Равиль ЮСИПОВ,
заместитель генерального директора —
руководитель управления фондовых операций, УК ТФГ

«Мы живем в эпоху больших перемен»

По итогам 2018 года УК ТФГ второй год подряд признана лучшим инвестором на рынке облигаций по версии премии Cbonds. О тенденциях в управлении портфелями долговых бумаг, плюсах концентрации на российских долговых инструментах, реакции на лавинообразные технологические изменения и о критически важных для отечественного рынка инфраструктурных сдвигах в интервью Cbonds Review рассказал заместитель генерального директора — руководитель управления фондовых операций УК ТФГ Равиль Юсипов.

— Что сегодня определяет успех в управлении портфелями долговых бумаг? Какие актуальные тенденции вы бы выделили?

— За последние годы рынок сильно трансформировался. Давайте вспомним: 10 лет назад срочность рынка была не более 3 лет, а премию зарабатывали за счет кредитного риска. Сейчас основная масса эмитентов прозрачна и кредитный риск определен; большинство доступных для рассмотрения бумаг составляют облигации первого и второго эшелонов с высокими кредитными рейтингами. Срочность на кривой ОФЗ выросла до 20 лет. Доминирующим фактором в формировании доходности стал процентный риск, и умение управлять дюрацией является залогом успеха. Рынок облигаций сейчас имеет три направления развития: классические бонды (корпоративные, субфедереальные, ОФЗ), структурные облигации и секьюритизация. Целевыми инвесторами в структурные облигации являются физические лица, а вот секьюритизация — это только зарождающийся, но очень перспективный пласт рынка облигаций, который может отвечать запросам любого инвестора.

— Почему вы особенно выделяете именно секьюритизацию?

— Секьюритизация — идеальный инструмент для диверсификации кредитного риска портфеля и повышения его атомарности, особенно когда большинство эмитентов уже на рынке. Каждый выпуск — это отдельный кредитный риск. Секьюритизация позволяет обособлять и изолировать тот риск, который вы можете просчитать в соответствии с рискметриками и получить целевой уровень кредитного усиления. Помимо банковских кредитных портфелей можно структурировать денежный поток от широкого спектра активов, включая ГЧП/концессии, тарифы ЖКХ, лизинг. Но сейчас основным активом секьюритизации является жилая ипотека, которая разделилась на два направления: траншевая секьюритизация и Фабрика ИЦБ ДОМ.РФ.

— Почему, обладая явными преимуществами, секьюритизация остается инструментом узкого круга инвесторов?

— Здесь совокупность факторов как со стороны инвесторов, так и со стороны ори-

ТЕХНОЛОГИЧЕСКАЯ ТРАНСФОРМАЦИЯ — ЭТО ЛАВИНА, КОТОРУЮ НЕВОЗМОЖНО ОСТАНОВИТЬ, ОНА ИЗМЕНИТ ВСЁ

гинаторов. Инвесторам надо научиться кредитному и процентному анализу таких бумаг. В кредитном анализе, даже если у сделки есть рейтинг, надо глубоко погружаться в качественные и количественные характеристики базового актива — пула кредитов, в юридическую документацию эмиссии. Это требует внимательного прочтения проспектов эмиссий и оценки широкого круга параметров — от макроэкономических данных до операционных рисков, стандартов андеррайтинга кредитного портфеля. Для анализа процентного риска необходимо создание финансовых моделей денежных потоков, что, в свою очередь, требует отдельного прогнозирования уровней досрочных погашений и дефолтов, а это особая наука. В противном случае вы можете получить позиции с негативной выпуклостью (negative convexity). Эффект от секьюритизации на инвестиционный портфель будет заметен только от создания субпортфеля, а не от «вкрапления» отдельных позиций.

У оригинаторов свои проблемы: расчет банковских нормативов, рейтингование, концентрация ипотечного бизнеса в топовых государственных банках, низкая стандартизация процессов (а отсюда дороговизна сделок), налоговые ограничения для активов с НДС, волатильность процентных ставок и медленный рост кредитных портфелей, отсутствие единообразных методик оценок справедливых стоимостей подобных бумаг.

— Так есть ли в таком случае перспективы у рынка секьюритизации?

— Несмотря на все сложности, перспективы есть. На каждую проблему появляется решение. Если сложно считать плавающие амортизации и разбираться с траншами, Фабрика ИЦБ ДОМ.РФ предлагает альтернативу, но с более узким спредом и повышенной концентрацией риска. За удобство надо платить, но я глубоко убежден в том, что траншевая секьюритизация — более правильная модель развития, так как позволяет создать независимый от государственных гарантий автономный класс облигаций с рейтингами на уровне суверенных. Решаются проблемы со стандартизацией и методиками справедливых стоимостей — спасибо НРД и ДОМ.РФ. Появились первые рейтинги не только ипотечных ценных бумаг, но и секьюритизации МСП и ГЧП — спасибо АКРА. Инвесторы постепенно наращивают компетенции, обсуждаются вопросы с НДС. Идет инфраструктурное развитие рынка, теперь нужно появление экономических условий и благоприятной конъюнктуры процентных ставок.

— Давайте вернемся к классическим облигациям. На что нужно обратить внимание для управления портфелем евробондов сегодня?

— В настоящий момент российский рынок с точки зрения соотношения «долг/EBITDA» — один из лучших в мире. Суверенный международный кредитный рейтинг находится на уровне BBB/BBB-, при этом у нас один из самых низких показателей «долг/ВВП». Текущий потолок в рейтингах есть отражение страхов и геополитических рисков.

Потенциального инвестора в другие страны я бы сразу спросил: чем ты хочешь управлять — доходностью, риском или балансом между доходностью и риском? Если инвестору важен баланс доходности и риска, то российские евробонды — прекрасный выбор. Если хочется меньше кредитного риска, то привлекательны американские казначейские облигации и корпоративные бонды с инвестиционным риском.

В этих двух подходах также можно получать дополнительную альфу за счет активного управления dv01 и динамикой кредитных спредов. А вот если инвестор готов принять агрессивный кредитный риск таких рынков, как Азия, Африка, Ближний Восток, Латинская Америка, — есть два пути управления рисками. Первый — портфель суверенных бондов с активным управлением на долларовой и локальной кривой. В суверенных бондах больше ликвидности и кредитный анализ попроще будет. Второй — более пассивный портфель от 200 имен либо напрямую, либо через ETF с ситуационным перекладыванием позиций.

— Что вообще происходит на долговом рынке сейчас, какие тренды можно отметить?

— На макроуровне можно выделить много трендов — как глобальных, так и российских, — которые создают новые вызовы. Начнем с мировых. Первое — глобальный цикл снижения ставок начался, и программы количественных смягчений будут продолжены. Второе — растет объемов активов с отрицательными доходностями; он уже превысил отметку в $16 трлн. Это приведет к охоте на любой актив с положительной доходностью. Третье — происходит регуляторное ужесточение по кредитному и процентному риску. Четвертое — торговые и валютные войны приведут к появлению новых торговых и валютных союзов. Как следствие, в структуре торговых балансов, золотовалютных резервов и счетов текущих операций многих стран будет снижаться доля доллара США, а структура керри-трейда на фондовых

рынках претерпит изменения. Мы живем в эпоху очень больших перемен.

В России можно определить несколько направлений в структурном развитии фондового рынка. Во-первых, низкие ставки по депозитам увеличат приток «физиков» на облигации. Во-вторых, продолжается трансформация брокерского бизнеса за счет развития онлайн-платформ и маркетплейсов. Далее по списку: развитие рынка плавающих ставок и рынка свопов, развитие рынка инфраструктурных и концессионных облигаций через секьюритизацию, отход от механизмов государственных гарантий, переход многих операций с внебиржевых рынков на сервисы Московской биржи и НРД, трансформация рынка первичных размещений облигаций от формулы «эмитент — организатор — биржа — инвестор» к формуле «эмитент — биржа — инвестор».

На микроуровне нужно отметить, что многие российские компании-эмитенты в силу высокой маржинальности бизнеса и благоприятной конъюнктуры рынков смогли понизить кредитный леверидж, построить корпоративное управление, повысить эффективность продаж. Заметен прогресс в строительной отрасли, финансовом лизинге, транспорте, металлургии и угольной промышленности. Банковские облигации, напротив, испытывают давление и переоценку рынком. Банковский сектор находится в большой трансформации, он переходит к транзакционной модели бизнеса, что характерно для всего мира, и здесь шансы на выживание есть у немногих.

В целом наши эмитенты стали надежнее, уровень дефолтов среди старших займов невысокий, но я думаю, что мы входим в период обратного роста кредитной нагрузки на рынке и нужно быть осмотрительным. На российском рынке начинается появляться класс высокодоходных облигаций (ВДО), и там уровень потенциальных дефолтов может быть выше.

— Вам рынок высокодоходных облигаций интересен?

—Рынок ВДО не является целевым для институционального инвестора. ВДО в первую очередь — сегмент МСП, и здесь нужно иметь большую компетенцию именно на микроуровне предприятия. Если любого эмитента первого или второго эшелона ты можешь исследовать по данным отчетности, то в МСП это не так.

Рынок ВДО пока маленький, и диверсифицированный портфель составить практически невозможно. Это значит, что дефолт или реструктуризация нескольких эмитентов серьезно повлияет на результат сразу всего портфеля. Держать больше 1% на позицию в портфеле рискованных облигаций, с точки зрения управления кредитным риском, неправильно. Чтобы составить полноценный портфель, нужно иметь вселенную, состоящую примерно из 300 эмитентов ВДО.

— Получается, ваша позиция по рынку высокодоходных облигаций — ждать. Верно?

— Да, ждать развития этого рынка. Один из путей развития этого сегмента я бы видел через секьюритизацию кредитов МСП, где способы кредитного усиления могут принимать разные формы: младшие транши, опционы, гарантии, залоги. Банки имеют более глубокую экспертизу в кредитовании каждого заемщика. Они создали продвинутые системы андеррайтинга, а это недоступно для облигационщика. Но когда пул кредитов передается в траншевую секьюритизацию, получаешь искомую атомарность портфеля и есть возможность взять бумаги с суверенным рейтингом со спредом 150 б.п. к ОФЗ.

Правильно структурированные риски могут быть доступны через старшие транши как для физлиц, так и для институциональных инвесторов. Это очень важно с учетом того, что регуляторные требования к качеству портфелей для институциональных инвесторов повышаются, а на розничном рынке ЦБ также проводит линию по профилированию клиентов и разделению их на несколько классов. Высокорискованные вещи можно упаковывать в виде надежных старших траншей с высокими рейтингами.

— Как вы сами относитесь к предлагаемой ЦБ классификации инвесторов?

— Положительно. Как и все фондовые рынки, отечественный рынок имеет примеры, когда физические лица чувствовали, что при приобретении того или иного финансового инструмента их ожидания расходились с реальностью. С целью минимизации подобных рисков нужно вводить классификацию инвесторов. Она существует во всех развитых странах. Критерии классификации или профилирования могут включать имущественный ценз, уровень финансовой грамотности, историю операций, возраст, финансовые обязательства.

— Как меняется предложение для розничных инвесторов с точки зрения представленных на рынке продуктов?

— Конечно же, самый эффективный способ работать с ритейлом уже сейчас — это создание онлайн-платформ. Крупные банки разрабатывают очень удобные интерфейсы для работы на фондовом рынке, а DMA-брокеридж становится больше инфраструктурным решением, нежели самостоятельным бизнесом. Продажи через онлайн-каналы растут высокими темпами. Технологическая трансформация — это лавина, которую невозможно остановить, она изменит все, и в этом процессе я бы выделил два этапа.

Первый — этап онлайн-революции: все оцифровывают свои каналы продаж, то есть клиента перемещают из отделений в мобильные приложения, предлагая только свои продукты. В данном случае лояльность к бренду — очень важная движущая сила продаж. Второй этап — появление центральных независимых маркетплейсов, где на равных условиях будут представлены финансовые продукты от многих участников. Здесь сила бренда теряет свою роль, а математические характеристики продукта — доходность, риск, сумма входа, размер комиссий, — наоборот, помогают продать. Активное наступление второго этапа — вопрос времени. Должно появиться новое поколение потребителей с новой поведенческой моделью и с низкой лояльностью к тому или иному бренду.

И на первом, и на втором этапе важную роль будет играть робоэдвайзинг, и это отдельная тема для разговора.

— Поясните, что вы имеете в виду?

— Сейчас робоэдвайзерские платформы на нашем рынке в подавляющем большинстве — это простые программы по анкетированию и инвестиционному профилированию. Потом с помощью эвристических алгоритмов составляется примерная аллокация из узкого набора продуктов, а дальше инвестор должен пойти и начать формировать портфель сам. При этом робот ничего не знает об инвесторе до начала анкетирования.

Будущее — за более зрелыми алгоритмами, которые на основе данных, собранных об инвесторе до начала анкетирования, будут предлагать аллокацию

из глобального набора инвестиционных продуктов, потом формировать портфель, производить оценку метрик риска и доходности, делать ребалансировку портфеля в автоматическом режиме по ходу сбора новых данных об инвесторе и текущей конъюнктуре рынков. А само анкетирование превратится в процесс верификации и корректировки профиля инвестора. Дальше развитие приведет к переходу на полные финансовые планы, включая налоговую оптимизацию, пенсионные планы, обязательства по ипотеке, медицинскую страховку, наследство и так далее. Полностью автоматические системы, конечно, дело далекого будущего, но роль человеческого ресурса будет снижаться очень сильно.

— Как вы сами реагируете на технологическую лавину?

— Пока наше основное развитие идет в сегменте b2b. Мы предлагаем эффективные решения в области трейдинга, учета, риск-менеджмента для институциональных инвесторов, и это тоже требует высокотехнологичных ИТ-решений. С точки зрения развития линейки розничных продуктов, у нас есть три открытых паевых фонда, которые покрывают основные сегменты российского фондового рынка. Мы одними из первых подключились к проекту маркетплейс «Финансовая Платформа». Суть в том, что паи можно покупать не на бирже, а напрямую на площадке маркетплейса с удаленной идентификацией через портал госуслуг. Это не очень дорого, но позволяет нам шагать в ногу с самыми последними новациями на рынке. Как у нишевого игрока с монопродуктом у нас появится шанс только с развитием централизованных маркетплейсов.

— Какие еще изменения с точки зрения инфраструктуры рынка долгового капитала вам кажутся критически важными?

— Мы сейчас переживаем период реформирования рейтинговой индустрии. Создание АКРА задало новые стандарты отрасли и сильно подтянуло компетенции всего рынка.

Переход на российские рейтинги для финансового рынка был вызовом, потому что мы все привыкли к международной градации. Однако постепенно адаптировались к новым реалиям и поняли, что в каких-то вопросах внутренние рейтинговые агентства подходят к оценкам жестче и требовательней. Скажем, раньше был большой пласт квазисуверенных эмитентов с одним, по сути, рейтингом. Сейчас российские рейтинговые агентства инициировали дифференциацию, потому что кредитный леверидж и маржинальность у всех компаний разная. Если у множества компаний разный спред, а рейтинг один и тот же, это сложно на самом деле объяснить. Мы ожидаем, что в ближайшем будущем каждый кредитный спред на рынке публичного долга будет соответствовать своему рейтингу.

Раньше на рынке ценных бумаг никто не имел понятия о проектном финансировании и о структурных финансах в целом и секьюритизации в частности. Для многих это одинаковые материи, но реальность совершенно другая и подходы в анализе разные. Эти направления были развиты в специализированных подразделениях крупных банков, а сейчас становятся частью публичного долга. Но вот появились соответствующие компетенции: АКРА присвоило первые рейтинги в ГЧП и МСП, на подходе — рейтингование проектных компаний. Рейтингование кредитного риска в этом случае сводится не просто к анализу финансовых показателей той или иной корпорации, но требует оценки юридического фреймворка, в котором существует обязательство, а также математических характеристик отдельного проекта или пула кредитов. Для получения рейтинга приходится соединять математику, сложное моделирование, кредитную и концессионную документацию. Это уже высший пилотаж, квинтэссенция всех знаний о кредитном риске.

Дальнейшее развитие рейтинговых агентств заключается в том, чтобы стать научными центрами в области big data, искусственного интеллекта, ИТ, МСП, проектного финансирования, МСП, а кредитный research публичных компаний пойдет по пути автоматизации.

— Как закончит рынок облигаций 2019 год, ваши прогнозы?

— Мы видим, что ФРС снизила уже ставку на 25 б.п., и есть ожидание продолжения этого тренда. На многих рынках ЕМ и в России тоже есть похожая тенденция на фоне снижающихся инфляционных рисков. Уровень нейтральных ставок оценивается многими центробанками ЕМ рынков на уровне 2–3%, поэтому нужно следить за инфляцией.

Мы прошли период волатильности, санкционные риски как-то ушли на второй план, и ЦБ готов понижать ставки. Европа тоже будет продолжать свою мягкую монетарную политику; общий объем облигаций с отрицательной доходностью, повторюсь, уже превысил $16 трлн. В некоторый странах кривые полностью уходят в отрицательною зону. Даже 5-летние облигации Греции с рейтингами B+ дают около 1% доходности в евро, а страх гонит кривые вниз и побеждает разум. Рынки становятся иррациональными. Мы живем в эпоху больших перемен.

С точки зрения рублевой доходности, пока сохраняем позитив по сдвигу процентной кривой вниз вплоть до 15 базисных пунктов. В 3–4-м кварталах корпоративные облигации будут более привлекательными за счет не только параллельного сдвига кривой, но и сужения спредов — в первом эшелоне с текущего уровня в 80–90 б.п. до 50–70 б.п. В целом прогноз позитивно-нейтральный, но волатильность может приходить быстро. Для процентного риска оптимальной точкой кривой видим дюрацию в районе трех лет, дальше — посмотрим.

— Как оцениваете обстановку с кадрами в сфере управления капиталом?

— В нашей компании текучесть кадров в трейдинге и рисках — очень низкая. Общий результат достигается спокойным, методичным трудом. Практически все управляющие приходили «с нуля» и, как правило, в отдел анализа, так что мы растили ключевых специалистов in house.

Современные финансовые рынки диктуют новые вызовы, и чтобы с ними справляться нужны математики, а финансовое образование — это надстройка к базису, фундаментальному техническому образованию. Поэтому человек, дружащий с цифрами, например, у нас имеет больше перспектив, нежели финансисты.

Помимо уровня интеллекта я стараюсь разглядеть и развивать в людях внутреннюю систему этических стандартов, сопротивляемость к внешней среде и стремление постоянно думать. Очень радуюсь, когда человек пришел молодым и через несколько лет уходит к коллегам по рынку с повышением. Это в том числе оценка рынком меня как руководителя.

Настоящий информационный материал не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в значении статьи 6.1. и 6.2. Федерального закона от 22.04.1996