Дмитрий Дудкин,
CFA, Portfolio Manager,
DWS Investments

ЗАЩИТНАЯ СТРАТЕГИЯ сейчас наиболее эффективна

Как ваша компания работает на рынке? В какие инструменты вы предпочитаете вкладывать средства как институциональный инвестор?

ООО «ДВС Инвестмент» — стопроцентное дочернее предприятие компании DWS Holding & Service GmbH (Германия), которая присутствует на российском рынке более 3 лет. Поскольку основными продуктами ДВС в Москве являются ПИФы, а также доверительное управление на локальных счетах, инвестиционные ограничения устанавливаются нормативами ФСФР и инвестиционными декларациями, в результате чего основным объектом вложения средств являются российские ценные бумаги, обращающиеся на российских биржах (акции и облигации). Что касается глобальной команды DWS, базирующейся во Франкфурте, то в круг ее интересов входят российские бумаги, обращающиеся за рубежом, а именно ADR и GDR российских акций, а также облигации, учитывающиеся на счетах в Euroclear. Таким образом, в широком плане DWS инвестирует как в локальные бумаги российских эмитентов, так и во внешние инструменты. Помимо этого, на базе счетов DWS во Франкфурте и Люксембурге возможно широкое использование деривативов, среди которых наиболее популярны фьючерсы и опционы на российские индексы акций, валютные свопы для модификации подверженности портфеля риску той или иной валюты, в том числе и рубля, а также фьючерсы на процентные ставки и опционы на эти фьючерсы для тактического управления дюрацией облигационных портфелей.

Какова была структура вложений вашей компании в инструменты российского рынка ценных бумаг по состоянию на 1 января 2007 года, 1 июля 2007 года и 1 января 2008 года? Какие бумаги составляли основу ваших облигационных портфелей?

Суммарно в настоящий момент компанией DWS вложено в российский рынок акций порядка 4 млрд евро, еще несколько сотен миллионов евро — в облигационный рынок, причем львиная доля вложена в еврооблигации российских эмитентов. Что касается локального рынка облигаций, доступ к нему возможен не для всех клиентов DWS из-за отсутствия возможности учета сделок в Euroclear и несогласованности работы глобальных кастодианов с локальными. Если говорить о фонде облигаций «ДВС Инвестмент», базирующемся в Москве, каких-то кардинальных изменений структура фонда в течение 2007 года не претерпела, за исключением одного: его дюрация была сокращена во второй половине года фактически в два раза ввиду очевидно возросшей неопределенности с будущим уровнем процентных ставок. Что касается конкретных рыночных секторов, то во второй половине года больший вес был перенесен на банковские облигации, поскольку после

сентябрьской распродажи многие вполне стабильные банки, имеющие хорошие кредитные рейтинги и регулярную отчетность по МСФО, предлагали очень хорошую доходность.

Какие критерии отбора вы используете при принятии решения об инвестировании средств в какой-либо инструмент? Насколько значим для вас рейтинг того или иного эмитента?

Для начала управляющий должен определить, является ли кредитный риск того или иного эмитента приемлемым для конкретного портфеля. В договорах по доверительному управлению кредитный рейтинг часто оговаривается в инвестиционной декларации. Затем эмитент обсуждается на инвестиционном комитете и в случае одобрения поступает в разряд разрешенных для покупки.

Что же касается глобального DWS, там практически первым критерием является обращение бумаги в Euroclear. Клиентами DWS во Франкфурте помимо частных лиц являются многие крупные финансовые институты, в том числе страховые компании, которые испытывают проблемы даже с покупкой CLN или TRS на локальные российские бумаги, поскольку важным требованием для них является листинг на одной из европейских бирж. В этом смысле призыв, который мы можем обратить к российским брокерам, касается выпуска большего количества бумаг на базе Euroclear, в том числе и в рублях. Ведь если посмотреть на структуру рынка, суммарный объем корпоративных бондов в обращении все еще заметно опережает локальный рынок, однако евробонды чрезмерно сконцентрированы в финансовом и нефтяном секторах. А вот выбор бумаг российских компаний в диапазоне рейтингов B/BB на евробондовом рынке крайне ограничен.

На какую доходность вы ориентируетесь при инвестировании средств?

Этот вопрос довольно простой — большинство портфелей DWS управляются относительно выбранных бенчмарков, поэтому целью управления обычно является долгосрочное опережение ориентира. Что касается фондов, мы постоянно сравниваем себя с конкурентами, и конечной целью любого управляющего является наличие его фонда в первом квартиле, то есть в первой четверти аналогичных фондов, ранжированных по убыванию доходности.

Некоторые компании, например, принципиально не работают с бумагами предприятий ВПК, некоторые не инвестируют в компании с непрозрачной структурой собственников и так далее. Какие у вас существуют ограничения по инвестированию средств?

Никаких входящих ограничений на инвестирование средств, помимо указанных в законе, у локального «ДВС Инвестмент» нет. У глобального DWS могут существовать некоторые этические ограничения, например, запрет на финансирование иностранных компаний, производящих оружие, однако о конкретной практике в этой области мне известно мало. Никаких ограничений на работу с выпусками, организуемыми Дойче Банком, у нас также нет, поскольку бизнес группы ДБ по управлению активами полностью отделен от брокерского бизнеса самого банка. В схеме брокер-клиент наши отношения с ДБ строятся на абсолютно равных основаниях с другими брокерами, и это является не просто нашим выбором, а требованием законодательства многих европейских стран, поскольку управляющие компании действуют только и исключительно в интересах своих клиентов.

Насколько успешной вы считаете свою работу в России в прошлом году? Каковы ваши планы по развитию бизнеса в России и других странах СНГ?

Прошедший год был довольно трудным на локальном рынке. Как и многие другие управляющие компании, мы столкнулись с оттоком средств из наших фондов во второй половине года, а объем активов в управлении является одним из главных показателей успешной работы. Например, за одну только третью неделю декабря российские открытые фонды потеряли $151 млн, или 3.1% суммарных активов. С другой стороны, глобальный DWS существенно упрочил свои позиции в 2007 году, увеличив объем активов под управлением тогда, когда большинство конкурентов их теряло. В результате, в начале года DWS переместился с третьего на второе место в Европе по объему активов. Лидером пока остается UBS. Нашим основным планом по работе на рынке СНГ является развитие возможности диверсификации российских портфелей с помощью бумаг наших соседей, в первую очередь — Украины и Казахстана. Украинский фондовый рынок показал в прошлом году более чем стопроцентный рост на фоне более чем скромных результатов РФ, поэтому возможность покупки иностранных бумаг — это то, чего мы активно добиваемся сейчас от нашей головной компании. Помимо этого, планируется также существенно расширить продуктовую линейку, в том числе за счет инструментов с гарантией возврата капитала и запуска нескольких новых фондов, в основном на рынке акций.

Одной из тенденций российского рынка коллективных инвестиций является предложение управляющими компаниями своим клиентам оффшорных инвестиционных фондов. Их преимущество — возможность выхода за рамки внутрироссийских ограничений по списку доступных инструментов, в том числе и в отношении использования деривативов. Однако в этом отношении наша компания имеет гигантское конкурентное преимущество — уже более 50 лет DWS предлагает своим клиентам линейку из порядка 500 фондов, многие из которых являются очевидными мировыми лидерами в своем классе.

Что, на ваш взгляд, препятствует увеличению объема инвестиций в долговые инструменты российских компаний со стороны институциональных инвесторов?

Здесь можно перечислять довольно долго, но основной проблемой была и остается информационная закрытость менеджмента, а также низкий уровень корпоративного управления. Ведь даже если вернуться к проблеме отсутствия «внутренних» секторов российской экономики на рынке евробондов (я имею в виду строительство, ритейл, электроэнергетику, агропром и так далее), причина этому во многих случаях — банальное отсутствие отчетности по МСФО, не говоря уже о кредитных рейтингах.

Второй существенной проблемой является закрытость локального рынка от внешних инвесторов, то есть нерешенность простейших вопросов взаимодействия оффшорных и оншорных счетов. Эта техническая проблема проявляется буквально везде — от торговли простейшими облигациями до деривативов. Например, очень сложно найти на рынке опцион на индекс РТС, поскольку большинство брокеров торгуют опционами с лондонских счетов, и привязаны эти опционы к индексу RDX, который включает в себя депозитарные расписки на акции российских компаний, обращающиеся на LSE.

На локальном же рынке облигаций дополнительной проблемой является то, что основными брокерами на нем являются российские банки, которые оказались слабее многих своих зарубежных коллег. Независимо от уровня цен, одним из главных условий нормального функционирования рынка является возможность получения на нем двухсторонних котировок на нужный объем бумаги. В части, касающейся бидов, российские брокеры на облигационном рынке сработали во второй половине 2007 года просто из рук вон плохо. Приятные исключения из этого правила были, однако они только подтверждали тот факт, что российские банки в среднем оказались неспособны поддерживать разумный уровень ликвидности облигационного рынка.

Какова структура институциональных инвесторов на российском долговом рынке? Как изменилась эта структура, а также степень активности институциональных инвесторов по сравнению с началом прошлого года?

Мне сложно комментировать структуру российского рынка управления активами, поскольку во многом данные об объемах активов в управлении являются неполными и могут просто намеренно искажаться заинтересованными сторонами. Ясно одно: на локальном рынке доверительное управление институциональными средствами пока на порядок опережает паевые фонды. Это напрямую связано с тем, что у российских граждан склонность к сбережению пока очень низка. Иностранцы часто делают одну ошибку: приезжая в Москву, они видят огромное количество новейших «Мерседесов», «Порше» и так далее — и делают вывод, что этим людям просто обязательно нужно продавать инвестиционные продукты. С одной стороны, это так, и в принципе успехи на этом пути есть, однако в текущей экономической ситуации большое количество новых иномарок как раз свидетельствует о большой склонности россиян тратить деньги, а не сберегать их, как это принято, например, в Германии.

Какая доля приходится на иностранных институциональных инвесторов? Какое влияние на степень активности игроков на рынке оказал мировой финансовый кризис?

Сейчас я могу оценить степень присутствия на локальном облигационном рынке иностранных инвесторов как минимальную за 2005–2007 годы, поскольку большой объем позиций иностранных держателей был ликвидирован в августе-сентябре 2007 года в ходе «бегства к качеству» на фоне разразившегося кредитного кризиса. С другой стороны, иностранные инвесторы остаются основными держателями российских евробондов, и их доля на этом рынке составляет не менее 90%.

Как будет дальше развиваться ситуация на российском долговом рынке? Следует ли ожидать прихода на рынок или, наоборот, ухода с него каких-либо институциональных инвесторов? Произойдет ли усиление или ослабление активности институциональных инвесторов на отечественном рынке?

Российский долговой рынок находится в большой зависимости от внешних условий. До тех пор пока иностранные банки не разберутся с существенной долей уверенности с объемом потерь от кредитного кризиса, я бы не ожидал оживления рынка евробондов. В принципе, для нормализации ситуации было бы достаточно одного квартала, в течение которого не было бы сообщений о новых неожиданных списаниях плохих активов. Когда это произойдет? Я надеюсь, что все станет ясно в первой половине 2008 года, хотя раньше казалось очевидным, что все выяснится до конца 2007 года. С нашей точки зрения, снижение учетной ставки с 5.25% до 3%, предпринятое ФРС, не может не оказать позитивного влияния на кредитные рынки. Как только это влияние станет очевидным, иностранные инвесторы увеличат активность на рынке евробондов, где станет возможно размещать новые выпуски, и вернутся на локальный рынок долга.

Однако именно на локальном рынке ситуация может еще какое-то время оставаться довольно напряженной. В начале этого года мы практически в первый раз за последнее время столкнулись с ситуацией, когда всплеск инфляции повлиял на уровень долгосрочных процентных ставок через ужесточение монетарной политики ЦБ. Самое печальное заключается в том, что ЦБ вынужден сейчас ужесточать свою политику для борьбы с высокой инфляцией в условиях, когда банковская система страдает от недостатка ликвидности из-за внешнего кредитного кризиса. В итоге, перспектива локального долгового рынка на 2008 год становится в прямую зависимость от ежемесячных инфляционных данных, а с этого фронта мы пока не видели позитивных вестей. Таким образом, неопределенность с уровнем долгосрочных процентных ставок можно считать существенно возросшей в начале 2008 года, а это однозначно свидетельствует в пользу покупки только коротких инструментов (до 1 года), что мы и наблюдаем в настоящий момент. По всей видимости, по крайней мере до середины года защитная стратегия будет наиболее эффективной.