Дмитрий Космодемьянский,
управляющий активами,
УК «Открытие»

Осенью действительно было СТРАШНО

О СТРАТЕГИИ УПРАВЛЕНИЯ ДОЛГОВЫМИ ПОРТФЕЛЯМИ В КРИЗИСНОЕ ВРЕМЯ И АКТУАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ИДЕЯХ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ В ИНТЕРВЬЮ CBONDS REVIEW РАССКАЗАЛ УПРАВЛЯЮЩИЙ АКТИВАМИ УК «ОТКРЫТИЕ» ДМИТРИЙ КОСМОДЕМЬЯНСКИЙ.

Какой стратегии управления портфелями долговых инструментов вы придерживались в 2008 году?

2008 год, если припоминаете, был весьма неоднороден. В начале года мы довольно здорово просели, так как у нас в портфелях присутствовало достаточное количество акций (минимальное количество — 10% — приходилось на фонд «ОТКРЫТИЕ-Облигации»). Однако в мае удалось от акций избавиться. Хотя мы и не поймали весь майский «вынос» рынка вверх, к концу мая доля акций почти во всех портфелях, управлявшихся по консервативным стратегиям, была практически равна нулю.

Тогда же мы, исходя из нашего понимания ситуации, существенно сократили дюрацию портфеля облигаций по всем клиентам и фондам. Это позволило довольно ровно подойти к активной фазе кризиса… Что было потом, всем известно. С другой стороны, зимой мы существенно нарастили позицию в долговых бумагах АИЖК по очень привлекательным ценам.

Как вы оцениваете результаты, которые показал фонд облигаций «ОТКРЫТИЕ-Облигации» по итогам 2008 года и первого квартала 2009 года?

Нормально, хотя можно было активнее наращивать позиции во время «пожарных продаж». Но задним умом мы все сильны. В октябре-декабре ведь было действительно страшно.

Насколько серьезные убытки вы понесли в результате коллапса фондового рынка в сентябре-декабре 2008 года? Как изменились портфели фондов в связи с последними событиями на финансовом рынке?

Мы сумели убедить акционеров и подавляющее число клиентов не выходить из фондов и ДУ. Действительно, были клиенты, которые перед Новым годом вывели деньги и купили доллары. Надеюсь, они успели зафиксироваться по цене 36 руб. за доллар.

Я вообще противник резких движений на рынке. Особенно на таком неликвидном, как рынок облигаций. Думаю, у каждого управляющего портфелями облигациями была ситуация, когда ради ликвидности приходилось жертвовать доходностью за месяц… Так что я благодарен нашим риск-менеджерам, клиентам и акционерам за понимание и терпение.

Как в связи с кризисом изменилась ваша стратегия управления долговыми портфелями?

Считаю незазорным признаваться в своих ошибках. Мы изучаем понятие диверсификации чуть ли не с пеленок, это азбучная истина. Чего стоит хотя бы поговорка про то, что не стоит хранить все яйца в одной корзине. Однако пока на практике с этой корзиной не попадешь в метро в час пик, полностью необходимость диверсифицировать активы не прочувствуешь.

Так же и долгий бычий рынок притупляет чувство опасности. В результате на 30.09.2008 один эмитент («МОСМАРТ-Финанс») занимал весьма немалую долю наших консервативных портфелей. Все обошлось, но урок был неплохой, нервов это нам стоило немалых.

Сколько бумаг вы обычно держите в портфеле одного фонда? Какова доля бумаг одного выпуска в портфеле в среднем? Какие бумаги сейчас находятся в портфеле вашего фонда облигаций?

Доля квазисуверенных бумаг ограничена лишь декларацией (15% на одного эмитента в фонде, например). Что касается остальных бумаг, то их доля, как правило, составляет не больше 3–4% от портфеля, если иное не оговорено клиентом. На публичных активах мы тоже придерживаемся этого правила.

В нашем фонде облигаций сейчас есть такие бумаги, как ВТБ-5, АИЖК (несколько выпусков), Транскредитбанк, «Центртелеком», ЮТК, АФК «Система». Есть несколько выпусков Москвы. Конечно, когда мы говорим о ликвидности, надо понимать, что не всегда за выставленный тобою объем дадут хорошую цену. Проблема возникает, когда у вас слишком большой объем бумаг, который нельзя реализовать «в стакане», либо слишком маленький, который неинтересен основному кругу игроков на облигационном рынке.

На эту тему хотелось бы высказаться отдельно. Сейчас комиссия в РПС (режим переговорных, адресных сделок) на большие объемы значительно ниже, чем в режиме анонимных торгов («в стакане»). Это создает обширнейший брокерский рынок, куда УК с их небольшими объемами сделок вход закрыт. «Стаканы» на бирже тем временем пустые. Вот и платит клиент УК, в том числе и пайщик, либо за спред, либо за задержку в совершении сделки. Последнее особенно важно в облигациях: не купил сегодня — потерял купон.

Насколько велик объем бумаг в портфеле, по которым были объявлены технические и реальные дефолты?

Ни по одному из портфелей количество проблемных бумаг не превысило 10%. Были портфели, в основном ультраконсервативные, в которых не было ни одного дефолта, даже технического. Повторюсь, уверен, что тот, кто не признает своих ошибок, будет совершать их в дальнейшем. Поэтому говорю о дефолтах в наших портфелях совершенно открыто. Из проблемных бумаг — ФК «Еврокоммерц» и АПК «Аркада». Были в портфелях облигации «Миракса», но мы усреднялись очень низко, значительно ниже текущих котировок. Есть несколько эмитентов, чья судьба нам до сих пор неясна, но доля их бумаг — меньше 2% от портфеля по текущей стоимости.

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

Есть лимиты на вложения, которые утверждают инвестиционный и финансовый комитеты. Департамент риск-менеджмента озвучивает свое видение ситуации, и финансовый комитет на уровне корпорации принимает решение о выделении лимита. При наличии вменяемого внешнего рейтинга эмитента обычно процесс долго не длится. Конечно, случаются споры и накладки, но это рабочий процесс.

Насчет риск-менеджеров вспоминается известный анекдот:

— Почему мужчины и женщины никогда не поймут друг друга?

— Потому что у них разные интересы: мужчины любят женщин, а женщины — мужчин.

Так и в отношении риск-менеджмента. Мы зарабатываем деньги при некотором установленном уровне риска, а риск-менеджеры стараются этот уровень снизить до максимально комфортного по их представлениям. Мы по-разному приносим прибыль компании: цель у нас одна, а средства разные. Это нормальный процесс, и он с теми или иными отклонениями присутствует в любой компании, начиная от зубров с Уолл-стрит до небольших российских УК.

Мы не поймали весеннее ралли во многом из-за жесткой позиции наших рисковиков. Тем не менее, это не последнее ралли и не последний кризис, а осенью их рекомендации были очень к месту.

Как часто пересматриваются портфели ваших фондов? Какими методами пользуетесь при определении инвестиционной привлекательности ценных бумаг?

В основном пересмотр связан с соображениями ликвидности или естественного выбывания бумаг. Все клиенты разные, с разными целями, поэтому не могу дать однозначного ответа на первый вопрос. Что касается определения привлекательности бумаг, то здесь лично я работаю с точки зрения кредитного качества, дюрации портфеля и ликвидности того или иного выпуска. Конечно, бывает иногда торговля «вдоль кривой доходности», но это единичные случаи. Все-таки издержки ребалансировки портфеля облигаций достаточно высоки.

Вы включаете в портфели фондов облигаций акции?

Да, и не находим это предосудительным. Ведь доходность выше инфляции — наш главный бенчмарк. На облигациях «Газпрома» или ОФЗ не заработаешь. Следовательно, надо риск увеличивать: это можно делать с помощью high yield облигаций или акций (кстати, между этими классами активов весьма высокая корреляция). К сожалению, в России сегмент high yield — это рулетка, да еще и с косым барабаном. А на рынке акций у нас есть замечательная экспертиза, в основном в области технического анализа. Управляющий нашим фондом акций работает на рынке с 1994 года. Так что здесь мы не чувствуем себя обделенными с точки зрения спекулятивных идей.

Работаем сейчас на небольшой процент портфеля, аккуратно, с близким стоп-лоссом. Раньше было по-другому, но раньше и рынок был другой.

Какая инвестиционная идея на рынке облигаций для вас сейчас является ключевой?

Все зависит от целей и ограничений инвестора. В краткосрочной перспективе я бы рекомендовал позиции в облигациях первого эшелона, high grade. Компании занимают, предлагают симпатичные ставки на первичном рынке, так что первичные размещения сейчас, видимо, лучшая идея. При желании, конечно, можно поиграть в реструктуризации и distressed debt, особенно если декларация фонда позволяет держать неликвидные активы с длинным горизонтом. Практика развитых рынков показывает, что сегмент DD приносил доход лучше рынка, да еще и давал отличную диверсификацию портфеля, поровну составленного из акций и бондов.

Мне кажется, что наша экономика сейчас находится в «вилке» между инфляцией, связанной с обширными и плохо контролируемыми государственными тратами, и дефляцией из-за падения спроса на нашу базовую продукцию. Какое из этих чудовищ съест нас раньше — хотелось бы знать.

Если мы пойдем по инфляционному сценарию, то, видимо, не следует заходить надолго в бонды, лучше присматриваться к рынку акций. Если по второму, тогда стоит руководствоваться правилом «чем длиннее — тем лучше», и облигации нам еще покажут всю прелесть резкого снижения ставок для стимулирования экономики. Что касается практических выводов из этих сценариев, могу порекомендовать держать руку на пульсе и думать своей головой, а не слушать аналитиков и стратегов. Даже если вы ошибетесь, это будет ваша ошибка.

Насколько интересны сегодня российские облигации иностранным инвесторам?

Пока мы не видим большого количества западных инвесторов, стоящих в очереди за российскими бумагами. Главным фактором, определяющим этот интерес, мне видится цена на нефть. Будет расти нефть — будет расти рубль — будут покупать наши бонды.

Как вы оцениваете краткосрочные перспективы российского фондового рынка? Каков ваш прогноз по развитию макроэкономической ситуации в России в целом?

Очевидно, что подавляющее большинство прогнозов не сбывается. Зачем сейчас предсказывать параметры, на которые может повлиять еще 1001 фактор? Есть некоторые сценарии, которые нам кажутся приближенными к реальности. Мы их смоделировали, исходя из нашего понимания макроэкономики и финансовых процессов в мире. Мое личное мнение — худшее еще впереди. Но это худшее может принять вид как double digit безработицы при умеренной инфляции, так и серьезной инфляции, тем не менее сопровождаемой ростом фондового рынка.

Каков ваш прогноз по инфляции в 2009 году?

То, что у нас в стране две инфляции — одна у Росстата, а другая у вас в кошельке, — известно всем. Вторую не посчитать, а первую — не угадать. По ощущениям, вторая составит не меньше, чем в прошлом году. Что напишет Росстат? Увидим в январе следующего года. ©

LOANS-PRO

Информационная услуга Cbonds по рынку синдицированных кредитов

КАЧЕСТВО стало платным!

Хочешь видеть полную картину долгового рынка?

Подпишись на Loans-PRO!

Платный сервис Loans-PRO включает:

- Доступ к полной базе синдицированных кредитов;
- Возможность поиска сделок по заемщикам и подробным параметрам;
- Доступ к списку планируемых синдицированных кредитов;
- Доступ к архиву тематических новостей;
- Возможность поиска новостей по ключевым словам.

Услуга предоставляется неограниченному количеству сотрудников подписавшейся организации.

Для оформления платного или пробного доступа к услуге зайдите в раздел меню «Доступ к сайту» на сайте Loans.cbonds.info.