

ХЕДЖИРОВАНИЕ РИСКОВ ИНДЕКСА РТС И ПИФОВ

Юрий Ичкитидзе, канд экон наук
Исследовательский центр «Рефлексивность ру»

В данной статье речь пойдет о том, что сегодня на рынках emerging markets хеджирование может существенно повысить ожидаемую доходность портфеля в ближайшие 3–5 лет.

Тема хеджирования рисков акций очень часто поднимается в статьях по рынку ценных бумаг, и все понимают ее значимость для снижения портфельных рисков. Однако большинство участников российского рынка до сих пор не имеют по-настоящему хеджевого актива в своих портфелях из-за недостаточного распространения предложения на рынке.

ТРЕБОВАНИЯ К ИНСТРУМЕНТУ, ПОЗВОЛЯЮЩЕМУ ХЕДЖИРОВАТЬ РИСКИ ПАДЕНИЯ ИНДЕКСА РТС

Хеджирование – это способ снижения рисков портфеля ценных бумаг за счет включения в него рискованного актива, доходность которого обладает низким (желательно отрицательным) коэффициентом корреляции с остальным (общерыночным) портфелем. Например, в США в качестве такого портфеля во многих расчетах используют индекс S&P500, но в России общерыночный портфель большинства инвесторов совершенно иной, поэтому и хеджирование должно осуществляться относительно этого портфеля. В России вместо общерыночного портфеля можно применять индекс РТС. Соответственно, актив для хеджирования тоже надо искать относительно индекса РТС, т. е. основным требованием к хеджевому активу будет наличие у него низкого (лучше отрицательного) коэффициента корреляции с индексом РТС.

Таким образом, не каждый фонд, называющий себя «хеджевым», является таковым для российского рынка. В том числе это относится и к западным хеджевым фондам: не каждый из них будет хеджировать (страховать) риск падения стоимости рыночного портфеля российских акций (или индекса РТС). Наоборот, одна из популярных стратегий западных хеджевых фондов – покупка акций развивающихся стран. Поэтому если российский инвестор хочет хеджировать риски падения рыночной стоимости своего портфеля акций, то для приобретения хеджевого актива вовсе не требуется покупать доли в западных хеджевых фондах, следуя их имиджу и названию «хеджевый». Достаточно удостовериться в том, что история доходности этого актива имеет низкий, желательно отрицательный коэффициент корреляции с доходностью его портфеля (или индекса РТС).

Итак, какой же инвестиционный актив на российском финансовом рынке обладает такой закономерностью и может быть включен в портфель в качестве хеджевого актива?

ИНСТРУМЕНТЫ ДЛЯ ХЕДЖИРОВАНИЯ

Традиционный инструмент для хеджирования рисков – фьючерсы и опционы. Именно они, точнее, простейшие стратегии с их использованием (например, продажа фьючерсов, покупка опциона пут, покупка/продажа «бабочки» и др.) позволяют хеджировать риски падения индекса РТС. Но проблема заключается в том, что простейшие стратегии, являясь рискованными, не обязательно будут доходными. Рынок не так прост – в рыночную цену данного актива уже включены все преимущества, которыми он обладает для хеджирования рисков, поэтому сами по себе фьючерс и опцион ничего не дадут. Возможно, в случае падения индекса РТС простейшие стратегии хеджирования с помощью фьючерсов и опционов позволят заработать и тем самым сократить совокупные убытки по портфелю, зато с ростом индекса они принесут убытки и сократят общую доходность портфеля. Поэтому просто включение в портфель фьючерсов и опционов (или простейших стратегий по ним) не обеспечит повышения доходности портфеля: в этом случае происходит снижение рисков и пропорциональное этому сокращение доходности портфеля. На самом деле ресурс хеджевого актива состоит в том, что за счет низкого коэффициента корреляции происходит снижение общих рисков портфеля при сохранении его доходности как минимум на прежнем уровне.

Другая возможность – более сложные стратегии с использованием фьючерсов и опционов, которые применяют профессионалы этого рынка. Это стратегии, основанные на творческом подходе, интуиции, гипотезе и экспериментах, микро- и макроэкономическом анализе, гибких и эффективных системах управления рисками и многом другом. Но, для того чтобы их реализовать, необходим профессиональный управляющий, специализирующийся именно на разработке и применении этих стратегий. Такие стратегии позволяют создать хеджевый актив, который, во-первых приносит доходность, а во-вторых, обладает низкой корреляцией с индексом РТС. Добавление такого актива в свой инвестиционный портфель действительно позволит, как минимум не снизить общую доходность портфеля, но зато снизить его риски. И это уже интересно!

ПОИСК ХЕДЖЕВОГО АКТИВА НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Каким образом частный инвестор может получить доступ к сложным стратегиям использования фьючерсов и опционов на рынке либо к любым другим технологиям, позволяющим создать хеджевый актив? Прежде всего отметим, что именно коэффициент корреляции доходности актива с индексом РТС позволяет судить о том, насколько данный актив может называться хеджевым. Анализ статистики по ликвидным российским акциям показывает, что коэффициент корреляции с индексом РТС устойчиво превышает уровень 0,5. Следовательно, среди ликвидных акций нет хеджевого актива, и вряд ли он мог быть.

Следующий сегмент, широко доступный частному инвестору, – паевые инвестиционные фонды. Смешанные ПИФы и ПИФы облигаций практически не работают с акциями, поэтому они имеют весьма низкий коэффициент корреляции с индексом РТС – от 0 до 0,5. Так же как и простейшие стратегии на фьючерсах и опционах, они снижают и риски, и доходность портфеля, поскольку, по сути, представляют собой инструменты с низким риском. Они не хеджируют риски в классическом понимании, т. е. не позволяют снизить риски при сохранении доходности, а одновременно снижают риски и доходность.

Далее следуют ПИФы акций, которые, несмотря на столь высокую популярность этого сегмента рынка среди населения, практически ничем не отличаются по своим результатам от индекса РТС (рис. 1, 2). Таким

образом, ПИФы акций — это инструмент инвестирования в соответствии с рыночным индексом, доходность которого тесно коррелирована с индексом РТС, а поэтому такие фонды следует так же хеджировать, как и общерыночный портфель.

Рис 1. ПИФы и индекс РТС в плоскости доходность—риск в 2004 г.

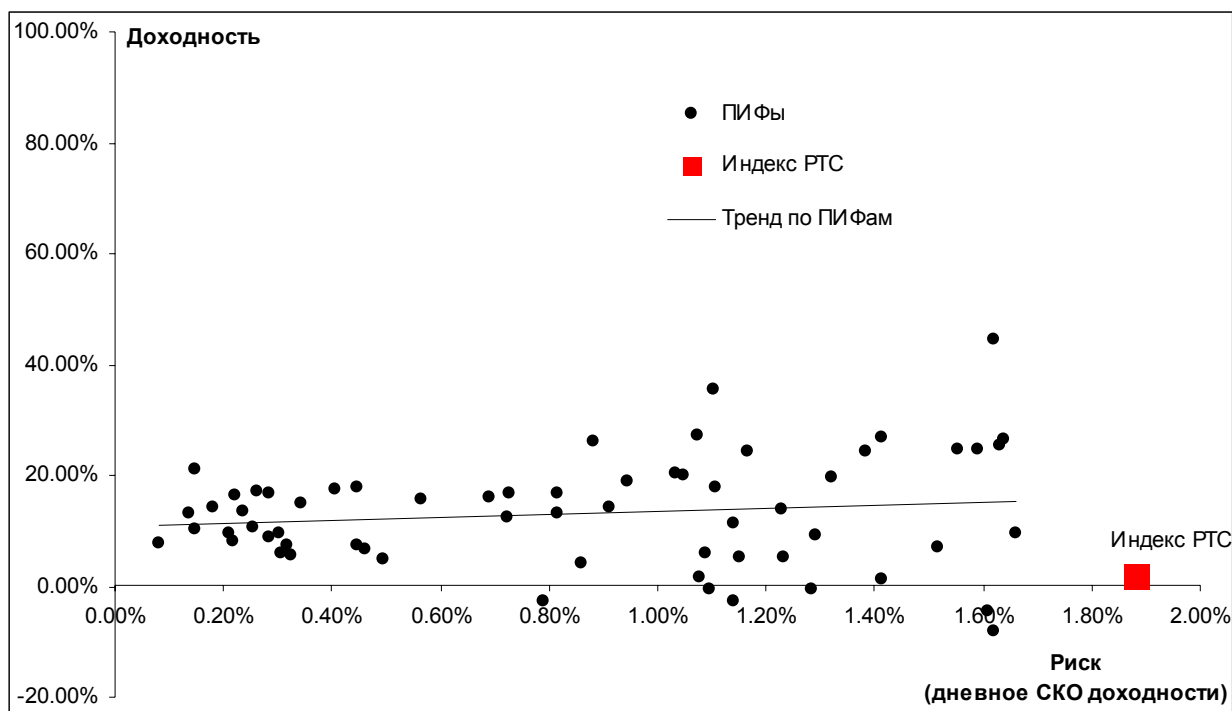
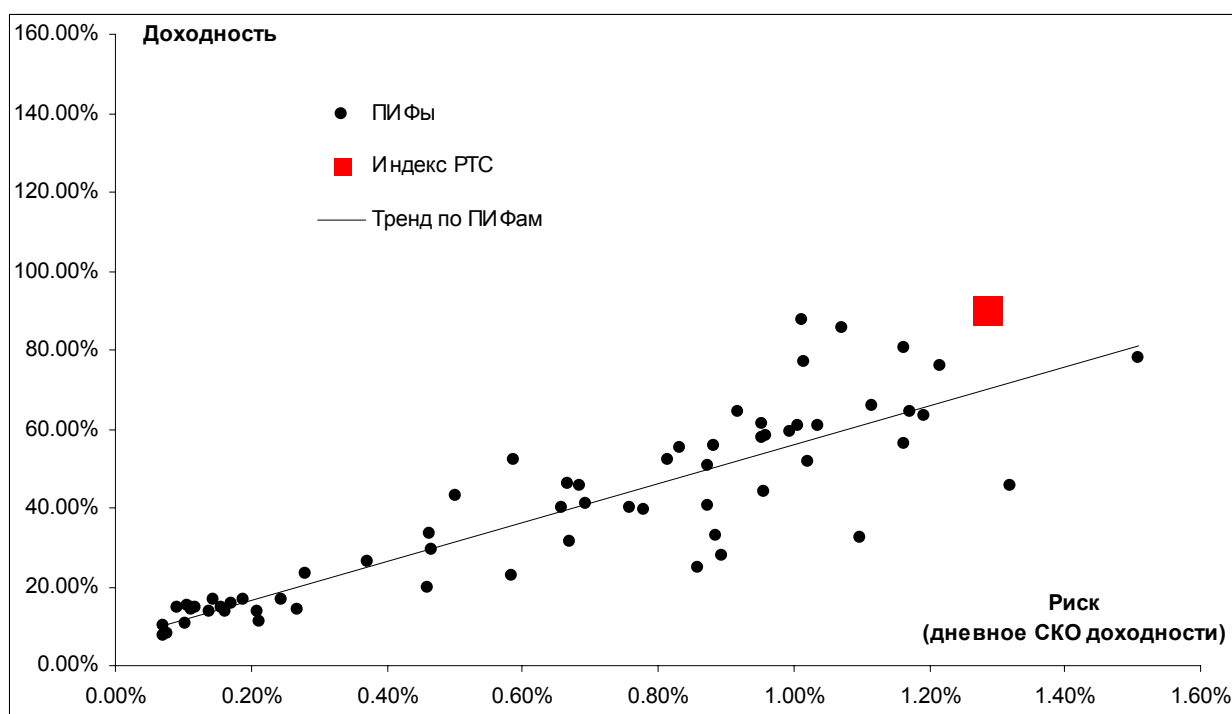


Рис 2. ПИФы и индекс РТС в плоскости доходность—риск в 2005 г.



А как же управляющие ПИФаами акций, ведь они каким-то образом управляют рисками ПИФов? Возможно, у них есть инструмент хеджирования? Это сложный вопрос, касающийся инструментария трейдера, который применяется для управления рисками и его мотивации к этому.

Используют ли ПИФы акций сложные стратегии на рынке фьючерсов и опционов, которые позволят хеджировать риски индекса РТС? Какая существует у них мотивация к этому? Во-первых, ПИФы берут вознаграждение за управление как процент не от сверхприбыли, а с величины чистых активов. Следует ли в этом случае управляющим ПИФов бороться за сверхдоходы своих клиентов? Во-вторых, ПИФы не имеют права гарантировать клиентам какую-либо доходность (это прописано в договоре). Поэтому, покупая пай, клиент принимает на себя все риски, связанные с падением индекса РТС. С учетом того что последние 7 лет российский

фондовый рынок растет, вряд ли клиенты ПИФов понимают, какой риск они берут на себя, и осознают, что произойдет, если падение все-таки наступит. В-третьих, законодательно не установлены правила, в каком соотношении ПИФы акций могут включать в свои портфели фьючерсы и опционы. Вследствие этого большинство ПИФов до сих пор не хотят использовать этот инструмент для управления рисками, для того чтобы не возникли конфликты с регулирующими органами. Это подтверждается статистикой: ПИФы акций – инструмент рыночного инвестирования, который несет в себе те же риски, что и индекс РТС. Иными словами, пока рынок акций растет, ПИФы показывают доходность, но, как только начнется падение, появятся убытки. ПИФы акций можно и нужно хеджировать, так же как и индекс РТС.

Не хочу пугать читателя рассказами о падающем рынке акций (сейчас сохраняется повышательный тренд, и все факторы свидетельствуют о том, что он продолжится). Но если ты предостережен, значит, вооружен. В работе с большими деньгами даже самый маленький, кажущийся незначительным риск может стать причиной катастрофических убытков в будущем.

Итак, изучив ПИФы, фьючерсы и опционы, мы пришли к выводу, что только сложные стратегии работы на фьючерсах и опционах позволяют создать синтетический хеджевый актив, который дает доходность даже в условиях падения индекса РТС.

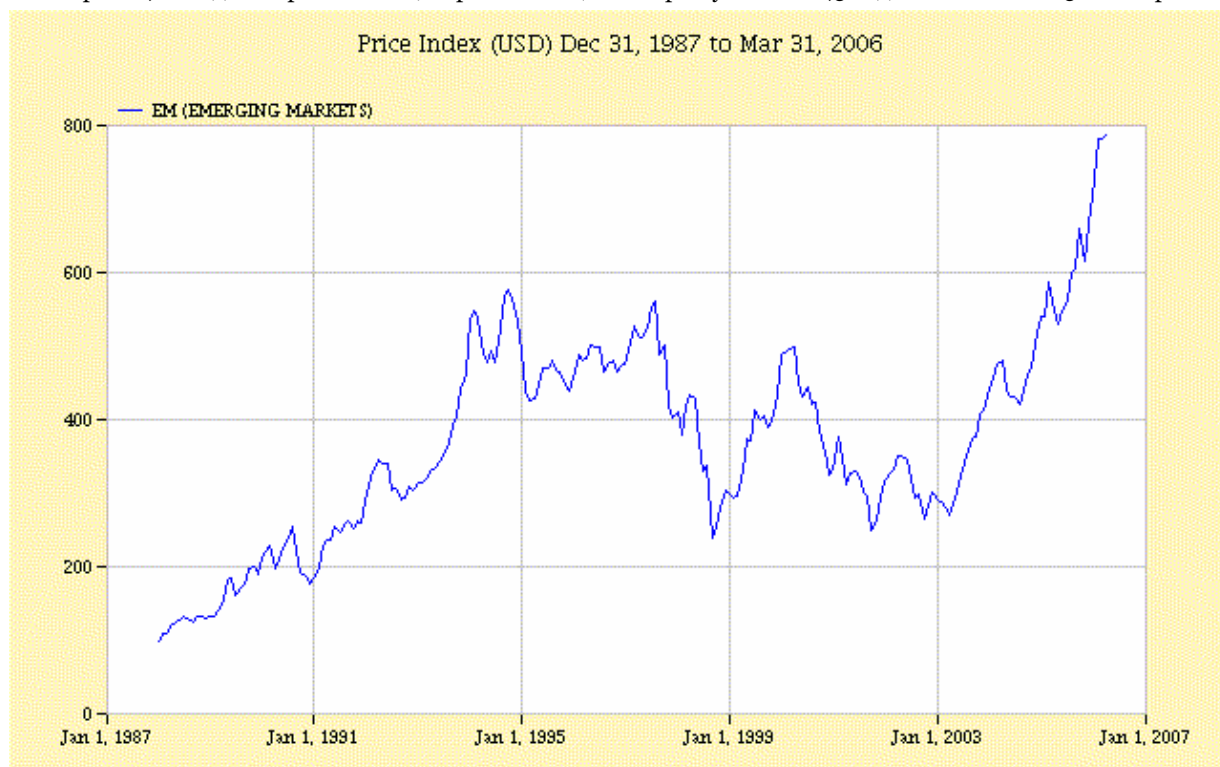
ЗАЧЕМ ХЕДЖИРОВАТЬ, ЕСЛИ РЫНОК АКЦИЙ РАСТЕТ?

Не будем переубеждать тех, кто уверен, что цена на российские акции будет повышаться теми же темпами, что и последние 7 лет. Рынок и время покажут. Для остальных приведу несколько фактов.

Во-первых, с начала своей истории рынки акций emerging markets склонны к созданию чередующихся направленных тенденций: несколько лет – вверх, затем несколько лет – вниз. На рис. 3 показан индекс MSCI EM, где отмечены основные тренды с 1987 г.

Рис 3. Динамика индекса рынка акций развивающихся стран MSCI EM

С 1987 по 1995 г. рынки уверенно развивались, рост составил 500–600%. Затем в 1997 г. наступил Азиатский кризис, и индексы рынков акций развивающихся стран упали за 1,5 года более чем на 50%. Хорошие

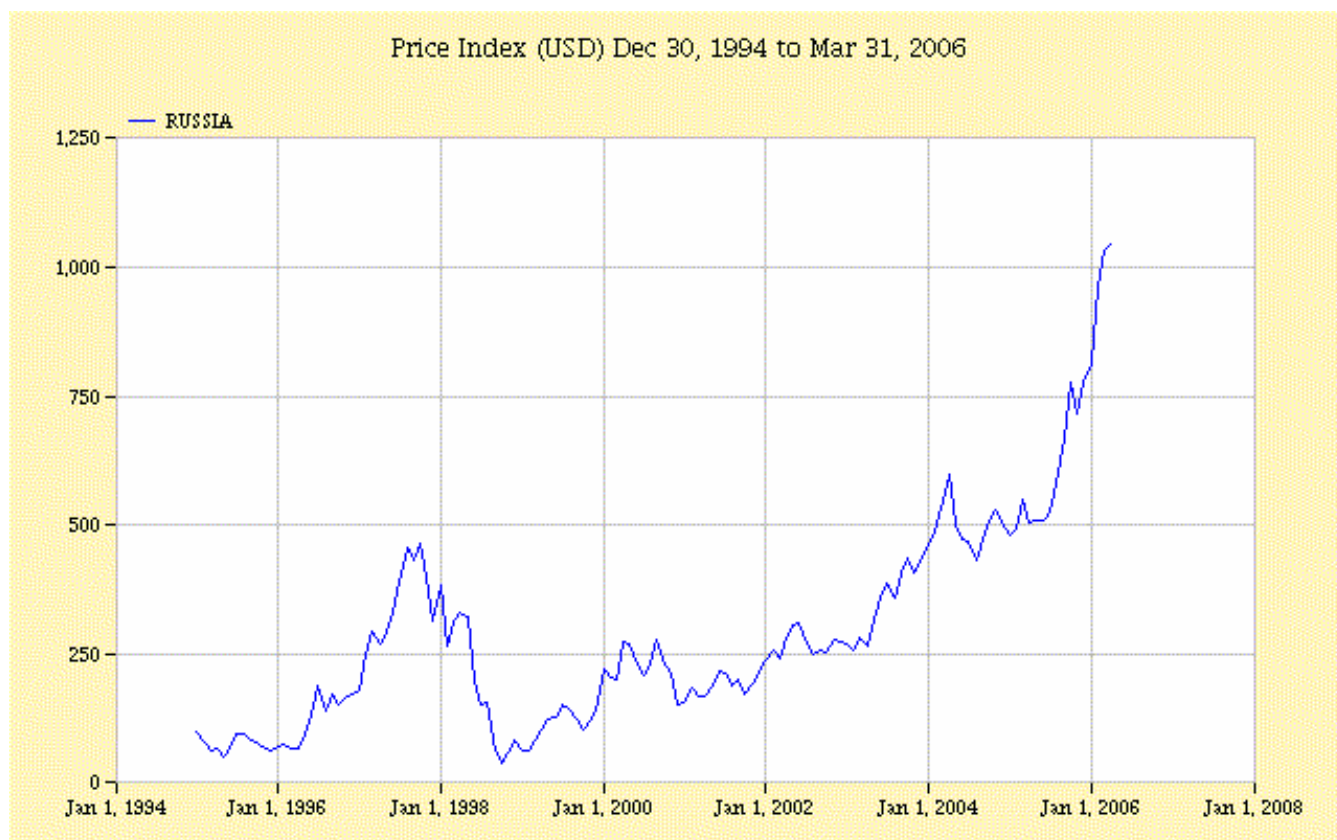


темпы развития экономики США и бум фондового рынка NASDAQ привели в 1999–начале 2000 гг. к росту индекса MSCI EM. Когда «пузырь» NASDAQ лопнул, а экономика США вошла в период рецессии, то акции развивающихся стран вернулись вновь на свои минимумы. Начиная с апреля 2003 г. (когда завершилась война в Ираке) рынки акций развивающихся стран вновь вошли в фазу устойчивого роста, которая способствовала повышению цен, в том числе и на российские акции.

Российский рынок акций также предрасположен к чередованию тенденций. Как показано на рис. 4, в 1995–1997 гг. российские акции выросли более чем на 400%. Затем произошли Азиатский кризис и дефолт российского правительства, и к началу 1999 г. цена акций вновь упала до уровня 1995 г. Лишь с 1999 г. рынок российских акций демонстрирует устойчивую тенденцию к росту, в результате которой многие акции выросли в 10, а то и 30 раз.

Таким образом, история рынков акций развивающихся стран, в том числе и российского, свидетельствует о том, что рынки склонны к созданию долгосрочных тенденций не только к росту, но и к падению. Если мы применим эту закономерность к существующей сегодня тенденции к росту российских акций, то рано или поздно она изменится.

Рис 4. Динамика индекса российских акций MSCI Russia с 1995 г.



Детально проанализировать тенденцию, сложившуюся в 1999 г. на рынке акций, можно с помощью разработанной нашим исследовательским центром модели – модели индекса MSCI Russia.

Во-первых, из приведенных рисунков видно, что ускорение роста российских акций началось с апреля 2003 г. – с того момента, когда после окончания войны в Ираке начал расти индекс MSCI EM. Таким образом, тенденция российского рынка акций зависит от тенденции мирового рынка, в том числе рынков акций emerging markets.

Во-вторых, при снижении в 2000–2001 гг. индекса MSCI EM российский рынок акций практически не претерпел изменений. Тем самым, можно выдвинуть гипотезу, что кроме индекса MSCI EM на российский рынок акций оказывают влияние еще и другие факторы. Именно они оказали поддержку российским акциям в этот период времени.

Модель индекса MSCI Russia позволяет эти факторы статистически выявить и подтвердить их значимость.

В данной статье мы не будем подробно рассматривать модель; ее описание и комментарии к нему изложены на сайте www.reflexivity.ru. Отметим лишь, что модель ставит динамику российских акций в зависимость от двух факторов – динамики процентной ставки по еврооблигациям России и динамики индекса рынка развивающихся стран MSCI EM. Погрешность модели составляет не более 15–20%, что позволяет говорить о высокой степени ее достоверности.

Проанализировав работу этой модели в последние полгода, можно сделать интересный вывод: тренд к росту, который на рынке российских акций усилился с начала 2005 г., уже никак не поддерживается фактором снижения доходности еврооблигаций РФ, а, наоборот, тесно связан с ростом рынков акций развивающихся стран. Следовательно, скорее всего, в ближайшие годы российский рынок будет сильно волатильным, и любые «качели», связанные с мировой экономикой и рынками акций развивающихся стран, чувствительно ударят и по российским акциям. Об этом выводе не следует забывать, если при принятии инвестиционных решений по акциям в первую очередь учитываются хороший новостной фон в России, высокие валютные резервы, рост экономики и прочие внутренние события. Весьма вероятно, что это останется для рынка акций лишь внешним фоном, «сладкой сказкой», в случае если на мировых рынках произойдут серьезные изменения.

Эти размышления позволяют нам еще более сузить требования к хеджевому активу, который может быть интересен широкому кругу инвесторов. С позиции макроэкономического анализа хеджевый актив должен не просто быть доходным и обладать низким коэффициентом корреляции к индексу РТС, но также уметь зарабатывать на средне- и долгосрочных тенденциях к падению акций, если они возникнут. То есть если хеджевый актив в портфеле позволит застраховать, компенсировать риски убытков, которые возникнут в случае падения рынков акций развивающихся стран по макроэкономическим причинам, то этот актив становится интересен вдвойне.

ИЩЕМ ИНСТРУМЕНТЫ ХЕДЖИРОВАНИЯ И ПОЧТИ НАХОДИМ ИХ

В настоящее время на российском финансовом рынке хеджевый актив для широкого круга инвесторов может быть представлен либо в форме общих фондов банковского управления, либо в форме индивидуального

доверительного управления активами. В последние полгода на рынке действительно появились фонды, которые включили в свое название слово хеджевый: например ОФБУ КИТ-Финанс «Глобальный хеджевый фонд» и ОФБУ «Хедж-фонд» от банка «Славянский Кредит». Также большая линейка фондов банковского управления есть у «Юниаструм Банка». Также с июня 2006 года Инвестиционная компания «ЭЛТРА» предложила своим клиентам стратегию доверительного управления «Рефлексивность ру», которая, по сути, также является хеджевой для российского финансового рынка.

Бесспорно, у рынка хеджевых активов и фондов в России — в ближайшие 5 лет интересное будущее. Этот рынок совершенно новый как для частных инвесторов, так и управляющих компаний, он требует широкой развитости производных инструментов и профессионального умения управлять рисками. Но на сегодняшний день на российском рынке к хеджевому активу справедливо предъявить следующие требования:

- низкую корреляцию его доходности с доходностью индекса РТС;
- доходность актива как таковую, т. е. в среднем этот актив приносит не убытки, а доходность;
- возможность работать с средне- и долгосрочными понижательными тенденциями на рынках акций и применение адекватного макроэкономического анализа при принятии инвестиционных решений

Если найденный инвестором актив удовлетворяет всем требованиям, то можно гарантировать, что добавление этого актива в портфель позволит снизить совокупные риски при сохранении как минимум прежнего уровня доходности.

Советуем лично поговорить с управляющим фондом (если существует такая возможность) и выяснить, насколько используемая им стратегия соответствует указанным выше требованиям. Если он не уверен хотя бы по одному пункту, значит, есть риск, что предлагаемая им стратегия не позволит добиться указанных результатов, т. е. хеджировать индекс РТС.

Также имеется еще один, контрольный, способ проверки актива на его хеджевые возможности. Если выбранный вами фонд или стратегия доверительного управления требуют вознаграждения как долю от активов под управлением плюс небольшой процент от прибыли, то, вероятнее всего, этот актив не годится на роль хеджевого. Если профессионалы рынка будут формировать хеджевый актив, то они возьмут большую премию в случае его успеха. Следовательно, они имеют существенную денежную мотивацию к достижению высоких показателей доходности на управление активами. Например, хороший хеджевый фонд может ставить условие своего вознаграждения как 40% от прибыли на активы превышающей величину 30% годовых. Это настоящая цена профессиональной работы на рынке фьючерсов и опционов.