



◀ **Алексей ТРЕТЬЯКОВ,**
генеральный директор,
УК «Арикапитал»

Инвестирование в ETF — ключ к безрисковому доходу?

В апрельском номере Cbonds Review вышла статья «Акции vs облигации: мифы и реальность», в которой я привел аргументы в защиту облигаций как оптимального класса активов для долгосрочного инвестирования. Это идет вразрез с распространенным мнением, согласно которому облигации считаются надежным, но низкодоходным инструментом, а акции более волатильным, но и более прибыльным классом активов на длинном горизонте. Тогда я писал, что подобное мнение ошибочно формируется из-за отсутствия достаточной информации о поведении различных классов активов в разных странах на длительном промежутке времени (по крайней мере, в несколько десятилетий). В тот момент я еще не знал об исследовании Уильяма Гоцмана и Филиппа Джориона «Глобальные фондовые рынки в XX веке». О том, какое отношение это исследование имеет к теме ETF, речь ниже.

Долгосрочная история доходности акций существует только по небольшому количеству стран, в основном это примеры успешного развития в XX веке. Для иллюстрации доходности облигаций чаще всего берется статистика по рынку государственных бумаг. Значительно более доходные (даже с поправкой на дефолты) корпоративные облигации не поддаются историческому сопоставлению, поскольку облигационные индексы начали рассчитываться только с конца 1970-х годов.

Теме доходности рынков акций на долгосрочном промежутке посвящено исследование Уильяма Гоцмана и Филиппа Джориона «Глобальные фондовые рынки в XX веке». Ученые еще в 1999 году, то есть во время эйфории, царившей тогда на фондовых биржах по всему миру, пришли к выводу, прозвучавшему как гром среди ясного неба:

«Долгосрочные прогнозы ожидаемой доходности акций обычно производят на основе данных по США. Однако есть основания подозревать, что эти оценки обязаны «survivorship» (юр. права наследника, возникающие вследствие смерти сонаследников), так как США — основанно наиболее успешная капиталистическая система в мире. Мы собрали базу данных по капитальному приросту 39 фондовых индексов, начиная с 1920-х годов. С 1921-го по 1996 год американские акции давали максимальную в реальном выражении доходность (4.3% годовых) среди всех выбранных стран по сравнению с медианным значением 0.8% годовых для остальных. Таким образом, высокая премияльная доходность американских акций является скорее исключением, чем правилом».

Это исследование убедительно доказывает, что само по себе инвестирование в выбранный наугад фондовый индекс вовсе не явля-

Место по активам	Название	Активы под управлением, \$ млн	Доходность, % годовых (за 10 лет)	Доходность, % годовых (за 5 лет)	Рынок	Expense ratio, %
1	SPDR S&P 500	139 491	7.01	7.20	Индекс S&P500	0.09
2	Vanguard Emerging Markets ETF	47 506	8.17*	1.09	Индекс MSCI Emerging Markets	0.18
5	SPDR Gold Trust	42 018	13.30	10.49	Золото	0.40
6	PowerShares QQQ Trust	35 607	9.16	11.25	Индекс Nasdaq 100	0.20
8	Total Stock Market ETF	32 546	7.79	7.80	Индекс CRSP US Total Market	0.05
9	iShares Russell 2000 ETF	24 183	8.72	7.95	Индекс iShares Russell 2000	0.28
14	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF	17 646	5.40	7.14	Корпоративные облигации американских компаний с инвестиционным рейтингом	0.15
15	Vanguard REIT ETF	17 057	7.74	5.47	Индекс MSCI REIT	0.10
16	Vanguard Total Bond Market ETF	16 914	4.84	4.73	Barclays Capital U.S. Aggregate Bond Index	0.10

* По Vanguard Emerging Markets ETF приведена доходность с марта 2005 г.

ется простым способом заработать, даже при готовности инвестировать в долгую. Помните анекдот про начальника, который отчитал недостаточно эффективного, по его мнению, трейдера, показав ему график фондового индекса со словами: «Вот видишь, все же ясно — здесь нужно было купить, а здесь продать!»

Что представляет из себя ETF? Вот определение, которое дает Википедия:

ETF (Exchange Traded Fund) — биржевой инвестиционный фонд, повторяющий структуру выбранного базового индекса. Преимущество ETF перед ПИФ — операции по акциям ETF могут совершаться в течение всего торгового дня, и их цена меняется в зависимости от активности торговцев. Фактически ETF является новым видом ценных бумаг, выполняющим роль сертификата на портфель акций.

Добавим, что к преимуществам ETF можно отнести более простую процедуру покупки для зарубежных инвесторов и возможность инвестирования небольших сумм, что удобно розничным инвесторам.

По данным Bloomberg, в настоящее время зарегистрировано и работает более 100 тыс. ETF. Но среди них не более сотни обладают хорошей ликвидностью и доступны для покупки. Обычно к фондам-лидерам по доходности за прошлые периоды приковано максимальное внимание, так как в них сконцентрирована максимальная ликвидность. Инвестиционный консультант в первую очередь порекомендует вам именно такие фонды. Иными словами, каждый ETF из топ-списка наиболее популярных фондов говорит сам за себя, как тот начальник из анекдота: «Все просто. Нужно было купить меня 10 лет назад».

Но как правильно выбрать ETF именно сейчас? Давайте немного пофантазируем. Если бы инвестор примерно 100 лет назад задался целью инвестировать в гипотетически существующие ETF, наверное, ему бы пришлось в голову купить индексы США и Великобритании, двух крупнейших держав того времени, и это была бы хорошая инвестиционная идея — с учетом

реинвестирования дивидендов можно было бы заработать более 8% в год. Но ему также трудно было избежать искушения включить в портфель индексы на недооцененные из-за Первой мировой войны акции Германии и России, азиатского лидера — Японии, бурно развивающейся колониальной Индии или прогрессивной Аргентины. Все эти рынки в последующие годы под ударами войн, революций, национализаций и гиперинфляции в определенный момент терпели полный крах, обнуляющий вложения портфельных инвесторов.

Современные финансовые рынки гораздо сложнее, чем 100 лет назад. Инвестору в акции нужно правильно спрогнозировать, какая страна в XXI веке сможет упрочить позиции мировой или региональной сверхдержавы, обеспечит политическую стабильность и неприкосновенность частной собственности, а также не допустит гиперинфляции. Возможно, мировая экономика в будущем будет развиваться гораздо медленнее, чем в предыдущее столетие, и тогда нужно обратить взор на альтернативные классы активов: облигации, commodities, недвижимость и так далее.

Более 100 тыс. активных ETF заполняют инвестиционную матрицу, составленную по любым критериям за исключением одного: они не отделяют хорошие компании от плохих. Для непрофессионального инвестора выбор ограничивается гораздо более узким списком самых популярных и ликвидных ETF: ни один из них не будет «Большой инвестиционной идеей» следующего десятилетия в силу естественного развития долгосрочных трендов. Сначала эту идею найдут немногие профессионалы, потом она станет доминирующей на

Таблица 1
Крупнейшие мировые ETF
Источники: ETF Database, Bloomberg

Таблица 2
Доходность в российских ПИФах акций и облигаций по сравнению с индексом на 30.08.2013
Источники: ETF Database, Bloomberg

Индекс	Доходность индекса, %		
	5 лет	3 года	1 год
ММВБ	0.2	-0.1	-4.1
ПИФы акций (индекс IF-EG)	3.4	-0.2	-5.7
IFX-Cbonds	10.0	7.8	9.2
ПИФы облигаций (индекс IF-FI)	7.2	8.3	8.4

Индекс	Доходность индекса, %			
	5 лет	5 лет	3 года	1 год
iShares MSCI Emerging Market	11.4	2.0	-1.2	-0.2
Американские фонды активного управления (в категории Diversified Emerging Markets Funds)	11.5	2.9	2.4	4.5

Таблица 3
Американские фонды
против ETF

Источник: Morningstar.com,
Bloomberg, расчеты
УК «Арикапитал»



БОЛЕЕ 100 ТЫС. АКТИВНЫХ
ETF ЗАПОЛНЯЮТ
ИНВЕСТИЦИОННУЮ
МАТРИЦУ, СОСТАВЛЕННУЮ
ПО ЛЮБЫМ КРИТЕРИЯМ
ЗА ИСКЛЮЧЕНИЕМ
ОДНОГО: ОНИ НЕ
ОТДЕЛЯЮТ ХОРОШИЕ
КОМПАНИИ ОТ ПЛОХИХ

Таблица 4
Доходность и издержки в
американских и российских
паевых фондах с активным
управлением

рынке, и уже на заключительной стадии роста, когда даже домохозяйкам будет все понятно и очевидно, покупающие эту идею массовые инвесторы выведут соответствующий ETF в топ-чарты.

Правильный выбор класса активов, страны или региона для инвестиций хотя бы на пять лет вперед не только сложен, он невозможен, поскольку находится за гранью аналитических моделей. Непредсказуемые, субъективные и иногда эмоциональные решения президентов, руководителей центробанков и глав транснациональных корпораций будут определять ход событий. Одним из примеров развилки, дальше которой не просчитывают аналитические модели, является то, каким образом будет решена долговая проблема в США, еврозоне и Японии. Билл Гросс, управляющий крупнейшим в мире фондом облигаций PIMCO Total Return и один из наиболее успешных инвесторов последних десятилетий, недавно написал обзор There Will Be Haircuts. Он уверен, что правительства попытаются секвестрировать свои долги, но вместо однозначного прогноза предложил сразу пять вариантов действий центробанков: политика отрицательных процентных ставок, инфляция, девальвация, введение контроля капитала и дефолт. В зависимости от того или иного варианта, очевидно, что разные классы активов будут вести себя прямо противоположно.

В любом случае разрешение долговой проблемы означает потери для инвесторов. Послевоенные мирные десятилетия, когда экономика бурно развивалась сначала благодаря эффекту низкой базы, а затем внедрению новых технологий на фоне бума рождаемости, закончились. В обозримой перспективе мы видим плато потребления, отсутствие новых прорывных технологий и

демографический кризис. И если в лучшие времена реальная доходность от пассивного инвестирования (за исключением нескольких счастливых рынков) была чуть выше нуля, думаю, в обозримом будущем усредненная доходность по всем рынкам и классам активов окажется отрицательной.

Кто выйдет победителем из схватки за положительную доходность: ETF или активно управляемые фонды? Паевые фонды часто критикуют за высокие комиссии при доходности, не сильно отличающейся от индексной. Так ли это на самом деле? Если посмотреть на доходность, которую показывали российские управляющие за последние годы, то она действительно уступает индексной и в ПИФах акций, и в ПИФах облигаций (сравнивая ПИФы акций с индексом ММВБ, нужно учитывать, что в индексе ММВБ не учитываются дивиденды, поэтому в действительности ПИФы акций проигрывают еще больше пассивному индексному инвестированию).

Если сравнить доходность одной из самых популярных в мире ETF инвестиционных стратегий (Emerging markets equities, индекс MSCI EM) с результатами управляющих, то картина получается более радужная (см. таблицу 3).

Доходность фондов лучше, чем у ETF на любом из рассматриваемых временных промежутков. Однако, согласитесь, что если бы вы вложились в emerging markets в 2003 году, разница между доходностью фондов (11.5%) или ETF (11.4%) была бы несущественной. В любом случае это стало бы замечательной инвестицией! Проблема в том, что 10 лет назад активы ETF на акции развивающихся рынков были крошечными, например, у основного на тот момент iShares MSCI Emerging Market они составляли менее \$300 млн (второй на сегодня по объему активов в мире Vanguard Emerging Markets начал работать только в 2005 году). Основная масса инвесторов покупала паи ETF на акции EM уже в 2012 году (за 2012 год активы iShares MSCI

Самые доходные фонды США в категории Diversified Emerging Markets	Доходность за 5 лет, % годовых	Совокупные издержки (Total Expense ratio), %
Wasatch Emerging Markets Small Cap	11.4	2.0
Aberdeen Emerging Markets	8.4	1.1
DFA Emerging Markets Small Cap	7.8	0.8
Российские ПИФы акций (без отраслевой специализации)	Доходность за 5 лет, % годовых*	Комиссия за управление + спецдепозитарий + прочие расходы
«Газпромбанк — Фонд развивающихся отраслей»	8.6	5.0
«Альянс — Акции»	8.3	4.3
«Сбербанк — Фонд акций компаний малой капитализации»	7.6	4.0

* Источники: по американским фондам — Morningstar.com по данным на 04.09.2013, по российским ПИФам — Investfunds.ru по данным на 30.08.2013, доходность рассчитана как среднегодовой прирост пая между 29.08.2008 и 30.08.2013..

Emerging Market выросли с \$32.5 млрд до \$48.1 млрд, но доходность на 30 августа 2013 года составила скромные 2.03% годовых). И на отрезке в три и один год ETF принесли убытки, в то время как фонды активного управления — относительно приемлемую долларовую доходность.

Почему американские фонды работают лучше, чем российские? Думаю, основная причина в высоких издержках последних. Можно сказать, что благодаря развитию индустрии ETF зарубежные управляющие умили свои аппетиты и поработали над снижением комиссий. Это наглядно показывает таблица 4.

Настоящая пропасть между отношением доходность/издержки для инвестора наталкивает на мысль, что российскому рынку пошло бы на пользу появление местных ETF, конечно, при условии, что комиссии в них были бы американские 0.1–0.2%, а не российские 1–2% годовых. Что касается глобальных ETF, то общее впечатление положительное. Их появление существенно расширило инвестиционные возможности. Наибольшую пользу от ETF могут получить

активные инвесторы с макростратегиями. При необходимости быстро переложить-ся из акций в облигации, из немецких Bundes облигаций в Treasuries и так далее, при коротком горизонте инвестирования просто нет смысла детально разбираться в отдельных бумагах. Важнее правильный выбор рынка и время входа. Пассивному инвестору, готовому смириться с отрицательной реальной доходностью, диверсифицированный портфель ETF поможет сохранить существенную часть капитала, он застрахует инвестора от страновых, кредитных, рыночных и прочих рисков, а также рисков неквалифицированного управления.

Однако не стоит надеяться, что ETF — золотой ключик к безрисковому доходу при пассивном подходе к инвестированию. Если при выборе правильного сегмента рынка можно по большому счету лишь надеяться на удачу, то проведенная домашняя работа по выбору эффективного фонда с качественным активным управлением и низкими комиссиями с большой вероятностью поможет улучшить конечный результат и обогнать ETF на длинной дистанции. ©



ПОЧЕМУ АМЕРИКАНСКИЕ
ФОНДЫ РАБОТАЮТ ЛУЧШЕ,
ЧЕМ РОССИЙСКИЕ?
ДУМАЮ, ОСНОВНАЯ
ПРИЧИНА В ВЫСОКИХ
ИЗДЕРЖКАХ ПОСЛЕДНИХ



на правах рекламы

Всё о рублевой ликвидности
Интерактивный календарь событий
Котировки межбанковского рынка
Индексы и индикаторы
Лента новостей и комментариев

mm.cbonds.info

CBONDS **MM**
M O N E Y M A R K E T