Арбитражные фонды как ответ на кризис идей на российском рынке

Артем ФЕТИСОВ,
партнер и руководитель трейдинга,
Rumberg Capital

КОГДА ИДЕЙ МАЛО: ПОЧЕМУ РЫНОЧНО-НЕЙТРАЛЬНЫЕ СТРАТЕГИИ ВОЗВРАЩАЮТСЯ В ФОКУС

Каждый управляющий знает это ощущение: рынок выглядит дорого, направленные ставки кажутся рискованными, а классические идеи «купить и держать» не дают убедительного апсайда. История показывает, что именно в такие периоды, когда дефицит идей становится ощутимым, — рыночно-нейтральные стратегии раз за разом оказываются в выигрыше.

Логика проста. Когда инвестор покупает индекс или отдельную акцию, его доходность складывается из двух компонент: премии за риск рынка (бета) и, собственно, мастерства управляющего (альфа). В моменты, когда бета неочевидна — рынок может вырасти, а может уйти в коррекцию, — единственным надежным источником результата остается альфа. Рыночно-нейтральные стратегии устроены так, что они «вычитают» рыночное движение из уравнения и оставляют инвестору именно то, ради чего он платит управляющему, — чистый навык извлечения неэффективностей.

КАКИЕ БЫВАЮТ АРБИТРАЖНЫЕ СТРАТЕГИИ

В рамках одного определения уживается целый спектр стратегий и каждая охотится за своим типом расхождений. На уровне ядра управляющие чаще всего работают с тремя.

Фьючерс — спот. Самый прямолинейный случай. Фьючерс на актив по экономике должен стоить ровно столько, сколько спотовая цена, плюс стоимость денег и хранения

Один и тот же актив, два контура — позиции сбалансированы

Рисунок 1
Механика арбитражной сделки

Источник: составлено автором

до экспирации. Любое отклонение от этого паритета — потенциальная сделка: покупка дешевой ноги и продажа дорогой с фиксацией спреда к моменту истечения контракта. Здесь арбитраж близок к «учебному» определению: расхождение должно сойтись механически — в строго определенный день.

Индексный арбитраж. Конструкция чуть сложнее. Против фьючерса на индекс ставится корзина из 40+ входящих в него базовых бумаг — в тех же весах, в которых они представлены в индексе. Идея прежняя: поймать отклонение цены производного от его «теоретической» стоимости, рассчитанной по составу. Но техническая реализация требует одновременной работы с десятками инструментов, точного соблюдения весов и быстрой балансировки — это уже не одиночный трейд, а маленькая инженерная задача, доступная не каждому. Соответственно, и возможности по заработку возникают чаще.

Межстрановой арбитраж. Один и тот же по сути актив, скажем, товарный фьючерс, может одновременно торговаться на разных площадках в разных юрисдикциях. В обычные времена цены связаны жестко: разница не превышает издержек на перевозку, расчеты и валютное хеджирование. Но именно эта связка ослабевает первой, когда меняется геополитический фон. Спред перестает быть техническим и начинает отражать совсем другие факторы: ограничения движения капитала, сегментацию инвесторской базы, разницу в режимах налогообложения. Для арбитражера это та самая «толстая» неэффективность, ради которой стоит запускать отдельную стратегию.

ИЗ ПРАКТИКИ

На внутреннем рынке наш арбитражный фонд работает уже не первый год и наглядно показывает, как описанная логика осуществляется в реальных условиях: доходность складывается из десятков и сотен небольших сделок, каждая из которых ловит локальное расхождение цен между связанными инструментами. Сумма этих микродвижений и формирует результат — тот самый, который слабо коррелирует с поведением индексов и потому особенно ценен в нестабильные периоды.

Недавно мы расширили линейку и запустили аналогичную стратегию на международных рынках. Решение было не случайным: текущая геополитическая конфигурация создала условия, которых на нашей памяти не было давно. Связки между локальными и международными контрактами на сопоставимые активы, будь то товарные фьючерсы, депозитарные расписки или производные на индексы, расходятся заметно сильнее, чем диктует фундаментальная экономика. Логистические и расчетные ограничения, разные пулы ликвидности, неоднородное участие нерезидентов — всё это приводит к тому, что спред между внутренним и внешним контуром не закрывается так быстро, как раньше.

Для арбитражной стратегии это редкая удача. Чем шире спред — тем больше потенциальная доходность сделки. Чем дольше держится расхождение — тем выше емкость стратегии: можно работать с большими объемами без существенного влияния на сами цены. Условия, которые делают многих инвесторов нервозными, для арбитражера становятся естественной рабочей средой.

ВЫВОД

Рыночно-нейтральные стратегии — это не панацея и не замена остальному портфелю. Они не дадут той яркой доходности, которую приносит удачно направленная ставка в сильном тренде.

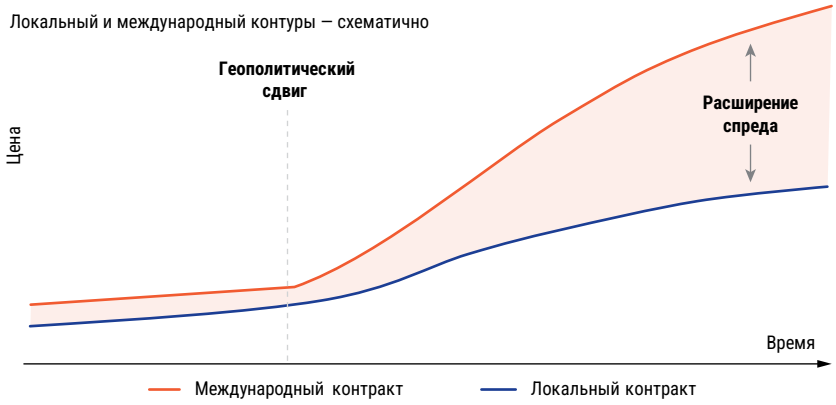
Но если представить инвестирование как палитру красок, то направленные идеи — это насыщенные цвета: зеленый — рост, красный — падение. И когда этих цветов на рынке не хватает, когда нет четкого тренда ни вверх, ни вниз, инвестор не остается без инструмента. Он просто берет другую краску.

В такие периоды в ход идет «черно-белая гамма» — нейтральные арбитражные стратегии. Они не про яркость, а про технику и стабильность. Не про угадывание направления, а про извлечение доходности из неэффективностей.

Именно в такие моменты, когда рынок обесцвечен и направленных идей объективно мало, — присутствие подобной стратегии в портфеле перестает быть вопросом стиля и становится вопросом дисциплины.

ЧТО ТАКОЕ АРБИТРАЖ

Арбитраж — это извлечение прибыли из ценовых расхождений между двумя инструментами, которые по экономическому содержанию должны стоить одинаково или находиться в строго определенном соотношении. Классический пример — один и тот же актив, торгующийся на двух площадках по разной цене: арбитражер одновременно покупает там, где дешевле, и продает там, где дороже, фиксируя разницу. Ключевая особенность стратегии — она не зависит от направления рынка: позиции сбалансированы, а доход формируется именно на схождении спреда, а не на росте или падении базового актива.

Рисунок 2
Расхождение цен на сопоставимые контракты

Источник: составлено автором