

Нацфонд Казахстана – куда двигаться дальше?

Марек Йохец, ассоциированный профессор финансов Высшей школы бизнеса Назарбаев Университета



В бизнес-сообществе много разговоров ведется о том, насколько оптимально инвестированы средства Нацфонда РК, ведь в случае отрицательного результата страна может потерять значительный инвестиционный доход. В данной статье предложено несколько вариантов инвестирования средств фонда, в частности, рассматривается возможность инвестирования в мировые фондовые индексы, а также анализируются плюсы и минусы инвестирования в альтернативные активы.

Традиционные виды инвестиций

Под традиционными видами инвестиций мы обычно понимаем следующие финансовые инструменты (указанные по нарастающей доходности и рискам): ценные бумаги денежного рынка, ценные бумаги с фиксированным доходом (суверенные облигации, корпоративные облигации и облигационные фонды) и фондовые рынки (обыкновенные акции, активно или пассивно управляемые фонды и индексные фонды). Финансовые деривативы, такие как фьючерсы и опционы, можно включать в портфель для более эффективного достижения желаемой модели окупаемости или для снижения рисков, но подобные операции могут быть дорогостоящими или рискованными (в случае их использования в качестве спекуляции). Можно еще включить золото, но хотелось бы оставить этот вопрос за пределами данной статьи, так как объемы золотовалютных резервов страны рассматриваются отдельно от вопросов инвестирования средств НФРК.

Для частного инвестора основные аспекты инвестиций – выбор между риском/доходностью, временные рамки и ликвидность¹. Для недиверсифицированных инвестиций риск измеряется на основе волатильности доходов (насколько хороший или плохой доход мы можем получить

по различным сценариям) и стоимостной меры риска (Value at Risk или VaR: влияние маловероятных, но катастрофических tail-событий). Для диверсифицированных инвесторов риск портфеля измеряется уровнем корреляции между его инвестиционными доходами и общеэкономическими событиями (как в модели определения стоимости капитала CAPM). Временные рамки для инвестиций могут быть краткосрочными, среднесрочными и долгосрочными. В случае Нацфонда срок будет зависеть от целей и планируемых расходов: долгосрочное хранение ценности (сберегательная функция) или краткосрочное сглаживание дефицита бюджета (функция стабилизации). Ликвидность определяет, насколько быстро актив может быть ликвидирован (продан). Хорошо иметь высокую ликвидность, но у нее своя цена: доходность ликвидных активов в среднем ниже доходности менее ликвидных. Менее ликвидные активы могут принести более высокую доходность в долгосрочной перспективе, но их трудно продать в короткие сроки, особенно в моменты экономической турбулентности.

Нацфонд должен инвестировать средства более консервативно, чем среднестатистический частный инвестор. С точки зрения правительства, неудача одного частного инвестора (или проекта) будет компенсирована успехом другого. Это может спровоцировать расширение разрыва в уровне благосостояния населения, но не повлияет на экономику в целом. Таким образом, большое количество частных предпринимателей и инвесторов расценивается государством как диверсифицированный пул инвесторов, потребителей и налогоплательщиков. Совместно они определяют масштаб и успех экономики, при этом индивидуальные победы или поражения не имеют для государства значения. С другой стороны, провал Нацфонда в случае недиверсифицированной рискованной инвестиции повлечет большие потери для всей страны.

МЕНЕЕ ЛИКВИДНЫЕ АКТИВЫ МОГУТ ПРИНЕСТИ БОЛЕЕ ВЫСОКУЮ ДОХОДНОСТЬ В ДОЛГОСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ, НО ИХ ТРУДНО ПРОДАТЬ В КОРОТКИЕ СРОКИ, ОСОБЕННО В МОМЕНТЫ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ТУРБУЛЕНТНОСТИ.

Инвестиционные решения Нацфонда касаются распределения средств между различными типами инвестиций (наличные средства или ценные бумаги, по характеру близкие наличным средствам, ценные бумаги с фиксированным доходом, акции, деривативы и альтернативные инвестиции), разными регионами мира (США, Европа, страны БРИК и т.д.) и валютами. Часть портфеля, инвестируемого на долгий срок (от 10-20 лет и дольше), должна включать в себя акции. Оптимальным инвестированием средств в акции являются фондовые индексы. В среднесрочной перспективе (3-10 лет) средства нужно инвестировать в облигации и акции, частью которых можно управлять активно. В краткосрочной перспективе (если ожидается, что средства понадобятся в следующем году) активы должны быть инвестированы в наличные деньги и ликвидные ценные бумаги (векселя казначейства США, коммерческие бумаги) или в государственные облигации с подходящим сроком, которые могут быть легко доступны с небольшой дисперсией в стоимостном выражении.

Важный вопрос: «Что лучше? Активное или пассивное инвестирование?». Кеннет Френч показал, что капитализированная стоимость открытия приза (поиск аномальной доходности) составляет 10% от активов, находящихся под управлением (0,7% в год). Имеется достаточно доказательств того, что не существует никакой передачи благосостояния от пассивных инвесторов к активным. Некоторые активные инвесторы превосходят других, то есть, передается богатство от одной группы активных инвесторов к другой (в научных статьях упоминаются как «победители» и «проигравшие»). Исследования также показывают, что нет

определенного постоянства в опережении одних инвесторов другими: победители в каком-то конкретном году, как правило, случайно распределены в следующих годах и многие становятся проигравшими (это было доказано на примере инвестиционных фондов, а также хедж-фондов, например, в статьях Боллена и Буссе). В плохо управляемых фондах существует тренд, когда производительность измеряется после выплаты гонорара менеджменту фонда (т.е. тренд, когда проигравшие остаются проигравшими, если смотреть на доходность фонда после гонорара). Это указывает на то, что менеджеры зачастую просто получают рыночную доходность, которую инвестор может выручить и бесплатно. Активно управляемые фонды обычно взимают годовой взнос в размере 1% от стоимости управляемых активов (независимо от результата). Хедж-фонды могут просить до 4%; фонды хедж-фондов – более чем 6% (и к тому же 20% от прибыли). С другой стороны, пассивно управляемые фонды и индексные фонды выставляют гораздо более низкие ставки, иногда около нуля (ставка уменьшается с объемом инвестиций).

Активные инвесторы имеют большое значение для рынка, потому что их торговые операции создают спрос и предложение, устанавливающие цены (в то время как пассивные инвесторы торгуют только тогда, когда у них есть потребность в ликвидности). Пассивные инвесторы, таким образом, в некоторой степени «фрирайдят» на активных инвесторах: они экономят на издержках торговых операций, но используют все выгоды рыночных цен и ликвидности.

Наличие успешных активных инвесторов, демонстрирующих аномальную доходность, не следует рассматривать как доказательство того, что любая команда управленцев может быть обучена генерированию сверхдоходов. Весьма успешные инвесторы могут быть просто случайными эпизодами в ряду нормального распределения прибыли. Решить, что у победителей есть свой рецепт успеха – мнение, не имеющее под собой основания. Может ли наша команда обыграть мировые рынки? Можем ли мы перехитрить тысячи подобных команд с теми же (или большими) устремлениями, способностями и ресурсами?

НАЛИЧИЕ УСПЕШНЫХ ИНВЕСТОРОВ НЕ СЛЕДУЕТ РАССМАТРИВАТЬ КАК ДОКАЗАТЕЛЬСТВО ТОГО, ЧТО ЛЮБАЯ КОМАНДА УПРАВЛЕНЦЕВ МОЖЕТ БЫТЬ ОБУЧЕНА ГЕНЕРИРОВАНИЮ СВЕРХДОХODOB.

Инвестирование через «большие имена» может показаться решением. Если мы не можем повторить их успех, то давайте найдем их. Проблема заключается в том, что такой талант дорог (если это не так, то мотивации не будет), и что прошлый успех не является гарантией будущих положительных результатов. Мы находимся все в той же позиции, так как пытаемся выбрать будущих победителей. Но даже самые уважаемые компании могут потерпеть неудачу (посмотрите, например, на историю с Lehman Brothers).

Институты США, кажется, понимают это. Кеннет Френч сообщает, что за последние три десятилетия компании все чаще обращаются к пассивной инвестиционной деятельности. Это увеличивает диверсификацию, экономит значительные затраты, а также снижает риск хищений и коррупции, что очень важно и для Казахстана.

Альтернативные инвестиции

Примеры альтернативных инвестиций включают в себя частный акционерный капитал (Private Equity), фонды специального назначения, хедж-фонды, недвижимость, товары (или фьючерсы на товары), произведения искусства и т.д. Доходность инвестиций будет сильно

варьироваться – от преумножения вложенных средств в десятки раз до полной потери инвестиций. Пожалуй, следует также отметить, что в отличие от пассивного инвестирования в индекс, который имеет объективные и легко проверяемые результаты, инвестиции в альтернативные или экзотические активы менее прозрачны и создают почву для потенциальной коррупции. С другой стороны, потери индекса не должны вести к уголовному преследованию менеджеров, управляющих фондом, в то время как потери от экзотических инвестиций могут быть поставлены под сомнение даже тогда, когда не было никаких дурных поступков, и менеджер инвестировал средства по доброй воле.

Преимущества альтернативных инвестиций

Хотя альтернативные инвестиции не являются существенными для Нацфонда РК, некоторые ФНБ (например, в Саудовской Аравии) используют их. Можно привести следующие потенциальные выгоды.

1. Профессиональное развитие специалистов, которые будут выступать в качестве инвестиционных менеджеров. Можно представить себе передачу ноу-хау в частный сектор: люди могут стать учредителями местных инвестиционных компаний, венчурных фирм или частных инвестиционных фондов, которые принесут пользу местной экономике. Они могли бы служить катализатором финансовых реформ и инноваций в Казахстане. Нацфонд может содействовать развитию людских ресурсов, активно инвестируя часть своих средств в альтернативные активы и создавая организации, которые будут отвечать за менеджмент.
2. Развитие профессиональных и личных связей с ведущими мировыми инвесторами. Альтернативные инвестиции могут первоначально осуществляться в сотрудничестве с иностранными инвестиционными компаниями. Возращение долгосрочных отношений с такими компаниями может принести пользу правительству путем раннего доступа к частной информации, передачи ноу-хау и корпоративной культуры, предоставления тренировочных площадок для казахстанского персонала в офисах партнеров и т.д.
3. Использование услуг иностранных инвестиционных компаний может помочь стимулировать их внимание к инвестиционным возможностям в Казахстане и обратить поток денежных средств в обратном направлении.
4. Инвестиции в альтернативные активы дадут возможность Нацфонду участвовать в «охоте на следующий Microsoft». Вполне возможно, что Нацфонду получится инвестировать средства в проект или стартап, у которого будет большая доходность. Будут, конечно, присутствовать и риски: некоторые проекты могут дать сбой, и деньги окажутся потеряны безвозвратно.
5. Альтернативные инвестиции увеличат диверсификацию Нацфонда, хотя этот эффект незначительный, поскольку Нацфонд в значительной степени диверсифицируется, если будет использоваться индексное инвестирование.
6. Введение группы альтернативных инвестиций имеет при себе «опцион расширения». Эта опция может быть выгодной, если текущие альтернативные вложения станут основным потоком инвестиций в будущем из-за технологических изменений.
7. Опыт из первых рук относительно альтернативных инвестиций (и сопутствующих неудач) может послужить уроком для лиц, определяющих политику.

НАЦФОНД МОЖЕТ СОДЕЙСТВОВАТЬ РАЗВИТИЮ ЛЮДСКИХ РЕСУРСОВ, АКТИВНО ИНВЕСТИРУЯ ЧАСТЬ СВОИХ СРЕДСТВ В АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ АКТИВЫ И СОЗДАВАЯ ОРГАНИЗАЦИИ, КОТОРЫЕ БУДУТ ОТВЕЧАТЬ ЗА МЕНЕДЖМЕНТ.

Выгоды от альтернативного инвестирования не перевешивают выгоды от использования традиционных инвестиций, но могут служить достаточно прочной основой для выделения небольшой части средств Нацфонда для альтернативных вложений.

Инвестиционные решения Нацфонда РК имеют первостепенную важность для Казахстана, поскольку могут в значительной степени повлиять на нынешнее и будущее поколение. Эта тема заслуживает постоянного внимания и профессионального обсуждения.

Перевод на русский язык Айданы Есенгалиевой

Источник: <http://nb.kz/18018/>