Николай СИТНИКОВ,
аналитик,
Alcantara Asset Management, LLP

Утверждение, что состояние экономики России, а также других стран СНГ в большей степени определяется текущей ситуацией на рынках природных ресурсов, является неоспоримым на протяжении последних лет. При этом состояние отдельных отраслей экономики, будь то телекоммуникации, транспорт или банки, все равно так или иначе зависит от текущих и прогнозных цен на энергоносители и металлы. Практика показывает, что иностранные инвесторы не видят различия в основных источниках риска при инвестировании в акции, рублевые облигации или еврооблигации российских эмитентов. Основной источник риска один, и он известен каждому.

ОТРАСЛЕВЫЕ СТРАТЕГИИ: от сырья сырья не ищут

Однако даже при такой, казалось бы, очень высокой зависимости от цен на нефть не следует исключать из рассмотрения и другие глобальные макроэкономические факторы. К примеру, спред на пятилетний кредитный дефолтный своп на Россию замечательно описывается тремя переменными: учетной ставкой Федерального резерва США, ценами фьючерсов на нефть и ценами фьючерсов на алюминий.

Посему иностранным инвесторам, желающим входить на рублевые рынки акций или облигаций, приходится хеджироваться не только от валютных, но и от фундаментальных рисков, выраженных коньюнктурой сырьевых рынков. Текущие ставки доходностей рублевых облигаций, учитывающие стоимость хеджа, не выглядят привлекательно для иностранных инвесторов. Однако те из них, которые все же желают получить доступ к российским эмитентам, но не принимают риски, предлагаемые фондовым рынком, вынуждены ограничиться инвестированием в российские евробонды. О каких отраслевых стратегиях здесь может идти речь, когда 86% рынка российских евробондов представлено эмитентами из трех отраслей (нефтегаз, банки и государство)?

Диверсификация по отраслям бессильна при существенном снижении цен на нефть и не поможет избежать больших потерь по евробондам из всех отраслей. Краеугольным камнем инвестирования в российские евробонды является возможность в короткие сроки снять рискованную позицию либо занять противоположную позицию в хеджирующем инструменте. В текущей рыночной ситуации мы сдерживаем дюрацию портфеля, которая на конец июля составила менее двух лет.

Поведение котировок длинных бумаг по существу схоже с поведением акций, которые сильно коррелируют с изменением цен на нефть, в то время как по-

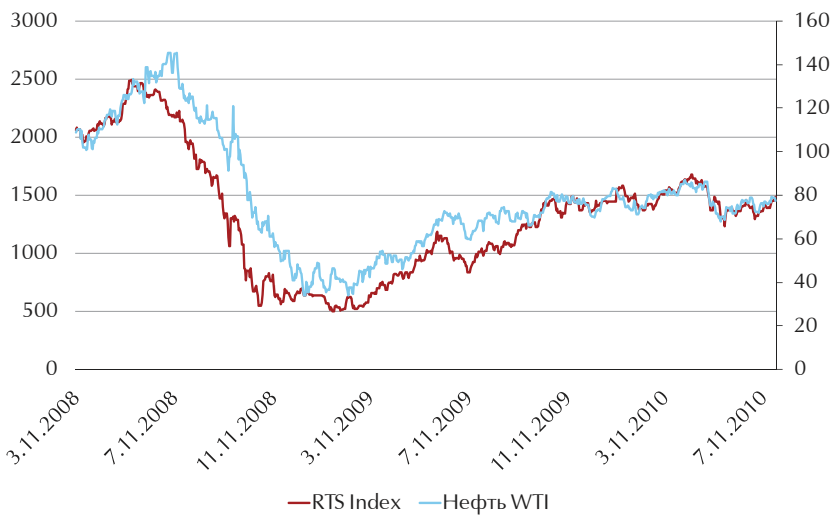

Рисунок 1
Зависимость индекса РТС от колебаний цены на нефть марки WTI. 72% компаний, составляющих индекс РТС, относятся к сектору добычи природных ресурсов

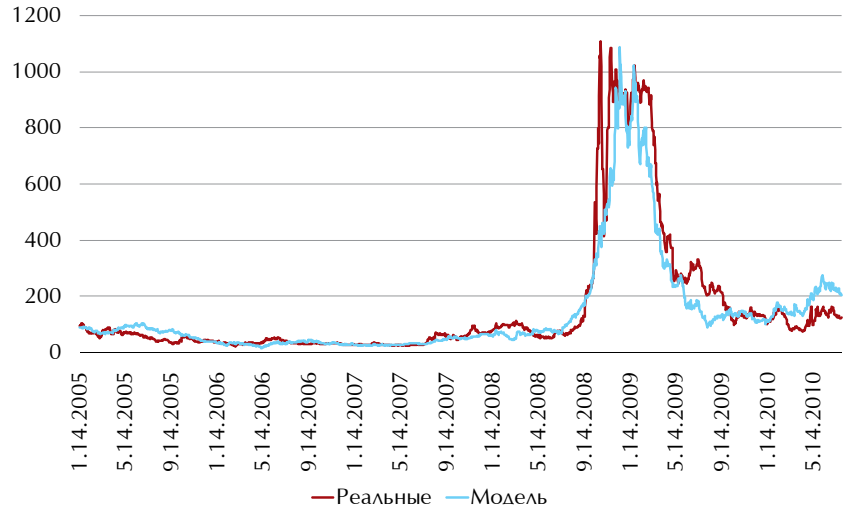

Рисунок 2
Моделирование величины двухлетнего CDS в зависимости от ставки fed funds (FDTR), цен фьючерсов на нефть и алюминий (R^2=89%)

ведение евробондов с коротким сроком погашения зависит в большей степени только от платежеспособности заемщика и более устойчиво к внешним факторам. И здесь отраслевая принадлежность эмитента абсолютно несущественна. Например, поведение котировок Россельхозбанка (квазисуверен) в период осеннего кризиса 2008 года замечательно иллюстрирует вышеизложенное утверждение.

Из Рисунка 3 видно, что котировки короткой бумаги снизились в значительно меньшей степени и восстановились куда быстрее, чем котировки длинной бумаги. Казалось бы, данное наблюдение столь незначительно, однако именно оно может оказаться ключевым условием при формировании нашего инвестиционного портфеля.

Другим часто используемым индикатором привлекательности инвестиции является кредитный рейтинг эмитента. Конечно, средний кредитный рейтинг какой-либо отрасли может помочь составить общую картину рискованности вложений. Это справедливо, но лишь отчасти. Вы спросите, почему. Достаточно вспомнить недавнюю эпопею с Межпромбанком. В нашей компании при принятии решения о покупке того или иного риска на кредитные рейтинги мы полагаемся в последнюю очередь.

В завершение хотелось бы еще раз отметить: если у вас большой интерес и желание инвесторовать в российские рынки, не забывайте следить за рынками сырья. Удачи и успешной доходности вам, дорогие друзья.

Таблица 1
Усредненные аналитические показатели торгуемых еврооблигаций российских эмитентов

Отрасль	Доля от объема обращающихся бумаг	Средняя доходность к погашению	Средняя дюрация	Новых выпусков с 2010 г.
Банки	31.9%	6.32%	3.29	10
Химпром	0.5%	7.72%	1.87	0
Государство	16.5%	4.85%	6.40	2
Металлургия	6.1%	6.76%	3.23	1
Нефть и газ	38.2%	4.30%	4.13	3
Телеком	4.7%	5.47%	3.91	1
Транспорт	2.1%	5.28%	4.78	1

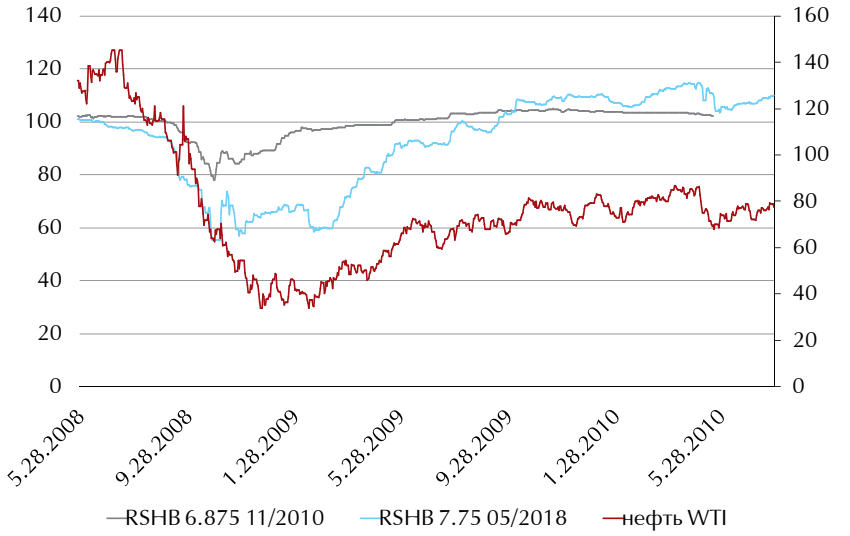

Рисунок 3
Поведение котировок двухлетней и десятилетней еврооблигаций Россельхозбанка во время осеннего кризиса 2008 года

СПРАВКА

Alcantara Asset Management LLP — управляющая компания, зарегистрированная в 2008 году в Великобритании и регулируемая Комиссией по надзору за финансовыми рынками Великобритании (Financial Services Authority). Компания управляет фондом Alcantara Russia and CIS Fixed Income Opportunities Fund.

Фонд инвестирует исключительно в долговые обязательства эмитентов стран СНГ и следует консервативной инвестиционной политике — не менее 70% фонда должно быть проинвестировано в длинные позиции и не более чем 30% фонда может быть проинвестировано в позиции с применением финансового плеча или в короткие позиции. Фонд инвестирует только в ликвидные финансовые инструменты, при этом в портфеле может находиться не менее десяти инвестиционных позиций, и риск на одного эмитента не должен превышать 15% инвестиций. Фонд ставит перед собой задачу достижения ежегодного роста на 25% для инвесторов в 2009–2011 годах за счет активного управления выбором инвестиционных инструментов. На сегодняшний день рост инвестиционного портфеля с декабря 2008 года по июнь 2009 года принес инвесторам более 20% (около 39% годовых).

Олег ЛАРИЧЕВ,
управляющий директор, УК «Тройка Диалог»

События последних двух лет лишний раз подтвердили правильность одного из основных принципов инвестирования — обязательной диверсификации вложений. Поэтому мы стараемся держать в портфеле не более 30% бумаг одного сектора, чтобы не брать на себя лишних рисков и не концентрировать их в одной отрасли. Это традиционный взгляд на проблему, и не думаю, что в ближайшее время он изменится.

Во время недавнего кризиса даже очень надежные компании имели привлекательную доходность. Мы отдавали предпочтение более длинным бумагам, стоимость которых серьезно упала и которые, соответственно, имели высокий потенциал роста. Такого рода стратегию было проще реализовать в еврооблигациях, где разброс сроков до погашения больший, но и в рублевом сегменте эта тенденция прослеживалась четко. Так, например, компании «ВымпелКом» и «Русский стандарт» стали прекрасным примером удачного инвестирования в кризис. Многие российские ритейлеры — «Дикси», «Пятерочка», — бумаги которых мы покупали в разгар кризиса, также показали хорошую доходность.

Сейчас российские компании стараются проводить размещения в рублях, так как стоимость рублевых заимствований для них существенно ниже. Это стало причиной роста активности на первичном рынке, чего не было еще месяц назад: с середины апреля мы наблюдали снижение цен и повышение доходности практически по всем секторам. Соответственно, те, кто не успел разместиться в апреле-июне и сожалели об упущенных возможностях, сейчас возвращаются в строй.

С фундаментальной точки зрения российский рынок остается привлекательным — низкий долг, рост ВВП и невысокий уровень безработицы дают потенциальным инвесторам множество возможностей: историческое недоверие инвесторов к России приводит к тому, что спреды по российским бумагам оказываются выше, чем они должны быть по сравнению с суверенным долгом. Кроме того, в последние десять лет государство демонстрировало готовность обслуживать свой долг и своевременно платить по займам. То же самое можно сказать и о квазисуверенных компаниях, хотя и с некоторыми оговорками. Все эти факторы делают российский рынок — прежде всего рынок высоконадежных бумаг первого эшелона — чрезвычайно интересным для иностранных инвесторов.

Российские покупатели долга по сравнению с иностранцами более склонны к риску и уже сейчас вновь готовы покупать бумаги второго и третьего эшелонов. Зарубежным инвесторам, чтобы отойти от шока российской долговой специфики, понадобится какое-то время, большинство из них предпочитает проводить его в облигациях госбанков, нефтегазовой и частично металлургической отрасли. Но думаю, что в скором времени мы увидим оживление интереса иностранцев к более рискованным бумагам.

На сегодняшний день российский рынок коллективных инвестиций недостаточно развит для того, чтобы на нем существовал спрос на такие узкоспециализированные продукты, как отраслевые стратегии на рынке облигаций. Сегодня объем рынка ОПИФ в России (порядка $4 млрд) составляет десятые доли процента ВВП страны, что в разы меньше, чем на Западе. Кроме того, 80% российского рынка коллективных инвестиций занимают продукты, связанные с акциями, и лишь 20% — с облигациями. Кроме того, на данном этапе, с моей точки зрения, диверсификацию портфеля между различными отраслями следует доверить профессиональному управляющему.

Сравнивая российский и западный рынки, хочу отметить, что и на Западе, где рынок развит гораздо лучше, большая часть средств инвестируется в диверсифицированные продукты.

FOW EVENTS In association with FOW FOi

МИР ДЕРИВАТИВОВ
РОССИЯ 2010

Официальные языки конференции:
русский и английский
(с синхронным переводом)

22 сентября 2010 г. • Гостиница «Ренессанс Москва»

За дополнительной информацией и заявками на участие (имеется некоторое количество бесплатных билетов) следует обращаться на веб-сайт www.fowevents.com/russia10

2010 speakers will include:
- Oleg Ivanov, Financial Markets Committee, State Duma of the Russian Federation
- Alexey Timofeev, Chairman of Executive Board, NAUFOR
- Dmitry Piskulov, Chairman of the Committee for Professionalism, National Foreign Exchange Association
- Sergey Romanchuk, President, ACI Russia
- Kevin Dougherty, Portfolio Manager, Pharos Fund
- Michael Kart, Managing Partner, Marshall Spectrum
- Nicolas Bertrand, Managing Director, EDX London and Head of Equities & IDEM, London Stock Exchange
- Tamer Amara, Partner, Clifford Chance
- Andrey Dzubandovsky, Managing Director Moscow Branch, SunGard Global Trading

Gold Sponsors: MMBB MICEX
Cocktail sponsor: EDX London
Refreshment break sponsor: Otkritie
Silver Sponsors: CQG, SUNGARD, URALSIB CAPITAL
Bronze sponsor: CLIFFORD CHANCE
Supporting organisations: NAUFOR
Media partners: derivatives week, FOW, FOi, ISI EMERGING MARKETS, RUSTOCKS.com

www.fowevents.com/russia10