Михаил Михайловский,
управляющий фондом «Аванпост» УК «Еврофинансы»

ЭТОТ КРИЗИС — явление временное

О СВОЕЙ СТРАТЕГИИ УПРАВЛЕНИЯ И ВЗГЛЯДЕ НА ГРЯДУЩУЮ РЫНОЧНУЮ КОНЪЮНКТУРУ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛ МИХАИЛ МИХАЙЛОВСКИЙ, УПРАВЛЯЮЩИЙ ФОНДОМ «АВАНПОСТ» УК «ЕВРОФИНАНСЫ».

В вашем фонде акции есть?

Да, возможность включения акций предусмотрена инвестиционной декларацией фонда.

Много ли средств ПИФа вы в начале текущего года переложили из акций в облигации?

Да, мы перекладывали средства в облигации, но существенно вес акций в портфеле мы не сокращали, максимально доля акций снижалась до 20% от общей массы портфеля.

А совсем исключить акции из портфеля не думали?

Рынок падал на ожиданиях рецессии, если бы мы знали, что на этих ожиданиях он упадет процентов на 25%, мы бы переложили все средства фонда в облигации.

Акции в портфеле фонда «Аванпост» — это в основном голубые фишки?

И голубые фишки — нефтегазовые компании, Сбербанк, РАО ЕЭС, — и второй эшелон — Волжская ТГК, «ВСМПО-АВИСМА», например. Разные имена, но больше голубых фишек.

Каково соотношение акций и облигаций в портфеле сейчас?

Доля акций в портфеле приближается к максимально допустимой для фонда облигаций — это 40%.

В чем специфика управления портфелем «Аванпоста»?

Весомая облигационная подушка безопасности, консервативное управление портфелем акций.

Какой стратегии управления портфелем облигационного фонда «Аванпост» вы придерживались в 2007 году?

«Аванпост» рассчитан на консервативных инвесторов, которые, тем не менее, не желают полностью исключать возможность роста на рынке акций. Мы в целом придерживались целевой модели, которая подразумевает вложение до 80% в облигации и до 40% в акции.

Мировой кризис ликвидности повлиял на вашу стратегию управления портфелем?

Скорее нет.

Вы какие-то имена из портфеля исключили, опасаясь, что у эмитента будут проблемы с ликвидностью?

За время, прошедшее с начала кризиса (с августа 2007 года), мы меняли структуру портфеля, но не подход к оценке кредитного качества эмитентов, к выбору инструментов для инвестирования.

Когда, по вашему прогнозу, долговой рынок в России начнет работать в докризисном режиме?

Деньги дойдут и до России вскоре после того, как все ипотечные убытки будут полностью списаны с балансов западных банков и рынок недвижимости на Западе найдет свое дно. В первом случае банки начнут охотней кредитовать друг друга тем, что у них есть, во втором случае дальнейшие убытки финансовых институтов будут, вероятно, исключены.

Как продолжающийся финансовый кризис отразился на рынке облигаций российских компаний?

На западном межбанковском рынке заметна тенденция к снижению ставок, рынок корпоративного долга медленно, но верно начинает набирать обороты. Новый виток кризисных явлений повернет эти позитивные тенденции вспять, и на российском рынке мы снова увидим рост доходности, отсутствие новых размещений.

Как изменится доходность для облигаций разных эшелонов?

Доходность уже повысилась, хотя и не так уж сильно — на пару процентных пунктов для большинства эмитентов. В то же время, процентная ставка ФРС США была существенно снижена полгода назад, действия по смягчению монетарной политики на западных рынках сказываются на нашем рынке. На Западе стоимость денег снижается, и я не думаю, что доходности на российском рынке облигаций будут расти дальше, возможны лишь временные пертурбации, колебания вокруг существующих уровней доходности.

Откуда придет эта ликвидность?

Ликвидности в Америке станет больше, Банк Англии последовал примеру ФРС США и тоже смягчает политику, аналитики сходятся во мнении, что Центробанк Европы долго не продержится, и ему тоже придется снижать ставку.

И когда же все эти изменения положительно отразятся на ликвидности российского облигационного рынка?

Стоимость жилья на американском рынке снижается уже год. Американские деньги вернутся на российский долговой рынок, когда рынок жилья в Америке достигнет своего дна. Это может произойти в конце первой половины текущего года.

Когда объем предложения на внутреннем рынке достигнет докризисных значений?

С экономикой в России все нормально, так что с новыми размещениями проблем не будет, когда вернется ликвидность.

Приход новых эмитентов на рынок тормозит отсутствие денег западных инвесторов?

Да, именно. Организаторы выполняют свою работу, извещают эмитентов о том, что сейчас размещаться нецелесообразно, что будет слишком высокая ставка или вообще не получится разместиться.

А местные инвесторы сейчас совсем не готовы покупать российские долги?

Американская экономика — это 20% от мировой экономики, а российская экономика — это 2% от мировой экономики. Плюс у нас стерилизуется денежная масса — приток средств от нефтедолларов изымается из экономики сверхналогами. Как только исчез приток иностранных денег, исчезли и деньги внутренних инвесторов. Зависимость внутреннего долгового рынка от иностранных инвесторов очень велика.

Какие тенденции появятся на долговом рынке по окончании кризиса?

Мы считаем, что этот кризис — явление временное. Новых выпусков в последние месяцы было мало, переизбытка предложения на рынке нет, хотя денег со временем станет больше. Новые выпуски вернутся на рынок, но деньги привлекут те, кто готов больше делиться с инвесторами из-за большого скопления неразмещенных выпусков.

Ориентируетесь ли вы на рейтинги эмитентов при выборе стратегии инвестирования?

Рейтинги, безусловно, важны, но существует дефицит покрытия, и многие компании страдают из-за недостаточного внимания со стороны рейтинговых агентств.

Каково ваше отношение к рейтингам теперь, после кризиса и начала расследования в отношении некоторых международных агентств?

Доверие к рейтинговым агентствам, да и ко всей мировой финансовой системе теперь ослабло.

Необходимо ли перейти к системе, когда за присвоение эмитенту инвестиционного рейтинга платит инвестор, а не эмитент?

Да, эта система сейчас активно обсуждается, но мне не вполне понятно, как это технически осуществимо. Целесообразнее, на мой взгляд, выработать стандарты присвоения рейтинга.

Облигации каких отраслей преобладают в портфеле фонда облигаций?

Много компаний из торговли — это и всевозможные торговые компании, и дистрибуторы, так как это более рискованный бизнес, чем, скажем, производство, и по их облигациям ставки выше (конечно, речь не о самых известных именах). Также в нашем портфеле представлен агропромышленный комплекс, сельскохозяйственный комплекс. Конечно, после американского кризиса на девелоперов мы смотрим настороженно, но на российские строительные компании это не повлияет, и они есть в нашем портфеле.

Приведите примеры эмитентов, облигации которых у вас в портфеле сейчас есть, пожалуйста.

ОАО «Мечел» — одна из ведущих российских компаний в горнодобывающей и металлургической отраслях, «ЛБР-Интертрейд» — один из крупнейших импортеров и продавцов сельхозтехники. ОАО «ТД «КОПЕЙКА», из аграриев — «АПК «Аркада». Есть в нашем портфеле облигации авиаперевозчиков, например, компании «ЭйрЮнион».

Облигации каких эшелонов преобладают в портфеле?

Это не самые ликвидные облигации, с доходностью начиная с 8%, есть и высокодоходные облигации с доходностью 14%. Мы смотрим на доходность, стараемся вы-

бирать наименее известных эмитентов, которые платят нам хорошую премию.

Каков вес бумаги одного выпуска в портфеле?

Доля одного имени в портфеле составляет не более 5%, это касается и акций, и облигаций.

Сколько бумаг разных выпусков сейчас в портфеле?

Облигационная составляющая диверсифицирована по отраслям, по доходности, по риску, там облигации порядка 20 выпусков и акции порядка 15 эмитентов. Мы стараемся не включать в портфель облигации сверхизвестных эмитентов, так как это компании, иногда публичные, акции которых уже торгуются на биржах, их риск намного меньше, чем у их менее известных коллег, и доходность по их облигациям сложилась намного ниже, когда они размещались, чем могла бы сложиться, будь эти компании менее публичными.

И какие же бумаги не обеспечивают нужной вам доходности?

Государственные компании, ОФЗ.

Даже в качестве «подушки безопасности» не используете бумаги первого-второго эшелонов, как это делают многие управляющие фондов облигаций?

Мы считаем, что любая облигация — это уже подушка безопасности, потому что волатильность на рынке облигаций существенно ниже волатильности на рынке акций.

Но облигации нижних эшелонов, которые вы покупаете, не всегда можно назвать спокойной гаванью, в последние полгода инвесторам в бумаги некоторых компаний третьего эшелона пришлось понервничать, взять хотя бы «РуссНефть», «Арбат Престиж».

У нас в ПИФе таких облигаций не было.

Почему не было? Вы заранее предвидели, что эти эмитенты могут преподнести рынку сюрпризы?

Это предсказать невозможно, можно сказать, нам повезло, ведь облигаций на рынке много, а процент проблемных облигаций крайне низок.

Кто в УК «Еврофинансы» принимает окончательное решение о покупке бумаги в портфель?

Управляющий принимает решение на основании фундаментального, технического анализов и с оглядкой на консенсус, достигнутый рынком. Вся полнота ответственности лежит на управляющих.

Какой информацией вы пользуетесь для принятия решения об инвестировании, если консенсуса рынка нет, если эмитент — дебютант на рынке публичного долга, и его пока мало кто знает?

Это финансовая отчетность эмитента, информация корпоративного сайта компании, публикации в прессе, аналитика банка-организатора. Те компании, бумаги которых размещает наш инвестблок, мы очень хорошо знаем.

Вы можете покупать бумаги выпусков любого объема или есть ограничения, связанные с низкой ликвидностью выпусков небольшого объема?

Если это бумага со скорым сроком оферты и мы ее можем купить по приемлемой цене, то может и не быть такого ограничения.

Вы купите бумаги выпуска объемом 500 млн руб. и ниже, несмотря на то что такие выпуски часто неликвидны?

Купим, если эмитент нам интересен и размер купона достаточно велик. В отличие от многих управляющих, мы не поставлены в жесткие рамки со стороны риск-менеджмента. Отчасти благодаря этому у нас есть возможность зарабатывать на рынке облигаций больше, чем многие наши коллеги.

Есть ли китайские стены между инвестбанком «Еврофинансы» и управляющей компанией? По мнению многих, эти стены рухнули в начале года.

У нас таких стен нет. И по моим наблюдениям, в России пока не принято такие стены строить, нет практики разграничения различных структур инвестбанка.

Вы наблюдаете приток клиентов? Я не заметила, чтобы СЧА ваших фондов сильно вырос за последний год.

СЧА очень сильно не растет. Значительного притока нет, потому что мы компания неизвестная, в рекламу не инвестируем, клиентов привлекаем своими силами.

Кто же инвестирует в ваш ПИФ, если вы никак не рекламируете его и услуги вашей управляющей компании в целом не продвигаете? Это некие лица, близкие к акционерам и руководству компании, и само руководство?

В нашем фонде находятся средства физических лиц, юридических лиц, в том числе и «свои люди», «друзья друзей». Приток пайщиков наблюдается из года в год, и проблемы выхода клиентов из ПИФа у нас нет.

Есть ли счета, которые составляют весомую часть СЧА фонда — до 25–30% — и выход которых из фонда может существенно сократить объем средств в портфеле?

Да, такие пайщики есть, но к резким неожиданным движениям они не склонны. Инвесторы у нас в ПИФе в основном придерживаются стратегии долгосрочных вложений.

Беседовала Анна Чепракова