

УТВЕРЖДЕНИЕ, ЧТО АКЦИИ БОЛЕЕ ДОХОДНЫ, ЧЕМ ОБЛИГАЦИИ НА ДОЛГОСРОЧНОМ ПРОМЕЖУТКЕ (ХОТЯ И С ОГОВОРКОЙ, ЧТО В КРАТКОСРОЧНОМ ПЕРИОДЕ АКЦИИ БОЛЕЕ РИСКОВАННЫ), НАСТОЛЬКО РАСПРОСТРАНЕНО В ИНВЕСТИЦИОННОМ МИРЕ, ЧТО ВОСПРИНИМАЕТСЯ КАК АКСИОМА. ДАЖЕ В РОССИИ, ГДЕ ФОНДОВЫЙ РЫНОК ИЗ ГОДА В ГОД ПОКАЗЫВАЕТ БЛИЗКУЮ К НУЛЮ ДОХОДНОСТЬ, ФОНДЫ АКЦИЙ ОСТАЮТСЯ САМЫМИ ПОПУЛЯРНЫМИ. КЛИЕНТОВ УБЕЖДАЮТ: ПУСТЬ СЕЙЧАС СБЕРЕЖЕНИЯ ТАЮТ, ЗАТО ФУНДАМЕНТАЛЬНАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ИХ ПОРТФЕЛЯ ТОЛЬКО УВЕЛИЧИВАЕТСЯ.

Акции vs облигации: мифы и реальность



Алексей ТРЕТЬЯКОВ,
генеральный директор,
УК «Арикапитал»

На чем же основана вера в акции огромного количества специалистов по инвестициям, среди которых достаточно уважаемых имен?

Есть два основных объяснения: теоретическое и статистическое.

Первое — теоретическое. Согласно теории эффективного портфеля, инвесторы выбирают оптимальные активы, руководствуясь тем, что чем больше риск актива — тем большую доходность он должен приносить. Так как акции более рискованны, чем облигации, то на эффективном рынке их цена будет стихийным образом складываться на уровне, компенсирующем повышенный риск.

Второе объяснение — статистическое. Существует огромное количество исследований (правда, в основном по американскому финансовому рынку), показывающих, что хотя в каждый отдельный год акции могут принести убыток, но если взять достаточно длинный промежуток, например 10 лет и больше, то убытки одного года компенсируются с лихвой прибылью в другом году, а средний доход от владения акциями стабильно превышает доход по облигациям.

Недавно скончавшийся очень уважаемый инвестиционный гуру Бартон Биггс (на протяжении более чем 30 лет, с 1970-х по 2000-е годы, он, работая в

Morgan Stanley, многократно признавался лучшим специалистом по инвестиционному анализу в США) в своем труде «Wealth, War and Wisdom» исследовал поведение фондовых рынков развитых стран на очень длинном отрезке времени. Он тщательно рассмотрел, что происходило с различными классами активов во время Второй мировой войны в странах-участниках, где уже сложился к тому времени фондовый рынок. Бартон Биггс пришел к выводу, что акции лучше облигаций сохраняют ценность даже в странах, проигравших войну. И тем более страны-победители дают возможность инвесторам насладиться прекрасной динамикой котировок акций национальных компаний.

Удивительный факт — если вы возьмете любой 10-летний промежуток, начиная с 1942-го по 2001 год, то американские акции всегда приносили большую доходность, чем казначейские обязательства ФРС.

Мы приводим статистику, подтверждающую, что это действительно так (см. таблицу 1).

Что можно возразить на такие «неоспоримые» доводы?

Обратите внимание на выделенную жирным шрифтом фразу в предыдущем абзаце. Вас ничего не смущает? Прежде

чем превращать это интересное статистическое наблюдение в универсальный закон, объективный рефери, на мой взгляд, должен обратить внимание на три нюанса:

1. Почему акции сравниваются с государственными облигациями? Обязательства Казначейства США — надежный актив, но очень низкодоходный. Существуют ведь более доходные муниципальные облигации. А еще лучше было бы сравнить доходность акций крупнейших американских корпораций (входящих в индекс S&P500) с доходностью облигаций тех же самых компаний. Почему этого не делается?

2. Можно ли сказать, что статистика с 1942-го по 2001 год — достаточно репрезентативный отрезок времени? Не получается ли так, что поклонникам акций просто удобно использовать его, а на

ПО СРАВНЕНИЮ С
КОРПОРАТИВНЫМИ
ОБЛИГАЦИЯМИ ДАЖЕ В
ДОЛГОСРОЧНОМ ПЛАНЕ
АКЦИИ ПРЕДОСТАВЛЯЮТ
СЛИШКОМ НИЗКУЮ
ПРЕМИЮ ЗА РИСК ПРИ
ЗНАЧИТЕЛЬНОМ УВЕЛИЧЕНИИ
ВОЛАТИЛЬНОСТИ

другие периоды с отличающейся статистикой просто закрывать глаза?

3. Можно ли, опираясь на качественную статистику по рынку США и отдельным другим странам, распространить наблюдение на весь мир и, что нас особенно интересует, применить к России?

Начнем по порядку. На самом деле акции сравниваются с гособлигациями не по злему умыслу, а просто в силу отсутствия доступной статистики по другим видам долговых инструментов. История фондовых индексов насчитывает до 100 и более лет, чего не скажешь об облигационных индексах: даже по самому развитому рынку США история индексов корпоративных облигаций Total return начинается только в 70-е годы. К тому же провайдеры индексов рынка облигаций — частные инвестиционные банки, не раскрывающие историю своих индексов в открытом доступе.

| Период | Реальная доходность акций, % | Реальная доходность облигаций (US Treasuries), % | Превышение доходности рынка акций, % |
|----------------|------------------------------|--|--------------------------------------|
| 2002–2011 | 0.43 | 6.30 | -5.9 |
| 1992–2001 | 10.17 | 6.07 | 4.1 |
| 1982–1991 | 13.17 | 11.21 | 2.0 |
| 1972–1981 | -1.96 | -5.35 | 3.4 |
| 1962–1971 | 3.73 | -0.70 | 4.4 |
| 1952–1961 | 14.98 | 0.46 | 14.5 |
| 1942–1951 | 11.14 | -3.22 | 14.4 |
| 1926–1941 | 3.35 | 5.46 | -2.1 |
| Среднее | 6.88 | 2.53 | 4.3 |

Тем не менее есть доказательства того, что корпоративные облигации — более привлекательный сегмент, чем US Treasuries. Совместное исследование американских и английских ученых 2011 года «Corporate bond default risk: A 150-year perspective» показало, что на максимально доступном для анализа 150-летнем промежутке доходность американских корпоративных облигаций превышала доходность гособлигаций примерно на 1.5%. И даже с поправкой на дефолты (0.75%) чистая премия на этом отрезке составляла не менее 0.75%. При этом пик дефолтов пришелся на конец XIX века, после чего надежность корпоративных облигаций устойчиво росла. Так, в послевоенный период 1946–2008 годов дефолтный уровень составил всего лишь 0.3%.

Что дает поправка на 1.2% в долгосрочном сравнении акций и облигаций? Возвращаясь к таблице 1, можно заметить, что этого недостаточно, чтобы облигации сравнялись с акциями. Доходность акций по-прежнему в 6 из 8 десятилетних отрезков превышает облигации. Однако если исключить период бурного послевоенного восстановления с 1942-го по 1961 год, то оказывается, что за последние 50 лет доходность акций (5.1%) совсем незначительно превышает доходность корпоративных облигаций (4.7%).

Таким образом, мы уже отвечаем на вопрос репрезентативности используемых для сравнения акций и облигаций исторических отрезков. Чаще всего исследователи рынка (в том числе и Бартон Биггс) выводят заключение «чем длиннее рассматриваемый период, тем более заметно преимущество инвестирования в акции», опираясь на то, что

| Период | Реальная доходность акций, % | Реальная доходность облигаций (US Treasuries), % | Реальная доходность облигаций (Corporate bonds), % |
|----------------|------------------------------|--|--|
| 2002–2011 | 0.43 | 6.30 | 7.50 |
| 1992–2001 | 10.17 | 6.07 | 7.27 |
| 1982–1991 | 13.17 | 11.21 | 12.41 |
| 1972–1981 | -1.96 | -5.35 | -4.15 |
| 1962–1971 | 3.73 | -0.70 | 0.50 |
| Среднее | 5.11 | 3.50 | 4.70 |

Таблица 1
Среднегодовая реальная доходность в год на протяжении десятилетия по американским акциям (индекс S&P 500 с учетом реинвестирования дивидендов) и облигациям (US Treasuries)

Таблица 2
Среднегодовая реальная доходность по американским акциям (индекс S&P 500 с учетом реинвестирования дивидендов), облигациям (US Treasuries) и корпоративным облигациям (с учетом премии 1.2% к US Treasuries)

| Период | Количество лет | Номинальная доходность акций, % | Номинальная доходность облигаций, % | Превышение номинальной доходности рынка акций, % | Реальная доходность акций, % | Реальная доходность облигаций, % | Превышение реальной доходности рынка акций, % | Инфляция, % |
|-----------|----------------|---------------------------------|-------------------------------------|--|------------------------------|----------------------------------|---|-------------|
| 2011 | 1 | -7.72 | 7.07 | -14.79 | -7.06 | 7.84 | -14.09 | -0.71 |
| 2010-2011 | 2 | -2.55 | 5.32 | -7.87 | -2.45 | 5.43 | -7.88 | -0.10 |
| 2009-2011 | 3 | 5.37 | 5.09 | 0.28 | 5.34 | 5.06 | 0.28 | 0.03 |
| 2008-2011 | 4 | -6.28 | 5.86 | -12.14 | -6.46 | 5.66 | -12.12 | 0.20 |
| 2007-2011 | 5 | -5.06 | 4.60 | -9.67 | -5.59 | 4.02 | -9.61 | 0.55 |
| 2002-2011 | 10 | 2.00 | 4.30 | -2.30 | 1.27 | 3.55 | -2.28 | 0.72 |
| 1997-2011 | 15 | 5.16 | 4.07 | 1.09 | 4.39 | 3.30 | 1.08 | 0.74 |
| 1992-2011 | 20 | 8.46 | 5.11 | 3.35 | 7.38 | 4.06 | 3.32 | 1.01 |
| 1982-2011 | 30 | 9.23 | 4.89 | 4.34 | 7.33 | 3.07 | 4.26 | 1.77 |
| 1972-2011 | 40 | 7.19 | 5.07 | 2.12 | 4.55 | 2.48 | 2.07 | 2.53 |
| 1962-2011 | 50 | 6.40 | 4.86 | 1.54 | 3.50 | 2.00 | 1.50 | 2.80 |
| 1952-2011 | 60 | 8.18 | 4.61 | 3.57 | 5.52 | 2.04 | 3.48 | 2.52 |
| 1942-2011 | 70 | 8.15 | 4.42 | 3.72 | 5.50 | 1.87 | 3.63 | 2.51 |
| 1926-2011 | 86 | 7.52 | 4.49 | 3.03 | 5.25 | 2.28 | 2.97 | 2.16 |

Источник: Bank Pictet

Таблица 3

Годовая доходность акций и облигаций в Швейцарии за различные инвестиционные периоды с 1926-го по 2011 г.¹ накопительным итогом

¹ Доходности посчитаны с использованием среднего геометрического, поэтому показывают среднегодовую доходность, полученную с использованием стратегии buy-and-hold.

среднегодовая доходность по индексу S&P 500 за 20 лет больше, чем за 10 лет, за 30 лет больше, чем за 20 лет, и так далее. Но на это можно посмотреть и с другой стороны — преимущество акций над облигациями было очевидным в первые десятилетия после Второй мировой войны, сопровождавшиеся превращением США в главную мировую сверхдержаву и успешной международной экспансией американских корпораций. Столбец 3 в таблице 1 показывает, что в каждый последующий 10-летний промежуток импульс затухал, а облигации сокращали разрыв в доходности.

И наконец, третье замечание — насколько американский пример можно считать универсальным и подходящим для российского инвестора? Очевидный ответ — США со стабильным политическим строем и инвестиционным климатом, не допуская военных конфликтов на своей территории, — очень отдаленный пример. К сожалению, остается сетовать на отсутствие достаточно длинной сравнительной статистики в каких-либо развивающихся странах. За исключением США, добыть нужные данные непросто даже по развитым странам. Мне повезло при подготовке этого материала натолкнуться на ежегодное исследование частного банка Pictet по швейцарскому рынку акций и облигаций, в

котором собрана статистика с 1926 года. Посмотрите на таблицу из обзора 2012 года (таблица 3).

Это как раз иллюстрация интеллектуальной ловушки, в которую попадают исследователи истории фондовых рынков. Специалисты банка Pictet сравнивают доходность за 10, 20, 30 и так далее лет и делают следующее заключение: «Вывод этого исследования — ясен: на протяжении длительного периода времени акции в основном опережают облигации ценой более высокой волатильности».

Посмотрите на эту же таблицу (таблица 4), но только с доходностью акций и облигаций не накопленным итогом (за 10, 20, 30 лет и так далее), а за отдельно взятые десятилетия (то есть 2000-е, 90-е, 80-е и так далее).

Мягко говоря, вывод неоднозначен. За последние почти 90 лет швейцарские акции и облигации — практически на равных! И хотя в среднем доходность акций более чем вдвое превышала доходность облигаций, этот результат опять же получается во многом благодаря послевоенному суперралли. Более того, у каждого инвестора с 10-летним горизонтом вложений вероятность заработать на акциях больше, чем на облигациях, была лишь 55%. С 1962-го по 2011 год средняя доходность по акциям — 3.7%, что все еще выше, чем в гособлигациях (2.0%), но, опять же допуская, что корпоративные облигации дают премию в размере 1–1.5%, разница становится несущественной.

Опираясь на два исторических примера (США и Швейцария), я прихожу к выводу, что акции, безусловно, привлекательнее, чем государственные долговые обязательства. Однако по сравнению с корпоративными облигациями даже в долгосрочном плане акции предоставля-

Таблица 4

Годовая доходность акций и облигаций в Швейцарии за различные инвестиционные периоды с 1926-го по 2011 г. в отдельно взятые десятилетия

| Период | Реальная доходность акций, % | Реальная доходность облигаций, % |
|-----------|------------------------------|----------------------------------|
| 2002–2011 | 1.27 | 3.55 |
| 1992–2001 | 13.86 | 4.57 |
| 1982–1991 | 7.23 | 1.12 |
| 1972–1981 | -3.37 | 0.73 |
| 1962–1971 | -0.60 | 0.10 |
| 1952–1961 | 16.23 | 2.24 |
| 1942–1951 | 5.38 | 0.86 |
| 1926–1941 | 4.16 | 4.09 |
| Среднее | 5.52 | 2.16 |

ют слишком низкую премию за риск при значительном увеличении волатильности. И это с учетом того, что мы рассматривали успешные примеры фондовых рынков, пожалуй, в золотые времена стабильности и бурного экономического подъема, что подобно анализу доходности игры в рулетку только по игрокам, выходящим из казино с выигрышем.

Самое главное заключение — пассивное инвестирование в акции не даст вам гарантированно более высокой доходности, даже если вы готовы к сколь угодно долгосрочному инвестированию. Получить хороший результат как при краткосрочном, так и долгосрочном инвестировании смогут только активные управляющие, входящие в акции перед периодом ускорения экономического роста и правильно выбравшие рынки стран, увеличивающих влияние в мире, создающих условия для экспорта или глобальной экспансии национальных корпораций.

Думаю, что оба этих условия вряд ли благоприятствуют росту российских акций. Как инвестор, я предпочитаю инвестировать в наши «голубые фиш-

ки» исключительно на коротке. А вот российские корпоративные облигации (включая еврооблигации) мне кажутся гораздо более привлекательным активом. Зарубежные рейтинговые агентства занижают как страновой кредитный рейтинг России, так и рейтинги частных компаний. Рейтинги большинства крупных частных компаний и банков в основном ограничены уровнем ВВ, что в понимании западных инвесторов соответствует статусу «мусорных облигаций», хотя платежеспособность и уровень корпоративного управления этих заемщиков намного выше, чем у американских и европейских эмитентов с похожим рейтингом.

В условиях снизившейся за последние годы рублевой инфляции (6–7%) корпоративные рублевые облигации в целом как класс, и в особенности частные корпорации и банки с рейтингом ВВ, обеспечивают реальную доходность на уровне 3–4% годовых. Это на фоне нулевых ставок в США и еврозоне и очень высокой неопределенности на рынках акций является прекрасной инвестиционной возможностью. ©

КАК ИНВЕСТОР,
Я ПРЕДПОЧИТАЮ
ИНВЕСТИРОВАТЬ
В НАШИ «ГОЛУБЫЕ
ФИШКИ»
ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО
НАКОРТОКЕ.
А ВОТ РОССИЙСКИЕ
КОРПОРАТИВНЫЕ
ОБЛИГАЦИИ
МНЕ КАЖУТСЯ
ГОРАЗДО БОЛЕЕ
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЫМ
АКТИВОМ

Украинский 2013 ОБЛИГАЦИОННЫЙ КОНГРЕСС



18 апреля
2013 г.,
Киев,
Президент
Отель

Украинские облигации: доходность больше, чем риск

В программе конференции:

- выступления госрегуляторов о стратегии развития финансового рынка Украины;
- круглый стол «Денежный рынок и финансовые инструменты»;
- обсуждение наиболее актуальных тем рынка облигаций Украины;
- награждение ведущих торговцев ОВФЗ и андеррайтеров Украины по итогам 2012 г.;
- неформальное общение с участниками рынка.

Свое участие в работе конференции подтвердили представители: Министерства финансов Украины, Национального Банка Украины, Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку, Deutsche Bank, UBS, ЕБРР, ICU, Fitch Ratings и другие ведущие участники долгового рынка Украины.

Программа, спонсорство:

Сергей Ляшенко,
slyashenko@cbonds.info,
+38 (044) 468-64-34

Регистрация:

Елена Мокрицкая,
elena@cbonds.info,
+7 (812) 336-97-21 *104

Организаторы:



Cbonds
congress

ИНФОРМАЦИОННОЕ
CBONDS
АГЕНТСТВО

Генеральный спонсор:



INVESTMENT CAPITAL UKRAINE

Спонсоры:



МОСКОВСКАЯ
БИРЖА



Связь Банк

При участии:



Ukrainian Credit Rating Agency

www.cbonds-congress.com