Review

Тематическое приложение к газете Коммерсантъ

Управление активами

Вторник 22 декабря 2015 №236 (5746 с момента возобновления издания) kommersant.ru

ГАЗПРОМБАНК
«Газпромбанк» (Акционерное общество)
ПАРТНЕР ВЫПУСКА
Реклама

14 | Фонды предновогодних акций

16 | Эндаумент — долгосрочный инструмент финансирования

16 | Фонды фондов смотрят на Запад

В текущем году российские фонды показали одни из лучших результатов в мире. Однако во многом это было следствием прошлогоднего обвала нашего рынка и рубля, а также взлета и последующего снижения ставок. И в наступающий год управляющие компании смотрят с осторожностью. Их надежды на приток клиентов пока связаны не столько с рынком акций, сколько с падением процентных ставок и развитием сетей продаж.

# Пайщики на вырост

— итоги —



REUTERS

Российские фонды смотрят в новый год с осторожным оптимизмом

Нынешний год отечественный фондовый рынок встречал в глубоком нокдауне: девальвация рубля и взлет ставок обрушили цены на активы. Зарубежные рынки, напротив, в целом были на подъеме. Однако через 11 с половиной месяцев ситуация выглядела уже совсем иначе.

Накануне первого с 2006 года повышения ключевой ставки Федеральной резервной системой индексы многих стран растеряли заметную часть роста текущего года. Японский Nikkei-225 показывал 12% прироста против 24% летом. Китайский Shanghai Composite с начала года прибавлял лишь 8%, потеряв большую часть из достигнутых к июню почти 60% роста. Ряд индексов, в том числе S&P500, всю осень колебались вокруг нулевого прироста, регулярно попадая в отрицательную область. При этом FTSE-100, Hang Seng и BSE Sensex практически не выходили из нее несколько месяцев. Российский фондовый рынок на этом фоне смотрелся вполне пристойно — около 4% роста по рассчитываемому в долларах индексу РТС и около 25% по индексу ММВБ.

Паевые фонды показали в рублях доходность, во многих случаях уверенно перекрывшую вызванную событиями прошлого года инфляцию. И на фоне зарубежных коллег они выглядели очень достойно. По данным Национальной лиги управляющих, средневзвешенная доходность открытых ПИФов акций за предшествующий год к началу текущего декабря составляла 23,86%, а открытых ПИФов облигаций — 27,05%. Инфляция же за этот период составила лишь 15%. Прекрасно выглядели и долларовые результаты с начала года иностранных фондов, инвестирующих в Россию (см. стр. 14), хотя, конечно, в более долгосрочной перспективе они и не впечатляют.

### Туманные перспективы

Несмотря на заметный рост индекса ММВБ с начала года, российские акции по отношению к балансовой стоимости, ожидаемой прибыли и еще ряду показателей все еще оцениваются ниже, чем во многих других странах. «Невысокая оценка акций российских компаний держится уже несколько лет. Можно назвать много причин этого явления, но принципиальных всего две,— отмечают в „Газпромбанк — Управление Активами“.— Первая — это слабые темпы роста бизнеса большинства крупных компаний. Покупатель не готов платить премию, если финансовые показатели воспроизводятся из года в год и остаются без существенной положительной динамики. Вторая — это высокая премия за риск, заложенная в ставку дисконтирования. Если в одном регионе мира требуемая покупателями доходность в твердой валюте составляет, скажем, 10%, а в другом — 20%, то и оценка акций компаний отличается соответственно».

Ряд участников рынка видит в этой ситуации большие перспективы для роста российских акций. Однако многие уверены и в том, что серьезная положительная переоценка — дело не ближайшего будущего. Тем более что мнение об обоснованности текущих коэффициентов достаточно распространено среди управляющих. «Акции российских компаний оценены справедливо, исходя из текущих и прогнозных макроэкономических данных,— считает старший портфельный управляющий УК „Капиталъ“ Вадим Бит-Аврагим.— Оценка многих российских компаний на уровне других компаний развивающихся стран или даже ниже. Прогнозное значение P/E индекса РТС на следующий год составляет 6,14, и во многом это связано с высокой долей в нем компаний, исторически недооцененных из-за слабого корпоративного управления. Более того, в российском рынке акций заложена высокая политическая премия за риск. Для роста привлекательности рынка необходимы реформы, снижение геополитической напряженности и рост цен на нефть. В ближайшее время никаких фундаментальных изменений не просматривается. Наибольшую привлекательность сохранили компании, сокращавшие расходы, долги и наращивавшие свободный денежный поток. В случае восстановления цен на нефть и улучшения макроэкономических показателей сектора, ориентированные на внутренний рынок, будут восстанавливаться опережающими темпами».

Есть и более жесткие оценки. «Российские акции в целом серьезно перегреты,— полагает Александр Головцов, руководитель управления аналитических исследований УК „Уралсиб“.— Стоимость барреля в рублях на 25% ниже, чем в начале 2014 года, номинальный ВВП с тех пор вырос незначительно, а индекс ММВБ — на 20% и выше. И это несмотря на появление дополнительных геополитических рисков. Использование коэффициентов P/E и EV/EBITDA некорректно из-за очень разной отраслевой структуры российских и зарубежных индексов, а также различий в амортизационной политике. У российских компаний подавляющая часть прибыли уходит на капитальные затраты сомнительной эффективности. Если сравнивать по дивидендной доходности, у нас нет никакого преимущества. При учете дивидендов по курсу доллара на дату выплаты дивидендная доходность по нашему рынку за последние 12 месяцев равна 4,5%. В США она 2,3%, но там компании еще и выкупают собственные акции почти на 3% от капитализации ежегодно. И в динамике прибыли наши эмитенты сильно уступают подавляющему большинству зарубежных. Так что недооценка российского рынка на 99% миф, раздутый инвестбанками».

### Рост с препятствиями

Невысокая капитализация рынка акций и туманные перспективы ее роста — объективное препятствие для развития бизнеса управления активами в России. И не только потому, что клиентов слабо привлекают активы, которые плохо растут. Ведь низки не только цены, но и ликвидность, что не способствует крупным инвестициям. А сам рынок мало того что недостаточно широк, но и становится все уже в последние годы. «Разочаровало в целом сужение инвестиционных возможностей,— отмечает начальник отдела портфельных инвестиций УК „Сбербанк Управление активами“ Юрий Морогов.— А именно то, что несколько значимых, интересных эмитентов в силу ряда причин или полностью ушли с рынка, или де-факто перестали рассматриваться в качестве объектов для инвестиций: Eurasia Drilling, „Мостотрест“, „Уралкалий“».

И тем не менее когда речь заходит о долгосрочном (10–20 лет) будущем, ориентиры многими компаниями называются далеко не пессимистические. Кто-то говорит о доходности фондов акций на уровне 5–6% в долларах (что совсем неплохо по мировым меркам). Ряд компаний называет и 20–25% годовых в рублях. Последние цифры в принципе реалистичны для нескольких удачных лет в будущем, но в долгосрочной перспективе их должны бы называть оптимисты.

Они примерно соответствуют лучшей доходности старейших российских фондов акций за последние 15–18 лет, но высокая цифра в рублях среди прочего обусловлена девальвацией и инфляцией. Если не ожидать того, что в будущем рост цен окажется столь же стремительным, как в прошлом, то и на такую долгосрочную доходность рассчитывать непросто. Особенно если говорить именно об ориентирах, а не о рекордах.

Однако и называть возможную доходность с поправкой на инфляцию в стране, где максимальные ставки по банковским депозитам превышают 13%, управляющим компаниям тоже довольно непрактично. Отчасти поэтому многие из них надеются на успех антиинфляционной политики Банка России, направленной на снижение ставок. Ряд из них ожидает, что это приведет к притоку средств в облигационные и смешанные фонды, не исключая того, что процесс уже пошел. В ноябре управляющие компании привлекли рекордные за последние семь лет суммы.

«Конечно, никто не знает наверняка, начало это новой тенденции или просто эпизод,— говорит Евгений Малыхин, партнер, директор инвестиционного департамента УК „Атон-Менеджмент“.— Инвесторы задумываются о вложении в фонды, когда существенно снижаются ставки по депозитам, а те снижаются в целом, когда снижается ключевая ставка. Та, в свою очередь, снижается, когда снижается инфляция. Таким образом, вопрос о продолжении притока инвестиций в фонды — это вопрос о снижении инфляции».

### Сети для пайщиков

Потенциальные объемы средств, которые теоретически могли бы перетечь в фонды облигаций, а позднее и в акции, значительны. «Недавно мы анализировали данные по оценке благосостояния россиян: даже в нынешних условиях с учетом валютной переоценки суммарный инвестиционный потенциал составляет $1,3 трлн,— отмечает Ирина Кривошеева, генеральный директор компании „Альфа-Капитал“.— 80% этих денег находится в нефинансовых активах, в той же инвестиционной недвижимости, а из оставшихся 20%, приходящихся на финансовые активы, львиная доля в депозитах и наличной валюте. И лишь мизерная часть — в инвестиционных продуктах».

Хотя ставки бесспорно и влияют на поведение пайщиков, одних лишь их недостаточно для того, чтобы всерьез сдвинуть эту финансовую лавину. В начале прошлого года депозиты приносили вкладчикам существенно меньшие проценты, чем сейчас, но в инвестиции было вовлечено менее 1% населения. По мировым меркам это очень мало. «Большая часть населения просто не имеет представления об иных способах сбережения и накопления, кроме как банковский вклад,— считает Андрей Коровкин, управляющий директор „ТКБ Инвестмент Партнерс“.— Значительная его часть имеет искаженное представление об альтернативных способах инвестирования, считая это чем-то вроде МММ. И ничтожно малая часть населения осознает жизненно важную необходимость инвестирования не только как средства обеспечения своих краткосрочных или среднесрочных, но и долгосрочных потребностей».

Многие управляющие считают, что серьезно что-то изменить здесь могут только время и общее повышение финансовой грамотности россиян. А также, само собой, экономический рост и продолжительный подъем рынков. В этом смысле Россия пока находится в начале пути, который может занять десятилетия. Однако нельзя сказать, что управляющие просто ждут у моря погоды.

Они рассказывают об активизации в области маркетинга, о разработке новых продуктов, например базирующихся на жизненных целях — образовательных, пенсионных и т. п. Некоторые видят перспективы привлечения клиентов при помощи различных новых удаленных каналов продаж — от социальных сетей до Единой системы идентификации и аутентификации (ЕСИА). Однако основной упор многие все-таки делают на более традиционные сети — банковские.

«На 90% успешность привлечения определяется качеством сети продаж. Пайщиков нужно искать там, где уже много клиентов, решающих задачу размещения своих свободных денежных средств,— говорит начальник управления продаж и маркетинга УК „Райффайзен Капитал“ Константин Кирпичев.— Это банки. Управляющие компании, не успевшие после кризиса 2008 года выйти в качественные банковские сети, умерли. Поэтому основной задачей для маркетинга УК является качественная работа с менеджерами банка, обслуживающими своих клиентов. Это обучение, тренинги, мотивационные схемы. Плюс, конечно, управляющие компании должны сделать свой продукт интересным банку: помимо необходимости платить банку много нужно уметь встроить свой продукт в банковскую линейку. Чтобы он органично дополнял ее. Состояние фондового рынка уже вторично. В линейке всегда есть фонды, которые растут и на которые будет спрос клиентов».

**Глеб Баранов**

# «Из России практически никто не уходит»

— интервью —

**Уходящий 2015 год был непростым, тем не менее в нем было и много позитивного. О том, чем он запомнился и чего ждать от нового, 2016 года, руководитель бизнеса доверительного управления Группы Газпромбанка АЙЛИН САНТЕЙ рассказала корреспонденту „Ъ“ МАРИИ ГЛУШЕНКОВОЙ.**

**— В сентябре прошлого года в интервью „Ъ“ вы говорили, что позитивно оцениваете перспективы рынка доверительного управления в России. Скажите, ваши ожидания оправдались?**

— Да, безусловно. Дело в том, что 2014 год был сложным и для экономики, и для рынков. Мы ожидали, что 2015 год будет лучше, и в этом смысле наши прогнозы сбылись: он был позитивный именно для рынков, не для экономики.

Если говорить про рынок доверительного управления в России с точки зрения инвестиционных настроений, то обратите внимание, что, несмотря на ситуацию вокруг страны, несмотря на санкции, рынок облигаций показал существенный прирост как в рублевом, так и в долларовом сегменте, и сейчас облигационные индексы находятся выше докризисных значений осени 2014 года. То есть рынки превысили уровни, на которых находились до событий декабря 2014 года — января 2015 года. Заметное участие в восстановлении рынка облигаций принимали иностранные инвесторы. Такая же картина наблюдалась и на рынке ОФЗ, где в течение текущего года наблюдалось снижение базовой ставки Центральным банком, что вызвало существенный рост в длинном и среднем сегментах ОФЗ. Причем значительные объемы на этом росте опять обеспечили иностранные инвесторы.

Кроме того, если вы посмотрите на рынок прямых инвестиций в Россию, то увидите, что через различные фонды сюда заходят инвесторы из Кувейта, из Саудовской Аравии, из ОАЭ. Они сейчас инвестируют как в публичные, так и в непубличные компании.

Мы видим и отдельные, точечные инвестиции в уже существующий бизнес со стороны иностранных инвесторов. Компании, в том числе американские, которые уже вели здесь бизнес, сохраняют и даже расширяют свое присутствие, например Ford, или IKEA. Из России практически никто не уходит. И новые деньги также приходят, пусть и в меньшем объеме. Деньги интересуются Россией.

**— Чем это можно объяснить, ведь риски существенно выросли?**

—Компании, которые имеют возможность вести экспорт из России, получили дополнительное преимущество в виде подешевевшего в два раза рубля. Это конкурентное преимущество, которое получила Россия и которого у нее давно не было. Очень долго российская валюта была сильной, она была переоценена, что мешало экономике развиваться. 2015 год стал первым годом «привлекательного» рубля. И компании уже этим пользуются, мы это видим.

**— Вы это видите будучи организатором этих сделок, какова ваша роль как «Газпромбанк — Управление активами»?**

— Если мы говорим о рынке доверительного управления, который обслуживает иностранные инвестиции в части private equity в России, то подобными проектами занимается непосредственно Газпромбанк. Мы, как блок доверительного управления, занимаемся публичным рынком. И со своей стороны предоставляем инвесторам инвестиционную экспертизу. У нас есть иностранные деньги под управлением, которые инвестируют в публичный сегмент в России. И эти договоры появились у нас как раз в 2014 году. А в 2015 году мы их удвоили.

**— Во что они вкладывают деньги, на чем зарабатывают?**

— Инвесторы на рынке облигаций видят, что доходности, которые дает Россия, очень привлекательны при том кредитном качестве российских компаний, которое существует сегодня. У российских компаний низкая долговая нагрузка, а качество самих активов и ликвидность объективно высокие. Инвесторы понимают, что, даже если политическая ситуация будет ухудшаться и будут происходить геополитические потрясения, российские компании, которые работают на экспорт (а некоторые занимают лидирующие позиции в своих отраслях на мировом рынке), смогут обслуживать свой долг и продолжать занимать на рынке. И высокие ставки, по которым они занимают деньги сейчас, привлекательны для инвесторов во всем мире.

Если вы посмотрите на сравнительный анализ доходности по странам, то увидите, что Россия сейчас ушла по доходности ниже, чем Бразилия и Турция, и находится практически на уровне Мексики. Хотя Мексика всегда занимала дешевле России, потому что ее рынок близок и понятен инвесторам из США, тем более что он большей частью контролируется американским капиталом. Соответственно, с точки зрения привлекательности Россия котируется выше, чем, допустим, Бразилия, даже несмотря на то что кредитный рейтинг РФ недавно был снижен. Аналогичная картина и среди корпоративных эмитентов.

**— Сколько сейчас инвестор может здесь заработать?**

— На начало декабря на качественном корпоративном долге, с кредитным рейтингом на уровне BB+, можно было получить доходность порядка 5,5% в долларах. Это привлекательно, если посмотреть на отрицательные, либо околонулевые в зависимости от конкретных бумаг ставки в Европе или на ставки около 1% в США. То есть у российских компаний сейчас есть существенное преимущество, перед другими зарубежными заемщиками за счет высокого кредитного качества. Есть компания «Норильский никель» — это экспортер и лидер в своей отрасли, есть надежные заемщики, ориентированные на внутренний рынок, МТС, например, или частично ориентированные на внутренний рынок, такие как СИБУР или НОВАТЭК. Иными словами, российский рынок предоставляет много возможностей для инвестиций без существенных рисков, но с доходностью существенно выше, чем доходность эмитентов других стран с худшим кредитным качеством.

Инвесторы и вовне, и внутри России это видят и этим пользуются: санкции санкциями, но те же американские банки работают в первую очередь для того, чтобы зарабатывать деньги, и инвестируют в то, что приносит большую выгоду. Поэтому, возвращаясь к вашему вопросу о рисках, я думаю, инвесторов могут пугать и будущие риски, и уже существующие опасения, но если бы будущих рисков не было, то и доходность была бы существенно ниже. Мы оцениваем текущий уровень риск/доходность российского долгового рынка как привлекательный.

**— А что с рынком акций?**

— Рынок акций значительно больше чувствителен к ожиданиям того, что будет происходить в экономике. И несмотря на просадку в 2015 году, подешевевший рубль открывает для экономики новые перспективы. Кроме того, повышенная инфляция положительно влияет на финансовый результат компаний в рублях. Таким образом, рублевый рынок акций также оправдал наши ожидания на 2015 год. Конечно, если мы разграничим российский и международные рынки капитала и возьмем российский рынок акций, то увидим, что список публичных эмитентов, к сожалению, сокращается.

с 15