Карен КЕСОЯН,
начальник отдела маркетинга и разработки продуктов,
УК «Пионер Инвестмент Менеджмент»

В МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ ФЬЮЧЕРСЫ КАК НАИБОЛЕЕ ПРОСТЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ИСПОЛЬЗУЮТСЯ В БОЛЬШЕЙ СТЕПЕНИ В СПЕКУЛЯТИВНЫХ СТРАТЕГИЯХ, В ТО ВРЕМЯ КАК ОПЦИОНЫ — БОЛЬШЕ В ЦЕЛЯХ ХЕДЖИРОВАНИЯ. ЗАДАЧИ, ДЛЯ РЕШЕНИЯ КОТОРЫХ УПРАВЛЯЮЩИЕ МОГУТ ВКЛЮЧАТЬ В ПОРТФЕЛИ ПРОИЗВОДНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ, ТОЖЕ МОГУТ БЫТЬ РАЗНЫМИ. ЭТО МОЖЕТ БЫТЬ ПОЛУЧЕНИЕ СВЕРХДОХОДНОСТИ (ЦЕНОЙ СВЕРХРИСКА) ИЛИ, НАОБОРОТ, ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЙ КОНТРОЛЬ И СНИЖЕНИЕ РИСКОВ.

Прорыва ждать НЕ СТОИТ

Ерлан СЫЗДЫКОВ,
управляющий портфелем фонда Pioneer Funds — Emerging Markets Bond, Pioneer Investments Management Ltd (Ирландия)

Локальный рынок деривативов получил толчок в развитии во второй половине 2000-х годов, с ростом рынков базовых активов. До кризиса 2008 года среднедневной объем торгов по всем инструментам, торгующимся на FORTS, достигал $4 млрд, а объем открытых позиций — $20 млрд. В российской практике наиболее популярным деривативом является фьючерс на индекс РТС. К примеру, 20 мая 2008 года, когда индекс РТС достиг исторического максимума, дневной объем торгов по данному инструменту превысил $2.4 млрд, а объем открытых позиций по нему — более 1.35 млрд руб. (доллар тогда стоил 23.7 руб.).

Включая в портфели производные инструменты, управляющие могут преследовать разные цели, связанные как со снижением рисков, так и с получением дополнительной доходности.

Задачи, для решения которых управляющие могут включать в портфели производные инструменты, тоже могут быть разными. Это может быть получение сверхдоходности (ценой сверхриска) или, наоборот, дополнительный контроль и снижение рисков.

Например, продажа «покрытых» колл-опционов на акции позволяет управляющему, который не рассматривает сценарий сильного роста рынка, получать небольшую дополнительную доходность в фонд при невысоком риске. Продажа пут-опционов на акции «вне денег» позволяет реализовать стратегию, при которой управляющий получает дополнительный «кэш флоу» в фонд и при этом начинает инвестировать в базовый актив (акции) лишь при его значительном снижении. Наконец, простейшая покупка пут-опционов при полностью заинвестированном портфеле акций может рассматриваться как аналог выплаты страховки от падения рынка.

Существует множество деривативных стратегий, которые дают более высокий «левередж» и потенциально могут быть намного прибыльнее, но лишь при готовности взять более высокие риски. К ним относятся различные экзотические опционы (к примеру, погодные), спреды, их комбинации и так далее.

Такими стратегиями могли бы заинтересоваться состоятельные инвесторы, ориентированные на доходность зна-

Темпы роста рынка деривативов за последние десять лет впечатляют. За эти годы объем операций по деривативам вырос в 7.8 раз. При этом объемы торговли деривативами росли быстрее, чем объемы базового рынка, особенно в 2003–2007 годах, когда рынки акций были на подъеме. Наибольший рост — в 13.5 раз с 1998 по 2008 годы — наблюдался по деривативам на акции. Если в 1998 году их доля составляла 40% всех операций, то к 2008 году она увеличилась до 69%. По своим темпам роста рынок производных инструментов на акции опередил рынок акций. Операции по другим видам контрактов — процентным, валютным и товарным деривативам — также показали быстрые темпы роста — в 5.7, 4.9 и 7.8 раз соответственно. Эти тенденции оборвал финансовый кризис. По данным IOMA (International Options Market Association), в 2009 году объем биржевой торговли деривативами составил 16.6 млрд контрактов (16.4 млрд контрактов в 2008 году), из которых 7.8 млрд контрактов приходилось на фьючерсы, и 8.8 млрд контрактов — на опционы. В 2009 году рынок фьючерсов впервые перестал расти. Объем открытых позиций по опционам вырос всего на 3%, оставаясь на минимальном уровне с 2004 года. Темпы роста объемов операций по фьючерсам на индексы начали сокращаться осенью 2008 года, а в 2009 году и вовсе упали на 16%. Объемы операций по товарным фьючерсам, напротив, росли и в 2008, и в 2009 году. Второй год подряд продолжает сокращаться объем операций со всеми процентными деривативами. Валютные деривативы, наоборот, выросли на 48%, благодаря росту операций с фьючерсами на индийском фондовом рынке.

чительно выше рынка и осознанно готовые принять высокий риск. Для них должны существовать соответствующие инструменты, скорее всего стратегии ДУ, в том числе с использованием сырьевых производных, экзотических опционов, спредов и их сочетаний. Объем таких денег не будет значимым для рынка, так как опытные инвесторы уже пользуются услугами оффшорных хедж-фондов.

Действительно интересными деривативы могут быть для крупных частных и институциональных инвесторов, в первую очередь для хеджирования рыночных и валютных рисков. В последнее время все больше инвесторов начинают задумываться о валютном риске и валютной диверсификации, о стратегиях с зашитой или гарантией капитала, и здесь можно реализовать возможности производных инструментов.

Иностранные фонды Pioneer Investments, в частности фонд облигаций развивающихся рынков, активно используют целый ряд производных для решения различных задач. Ниже приведены только некоторые примеры.

Использование фьючерсов на процентные ставки для управления дюрацией портфеля

Были приобретены десятилетние фьючерсы на немецкие государственные облигации (Bunds), что является синтетическим способом увеличения дюрации портфеля.

Использование процентных свопов для управления дюрацией или занятия длинной позиции в выбранной валюте

Были приобретены индийские процентные свопы, благодаря чему фонд получал проценты по двухлетней плавающей ставке, в то время как сам платил по фиксированной пятилетней ставке. Таким образом, фонд выигрывал от того, что кривая становилась более «пологой».

Использование валютных форвардов для хеджирования

Были проданы трехмесячные форвардные контракты на турецкую лиру для хеджирования против растущего политического риска накануне референдума по поправкам в конституцию, назначенного на сентябрь 2010 года.

Фонд также приобретал NDF (non-deliverable forwards, форварды без поставки) на российский рубль.

Использование CDS для хеджирования и ставки на определенное изменение спреда

Были приобретены пятилетние CDS (credit default swaps, кредитные свопы) на облигации «Вымпелкома» для хеджирования против потенциального расширения спредов в преддверии поглощения Orascom и Wind Telecom.

Использование валютных опционов для хеджирования или ставки на определенное изменение спреда

Покупка пут-опциона «вне денег» (out of money) на мексиканский песо для хеджирования против девальвации ниже уровня 13.5 песо за доллар.

С июля 2010 года российские управляющие компании также получили право включать в портфели ПИФов фьючерсы и опционы.

С одной стороны, это могло бы расширить возможности управляющих, способствовать дальнейшему развитию рынка производных инструментов и более выраженной дифференциации фондов по результатам управления. С другой стороны, нужно отдавать себе отчет в том, что одно только наличие в портфеле фонда производных или декларация управляющего о намерении работать с ними совершенно не означает, что фонд станет показывать лучшие результаты.

В классических паевых фондах производные разрешено использовать только для снижения риска, и это разумно. Мы считаем, что в ПИФах «баловаться» агрессивными деривативными стратегиями неоправданно опасно, так как в случае ошибки управляющего пайщики могут не только быть неприятно удивлены, но и понести серьезные потери. Как бы они ни были заинтересованы в активном управлении портфелем и значительном «обыгрывании» рынка, нельзя забывать, что результаты фонда будут сравниваться с широким рынком, и вы никогда не сможете объяснить пайщикам, почему при росте рынка, скажем, на 30% ваш фонд показал только 5%.

Тогда возникает вопрос — станут ли пайщики жертвовать доходностью ради снижения рисков при том, что 80% денег, вложенных в открытые фонды, находятся в фондах акций и смешанных фондах? Мы думаем, нет. Соответственно, и не стоит ждать какого-то серьезного «прорыва» после того, как ПИФам разрешили покупать производные. Джон Кэрри, более 30 лет управляющий третьим в истории США взаимным фондом US Pioneer Fund объемом около $6 млрд и среднегодовой доходностью на уровне 11.65% с 1928 года (среднегодовая доходность индекса S&P 500 — 9.33%), убежден: «Фондовый рынок и без того рискованное предприятие. Совершенно не нужно добавлять к нему риски деривативов, которые слишком сложны для понимания пайщиков».

Кроме того, на текущий момент инвестированию в деривативы в паевых фондах препятствует ряд барьеров. Во-первых, выполнение соответствующего приказа ФСФР России довольно затруднительно, так как предполагает определенные затраты — либо найм выделенного сотрудника, либо покупка дорогостоящего ПО для ежедневного расчета стоимости производных и контроля показателей, которые должны рассчитываться в соответствии с приказом. К тому же, при ручной обработке возникают большие операционные риски системных и расчетных ошибок. Во-вторых, внесение изменений в правила ПИФов требует предварительного согласования с ФСФР, так как новые формулировки довольно неоднозначны.

Ввод новых инструментов или расширение инвестиционных границ для уже существующих продуктов — это всегда хорошо, но важно также правильно доводить до сведения потенциальных инвесторов суть создаваемого инвестиционного продукта. К примеру, российскому рынку ПИФов уже почти 15 лет, однако ни российские инвесторы, даже самые опытные, ни финансовая пресса не делают различий между разными типами фондов. Читая в газете или в Интернете об очередном рейтинге, скажем, фондов акций, мы не увидим никакой информации о том, что это за фонд акций — фонд роста или стоимости, фонд широкого рынка или концентрированный, бенчмарк-ориентированный или нацеленный на абсолютную доходность. Между тем, сравнивать фонды разных типов между собой почти настолько же бессмысленно, как, например, сравнивать фонды акций США с фондами акций развивающихся рынков. Хотелось бы верить, что более широкое использование деривативов со временем послужит в том числе и катализатором создания системы ранжирования фондов по стратегиям.