

# ФОНДОВЫЙ РЫНОК: ВЗГЛЯД НА УХОДЯЩИЙ 2007 ГОД



**Уходящий 2007 год оказался непростым для российского фондового рынка. Резкие колебания китайского фондового индекса в первом полугодии привели к высокой волатильности цен на акции российских эмитентов и нестабильности на развивающихся рынках в целом. Во второй половине года основное влияние на мировой финансовый рынок оказывала неблагоприятная ситуация на рынке недвижимости США.**

**Н**егативное влияние на рынок акций оказывало укрепление рубля по отношению к доллару США. В 2007 г. доллар США слабел по отношению ко всем основным мировым валютам, в том числе и к рублю. По состоянию на 30.11.2007 г. курс доллара к рублю снизился с начала года на 2.03 руб. (-7.70%) до уровня 24.35 руб./долл. С другой стороны, укрепление рубля оказывало положительное влияние на рынок рублевых облигаций, создавая хорошую возможность для нерезидентов, осуществляющих арбитражные

**Юрий ИВАНЮТЕНКО**  
Генеральный директор ЗАО «УК «ТРАНСФИНГРУП»,  
кандидат технических наук

операции по продаже долларов и приобретению российских облигаций, известные как «carry trade». Слабость доллара на фоне растущего спроса на нефть со стороны развивающихся стран и нарастающей геополитической нестабильности вокруг Ирана, Ирака, Северной Кореи и Венесуэлы стала катализатором роста нефтяных котировок до исторических максимумов, а также цен на цветные и драгоценные металлы, что оказывало поддержку российским акциям сырьевых компаний.

Несмотря на высокую волатильность на протяжении всего 2007 г., индекс РТС смог обновить свой исторический максимум. Рынок «голубых фишек» изменился качественно в сторону «взросления» и перешел в стадию развитого рынка, т.е. исчерпал внутреннюю недооцененность.

Сложившаяся динамика рынка явилась непростым испытанием для российских управляющих компаний. Поступательный экономический рост и повышение фондового рынка в течение «последефолтного» периода определяли использование в основном «пассивной» стратегии управления пенсионными резервами. Это позволяло управляющим компаниям при незначительных затратах на изменение структуры портфелей показывать хорошие результаты по доходности управления, превышающие как взятые обязательства перед НПФ, так и уровень инфляции.

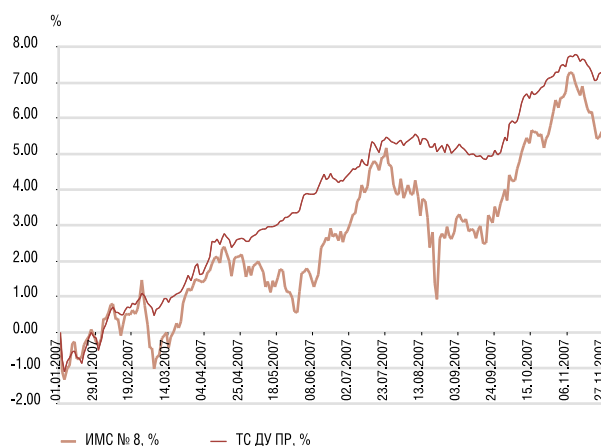
В свою очередь, получая приемлемый результат по доходности управления пенсион-

ными резервами, негосударственные пенсионные фонды при выборе управляющей компании не принимали во внимание важные показатели оценки качества управления. В то же время более внимательный анализ и оценка действий управляющего становятся необходимыми и во многом могут определять выбор УК при высоковолатильном рынке, когда для получения хорошего результата по управлению портфелями необходимо использование профессиональными управляющими «активных» стратегий управления портфелями.

Одним из важных инструментов оценки качества управления портфелями ценных бумаг является международный стандарт GIPS (Global Investment Performance Standards), адаптированный рабочей группой специалистов управляющих компаний и Национального Рейтингового Агентства (НРА). Основные положения этого подхода изложены на сайте НРА и уже освещались в печатных изданиях, в том числе в № 3 2007 г. журнала «Пенсионные фонды и инвестиции». Использование этого стандарта позволяет наглядно сравнить динамику доходности портфеля клиента и условного бэнчмарка, составленного из долей индексов акций и облигаций, отражающих структуру инвестиционной декларации, в рамках которой действует управляющий. Так, на рисунке представлена динамика изменения в % портфеля индекса модельной стратегии (бэнчмарка) № 8,

Рисунок

Относительная динамика типовой стратегии доверительного управления пенсионными резервами ЗАО «УК «ТРАНСФИНГРУП» (ТС ДУ ПР) и индекса модельной стратегии № 8 (ИМС № 8)



предусматривающей возможность инвестирования до 30% в акции российских эмитентов (используется индекс РТС рублевый) и до 100% в долговые ценные бумаги (облигационные индексы C-Bonds), и динамика соответствующей (по долям акций и облигаций) типовой стратегии доверительного управления пенсионными резервами ЗАО «УК «ТРАНСФИНГРУП» по состоянию на 30 ноября 2007 г.

Сравнительный анализ динамики обеих кривых показывает, что «пассивная» стратегия (соответствует модельной стратегии № 8) управляющего приводит к значительным «просадкам» портфеля при колебаниях рынка. Думаю, что многие пенсионные фонды заметили это по той отчетности, которую они получали в течение 2007 г. от «своих» УК.

В то же время результаты стратегии управления пенсионными резервами под управлением специалистов нашей компании позволили минимизировать неблагоприятное влияние фондового индекса за счет своевременного сокращения доли акций в портфелях. Относительное изменение стоимости портфеля типовой стратегии управления пенсионными резервами на 30 ноября составило 7,61%, что соответствует 8,32% в годовом исчислении. Конечно, это потребовало напряженной работы аналитиков и портфельных менеджеров компании. Но, учитывая возможность изъятия средств негосударственными пенсионными фондами из доверительного управления для совершения выплат в неблагоприятные моменты для фондового рынка, необходимо отметить, что такая «активная» стратегия является более предпочтительной, хотя и требует большого профессионализма управляющих. Кроме того, значение такого важного показателя для оценки качества управления, как коэффициент «доходность/риск», при такой стратегии значительно превышает значение этого коэффициента при «пассивной»

стратегии, т.е. бэнчмарка в условиях волатильного рынка.

Стоит отметить, что вступившее в действие в 2007 г. Постановление Правительства РФ № 63 от 01.02.2007 г. теперь дает возможность управляющим с меньшими временными и транзакционными издержками изменять долю наиболее рискованных активов в портфеле, т.е. акций за счет возможности хеджирования рисков с использованием биржевых фьючерсов и опционов. Действительно, значительно удобнее при неблагоприятной конъюнктуре рынка продать ликвидный фьючерсный контракт или купить пут-опцион на индекс РТС, чем в течение длительного периода продавать значительный портфель акций. Специалисты нашей компании активно пользуются этим инструментом при управлении имуществом ПИФ и теперь смогут использовать полученный опыт и при управлении пенсионными резервами.

В 2008 г. для российского рынка акций главной угрозой представляется рост инфляции и удорожания кредитных ресурсов в сочетании с укрепляющимся курсом рубля, что снижает рентабельность внутреннего производства, а следовательно, может повлечь стагнацию на рынке акций.

В этих условиях одним из способов снижения рисков при размещении пенсионных резервов и повышении доходности является инвестирование в активы с низкой корреляционной зависимостью с фондовым рынком. Уже значительное число НПФ успешно используют приобретение паев ЗПИФ недвижимости для того, чтобы заработать на росте стоимости недвижимости. Однако нельзя не отметить стагнацию цен на жилье в Московском регионе в последний год. В связи с этим нашей компанией сформирован ЗПИФ недвижимости и с августа 2007 г. успешно реализуется инфраструктурный проект по созданию крупнейшего в Тверской области логистического комплекса на трассе Москва–Санкт-Петербург в 160 км от Москвы. Комплекс таких факторов как спрос на услуги по хранению товаров при высокой их стоимости вблизи Москвы, огромная интенсивность трафика в северо-западном направлении (доля автомобильных перевозок в направлении Балтика–Москва составляет 75%), необходимость осуществлять доставку напрямую в регионы, минуя Москву, позволяет прогнозировать значительный и устойчивый доход пайщиков от услуг по сдаче в аренду складских помещений и деятельности складского оператора.