с вероятностью 80%. Но это суверенные заемщики. Что же говорить про корпоративных?

Восстановление уровня дефолтов — это необходимый процесс, который начнется, когда деньги перестанут быть дешевыми. Сейчас они по-прежнему дешевы — и доллар, и рубль. Когда увеличится инфляция и ужесточится кредитно-денежная политика, увеличится и количество дефолтов.

Какие тенденции проявятся на долговом рынке в следующем году, какие инвестиционные идеи могут появиться в связи с этими тенденциями?

На текущий момент монетарные власти многих стран, в том числе и ФРС США, и Центральный Банк России, «накачали» ликвидность в банковскую систему. Деньги по-прежнему дешевые, а значит, по большому счету, ничего не изменилось. Но при этом присутствует опасность роста долларовой инфляции, все ожидают, что инфляция может вырасти, и тогда ужесточится кредитно-денежная политика. Для рынка облигаций это означает снижение. Перед всеми маячит угроза увеличения инфляции, и как следствие — рост процентных ставок, поэтому все «сидят на мешке с деньгами», которые им выдали ФРС, Банк Англии и прочие центральные банки.

Что касается инвестиционных идей, то я не вижу большого потенциала снижения доходностей в первом эшелоне. Доходность, особенно по длинной части кривой, здесь может снизиться на 20–40 б.п. от текущих уровней, но это небольшое движение. Попытки сейчас играть наверх в суверенном долге едва ли будут успешными. Скорее всего, в ближайшие четыре месяца доходности государственного долга могут несколько снизиться, и к нему начнет «подтягиваться» первый эшелон. В тот момент, когда доходности государственного долга прекратят снижаться, первый эшелон несколько подтянется к госдолгу. Сейчас в первом эшелоне спреды к госдолгу находятся в диапазоне 50–100 б.п., то есть простор для сужения спредов есть.

Потенциала для сужения спредов во втором-третьем эшелонах я, честно говоря, не вижу, потому что над всеми нависла угроза ужесточения кредитно-денежной политики, которое, наверное, произойдет в конце следующего года, но ожидать его все начнут уже в середине года, а то и весной.

Кроме того, есть стратегия relative value для перебалансировки портфеля при неизменности его основных параметров, таких как дюрация и рейтинг. Не все участники руководствуются рациональными мотивами при совершении операций, кому-то нужны свободные средства, кто-то видит возможности за пределами рынка облигаций. Это приводит к относительным дисбалансам, и их нужно использовать.

Или, скажем, «событийная» стратегия, которая предусматривает выбор эмитентов, с которыми связаны ожидания благоприятных событий — например, тех, чьи бумаги могут быть включены в ломбардный список либо в котировальные списки, бумаги из которых доступны крупным институциональным инвесторам, например, пенсионным фондам. Другой вариант — реструктуризация организации, дающая возможность предъявить бумаги к оферте, то есть иногда получить высокую доходность при короткой дюрации. Но все это короткие стратегии, которые, как и relative value, обычно отыгрываются за один-два месяца.

Также я жду, что участники рынка станут обращать больше внимания на рынок процентных деривативов. Во всем мире эти рынки по объему и ликвидности больше, чем рынки базовых активов. Рублевые инструменты также будут двигаться в этом направлении. Здесь у нас появятся возможности для хеджирования, здесь же будет проявляться неэффективность рынков, которую надо будет использовать.

А отраслевые стратегии вы используете?

Пока российский рынок облигаций не настолько сегментирован, чтобы придерживаться отраслевых стратегий управления. Можно сказать, что, например, в потребительском секторе есть некоторое количество заемщиков неплохого кредитного качества, но в этом секторе очень высокая конкуренция, а долговая нагрузка компаний сектора растет. Деньги станут дороже, и потребительский сектор с его жесткой конкуренцией и большой долговой нагрузкой станет чувствовать себя плохо.

Есть финансовый сектор, который в принципе выглядит неплохо. Исторически компании сектора лучше разбираются в финансах, понимают, что такое долговая нагрузка и рынок процентных ставок. Все эти вещи компаниям финансовой сферы ближе и понятнее, поэтому они лучше общаются с инвесторами. Но финансовый сектор (не только в России, а в целом в мире) пострадал в результате последних событий, и отношение к нему теперь несколько ухудшилось.

Заемщиков хорошего кредитного качества, которых можно было бы сегментировать по отраслям для построения портфеля, не так много, чтобы говорить, что я, скажем, «фанат» облигаций финансового или металлургического сектора. Если я буду формировать портфель из бумаг только одного сегмента, мне просто их не хватит. Поэтому я бы скорее сегментировал рынок облигаций по кредитному качеству.

При выборе инструментов для инвестирования вы ориентируетесь на рейтинги эмитентов?

Рейтинги, несомненно, используем. Они задают структуру, по которой можно, как по лесенке, передвигаться, оценивая эмитентов. Понятно, что рейтинговые агентства

не так хорошо разбираются в эмитенте; конечно, нужно не только ориентироваться на рейтинги, но и обязательно заниматься кредитным анализом. Рейтинги же задают базис, систему координат, от которой можно отталкиваться. Ну и потом, помимо хорошего кредитного качества для нас важно, чтобы эмитент имел достаточный объем выпуска.

Какой объем выпуска достаточен, чтобы вы купили бумагу?

Дело в ликвидности: миллиард — это очень мало, три миллиарда — это уровень более-менее терпимый, но лучше больше. Я не хочу держать в своих портфелях ни 10%, ни 5% эмитированного объема в одном выпуске, лучше всего — меньше 1%.

В чем специфика вашего портфеля «Облигации Плюс»?

Отличие портфеля «Облигации Плюс» от большей части портфелей, которые сейчас широко представлены на рынке, заключается в том, что этот портфель сформирован в основном из высококачественных облигаций — своеобразных «голубых фишек» долгового рынка. Большая часть портфелей, которые я вижу на рынке, формируются за счет «облигаций роста», которым присущи невысокое кредитное качество и небольшая ликвидность. По сути, это облигации второго-третьего эшелонов, и формировать свой портфель за их счет — это достаточно рисковая стратегия, ведь эти бумаги не являются базовым рынком облигаций.

Есть рынок суверенных заемщиков, есть рынок квазисуверенных заемщиков, которые к нему близки и по ликвидности, и по кредитному качеству. Они формируют костяк рынка, от которого уже начинают плясать все остальные заемщики. Так же и с портфелем: когда ты его формируешь, у тебя есть некий индекс, суверенная кривая, от которой ты начинаешь плясать, начинаешь добавлять в портфель те бумаги, которые, по твоему мнению, не ухудшат кредитное качество индекса, и при этом должны его обогнать в доходности.

Когда, по вашему прогнозу, первичный и вторичный рынки облигаций российских эмитентов (как рублевых облигаций, так и евробондов) начнут работать нормально — возобновятся размещения в прежних объемах и вернется ликвидность?

Нормальность рынка — это абстрактное понятие. Нормальное его состояние — это когда эмитенты размещаются. А размещаться они начнут тогда, когда смирятся с теми уровнями доходности, которые теперь предлагаются эмитентам второго-третьего эшелонов. Первый эшелон как размещался, так и будет размещаться. Несмотря на то что несколько выпусков отложено, я не думаю, что компании первого эшелона будут испытывать особые проблемы при размещении.

В то же время, второй-третий эшелоны пока не готовы платить те доходности, которых от них требует рынок — и это нормально, пока им проще и дешевле взять синдицированный кредит. Думаю, в начале следующего года может наступить момент, когда они смирятся с этими уровнями доходности или доходности несколько снизятся, а следовательно, количество размещений увеличится.

Какова на сегодняшний день структура портфеля, которым вы управляете — какую часть средств вы инвестировали в суверенные облигации, квазисуверенные и «обычные» корпоративные бумаги?

Сегодня в моем портфеле нет государственных облигаций, так как доходность государственного долга не слишком велика. При этом кредитное качество суверенного долга не слишком отличается от облигаций квазисуверенных корпораций, которые в то же время обладают потенциалом для снижения спреда. В связи с этим сегодня в моем портфеле преобладают высококачественные корпоративные и квазисуверенные облигации.

Конечно же, есть причины, по которым можно держать государственные облигации. Только у государственных облигаций есть дюрация в 12 лет, кроме того, гособлигации могут позволить добавить риска в портфель. Но на сегодняшний момент в суверенных бумагах нет особенного потенциала.

В среднем дюрация нашего портфеля соответствует индексу, то есть составляет около двух с половиной лет. И при ожидаемом снижении доходности эта дюрация будет снижаться. В ближайшие четыре месяца, вероятно, дюрация портфеля должна быть сокращена до уровня полутора лет.

Какое количество облигаций вы, как правило, держите в своем портфеле?

Средний вес одного имени в портфеле составляет 5%, то есть в портфеле находится около двадцати бумаг. Я не ищу особенной диверсификации портфелей, поскольку уверен в кредитном качестве. Более серьезная диверсификация нужна только при работе с облигациями второго-третьего эшелона.

Как в вашей компании происходит принятие решения об инвестировании — кто входит в инвестиционный комитет, как влияют на принятие решений об инвестировании риск-менеджеры?

Как портфельный менеджер я отвечаю за стратегию и представляю инвестиционному комитету результаты работы фондов, которыми управляю, разъясняю ему свою стратегию и прогноз своих действий. В целом, инвестиционный комитет не регламентирует инвестиционную деятельность, а скорее выполняет риск-менеджерскую функцию. И если инвестиционному комитету не понравится предложенная мной стратегия, он может наложить на меня ограничения, которым я буду следовать.

Помимо портфельных управляющих в инвестиционный комитет входят риск-менеджеры, которые также могут наложить ограничения на управляющих. Зачастую на комитет могут быть приглашены юристы и комплайнс-офицеры, консультация которых по отдельным вопросам необходима.

Какую аналитику вы используете для оценки компаний?

Мое отношение к аналитике всегда скептично. В то же время я читаю все, до чего руки дотянутся, чтобы сложилась полная картина, и я не отдаю предпочтения определенным инвестиционным домам. Из аналитики я не надеюсь почерпнуть какие-либо идеи, поскольку это маловероятно. Но при этом то, о чем все пишут, дает представление о том, о чем люди думают, когда инвестируют.

Беседовала Анна Чепракова