Евгений МАЛЫХИН,
директор инвестиционного департамента,
УК «Атон–менеджмент»

«Инвесторов в облигации ждут тяжелые времена»

В интервью Cbonds Review директор инвестиционного департамента УК «Атон-менеджмент» Евгений Малыхин рассуждает о том, как изменился российский фондовый рынок за последние 15 лет, почему вероятная отмена санкций — всего лишь один, но не главный драйвер роста российского рынка, какие идеи в облигациях могут оказаться интересными в 2017 году и по какой причине инвесторов в бонды глобально не ждет ничего хорошего в ближайшие годы.

– У вас обширный опыт работы на рынке инвестиций. Как вы считаете, насколько изменился российский рынок за последние 10–15 лет? Какое из этих изменений вы бы назвали ключевым?

– Я начал работать на рынке в середине 90-х. Тогда элементарно тяжело было получить даже достоверную бухгалтерскую отчетность по компаниям. Единственными надежными данными, на которые мы могли опираться, были объемы физической отгрузки некоторых товаров: сколько тонн нефти произведено или сколько тонн руды добыто. Поэтому в целом, насколько я могу судить, изменения огромные. Это сейчас мы по большинству российских компаний имеем очень четкую отчетность по международным стандартам, которая выходит регулярно. Сегодня топ-менеджмент и владельцы компаний подробно объясняют инвесторам, что происходит с их бизнесом. Дивидендная политика стала достаточно

прозрачной. Сейчас, принимая инвестиционные решения, мы можем опираться на достоверную информацию. Корпоративное управление вышло на совершенно иной уровень. Мы видим во многих компаниях независимых директоров, которые были выдвинуты в том числе миноритарными акционерами и которые отстаивают позицию миноритариев. Все это свидетельствует о том, что за последние 20 лет рынок проделал огромный путь, он стал на порядок более зрелым, цивилизованным.

– У иностранцев восприятие российского рынка тоже поменялось? Как вы оцениваете их отношение к российскому риску сегодня?

– Мне очень сложно ответить на этот вопрос, я бы не стал делить инвесторов на иностранных и российских. Мы все люди. С одной стороны, разные, с другой — примерно одинаковые. У всех свое восприятие действительности. Разумеется, у каждой категории инвесторов есть свои преимущества, свои сильные и слабые стороны. Как говорится, если за покерным столом сидят люди, и ты не знаешь, кто здесь деньги проигрывает, то, наверное, это ты. Мы живем в России, мы чуть лучше понимаем процессы, которые происходят внутри страны, инфраструктурные и налоговые изменения и так далее. Мы чаще встречаемся с компаниями, лучше понимаем их бизнес. Глобальные фонды, наверное, лучше видят картину в целом. Каждый инвестор, как спортсмен, пытается работать и над своими сильными сторонами, и над слабостями.

– Российские инвесторы в этом преуспели? За время, прошедшее с последнего кризиса, их привычки как-то поменялись?

– Думаю, да. Инвесторы стали более профессиональными. Когда началась перестройка, никто толком не представлял, что такое фондовый рынок. Конечно, надо потратить много времени и сил, прочитать много книг, потерять много денег, чтобы начать понимать, что к чему.

Я начинал торговать на рынке ГКО. До обеда торговал, а после обеда, по сути, занимался бухгалтерией по своим операциям. Таких понятий, как back-офис, middle-офис просто не существовало. Мы все делали своими руками: вели журналы, заполняли оборотно-сальдовые ведомости, вплоть до того, что сами проводки писали по своим операциям. Таких слов, как «риск-менеджмент», никто даже не произносил. Если ты знал, что такое «дюрация», то мог считать себя почти гением. Поэтому в плане профессионального прогресса, развития институтов произошли огромные изменения, за 20 лет были сделаны большие шаги вперед. Люди сами чему-то научились. Теперь молодежь в университетах есть кому поучить. А 20 лет назад у нас были только книжки. И, конечно, шишки, которые мы сами себе набивали.

– Оценивая сегодняшнюю ситуацию, какие основные риски вы как инвестор видите для себя в текущем году?

– Хороший вопрос. В первую очередь это риск замедления мировой экономики в целом и китайской экономики в частности. Следствием его реализации является снижение цен на сырьевые товары с соответствующими последствиями для российского бюджета, платежного баланса и так далее. Это ключевой риск, который я вижу.

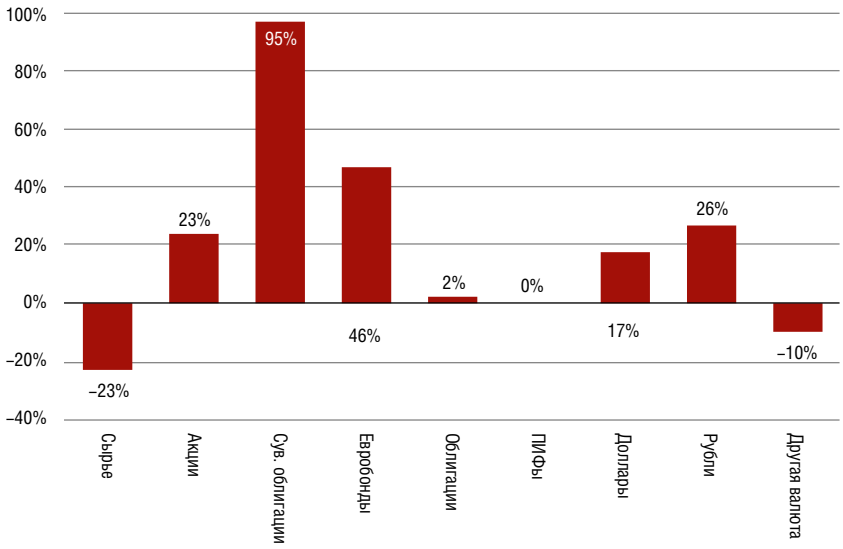
– Насколько высока вероятность реализации такого сценария, по вашему мнению?

– Я не макроэкономист. Я читаю достаточно много экспертных комментариев и вижу, что эти тенденции беспокоят макроэкономистов. Если я вижу, что беспокойства усиливаются, ситуация ухудшается и рынки переходят в фазу падающего тренда, то я принимаю решение и жму на кнопку «Продать». Оценить вероятности, думаю, лучше смогут профильные специалисты. Мой профиль — «купил—продал».

– Как вы думаете, есть ли вероятность, что в 2017 году произойдет отмена санкций? Как это повлияет на российский рынок?

ИНИЦИАТОРОМ ОТМЕНЫ САНКЦИЙ ДОЛЖНА БЫТЬ В ПЕРВУЮ ОЧЕРЕДЬ ЕВРОПА, ПОТОМУ ЧТО ДЛЯ НЕЕ ЭТО КОНКРЕТНЫЕ МАТЕРИАЛЬНЫЕ УБЫТКИ

Рисунок 1
Изменение по классам активов в январе (против среднего значения за месяц)*



* Источник: «Атон» (По данным ежемесячного аналитического продукта «Клиентская активность», где анализируется инвестиционная деятельность крупных и очень крупных клиентов «АТОНа» с капиталом свыше $100 тыс. и свыше $1 млн соответственно).

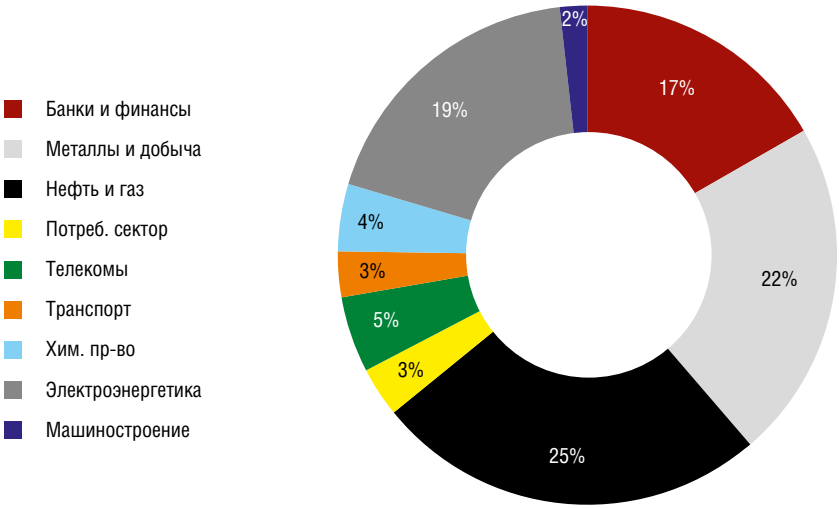


Рисунок 2
Распределение инвестиций в акции по секторам в январе (среднее значение за месяц)*

ЛЬВИНАЯ ДОЛЯ СРЕДСТВ У ЛЮДЕЙ ПО-ПРЕЖНЕМУ ИНВЕСТИРОВАНА В ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК, ТАК КАК ИМ ПСИХОЛОГИЧЕСКИ ТЯЖЕЛО ПРИНЯТЬ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬ, СВЯЗАННУЮ С РЫНКОМ АКЦИЙ

– Экономические связи России с Европой гораздо сильнее, чем экономические связи России и США. В первую очередь от санкций страдают Европа и Россия. Инициатором отмены санкций, на мой взгляд, должна быть прежде всего Европа, потому что для нее это конкретные материальные убытки. США подобных убытков не несет. Я изначально не питал иллюзий насчет того, что после победы Трампа отношения с США могут быстро нормализоваться и последует отмена санкций. Посмотрим на итоги выборов в Европе. Вероятность смены лидера во Франции крайне высока, и после выборов в апреле–мае к власти в стране придут политики, более дружелюбно настроенные к России, нежели господин Олланд. Вероятность смены госпожи Меркель на посту федерального канцлера Германии несколько меньше, но очень многое будет зависеть и от выборов в немецкий парламент в сентябре.

Еще один позитивный сигнал — приглашение России на встречу G7 в мае. Если оно последует, то это будет мощным опережающим индикатором того, что отмена санкций произойдет уже в этом году.

– Пока этого не произошло, есть ли в условиях стагнирующей экономики потенциал роста у рынка акций в этом году?

– Я позитивно смотрю на рынок. Есть ряд позитивных факторов, и отмена санкций в этом ряду — далеко не самый главный. Коэффициент P/E (Price to Earnings) в России в среднем находится на уровне 7–8. Для сравнения: в Бразилии, Индии, Китае это двузначная величина (в среднем 13–15). Вот эта низкая оценка, в частности по коэффициенту P/E для России, трансформируется в одну из самых высоких в мире дивидендных доходностей, в среднем, по моим оценкам, на уровне более 4% в долларах, а по ряду компаний — выше 10%. Это существенно выше, чем ставки по депозитам в надежных банках. Это очень серьезный аргумент в пользу российского рынка.

Мы видим, что набирает обороты политика протекционизма со стороны Трампа, но при этом Россия мало экспортирует в США, поэтому протекционизм не бьет напрямую по России в отличие от Азии или Латинской Америки. ФРС потихоньку начинает поднимать ставки, доллар укрепляется против большинства валют в мире. Ставки по валютному долгу растут. И это неприятно. Но Россия имеет низкий государственный и корпоративный долг в иностранной валюте, с этой точки зрения она тоже хорошо позиционируется. С другой стороны, если доллар дорожает, то хорошо бы иметь положительный торговый баланс. У России он тоже есть.

Еще один положительный сигнал для рынка — то, что основным мыслительным центром в ходе предстоящих выборов, похоже, будет «Центр стратегических разработок» господина Кудрина. На Гайдаровском форуме Кудрин озвучил ряд тезисов своей программы: государство как платформа, реформа судебной системы, повышение пенсионного возраста, борьба с инфляцией. Если все это начнет воплощаться в жизнь, то фондовый рынок окажется в колоссальном выигрыше. Отмена санкций у всех на слуху, но это лишь одна сторона. Инициативы, с которыми выходит Кудрин, позиционирование России в мире в свете трампономики — все это гораздо серьезнее, чем отмена санкций. Мне кажется, есть очень много хороших драйверов. Да и рынок пока подрастает.

– Куда лучше инвестировать в этой ситуации?

– Я думаю, в российские акции.

– А если говорить про конкретные имена или отрасли?

– Из тех имен, что мне сейчас нравятся, я бы назвал Сбербанк России, Московскую Биржу, «Яндекс», «Лукойл», «Роснефть», «ГидроОГК», «Аэрофлот».

– То есть вы за то, чтобы инвестировать в широкий рынок, а не в конкретные отрасли?

– Я —трейдер. С момента, как ты даешь какое-то интервью, до момента его выхода, как правило, проходит от одного до полу-

* Источник: «Атон» (По данным ежемесячного аналитического продукта «Клиентская активность», где анализируется инвестиционная деятельность крупных и очень крупных клиентов «АТОНа» с капиталом свыше $100 тыс. и свыше $1 млн соответственно).

тора месяцев. Поэтому я не стараюсь концентрироваться на конкретной идее. На текущий момент у меня есть какой-то прогноз, но через полтора месяца это может быть уже неактуально. Я эти акции уже могу продать или значительно сократить позиции. Как говорится, дедушка умер, а дело живет.

— Согласно отчету «Атона» о клиентской активности, в ноябре после победы Дональда Трампа на выборах президента США крупные и очень крупные клиенты компании отыгрывали «стратегию Трампа», которая стимулировала инвесторов массово перекладываться в акции из облигаций. Как вы считаете, в 2017 году наибольшим спросом будут пользоваться стратегии с облигациями или с акциями?

— Наверное, логичнее адресовать этот вопрос не мне, а клиентским менеджерам или финансовым советникам, которые каждый день общаются с клиентами. Мне кажется, что для людей все еще психологически непросто покупать акции. С одной стороны, мы, конечно, видим первые робкие инвестиции в этот рынок. Однако обещание эмитента облигаций или банка заплатить фиксированную ставку и вернуть вложенные деньги для людей является очень важным психологическим аргументом, поэтому большинство склонно инвестировать в облигации. Это очень здоровый процесс, потому что обычно, когда рынок близок к своему пику и инвесторы видят очень неплохую доходность по инструменту в течение нескольких лет, у них возникает вопрос: почему же я в этом рынке не поучаствовал? Если жадность побеждает страх и люди, ничего не боясь, инвестируют в акции, то это вызывает настороженность. Сейчас, на мой взгляд, ситуация абсолютно иная. По-прежнему львиная доля средств у людей инвестирована в облигационный рынок, так как им психологически тяжело принять неопределенность, связанную с рынком акций. Ты купил акцию и не знаешь, вырастет она или упадет. Гораздо проще поверить в некое обещание, что вам заплатят номинал плюс процент. Это психологически комфортно. Хотя, как мы знаем, психологический комфорт не имеет ничего общего с зарабатыванием денег, но наличие такого обещания для людей важно.

— Что вы ожидаете от рынка облигаций в 2017 году?

— Когда мы говорим про долговой рынок, надо в первую очередь понимать, в какой валюте мы рассматриваем долг. Если речь идет о российском рубле, то мы видим, что, на фоне снижения уровня инфляции рублевые ставки, скорее всего, пойдут вниз. Хотя мы и называем политику Центрального банка жесткой, тем не менее это один из немногих регуляторов, который в долгосрочной перспективе планирует смягчать денежно-кредитную политику. А это склоняет к тому, чтобы быть в длинной дюрации. И, несмотря ни на что, мне по-прежнему нравится длинная дюрация в ОФЗ.

Если говорить о еврооблигациях, номинированных в долларах, то ни о какой длинной дюрации речи быть не может, потому что ставки по долларам США, по всей видимости, будут расти. По крайней мере, пока риторика Федрезерва это подтверждает. К сожалению, я практически не вижу привлекательной доходности в долларовых бондах. В рубле я бы оставался в длинной дюрации, в долларах мне кажется наиболее правильным покупать флоатеры. Но у нас на рынке практически нет флоатеров, поэтому есть смысл посмотреть на облигации с reset coupon. Я бы обратил внимание на субординированный выпуск Сбербанка России с погашением в 2024 году. Он по-прежнему мне очень нравится, кредитное качество Сбербанка у меня сомнений не вызывает. Конечно, нужно принимать во внимание риск субординации. На текущий момент ставка к call-опциону в 2019 году составляет более 4% годовых. Думаю, до 2019 года это не самый плохой вариант. Если в 2019 году Сбербанк решит не исполнять call, а оставить бумагу в рынке, то ставка купона будет пересмотрена, а доходность будет находиться на уровне пятилетних Treasuries + 400 б.п., что, на мой взгляд, неплохо. Инвестиции в выпуск Сбербанка, наверно, одна из немногих возможностей, которые я вижу на рынке долларового долга.

— А в корпоративных именах на российском рынке вам ничего не нравится?

— В рублевых эмиссиях бумаги в основном короткие. Я думаю, что ОФЗ надо покупать. Еще я бы обратил внимание на выпуски Газпрома во франках с погашением в 2018 и 2019 годах.

— Какое, по вашему мнению, идеальное распределение активов в портфеле, если говорить про акции и облигации?

— Это зависит от каждого конкретного инвестора, его склонности к риску, расходов, потребностей, возраста. В текущих условиях мне гораздо больше нравятся акции, нежели облигации. Я считаю, что многолетний растущий тренд в бондах подходит к завершению. Психологически людям нравится покупать облигации, но, я думаю, надо работать над собой и принимать неопределенности. Мы увидим разворот цикла по американским ставкам. Конечно, отдельные идеи всегда можно будет найти, но в целом появляется ощущение, что инвесторов в облигации ждут тяжелые времена. Надо учиться принимать неопределенность акций, если, конечно, хочется заработать денег.

— Как вы считаете, нужно ли инвестировать в иностранные рынки?

— Если вы в этом разбираетесь, то можно инвестировать.

— То есть вы адепт российского рынка?

— Я не адепт российского рынка, я просто начал что-то в нем понимать. Если бы я разбирался в другом рынке, я бы в него инвестировал.

— Что бы вы посоветовали рядовому инвестору, который работает на рынке акций?

— Я бы посоветовал инвестировать в хорошие фонды либо тратить много времени и сил, много учиться, чтобы покупать отдельные бумаги.

— Какую свою инвестиционную идею вы бы назвали лучшей по итогам прошлого года?

— «Аэрофлот» — до сих пор в нем сижу.

— В чем вы храните личные сбережения? Используете какие-то инструменты кроме акций?

— Конечно, использую и облигации, и депозиты. Рынок акций несет в себе высокую волатильность. Я тоже живой человек и не стремлюсь все свои средства инвестировать в одни акции. Мне тоже нужно какое-то обещание, что деньги вернут с процентами. Кроме того, бывают моменты, когда рынок акций падает.