

---

**Инвестирование в портфель ETF**  
Высокодоходная и менее рискованная альтернатива  
казахстанским долларовым депозитам и еврооблигациям

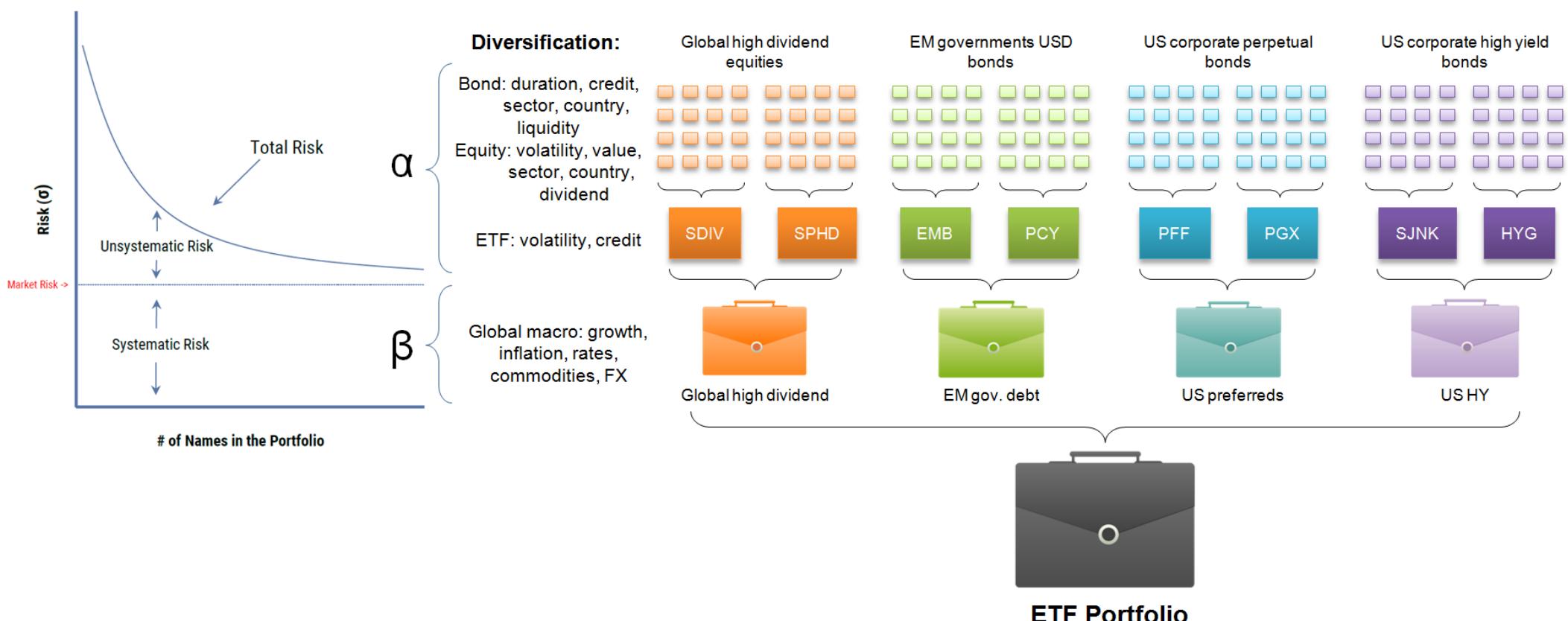
---

## Идея: купить высоко дивидендный и ликвидный портфель с высоким отношением доходности к риску

Высокая альфа требует анализа, мониторинга, сопровождения множества эмитентов и точного прогнозирования будущих показателей, тогда как высокая бета требует концентрации на глобальных макро явлениях, долгосрочных и более предсказуемых.

Почему бы не получать выгоду от глобального макро ( $\beta$ ), существенно снизив несистемные риски эмитентов ценных бумаг( $\alpha$ )?

Идея простая, эффективная и конкурентоспособная. Портфель из 8-и ETF ликвидный, высокодоходный и гибкий, позволяет быстро увеличить/снизить вес определенной стратегии.



## Что получилось в итоге:

### Показатели по составляющим

Тикер ETF	<b>SDIV US</b>	<b>SPHD US</b>	<b>EMB US</b>	<b>PCY US</b>	<b>PFF US</b>	<b>PGX US</b>	<b>SJNK US</b>	<b>HYG US</b>
Владелец эмитента	Global X	Invesco	BlackRock	Invesco	BlackRock	Invesco	State Street	BlackRock
Доходность по цене за последние 12 мес.	30,54%	30,48%	13,45%	13,01%	4,99%	3,78%	19,54%	19,15%
Дивидендная доходность за последние 12 мес.	6,81%	3,84%	4,77%	5,13%	5,78%	5,95%	5,62%	5,24%
Среднее стандартное отклонение, за день	1,06%	0,88%	0,41%	0,41%	0,40%	0,41%	0,36%	0,53%
Капитализация, \$ млрд	0,82	2,86	8,05	3,74	16,6	4,26	3,87	18,42
Количество фин. инструментов в портфеле ETF	108	51	340	86	295	256	744	1032
Ср. объем торговли за последние 40 дней, \$ млн	5	26	265	41	153	42	42	944
Ср. бид/аск спред за последние 40 дней, \$	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Валюта котирования	USD	USD	USD	USD	USD	USD	USD	USD
Частота выплаты дивидендов	Месячная	Месячная	Месячная	Месячная	Месячная	Месячная	Месячная	Месячная

### Показатели по итоговому портфелю

Название	<b>ETF Portfolio</b>
Дивидендная доходность	5,10%
Ценовая доходность	6,34%
Волатильность	6,95%
Коэффициент Шарпа	1,53
Стандартное отклонение, за день	0,47%
Количество фин. инструментов в портфеле ETF	2912
Мод. дюрация	4,58

## Динамика по итоговому портфелю на примере вложенных US\$ 100 тыс. с учетом и без учета накопленных дивидендов

График: 2016 г.

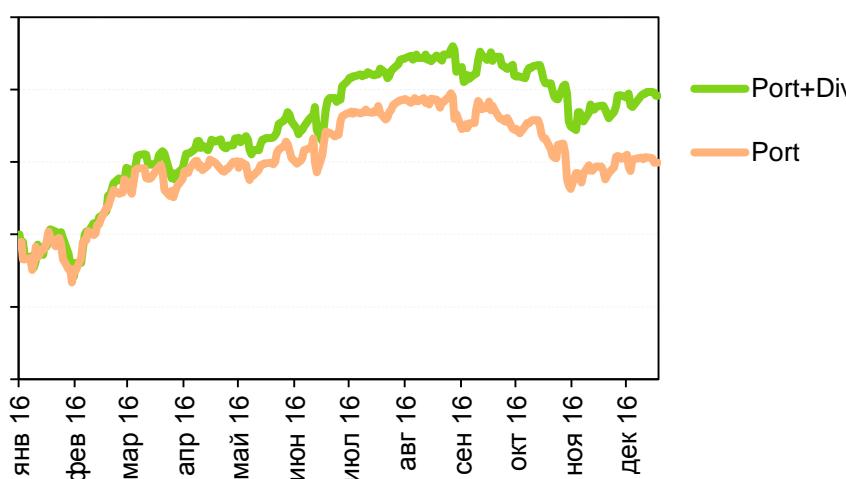


График: 2015 г.

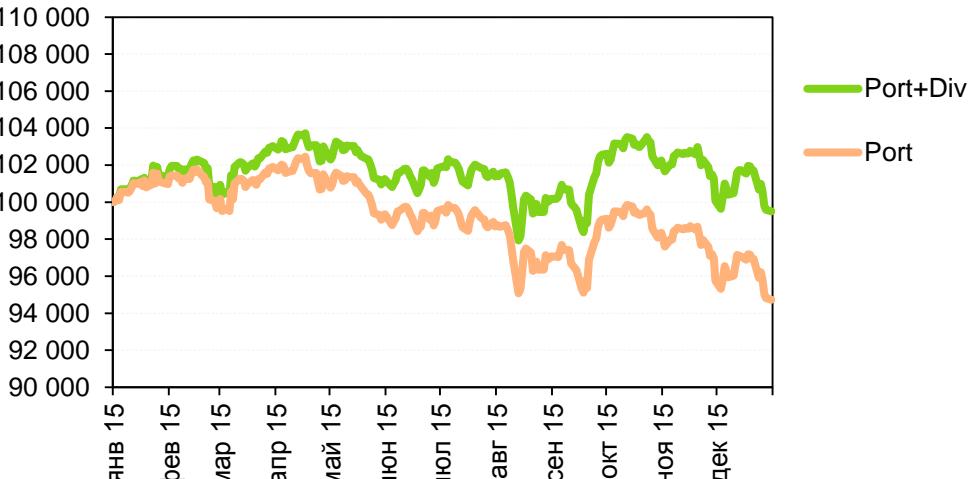


График: 2013 г.

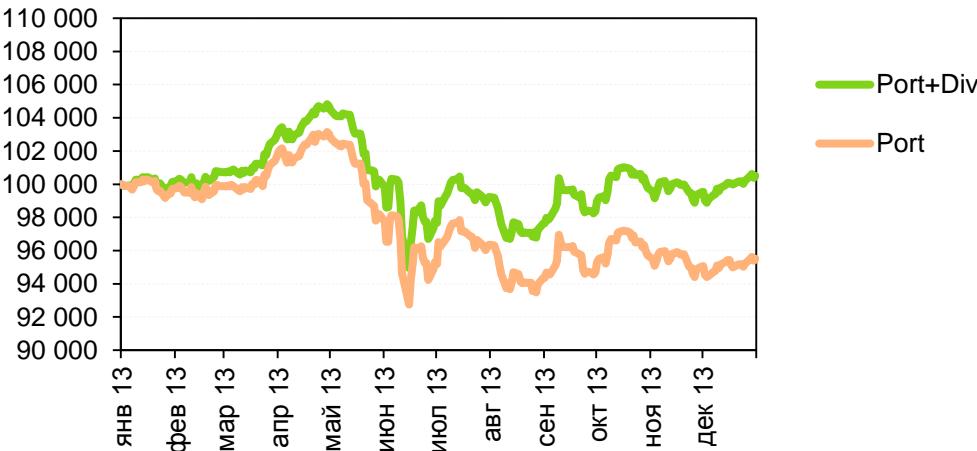
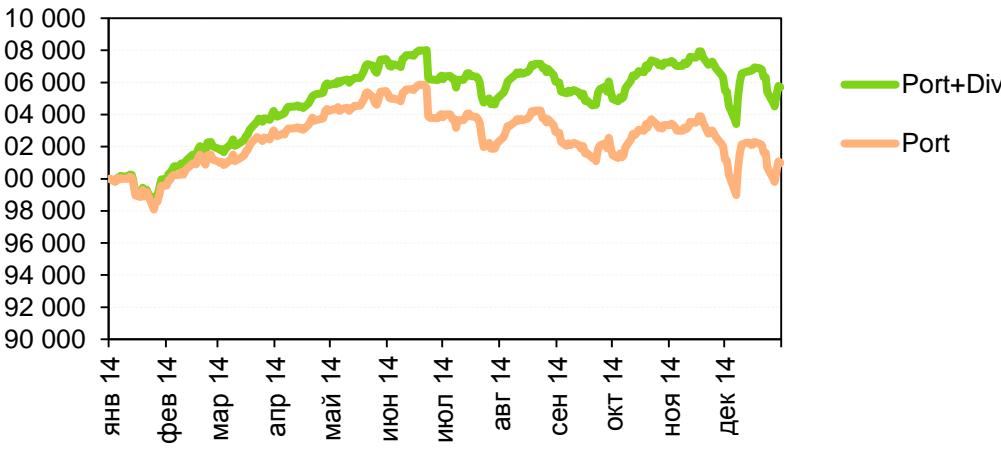
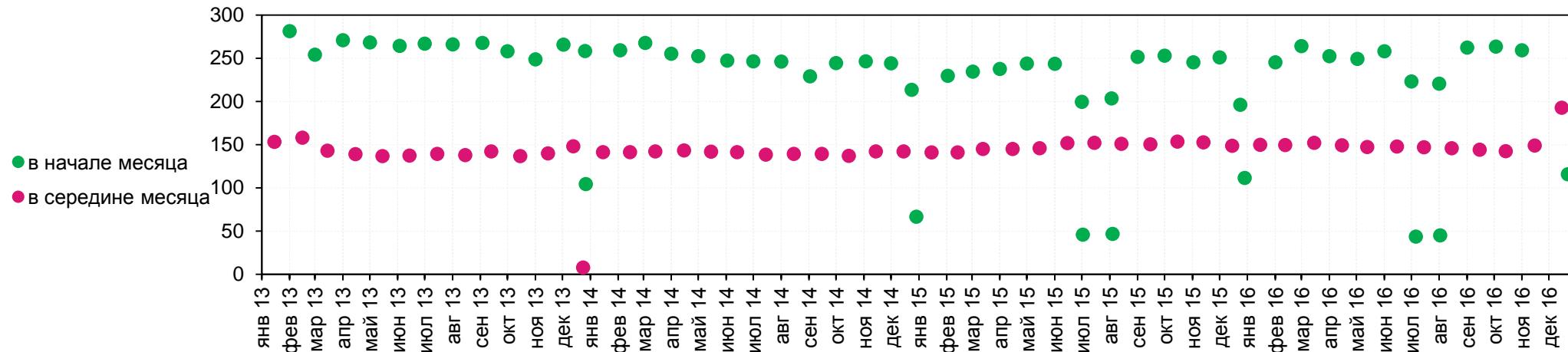


График: 2014 г.



## Динамика по дивидендам итогового портфеля на примере вложенных US\$ 100 тыс.

График: Выплаты дивидендов с частотой 1 раз в две недели, от US\$ 100 тыс., вложенных в портфель



Тикер ETF	Биржа котирования	Валюта котировани	Последняя цена, \$	Последний дивиденд за ETF, \$	Частота выплаты дивидендов	Годовой рост дивидендов	3-х летний рост дивидендов	5-х летний рост дивидендов	Последняя дата объявления дивиденда	Последняя дата дивиденда	Последняя дата закрытия реестра	Последняя дата выплаты дивиденда
<b>SDIV US</b>	NYSE Arca	USD	21,24	0,12	Месячная	0,00%	-3,63%	8,12%	27 дек 16	28 дек 16	30 дек 16	06 янв 17
<b>SPHD US</b>	NYSE Arca	USD	39,41	0,12	Месячная	28,69%	13,29%	-	12 янв 17	13 янв 17	18 янв 17	31 янв 17
<b>EMB US</b>	NYSE Arca	USD	111,56	0,26	Месячная	4,06%	1,17%	0,08%	21 дек 16	22 дек 16	27 дек 16	29 дек 16
<b>PCY US</b>	NYSE Arca	USD	28,59	0,13	Месячная	-2,44%	5,35%	-0,22%	12 янв 17	13 янв 17	18 янв 17	31 янв 17
<b>PFF US</b>	NYSE Arca	USD	37,66	0,20	Месячная	-2,72%	-3,61%	-2,62%	21 дек 16	22 дек 16	27 дек 16	29 дек 16
<b>PGX US</b>	NYSE Arca	USD	14,37	0,07	Месячная	-1,95%	-1,96%	-1,65%	12 янв 17	13 янв 17	18 янв 17	31 янв 17
<b>SJNK US</b>	NYSE Arca	USD	27,83	0,14	Месячная	4,74%	-1,74%	-	27 дек 16	28 дек 16	30 дек 16	06 янв 17
<b>HYG US</b>	NYSE Arca	USD	87,03	0,29	Месячная	-4,10%	-6,97%	-7,45%	21 дек 16	22 дек 16	27 дек 16	29 дек 16

## Сравнение динамики корреляций и стандартных отклонений портфеля и рынков за последние 3 года

График: Корреляция (250 дней) портфеля и рынков

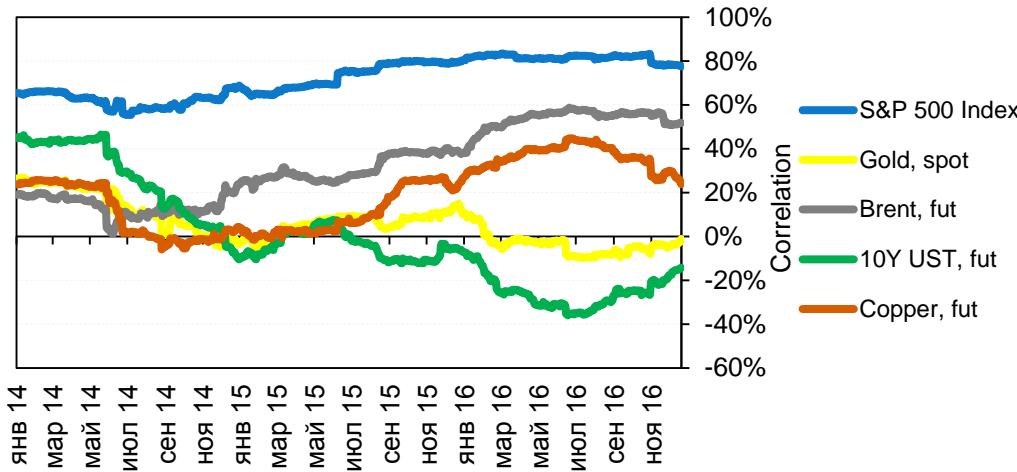
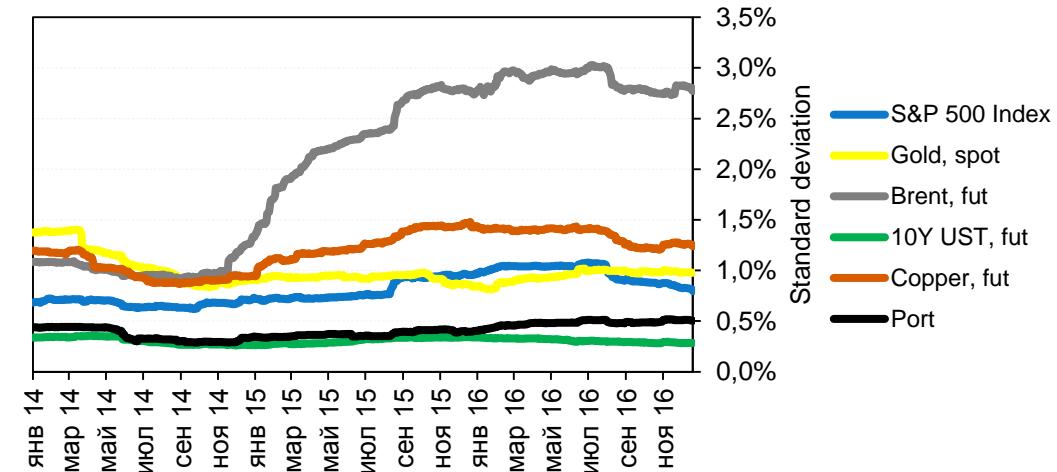


График: Стандартное отклонение (250 дней) портфеля и рынков



## Сравнение динамики корреляций и стандартных отклонений портфеля и 8-и ETF за последние 3 года

График: Стандартное отклонение портфеля и ETF на акции

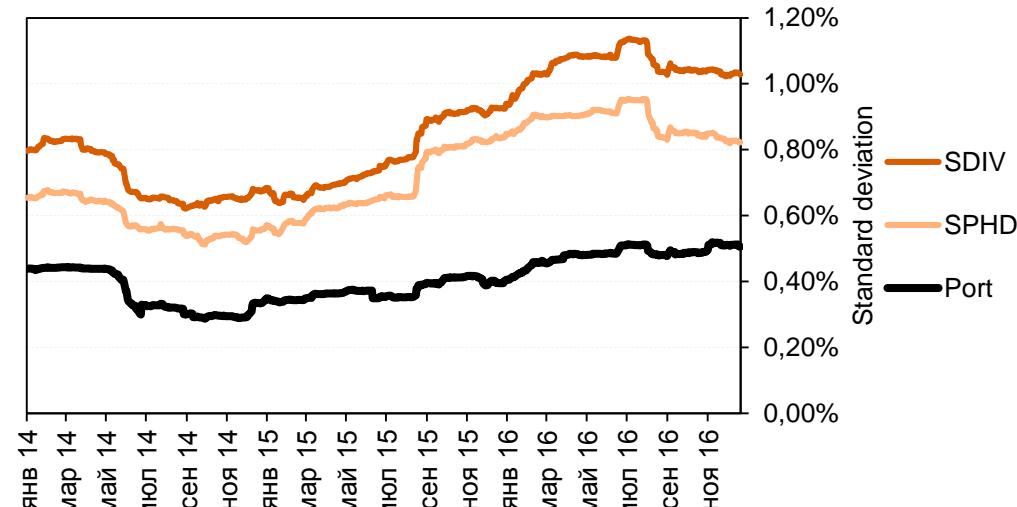
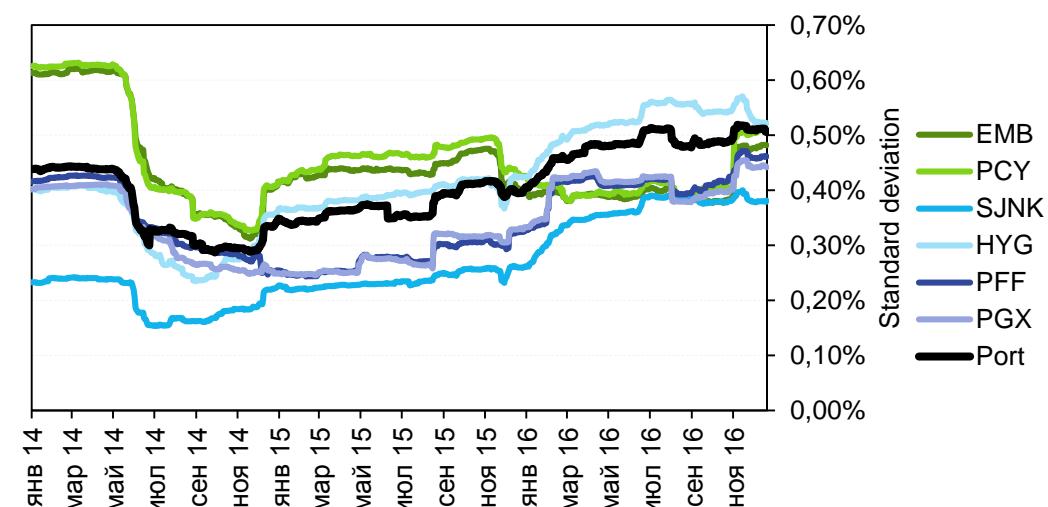


График: Стандартное отклонение портфеля и ETF на облигации



## Сравнение динамики VaR портфеля и его диверсификации

График: Сглаженные средние (250 дней) VaR портфеля и эффект диверсификации

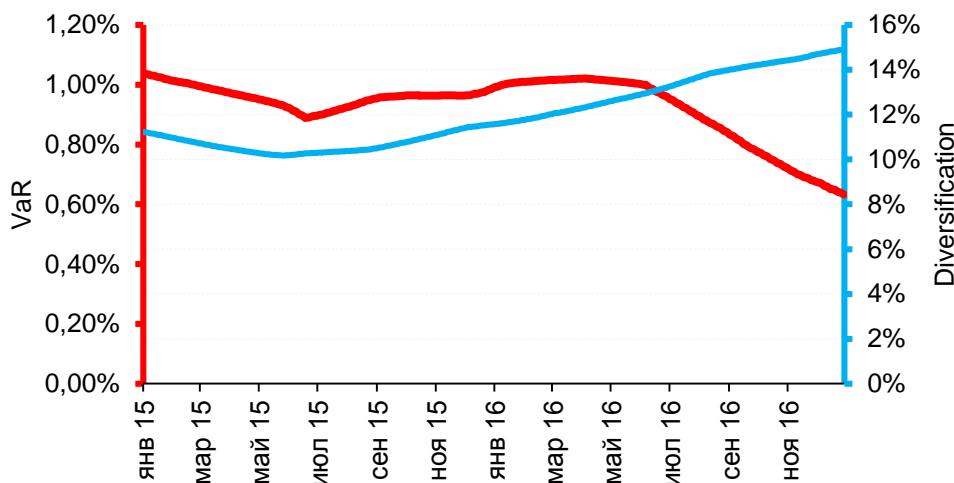


Таблица: Корреляции составляющих портфеля (250 дней)

	SDIV	SPHD	EMB	PCY	PFF	PGX	SJNK	HYG
SDIV	100%	87%	63%	57%	60%	53%	76%	79%
SPHD	87%	100%	53%	50%	51%	46%	69%	73%
EMB	63%	53%	100%	91%	60%	59%	63%	69%
PCY	57%	50%	91%	100%	52%	59%	55%	61%
PFF	60%	51%	60%	52%	100%	87%	57%	58%
PGX	53%	46%	59%	59%	87%	100%	49%	53%
SJNK	76%	69%	63%	55%	57%	49%	100%	94%
HYG	79%	73%	69%	61%	58%	53%	94%	100%

Таблица: Показатели доходности и риска составляющих портфеля

Tickers	forecasted income, weighted	Volatility, weighted
SDIV	1,89%	1,98%
SPHD	1,68%	1,65%
EMB	1,87%	0,98%
PCY	1,85%	0,95%
PFF	1,19%	0,63%
PGX	1,02%	0,66%
SJNK	0,99%	0,57%
HYG	0,93%	0,83%
Income (cap gain + div gain)		11,41%
Volatility		6,95%

## Сравнение динамики показателей фиксированного дохода портфеля и составляющих за последние 4 года

График: модифицированная дюрация составляющих портфеля с фиксированным доходом

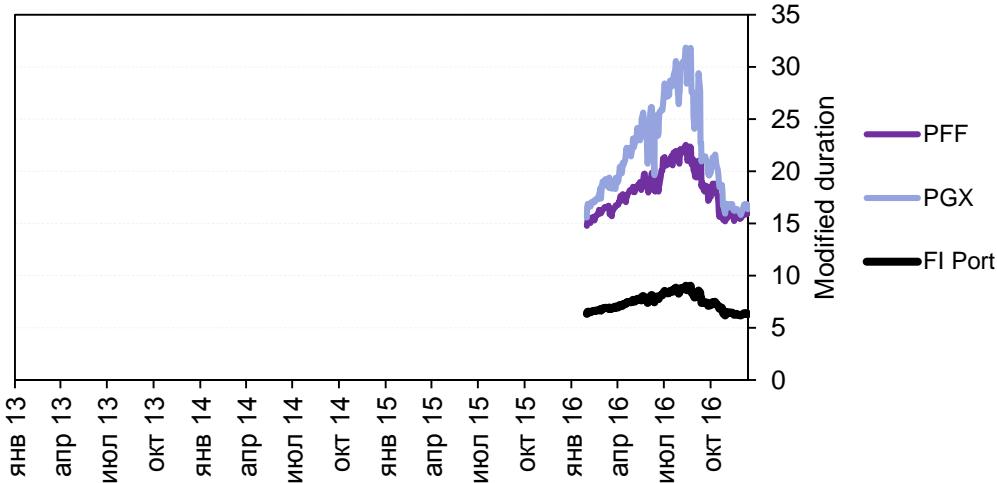


График: модифицированная дюрация составляющих портфеля с фиксированным доходом

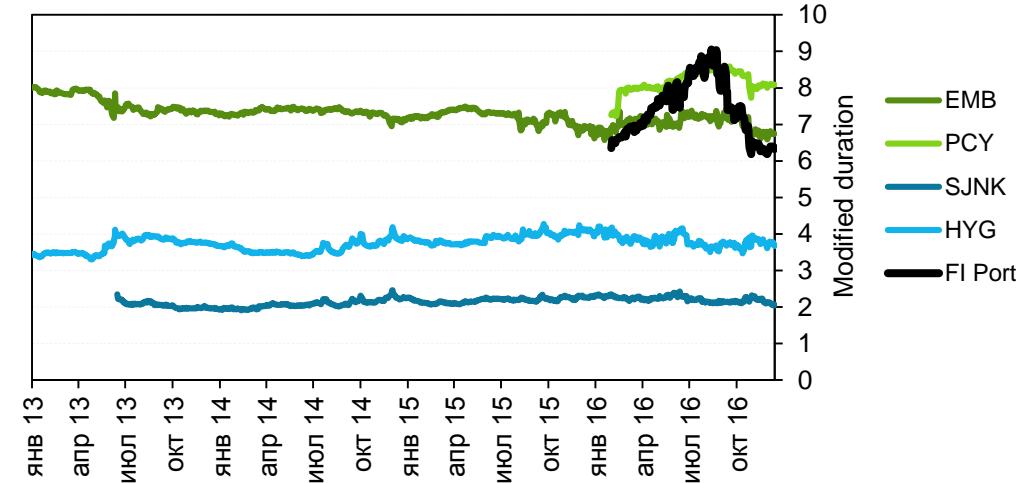


График: Доходность до погашения (US\$) составляющих портфеля с фиксированным доходом

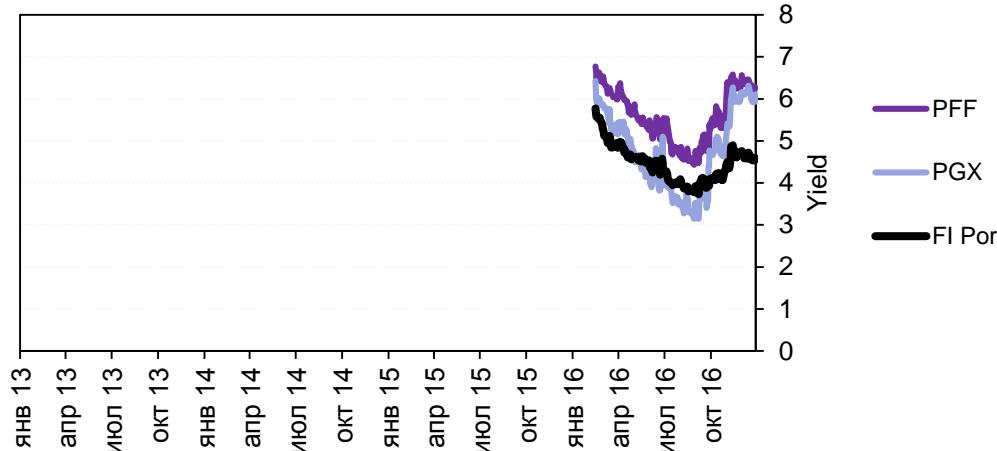
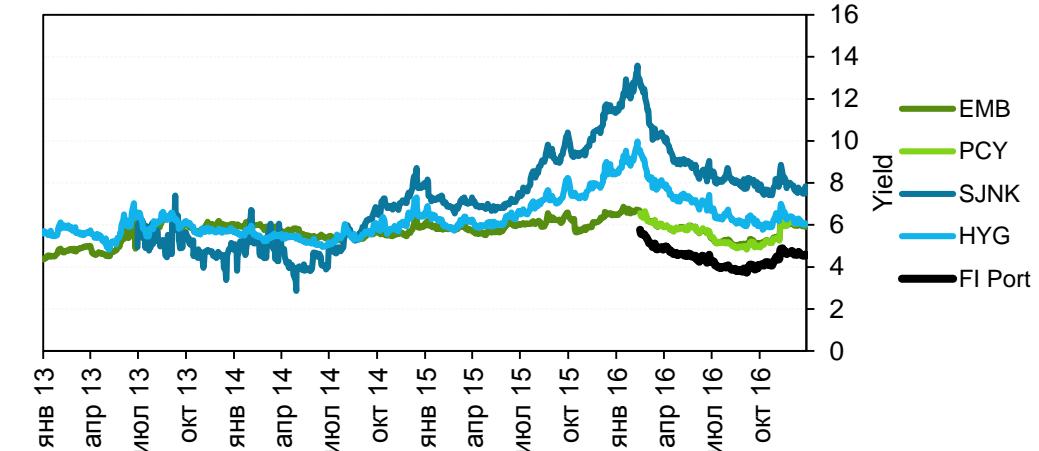
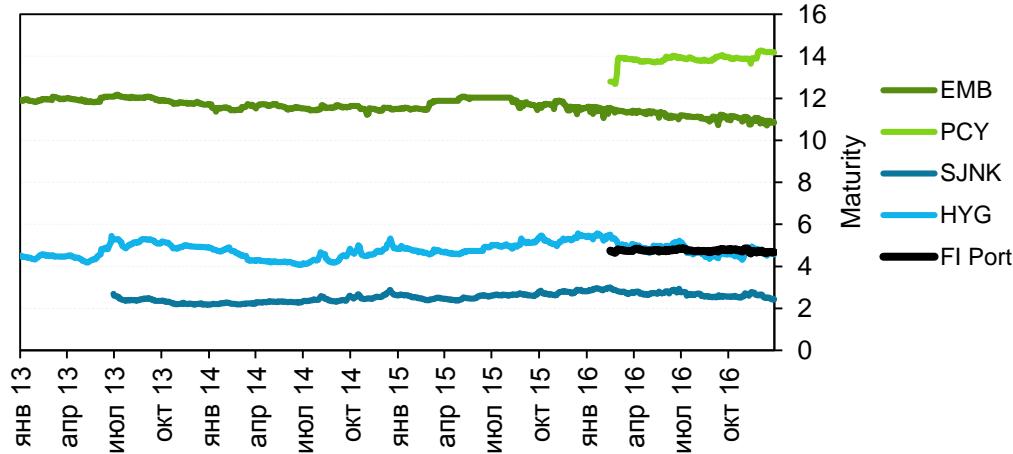


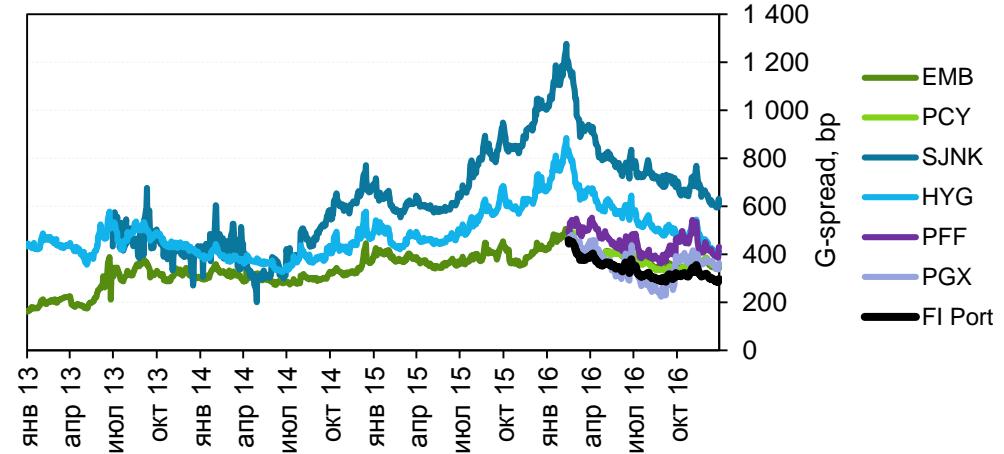
График: Доходность до погашения (US\$) составляющих портфеля с фиксированным доходом



**График: Срок погашения составляющих портфеля с фиксированным доходом**



**График: Спред поверх ГЦБ США составляющих портфеля с фиксированным доходом**



## Сравнение динамики портфеля и рынков с индексацией на начало года

График: 2016 г.

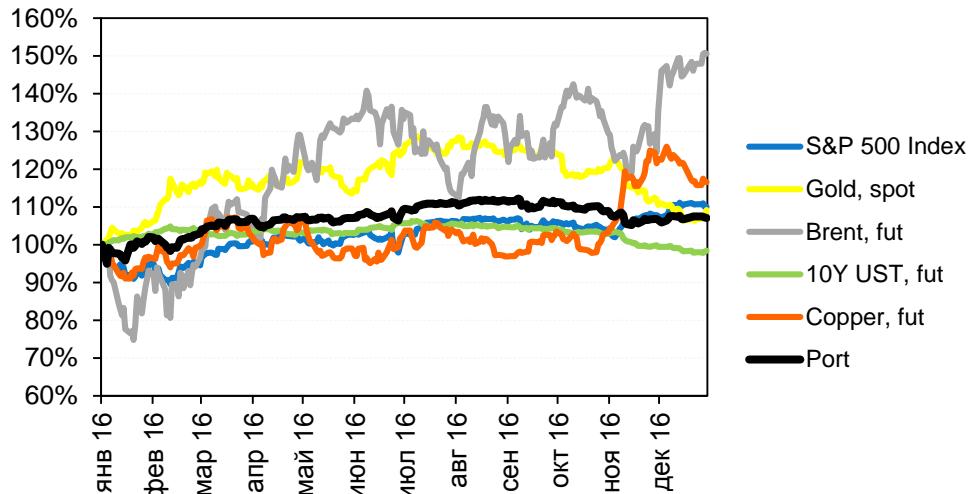


График: 2015 г.

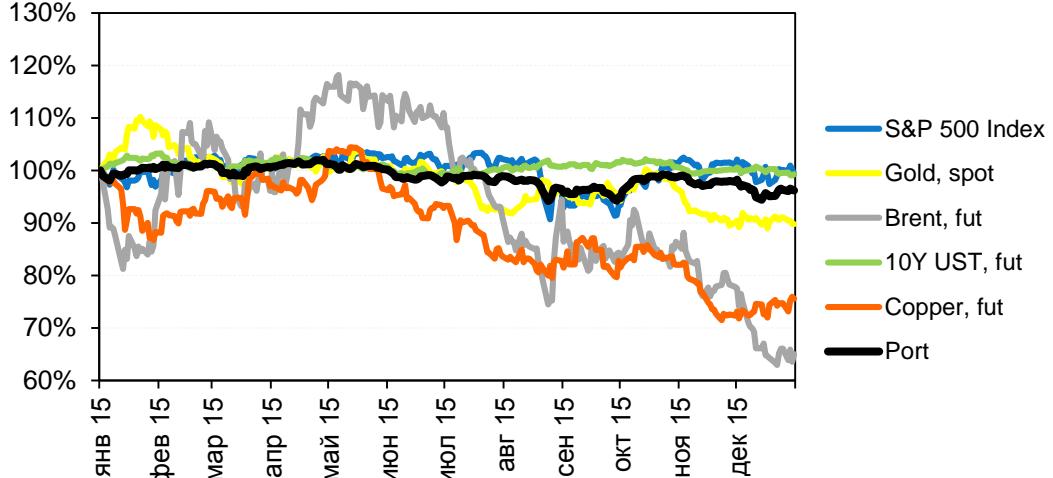


График: 2013 г.

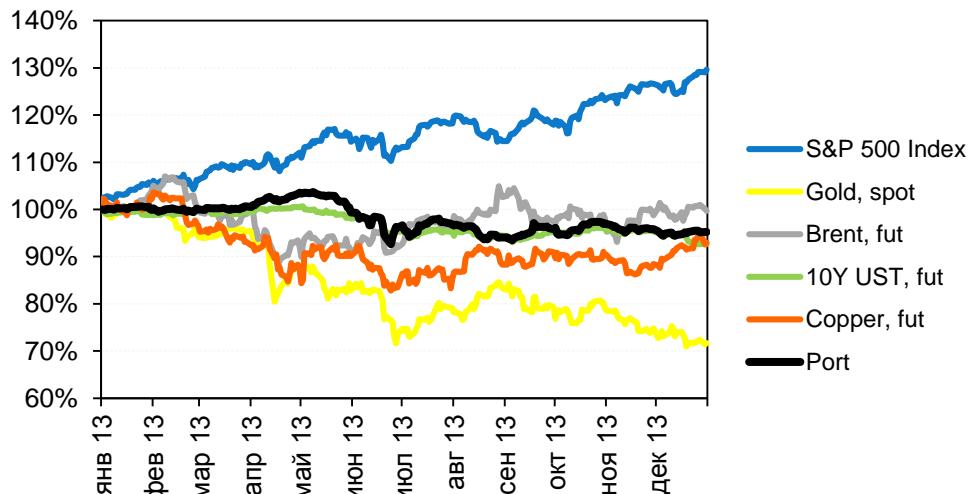
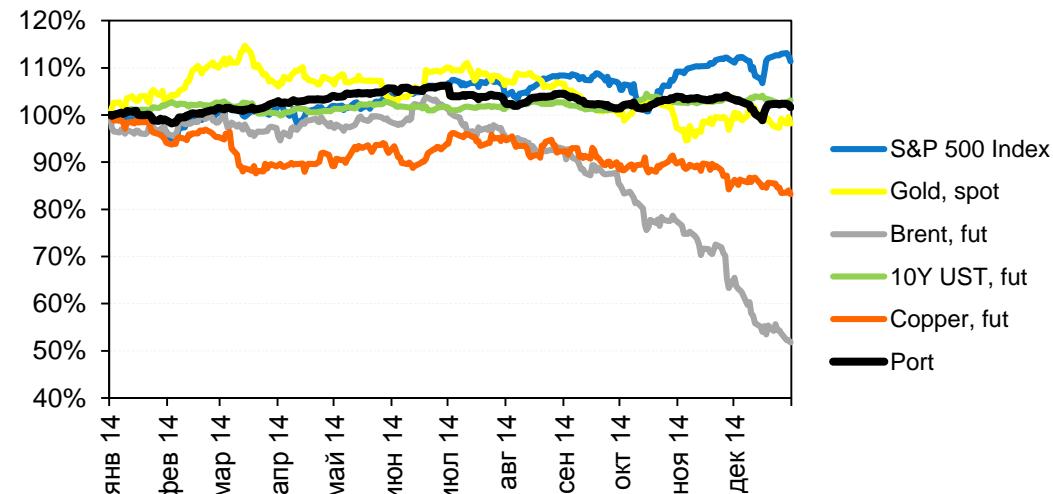


График: 2014 г.



## Сравнение динамики портфеля и краткосрочных казахстанских корпоративных еврооблигаций с относительно высокими купонами, с индексацией на начало года

График: 2016 г.

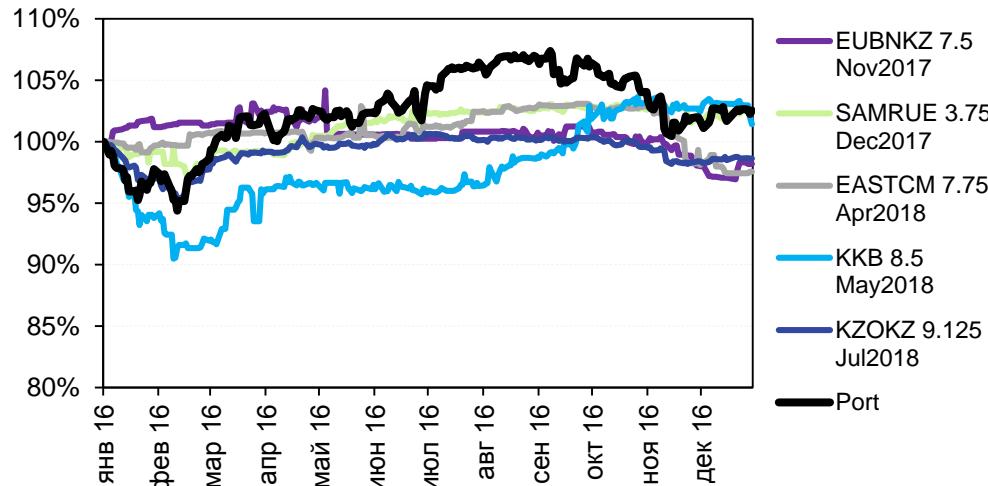


График: 2015 г.

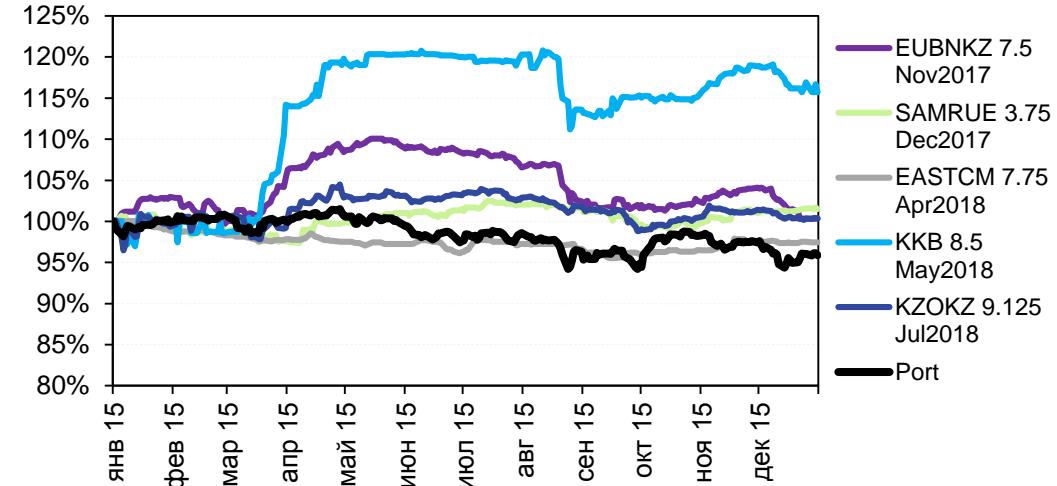


График: 2014 г.

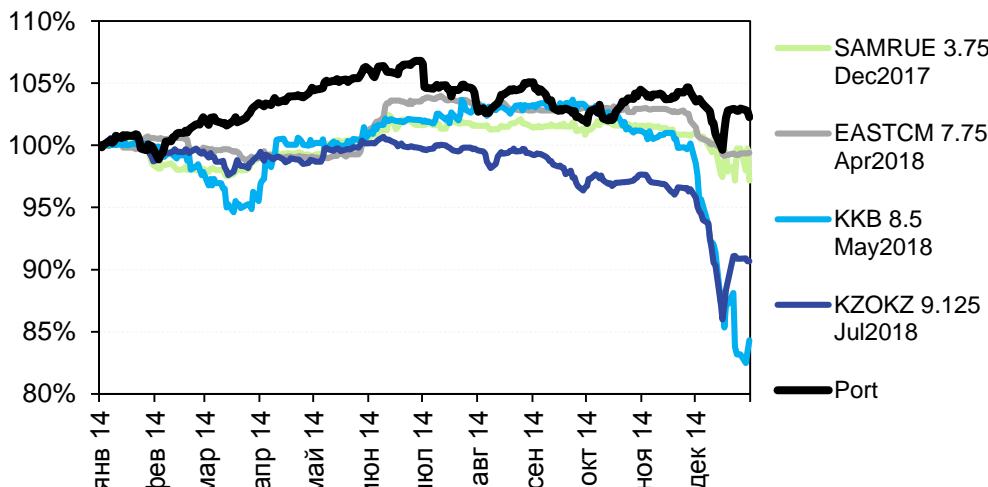
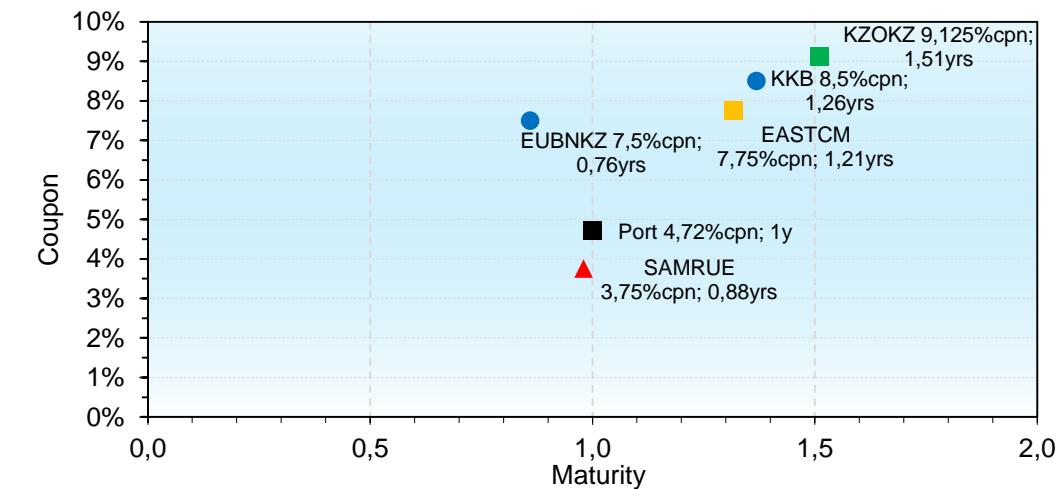


График: Сравнение портфеля и облигаций с высокими купонами, по сост. на конец 2016 г.



# Сравнение динамики портфеля и долгосрочных казахстанских корпоративных еврооблигаций с относительно схожей модифицированной дюрацией, с индексацией на начало года

График: 2016 г.

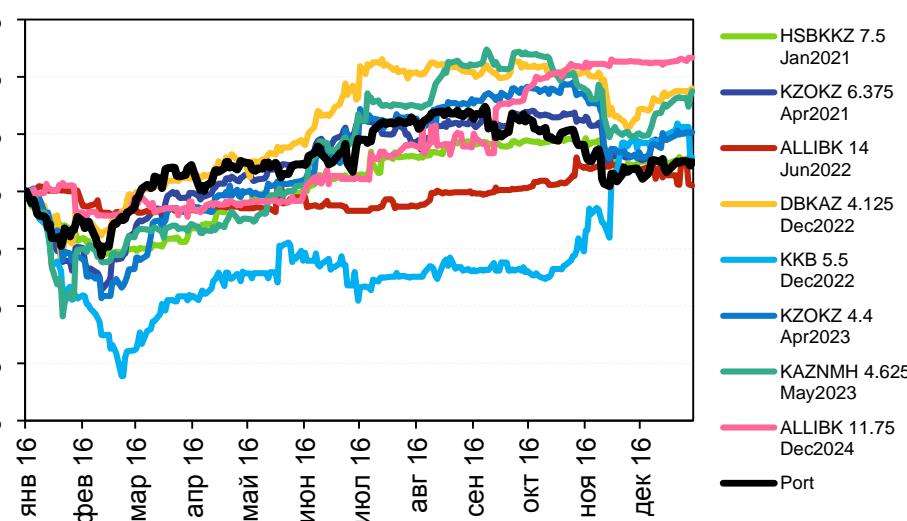


График: 2015 г.

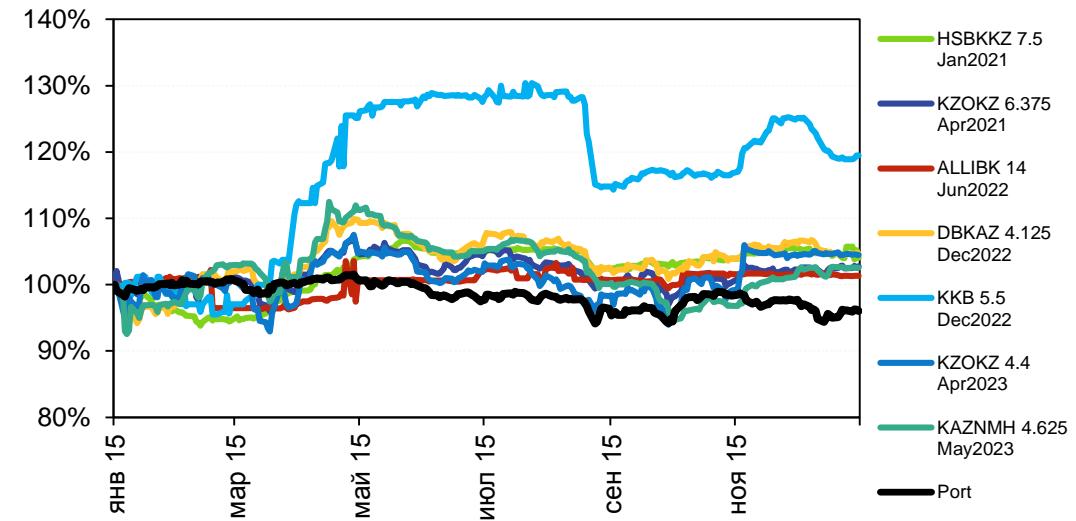


График: 2014 г.

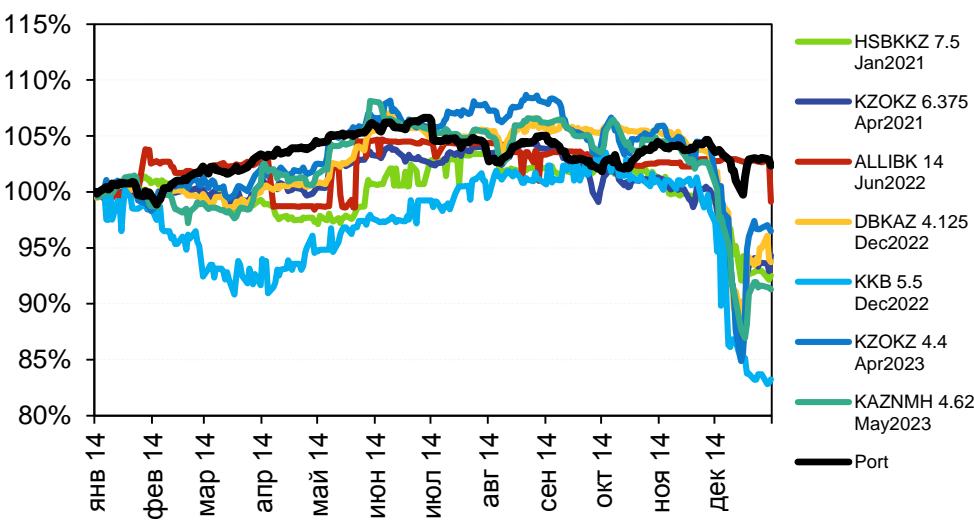
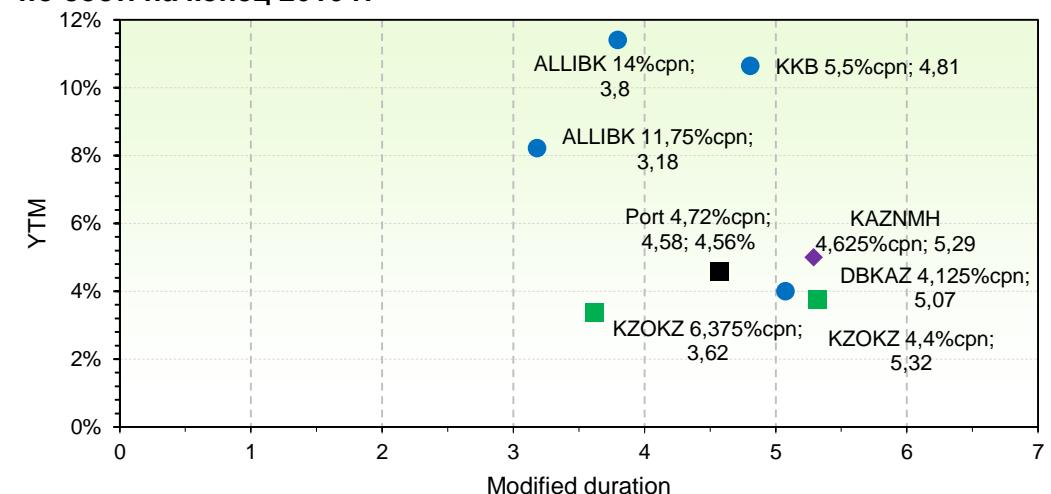


График: Сравнение портфеля и облигаций с похожей мод. дюрацией, по сост. на конец 2016 г.



# Сравнение динамики портфеля и бессрочных казахстанских корпоративных еврооблигаций с плавающим купоном, с индексацией на начало года

График: 2016 г.

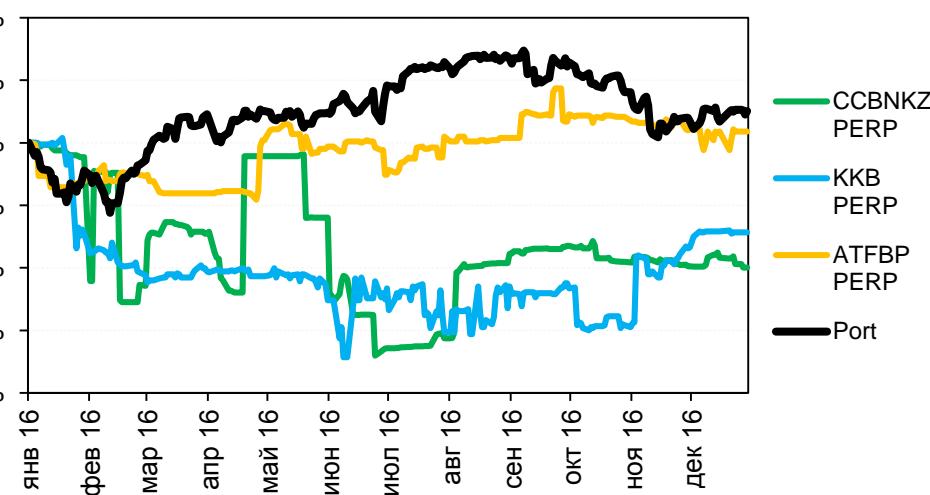


График: 2015 г.

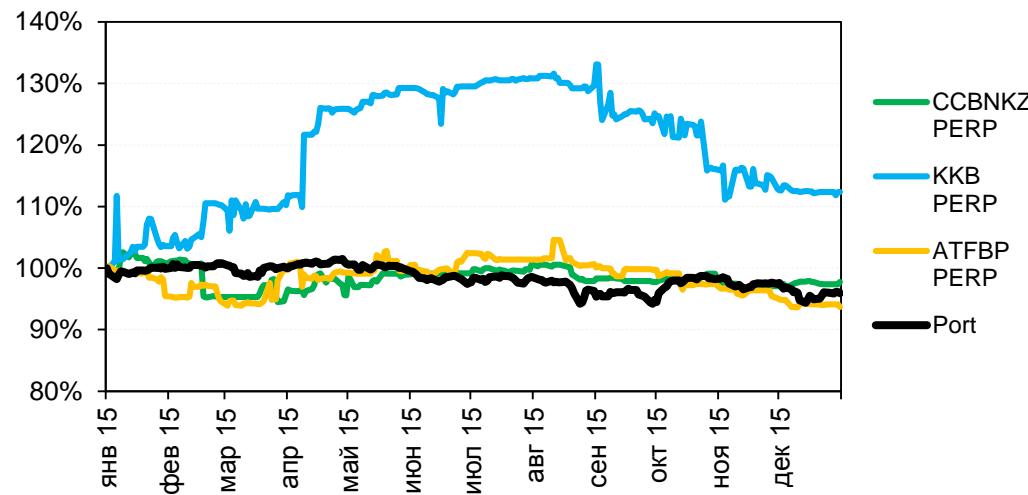


График: 2014 г.

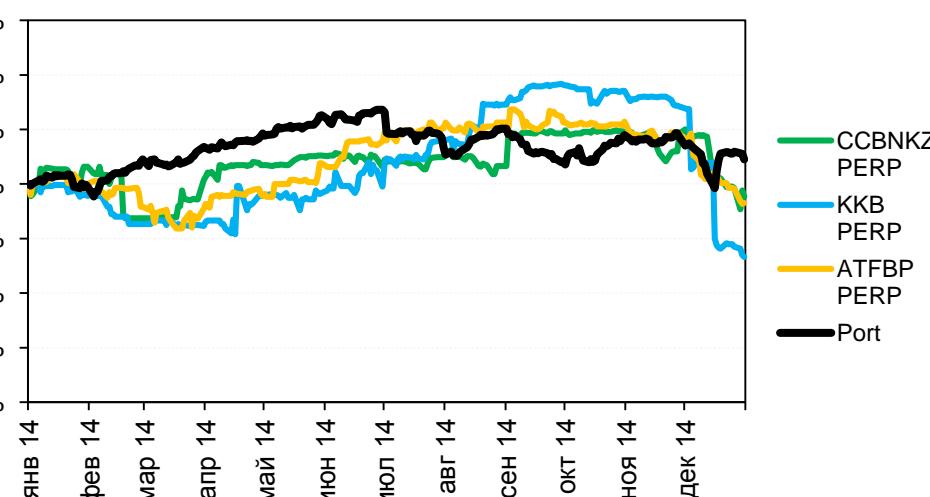


Таблица: Сравнение портфеля и бессрочных облигаций, по сост. на конец 2016 г.

PERP bond	Cpn Freq	Avg. annual cprn					Nxt Cpn Dt	Float Cpn
		2013	2014	2015	2016	2017 float		
CCBNKZ	4	9,13%	9,13%	9,13%	6,79%	3M LIBOR+6,02%	03.03.2017	6,96%
KKB	4	9,20%	9,20%	7,87%	6,79%	3M LIBOR+6,1905%	09.02.2017	7,08%
ATFBP	2	10%	10%	10%	10%	6M LIBOR+7,33%	10.05.2017	8,58%
Port	24	4,63%	4,77%	4,71%	5,00%	~4,7%		

PERP bond	standard deviation, daily		
	2016Y	2015Y	2014Y
CCBNKZ	1,57%	0,61%	
KKB	1,10%	1,58%	0,76%
ATFBP	0,50%	0,71%	0,43%
Port	0,47%	0,38%	0,32%

## Сравнение динамики портфеля и казахстанских акций, с индексацией на начало года

График: 2016 г.

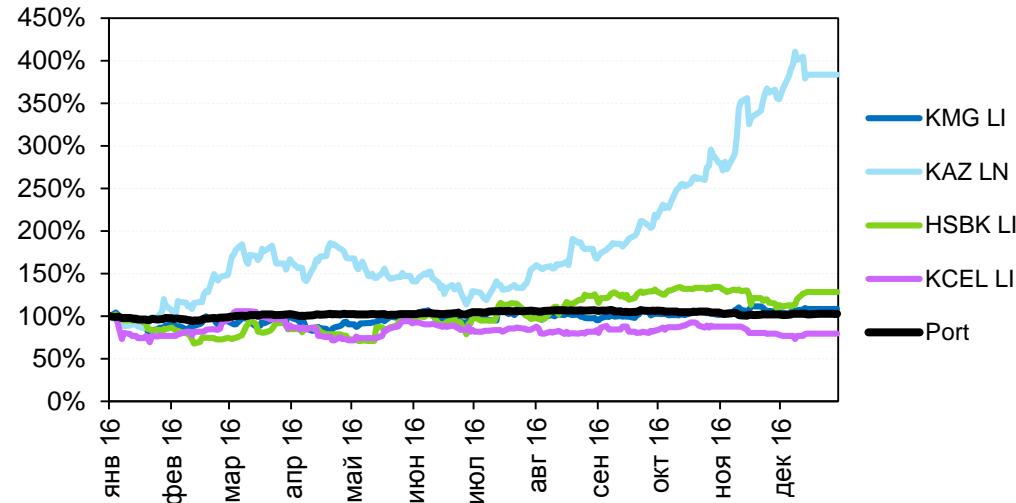


График: 2015 г.

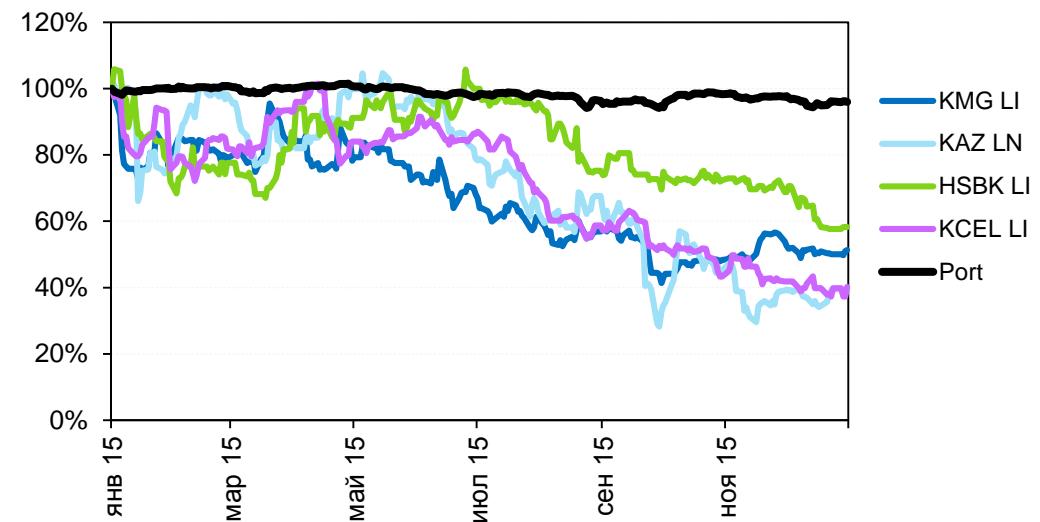


График: 2014 г.

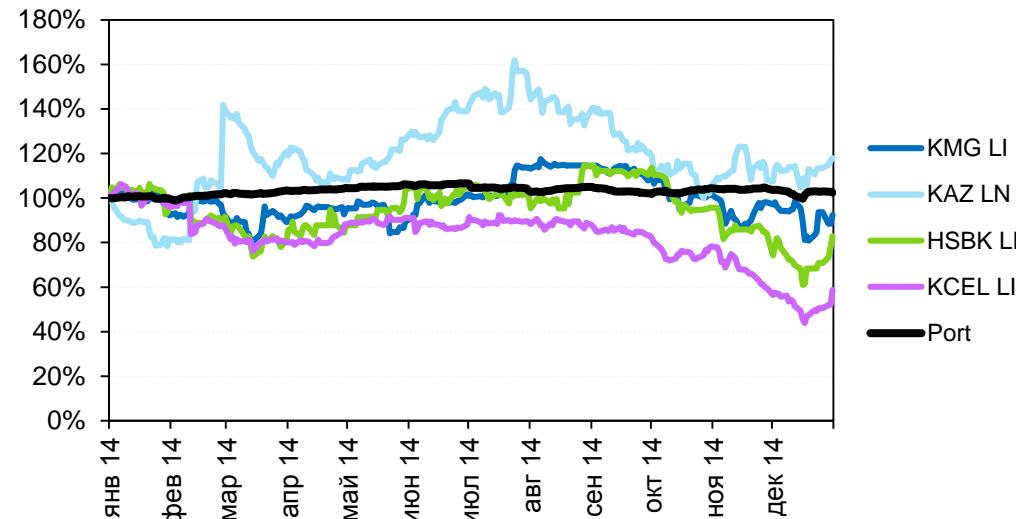


Таблица: Сравнение стандартных отклонений портфеля и акций, по сост. на конец 2016 г.

	2016Y	2015Y	2014Y	2013Y
KMG LI	2,48%	2,94%	2,29%	1,90%
KAZ L	3,87%	5,24%	3,39%	3,66%
HSBK LI	3,54%	3,07%	3,04%	2,33%
KCEL LI	2,83%	2,83%	2,38%	1,41%
Port	0,47%	0,38%	0,32%	0,41%

## Предложение: комиссии с ежемесячных дивидендов + комиссии за управление портфелем

	Комиссия управляющего по дивидендам, после налогов, к концу каждого месяца			Комиссия за управление активами при прибыли от 2% по чистой цене к концу года		Итого комиссий	Доля бенефициара по дивидендам, после налогов, к концу каждого месяца		
Денежные средства бенефициара под управлением, US\$	в % от дивидендов	US\$ в месяц	US\$ итого за год	в % от активов	US\$ итого за год	US\$ итого за год	в % от дивидендов	US\$ в месяц	US\$ итого за год
гр. 1	гр. 2	гр. 3	гр. 4=гр.3 x 12	гр. 5	гр. 6	гр. 7=гр.4 + гр.6	гр. 8	гр. 9	гр. 10=гр.9 x 12
100 000	50%	340	4 080	1,00%	1 000	5 080	50%	340	4 080
200 000	50%	680	8 160	1,00%	2 000	10 160	50%	680	8 160
300 000	50%	1 020	12 240	1,00%	3 000	15 240	50%	1 020	12 240
400 000	50%	1 360	16 320	1,00%	4 000	20 320	50%	1 360	16 320
500 000	50%	1 700	20 400	1,00%	5 000	25 400	50%	1 700	20 400
600 000	50%	2 040	24 480	1,00%	6 000	30 480	50%	2 040	24 480
700 000	50%	2 380	28 560	1,00%	7 000	35 560	50%	2 380	28 560
800 000	50%	2 720	32 640	1,00%	8 000	40 640	50%	2 720	32 640
900 000	50%	3 060	36 720	1,00%	9 000	45 720	50%	3 060	36 720
1 000 000	45%	3 060	36 720	0,50%	5 000	41 720	55%	3 740	44 880
2 000 000	45%	6 120	73 440	0,50%	10 000	83 440	55%	7 480	89 760
3 000 000	45%	9 180	110 160	0,50%	15 000	125 160	55%	11 220	134 640
4 000 000	45%	12 240	146 880	0,50%	20 000	166 880	55%	14 960	179 520
5 000 000	40%	13 600	163 200	0,40%	20 000	183 200	60%	20 400	244 800
6 000 000	40%	16 320	195 840	0,40%	24 000	219 840	60%	24 480	293 760
7 000 000	40%	19 040	228 480	0,40%	28 000	256 480	60%	28 560	342 720
8 000 000	35%	19 040	228 480	0,25%	20 000	248 480	65%	35 360	424 320
9 000 000	35%	21 420	257 040	0,25%	22 500	279 540	65%	39 780	477 360
10 000 000	35%	23 800	285 600	0,25%	25 000	310 600	65%	44 200	530 400

Размеры комиссий, риск-аппетита и риск-толерантности, весов по позициям в портфеле устанавливаются в дальнейшем, при договоре доверительного управления.

## Динамика по итоговому портфелю на примере вложенных US\$ 100 тыс. с учетом, без учета накопленных дивидендов и комиссий за управление портфелем

График: 2016 г.

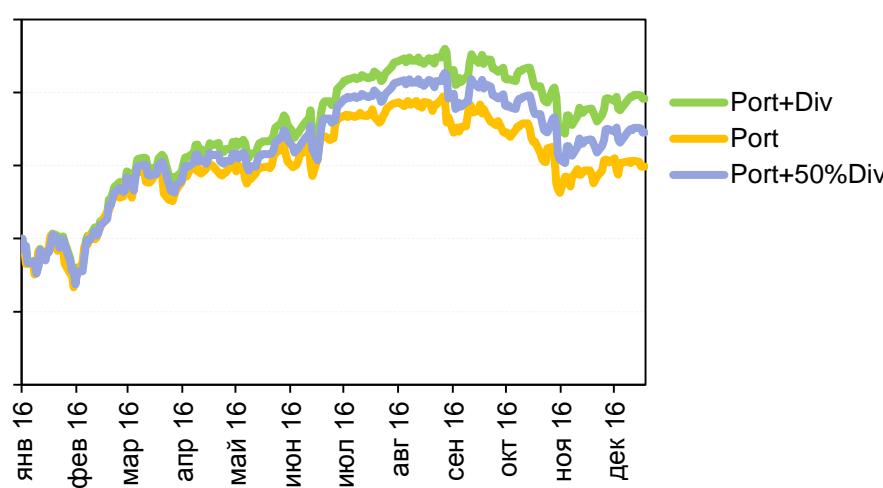


График: 2015 г.

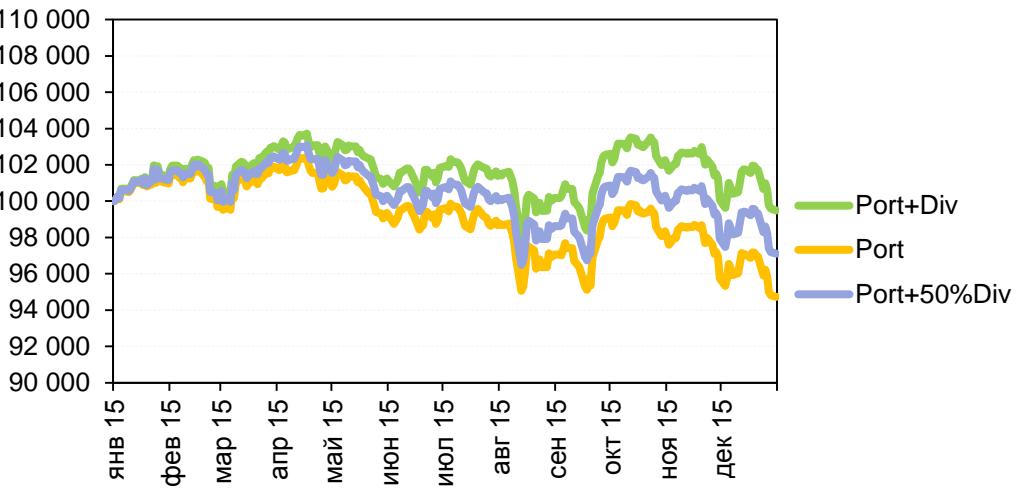


График: 2013 г.

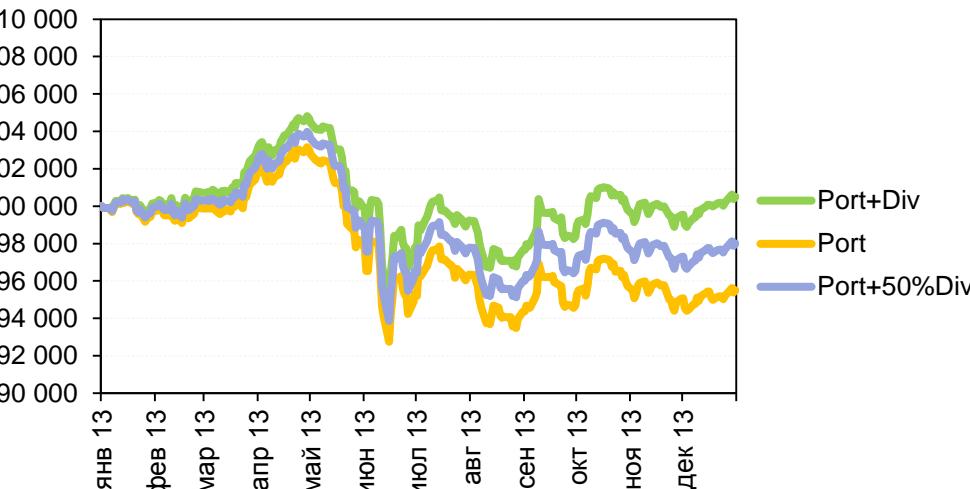
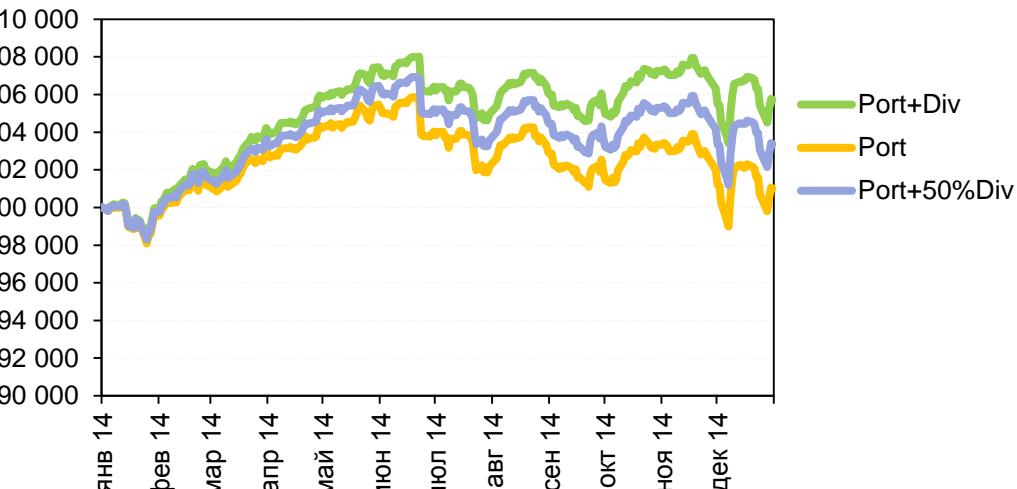


График: 2014 г.



## Описание и анализ инструментов, составляющих портфель ETF

**Таблица: Технические показатели по портфелям ETF**

Тикер ETF	Название ETF	Владелец эмитента	Стратегия	Доходность по цене за последние 12 мес.	Дивидендная доходность за последние 12 мес.	Ср. станд. отклон.	Капитализация, \$ млрд
<b>SDIV US</b>	Global X SuperDividend ETF	Global X	Портфель мировых акций с высокой дивидендной доходностью	30,54%	6,81%	1,06%	0,82
<b>SPHD US</b>	PowerShares S&P 500 High Dividend Low Volatility Portfolio	Invesco		30,48%	3,84%	0,88%	2,86
<b>EMB US</b>	iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF	BlackRock	Портфель высокодох. гос. US\$-еврооблигаций развивающихся стран	13,45%	4,77%	0,41%	8,05
<b>PCY US</b>	PowerShares Emerging Markets Sovereign Debt Portfolio	Invesco		13,01%	5,13%	0,41%	3,74
<b>PFF US</b>	iShares U.S. Preferred Stock ETF	BlackRock	Портфель прив. акций/бессрочных корп. облигаций США	4,99%	5,78%	0,40%	16,67
<b>PGX US</b>	PowerShares Preferred Portfolio	Invesco		3,78%	5,95%	0,41%	4,26
<b>SJNK US</b>	SPDR Bloomberg Barclays Short Term High Yield Bond ETF	State Street	Портфель краткосрочных высокодох. корп. облигаций США	19,54%	5,62%	0,36%	3,87
<b>HYG US</b>	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF	BlackRock		19,15%	5,24%	0,53%	18,42

Тикер ETF	Дата выпуска ETF	Количество фин. инструментов в портфеле ETF	Критерий взвешивания индекса ETF	Ребалансировка портфеля ETF	Стратегия реплицирования индекса портфелем ETF	Рынок опционов на данный ETF	Ср. объем торговли за последние 40 дней от ETF в обращении	Доля ETF в обращении, проданных без покрытия	Ср. объем торговли за последние 40 дней, \$ млн	Текущий бид/аск спред, \$	Ср. бид/аск спред за последние 40 дней, \$	Комиссия эмитента за управление
<b>SDIV US</b>	09.06.2011	108	Равные доли	Годовая	Полная	Есть	0,59%	0,07%	5	0,03	0,01	0,58%
<b>SPHD US</b>	18.10.2012	51	Дивиденд	Полугодовая	Полная	Есть	0,91%	0,30%	26	0,01	0,01	0,30%
<b>EMB US</b>	19.12.2007	340	Капитализация	Месячная	Оптимизированная	Есть	3,29%	16,27%	265	0,01	0,02	0,50%
<b>PCY US</b>	11.10.2007	86	Равные доли	Квартальная	Полная	Есть	1,09%	0,11%	41	0,01	0,01	0,50%
<b>PFF US</b>	30.03.2007	295	Капитализация	Квартальная	Полная	Есть	0,91%	1,15%	153	0,01	0,01	0,48%
<b>PGX US</b>	31.01.2008	256	Капитализация	Месячная	Оптимизированная	Есть	0,99%	0,23%	42	0,01	0,01	0,50%
<b>SJNK US</b>	15.03.2012	744	Капитализация	Месячная	Оптимизированная	Есть	1,10%	0,40%	42	0,01	0,01	0,40%
<b>HYG US</b>	11.04.2007	1032	Капитализация	Месячная	Оптимизированная	Есть	5,13%	18,89%	944	0,01	0,01	0,50%

Источник: Bloomberg

## Стратегия 1

### Портфель мировых акций с высокой дивидендной доходностью:

Тикер ETF	SDIV US	SPHD US
Название ETF	Global X SuperDividend ETF	PowerShares S&P 500 High Dividend Low Volatility Portfolio
Эмитент ETF	Global X Management Co LLC	Invesco PowerShares Capital Mgmt LLC
Доходность по цене за последние 12 мес.	30,54%	30,48%
Дивидендная доходность за последние 12 мес.	6,81%	3,84%
Ср. станд. отклон.	1,06%	0,88%
Капитализация, \$ млрд	0,82	2,86
Дата выпуска ETF	09.06.2011	18.10.2012
Количество фин. инструментов в портфеле ETF	108	51
Критерий взвешивания индекса ETF	Равные доли	Дивиденд
Ребалансировка портфеля ETF	Годовая	Полугодовая
Стратегия реплицирования индекса портфелем ETF	Полная	Полная
Рынок опционов на данный ETF	Есть	Есть
Ср. объем торговли за последние 40 дней от ETF в обращении	0,59%	0,91%
Доля ETF в обращении, проданных без покрытия	0,07%	0,30%
Ср. объем торговли за последние 40 дней, \$ млн	5	26
Текущий бид/аск спред, \$	0,03	0,01
Ср. бид/аск спред за последние 40 дней, \$	0,01	0,01
Комиссия эмитента за управление	0,58%	0,30%
Биржа котирования	NYSE Arca	NYSE Arca
Валюта котирования	USD	USD
Последняя цена, \$	21,24	39,41
Последний дивиденд за ETF, \$	0,12	0,12
Частота выплаты дивидендов	Месячная	Месячная
Годовой рост дивидендов	0,00%	28,69%
3-х летний рост дивидендов	-3,63%	13,29%
5-х летний рост дивидендов	8,12%	-
Последняя дата объявления дивиденда	27.дек.16	12.янв.17
Последняя экс-дата дивиденда	28.дек.16	13.янв.17
Последняя дата закрытия реестра	30.дек.16	18.янв.17
Последняя дата выплаты дивиденда	06.янв.17	31.янв.17

### Основные преимущества акций с высокой дивидендной доходностью:

- Высокая доходность** – акции с высокими дивидендами показали среднегодовую доходность дивидендов с 1960 года в размере 6,4%.
- Опережение рынка в долгосрочной динамике** – общий доход по этим акциям превосходит портфель акций S&P 500 в среднем почти на 3,2% в годовом выражении с 1960 года.
- Стойкость при жесткой монетарной политике ФРС** – В 7 из 10 периодов роста процентных ставок с 1960 года, высоко дивидендные акции превзошли портфель акций S&P 500 по доходности.
- Хорошие показатели при низкой скорости повышения базовой ставки** – В 3 случаях из 10 отставание от портфеля акций S&P 500 происходило при увеличении ставок необычно быстрыми темпами. Хотя процентные ставки и дальше будут расти в ближайшее время, многие экономисты ожидают, что это будет среда с медленным и постепенным увеличением ставок, которая исторически привела к опережению динамики доходности высоко дивидендных акций над более широким рынком.

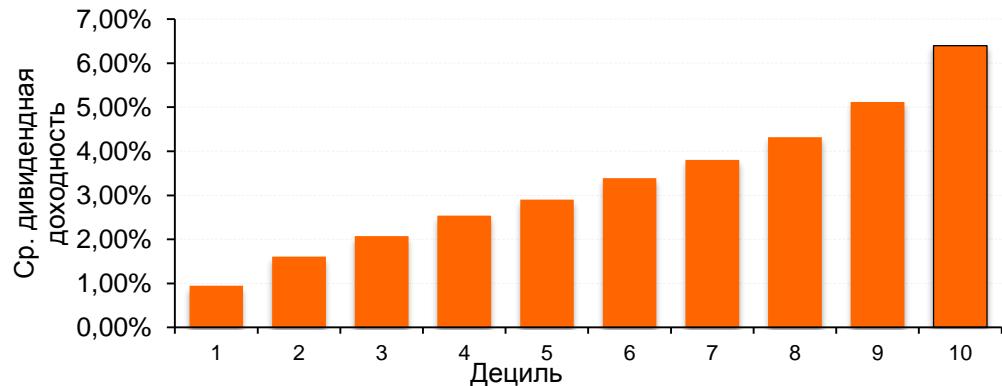
Выплата каких-либо дивидендов по акции оказывается на ее цене и не приносит никакой добавленной стоимости для акционера. Однако это является своего рода ребалансировкой для компаний-эмитентов по частному преобразованию части своего дохода в денежные средства к выплате акционерам, дисциплиной для поддержания репутации дивидендной компании, а также хеджированием от неопределенностей макро и микро сред в будущем. Можно сказать, что акции с высокой дивидендной доходностью хеджируют акционеров от будущих рисков больше, чем акции с низкой дивидендной доходностью.

**В связи с повышением ставок со стороны ФРС, многие инвесторы стремятся понять, как акции с высокой дивидендной доходностью могут на это реагировать.**

Рассмотрим анализ динамики и поведения выборки (10-й дециль) акций с самыми высокими дивидендами с 1960 по 2015 годы, сделанной Кеннетом Френчем и Юджином Фама – американскими экономистами, исследователями портфельной теории:

- 1) Период: 56 лет месячных цен закрытия с января 1960 года по декабрь 2015 года.
- 2) Рассматриваемые акции: портфели акций 10 дециля дивидендных акций США от портфельщиков-экономистов Кеннета Френча и Юдзина Фама.
- 3) Бенчмарк процентных ставок: доходности 10-летних казначейских облигаций США.
- 4) Бенчмарк доходностей акций: S&P 500 Total Return Index.

**График: Средняя дивидендная доходность дивидендных акций по децилям с 1960 по 2015 годы.**



Источник: доходности портфелей взяты из исследований Кеннета Френча и Юдзина Фама, <http://mba.tuck.dartmouth.edu>, где акции были разбиты по децилям дивидендной доходности.

**График: Годовая корреляция 10 дециля дивидендных акций с рынками облигаций и акций.**



Высоко дивидендные акции имеют низкую корреляцию с портфелем акций S&P500 и корзиной всех IG облигаций США от Barclays, однако демонстрируют высокое значение с портфелем акций S&P 500 с высоким фундаментальным потенциалом.

**График: Структура доходностей дивидендных акций по децилям**



Стоит отметить, что 50% доходов по акциям 10 дециля пришла с дивидендов, полученных в периоды повышения базовых процентных ставок.

**Таблица: Структура доходностей дивидендных акций по децилям**

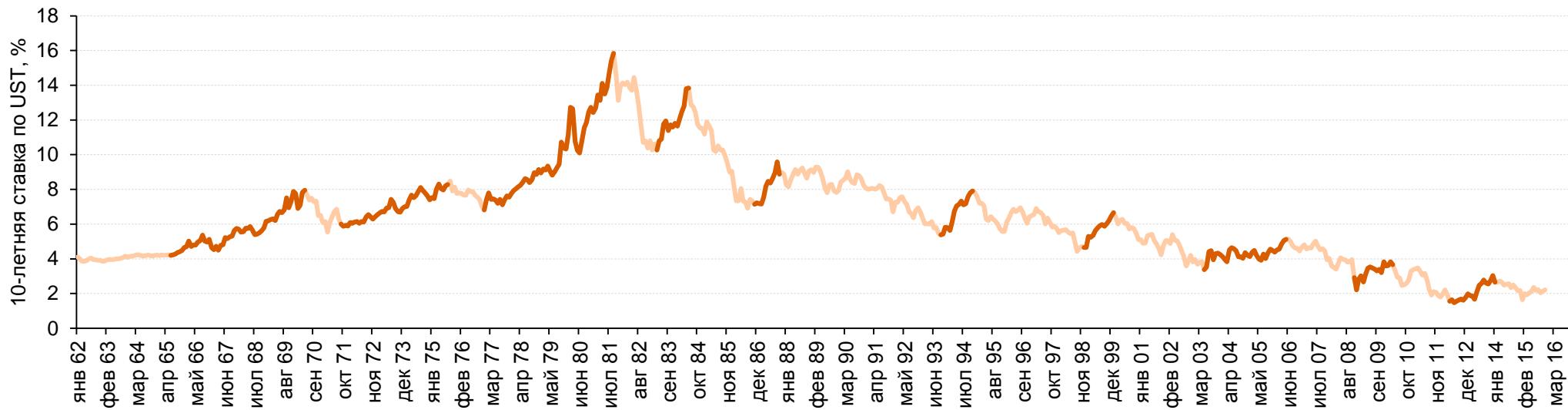
	Годовая доходность	Волатильность доходностей	Коэф. Шарпа	Корреляция к S&P 500	Бета к S&P 500
Портфель акций с высокими дивидендами	12,97	15,26%	0,84	0,58	0,71
Портфель акций S&P 500	9,78%	12,28%	0,78	-	-

С 1960 до 2015 года, акции с высокими дивидендами продемонстрировали более высокие абсолютные доходности и доходности с поправкой на риск, чем S&P 500.

С 1962 года по конец 2015 года было проведено 10 периодов значимых повышений процентных ставок по доходностям 10-летних казначейских облигаций США. В эти периоды акции с высокими дивидендами опередили широкий рынок акций в среднем на 0,80% годовых в 7-и периодах из 10-и. В остальных случаях отставание от рынка акций происходило при увеличении ставок необычно быстрыми темпами.

**Таблица: Динамика акций с высокими дивидендами в периоды повышения номинальных ставок**

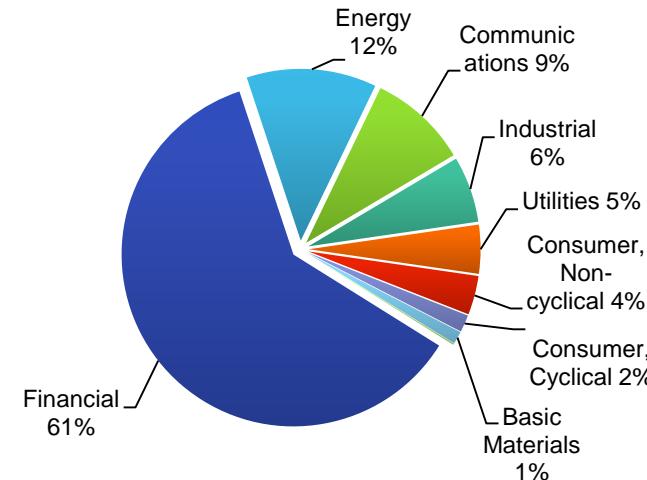
Период	Кол-во месяцев	увеличение ставки по 10Y UST, бп	Ср. шаг увеличения ставки в месяц, бп	Портфель акций с высокими дивидендами	Портфель акций S&P 500	Разница
июль 65 - май 70	59	371	6,3	11,17%	0,94%	10,23%
октябрь 71 - август 75	47	247	5,3	3,82%	-0,24%	4,06%
январь 77 - сентябрь 81	57	811	14,2	11,05%	7,80%	3,25%
май 83 - июнь 84	14	318	22,7	8,53%	1,84%	6,69%
декабрь 86 - октябрь 87	11	241	21,9	-2,50%	19,15%	-21,65%
октябрь 93 - ноябрь 94	14	263	18,8	-8,38%	3,14%	-11,52%
январь 99 - январь 00	13	194	14,9	5,35%	19,60%	-14,25%
июнь 03 -май 06	36	178	4,9	17,24%	13,19%	4,05%
декабрь 08 - апрель 10	17	143	8,4	50,06%	27,20%	22,86%
июнь 12 - январь 14	19	133	7,0	29,21%	24,93%	4,28%
<b>Среднее</b>	<b>29</b>	<b>290</b>	<b>12,4</b>	<b>12,56%</b>	<b>11,76%</b>	<b>0,80%</b>



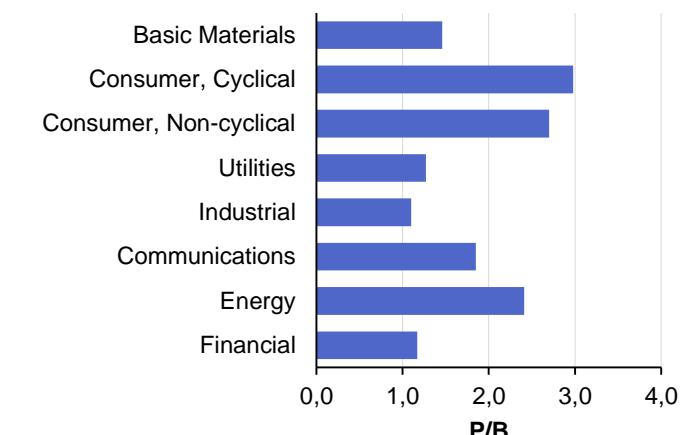
**Таблица: Ключевые факты и характеристики портфеля SDIV**

P/E	16,94
P/B	1,35
Ср.-взв. див. доходность, %	7,6
Бета к S&P 500	1,02
Корреляция с S&P 500	0,98
Кол-во эмитентов акций в ETF	100

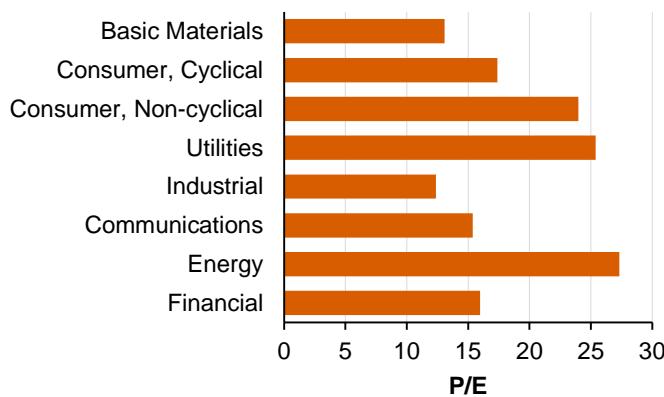
**Диаграмма: Распределение весов SDIV по секторам экономики**



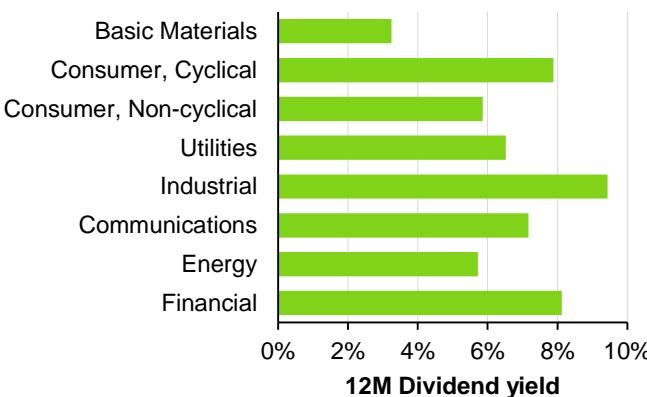
**Диаграмма: Показатель Р/В акций портфеля SDIV по секторам экономики**



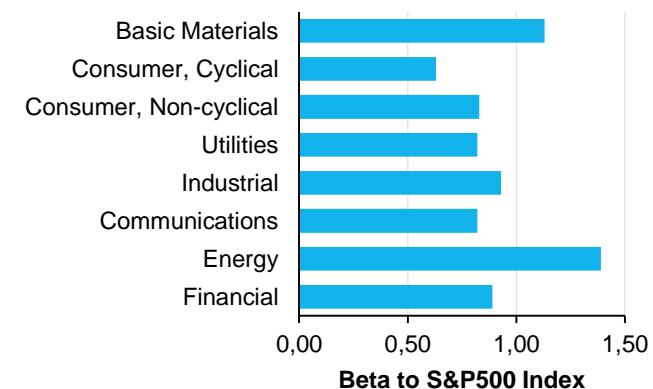
**Диаграмма: Показатель Р/Е акций портфеля SDIV по секторам экономики**



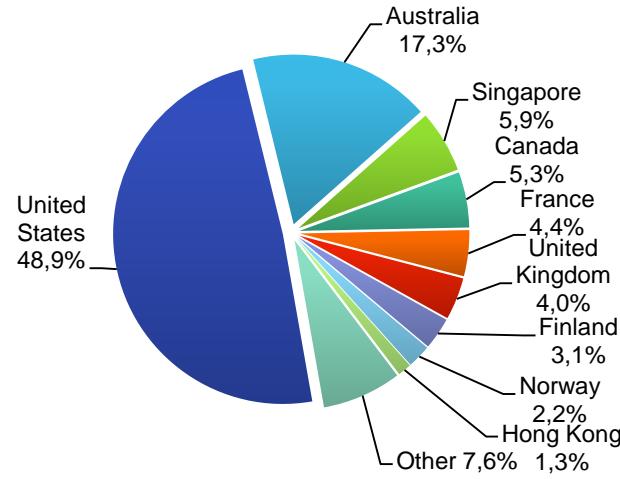
**Диаграмма: Дивидендная доходность акций портфеля SDIV по секторам экономики**



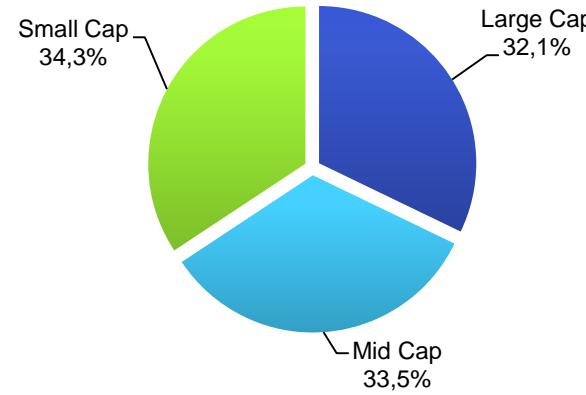
**Диаграмма: Beta к индексу S&P 500 акций портфеля SDIV по секторам экономики**



**Диаграмма: Распределение весов SDIV по странам риска**



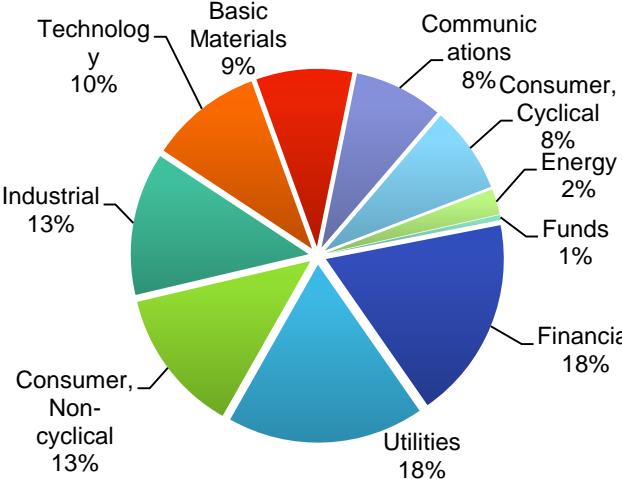
**Диаграмма: Распределение весов SDIV по рыночной капитализации**



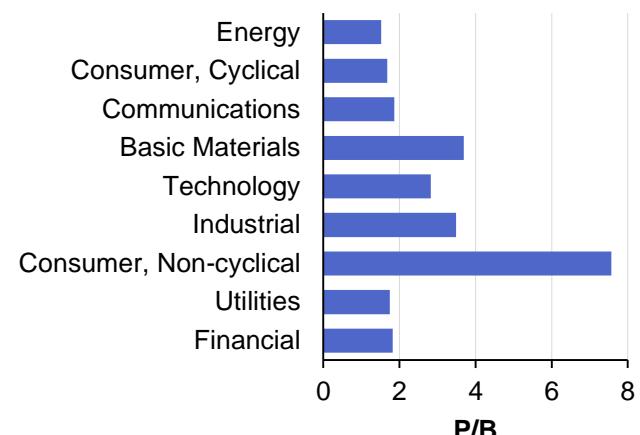
**Таблица: Ключевые факты и характеристики портфеля SPHD**

P/E	15,74
P/B	2,35
Ср.-взв. див. доходность, %	4,04
Бета к S&P 500	0,96
Корреляция с S&P 500	0,88
Кол-во эмитентов акций в ETF	50
Страна риска	100% США
Размер капитализации эмитентов	Large cap

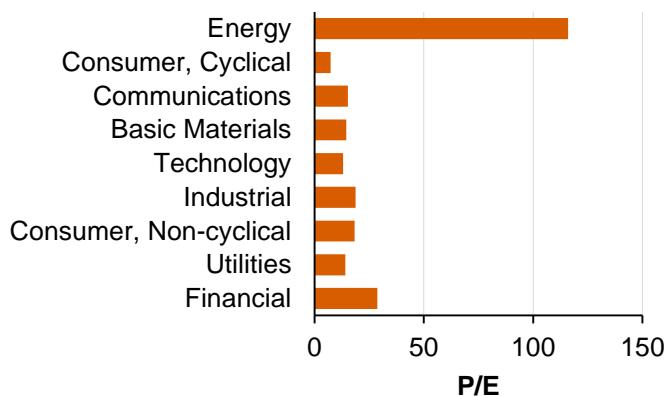
**Диаграмма: Распределение весов SPHD по секторам экономики**



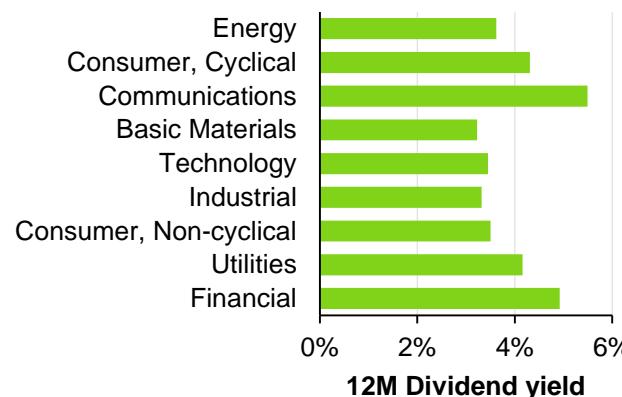
**Диаграмма: Показатель Р/В акций портфеля SPHD по секторам экономики**



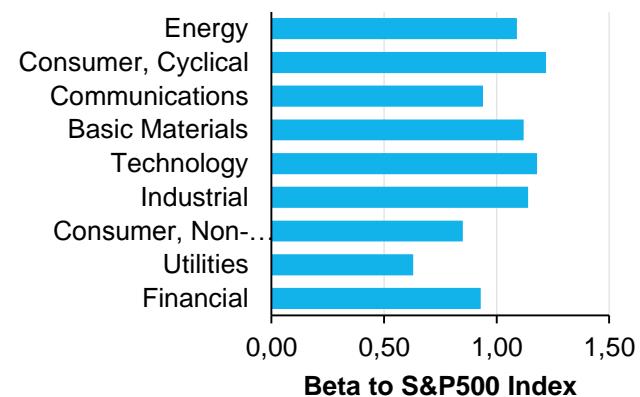
**Диаграмма: Показатель Р/Е акций портфеля SPHD по секторам экономики**



**Диаграмма: Дивидендная доходность акций портфеля SPHD по секторам экономики**



**Диаграмма: Beta к индексу S&P 500 акций портфеля SPHD по секторам экономики**



## Стратегия 2

### Портфель высокодоходных государственных долларовых еврооблигаций развивающихся стран:

Тикер ETF	EMB US	PCY US
Название ETF	iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF	PowerShares Emerging Markets Sovereign Debt Portfolio
Эмитент ETF	BlackRock Fund Advisors	Invesco PowerShares Capital Mgmt LLC
Доходность по цене за последние 12 мес.	13,45%	13,01%
Дивидендная доходность за последние 12 мес.	4,77%	5,13%
Ср. станд. отклон.	0,41%	0,41%
Капитализация, \$ млрд	8,05	3,74
Дата выпуска ETF	19.12.2007	11.10.2007
Количество фин. инструментов в портфеле ETF	340	86
Критерий взвешивания индекса ETF	Капитализация	Равные доли
Ребалансировка портфеля ETF	Месячная	Квартальная
Стратегия реплицирования индекса портфелем ETF	Оптимизированная	Полная
Рынок опционов на данный ETF	Есть	Есть
Ср. объем торговли за последние 40 дней от ETF в обращении	3,29%	1,09%
Доля ETF в обращении, проданных без покрытия	16,27%	0,11%
Ср. объем торговли за последние 40 дней, \$ млн	265	41
Текущий бид/аск спред, \$	0,01	0,01
Ср. бид/аск спред за последние 40 дней, \$	0,02	0,01
Комиссия эмитента за управление	0,50%	0,50%
Биржа котирования	NYSE Arca	NYSE Arca
Валюта котирования	USD	USD
Последняя цена, \$	111,56	28,59
Последний дивиденд за ETF, \$	0,26	0,13
Частота выплаты дивидендов	Месячная	Месячная
Годовой рост дивидендов	4,06%	-2,44%
3-х летний рост дивидендов	1,17%	5,35%
5-х летний рост дивидендов	0,08%	-0,22%
Последняя дата объявления дивиденда	21.дек.16	12.янв.17
Последняя экс-дата дивиденда	22.дек.16	13.янв.17
Последняя дата закрытия реестра	30.дек.16	27.дек.16
Последняя дата выплаты дивиденда	06.янв.17	29.дек.16

### Основные преимущества долларовых ГЦБ развивающихся рынков:

- **Серьезная разница (carry) в ставках относительно ГЦБ США** – ставка на кредитное качество развивающихся стран относительно платежеспособности США составляет от 300 до 400 бп. Восстановление и стабильный глобальный рост сырьевых и добывающих секторов, мягкая глобальная монетарная политика увеличивают аппетит инвесторов к государственным долларовым долгам развивающихся рынков.
- **Сохранность и высокие гарантии** – дефолты по государственным облигациям являются довольно редкими случаями, все государства стремятся построить сильную репутацию кредитоспособности для удешевления заимствований и для увеличения широкого доступа к рынкам в будущем.
- **Снижение валютного риска** – государственные облигации развивающихся рынков деноминированы в USD, по большей части являются более ликвидными инструментами, чем местные ГЦБ.
- **Качественная страновая диверсификация** – государственные долги занимают около 40% всего мирового рынка облигаций. Можно диверсифицировать подверженность портфеля политическому, кредитному риску, а также экономическому росту по разным развивающимся странам.

График: Прогноз ВВП на 2017 год.

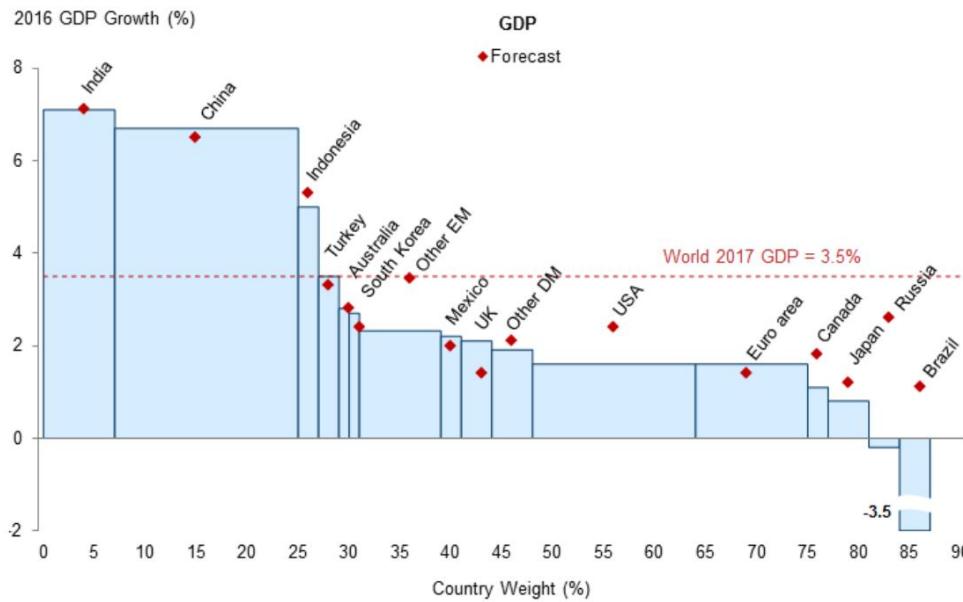


График: Прогноз инфляции на 2017 год.

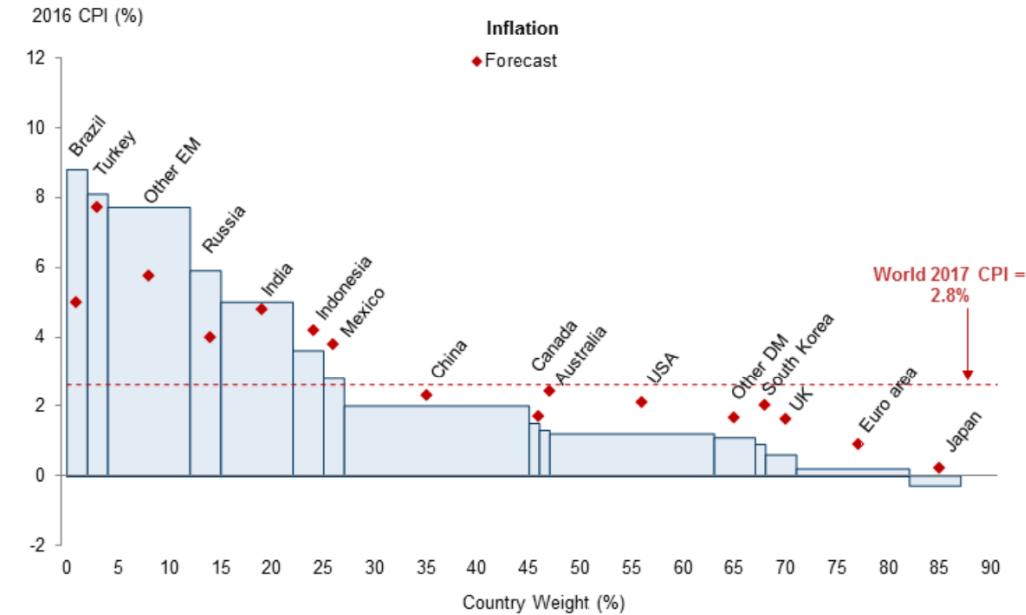


График: Прогноз реальных ставок на 2017 год.

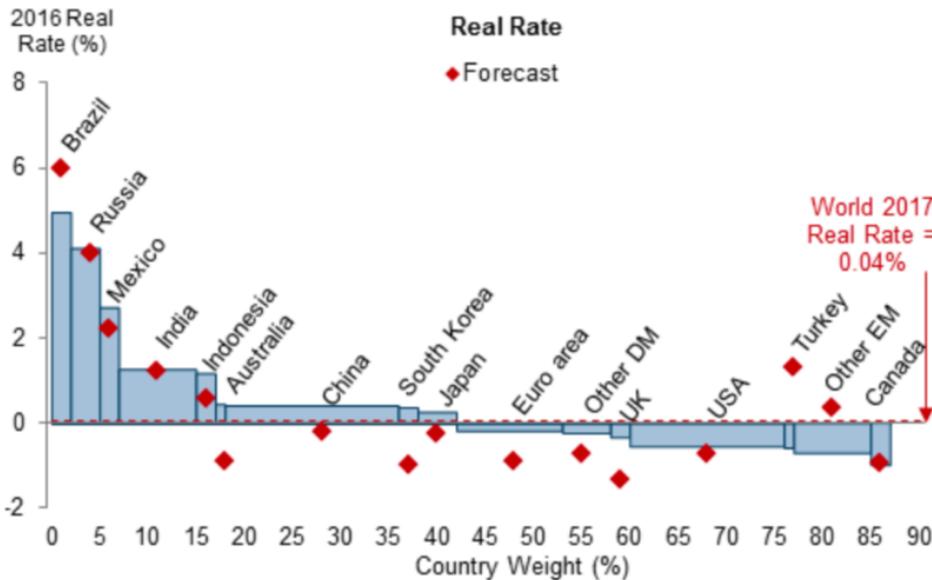
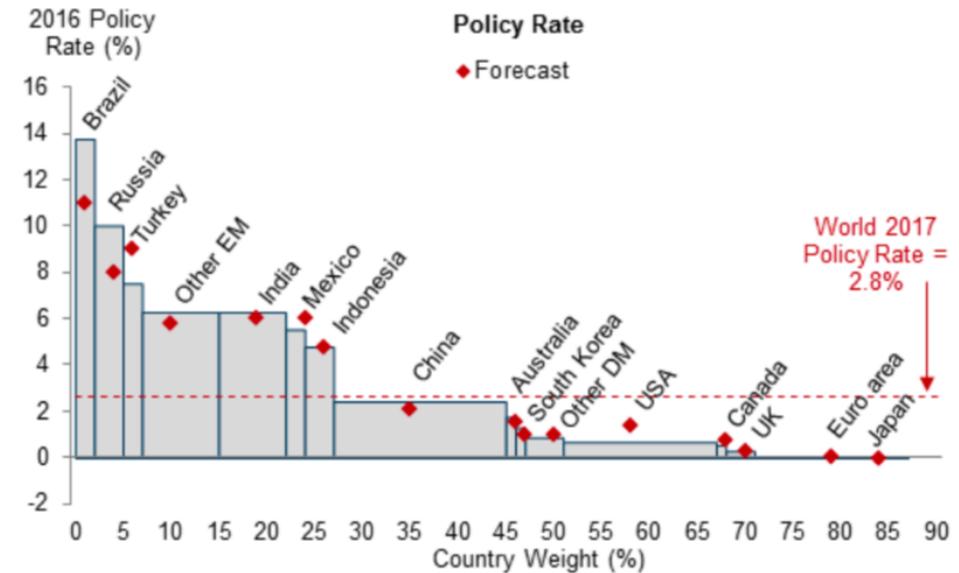
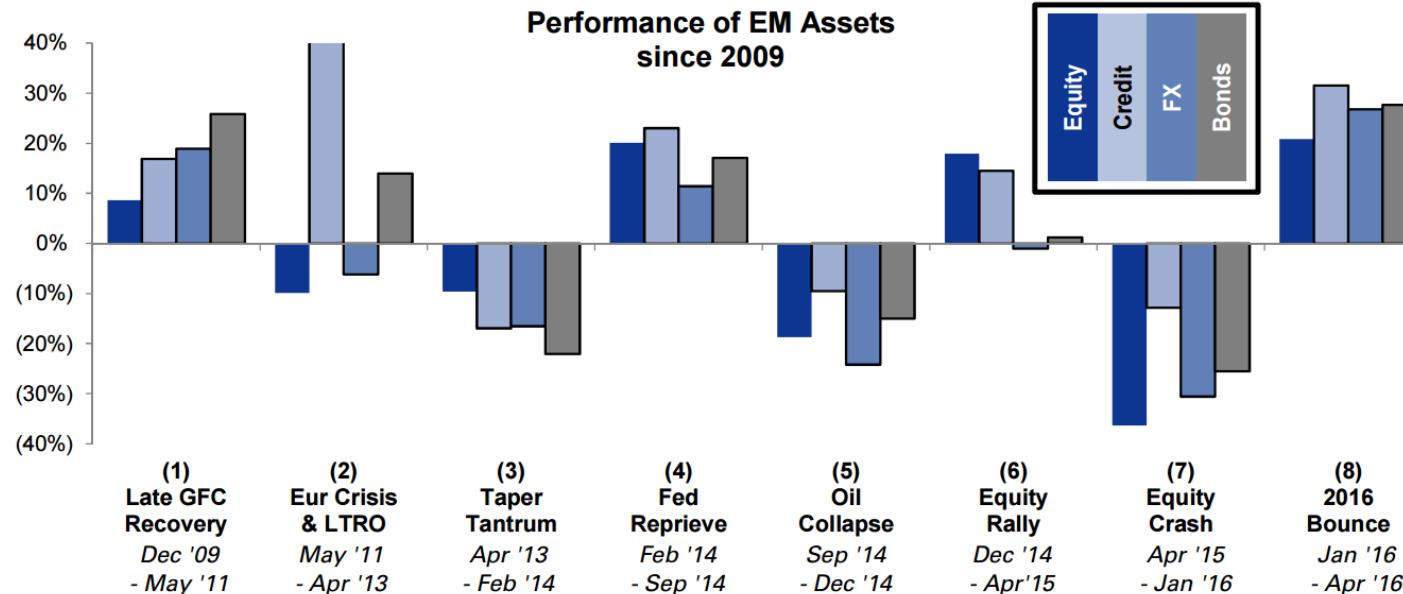


График: Прогноз базовых ставок на 2017 год.



Источник: GS

## График: Каждый класс активов EM проявил себя по-своему после глобального финансового кризиса 2008 года.



Источник: FactSet, Datastream

Каждый класс активов EM имел свое место под солнцем после финансового кризиса 2008 года:

Сравнивая доходности по EM активам (масштабируемые по волатильности) в различных мини-циклах, после кризиса, можно увидеть, что каждый класс активов имел сильное преимущество перед другими в конкретном цикле, кроме кредитного класса, который показал слабые результаты. Ниже мы выделим эти мини-циклы в контексте глобальной макро среды:

1) Позднее восстановление после кризиса (QE2) [Bonds ↑, Equity ↓]. Все активы EM переживали сильное ралли в 2010 году, но лучшие показатели были по облигациям, которые сильно выиграли от QE программ.

2) Кризис евро + LTRO [Credit ↑, Equity ↓]. Доходности по EM активам с начала кризиса евро через ралли после объявления LTRO серьезно разнились; среда была очень плохой для акций и FX, однако сильно благоприятствовала риску дюрации по спредам и облигациям.

3) Сворачивание QE в США [Equity ↑, Bonds ↓]. Этот период оказался реверсом QE, так как все активы EM распродавались, особенно акции. Ставка на дюрацию оказалась худшей идеей.

4) ФРС откладывает повышение ставок [Credit ↑, FX ↓]. Сpreadы и облигации развернули истерику распродажи, а номинальные ставки в США

снизились во время отсрочки; акции и FX также показали хорошие результаты, хотя и в меньшей степени.

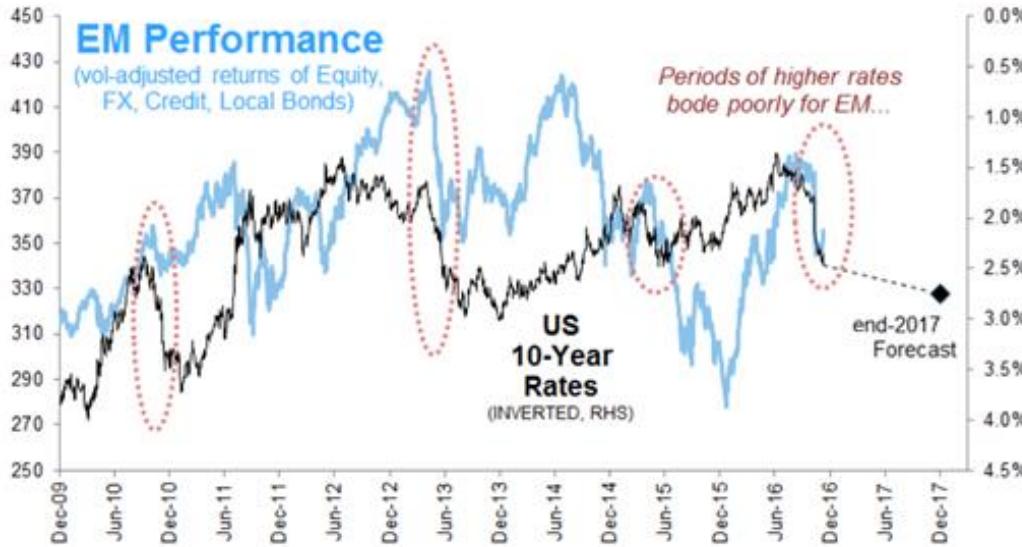
5) Россия/нефтяной кризис [Credit ↑, FX ↓]. Политический кризис, связанный с Крымом и обвал цен на нефть привели к значительному обесценению по классу EM FX (который имеет самую высокую бету к нефти). Spreadы были самым "защитным" классом активов.

6) Ралли по акциям [Equity ↑, FX ↓]. Ралли в Китае в начале 2015 года сильно повлияло на EM spreadы и акции; но это произошло в период очень сильного USD (и сильного послабления от ЕЦБ), которые оказались на EM FX и доходностях облигаций.

7) Обвал по акциям [Credit ↑, Equity ↓]. Разворот ралли в Китае совпал с падением цен на нефть, провоцируя снижение всех классов EM активов, особенно FX. Spreadы остаются самыми нетронутыми.

8) Восстановление ралли 2016-го года [Credit ↑, Equity ↓]. Отскок в EM активах с начала 2016 года в значительной степени проявляется на пересмотре недооценки в течение последнего года; наиболее пострадавшие классы (FX и облигации) претерпели наибольший подъем, скорректированный по волатильности.

**График: Динамика EM находится под давлением во время резких движений ставок США**

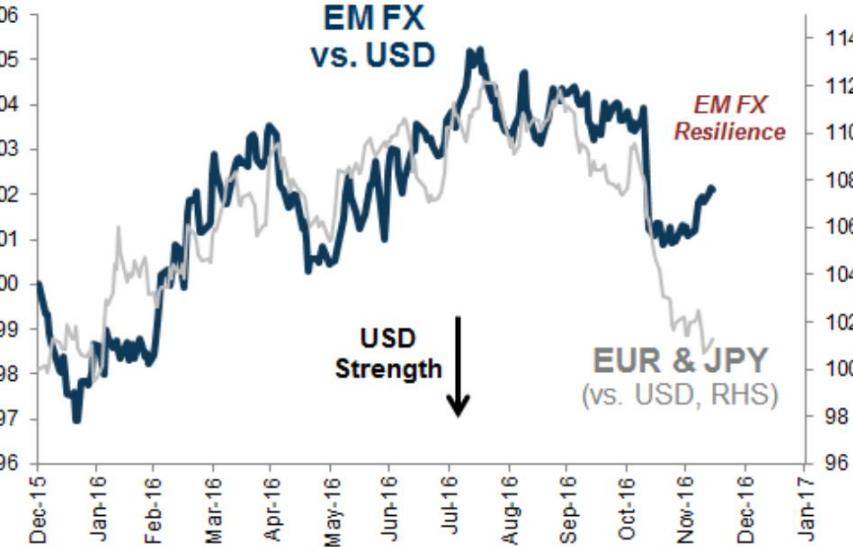


Источник: FactSet, Datastream

Американские рынки продолжили учитывать тему "рефляции" последние недели, и показали свежие максимумы по процентным ставкам за год (ставка 10-лет до 2,47%) и S&P 500 в пределах 10 б.п. от его исторического максимума. Как показано на бенчмарке мульти-активов выше (скорректированные по волатильности: EM акции, FX, спреды и местные облигации), EM активы столкнулись с неудачами после выборов в США.

Как говорится: более сильный USD и более высокие базовые ставки служат дурным предзнаменованием для EM активов. С 2009 года в этой истории явно была некоторая доля правды, так как EM активы резко упали в цене во время фазы резкого повышения ставок в США в последние годы. Тем не менее, можно полагать, что такая связь изменилась в течение столь длительного времени, и что бета активов EM к ставкам США фактически сокращается.

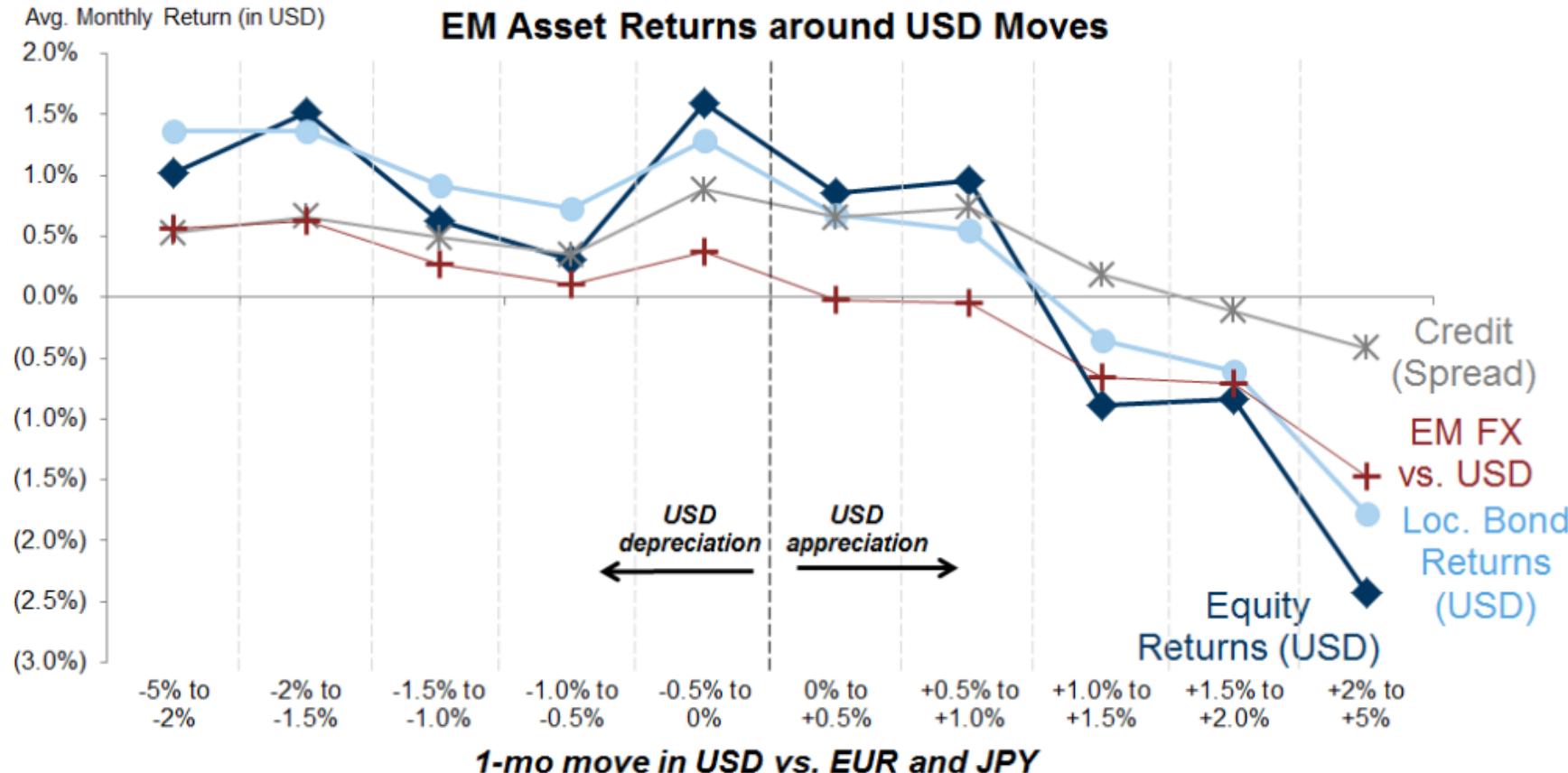
**График: Связь EM FX и USD была более устойчивой в последнее время**



Не менее важно для доходностей EM активов то, что дальнейшие повышения ставок на дальнем конце кривой США требует гораздо более медленных темпов, чем наблюдалось в последнее время. В частности, 10-летние ставки в США могут подняться до 2,75% к концу года 2017 года, это еще 30 б.п. от текущих уровней. Для контекста, в течение 23-х торговых дней с момента итогов выборов в США, ставки по 10-летним ГЦБ выросли на 65 бп.

Глядя на совсем недавнее прошлое, есть признаки того, что EM активы начинают разворачивать свою связь с долларом США, которая была достаточно прочной в последние годы. Как показано на графике, хотя доллар восстановился с начала года до пиковых уровней текущего года по отношению к евро и иене в последние дни, EM FX был довольно устойчивым, ревальвируя по отношению к доллару с середины ноября (индекс EM FX, является средневзвешенным по доле валют развивающихся рынков). Рост EM (за искл. Китая) достиг дна в 1-м квартале 2016 года. Ожидается дальнейшее улучшение ВВП EM в 2017 году.

График: EM кредитные спреды исторически наиболее изолированы во время резких движений по USD



Источник: FactSet

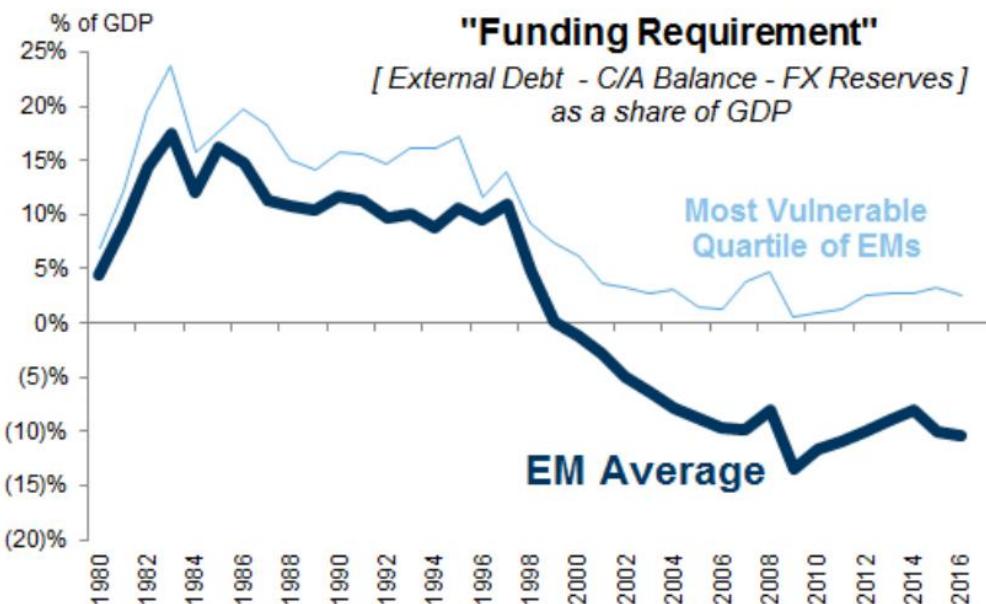
Темп движений по доллару США и базовых ставок может быть особенно важным при оценке воздействия на EM активы. На иллюстрации показана среднемесячная доходность активов EM на основе величины движения USD. Все активы EM, как правило, работают хуже в периоды укрепления доллара, чем в период его ослабления, но «переломный момент», в котором укрепление USD имеет тенденцию вызывать отрицательную доходность для определенного класса активов EM, колеблется в широких пределах.

Например, EM FX имеет тенденцию показывать отрицательную доходность, если USD укрепляется более чем на 0,5% в данном месяце по отношению к евро и иене, но EM акции, спреды и местные облигации, как

правило, дают положительную доходность в такой среде. Если USD укрепляется немного быстрее, скажем, на 1% или более в данном месяце, EM акции и местные облигации, как правило, снижаются в стоимости, но кредитные спреды EM все еще могут сужаться.

EM кредитные спреды являются классом активов, наиболее изолированным от движений по USD, что является одной из главных причин, почему инвесторы имеют высокий аппетит к суворенным кредитным спредам EM. В среднем, USD должен укрепляться более чем на 2% по отношению к евро и иене, чтобы EM кредитные спреды достаточно расширились в данном месяце.

График: Потребности в финансировании находятся на исторических низах



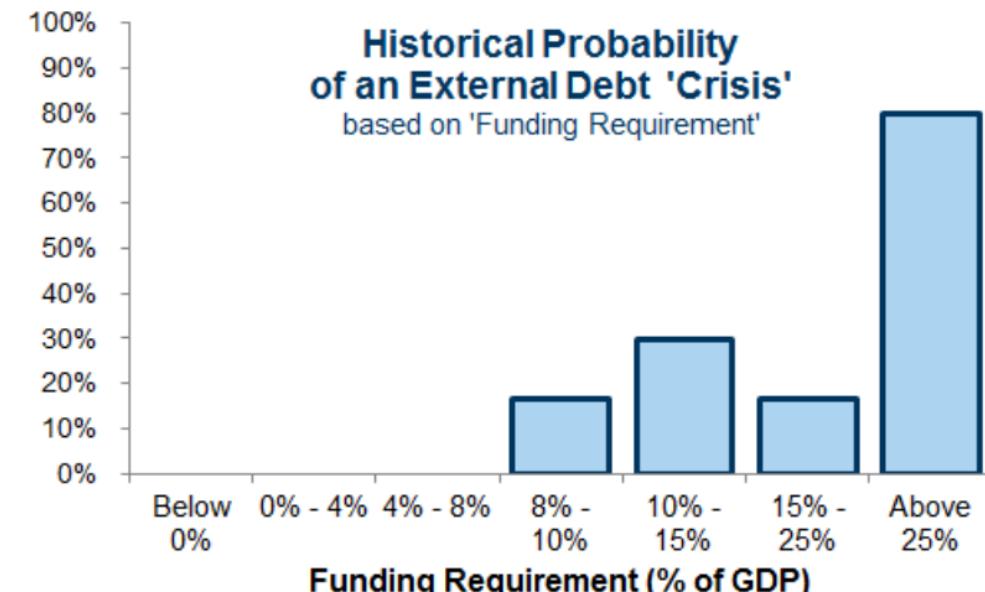
Источник: Haver Analytics

В то время как большинство инвесторов, как правило, знают об исторических соотношениях между EM активами, долларом США и процентными ставками, фундаментальные связи менее явные.

Одной из причин, почему рост ставок является проблемой для EM, является большой уровень внешнего долга (в основном в долларах США). В последние недели глобальные инвесторы сосредоточили свое внимание на EM кредитных спредах, ставя под сомнение, что сильный приток за последние годы, вероятно, будет поставлен под угрозу при росте процентных ставок в США и долларе США - оба увеличивающие внешние издержки финансирования для стран с развивающейся экономикой.

Для того, чтобы оценить влияние более высоких процентных ставок и давлений FX, можно проанализировать "потребности в финансировании", а не просто текущий уровень внешнего долга. Внешние уязвимости EM фактически снизились в последние годы. Потребности в финансировании EM изменились в

График: Гораздо больше финансирования было необходимо при кризисе EM



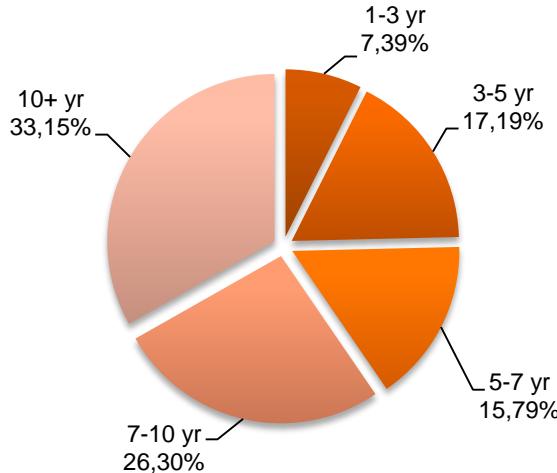
зависимости от внешнего долга, сальдо счета текущих операций и валютных резервов к ВВП. Как показано на графике, более высокий показатель указывает на большую потребность в финансировании (большую уязвимость).

В совокупности, EM значительно менее уязвимы сегодня, чем во времена прошлых долговых кризисов EM в 1980-х и 1990-х годах. Существует широкая вариация по этой метрике, поэтому, необходимо подчеркнуть, что наиболее «хрупкий» quartиль EM стран действительно имеет значительные потребности в финансировании. В исторической перспективе, долговые кризисы EM прошлых лет, как правило, происходят в странах с потребностью в финансировании в размере 10% или больше, по сравнению со средней потребностью EM -10% сегодня.

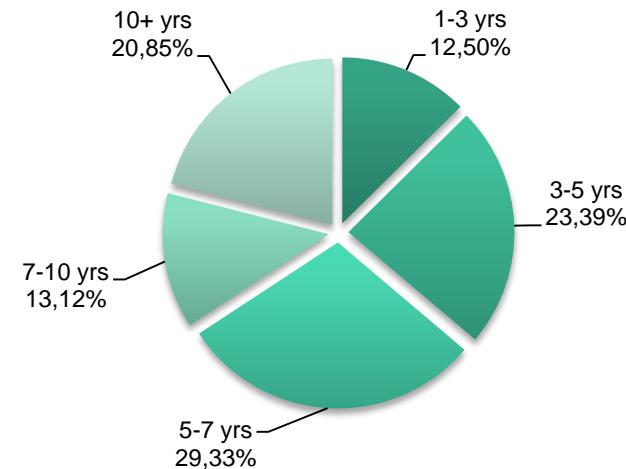
**Таблица: Ключевые факты и характеристики портфеля EMB**

Ср.-взв. срок до погаш-я, лет	11,03
Ср.-взв. мод. дюрация	6,94
Ср.-взв. купон, %	6,04
Ср.-взв. тек. доходность, %	6,01
Ср.-взв. G-спред к UST, бп	322
Кол-во стран эмитентов ГЦБ в ETF	58

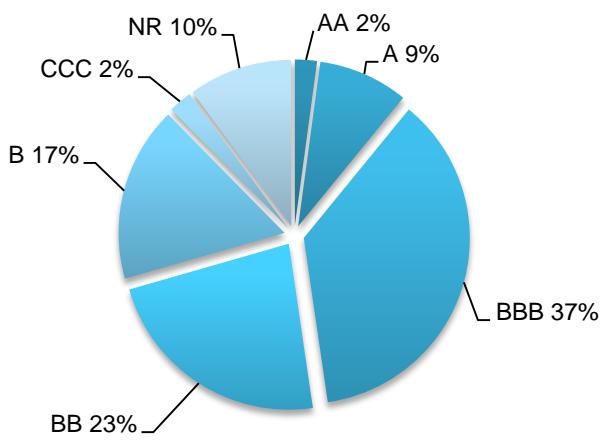
**Диаграмма: Распределение весов EMB по срокам до погашения облигаций**



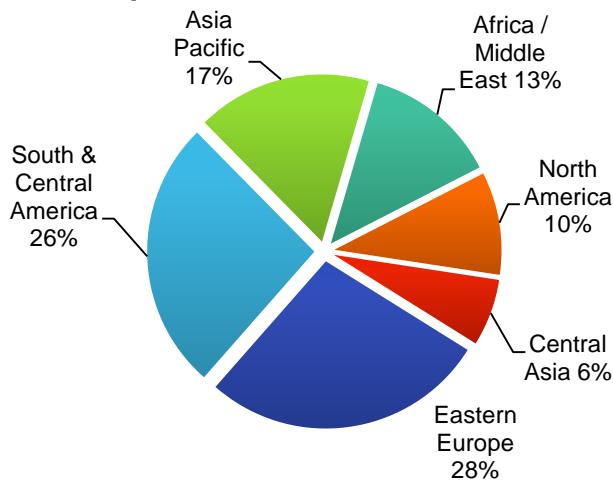
**Диаграмма: Распределение весов EMB по дюрации**



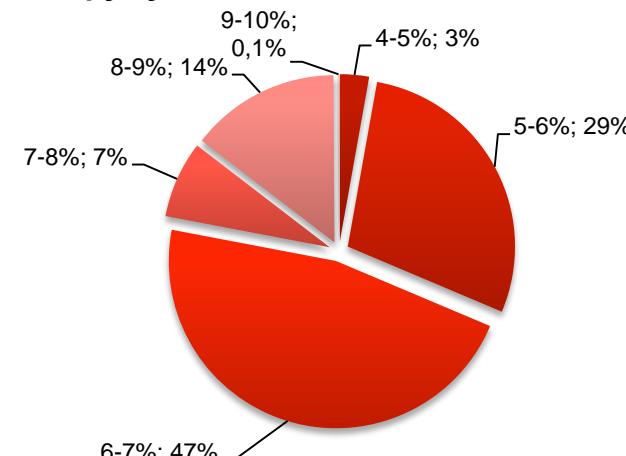
**Диаграмма: Распределение весов EMB по рейтингам облигаций**



**Диаграмма: Распределение весов EMB по регионам риска**



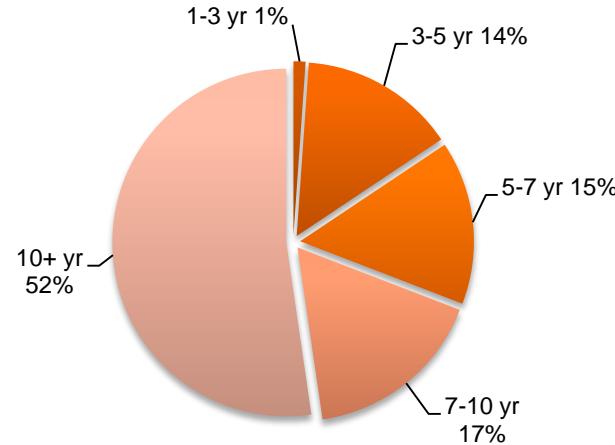
**Диаграмма: Распределение весов EMB по размеру купона**



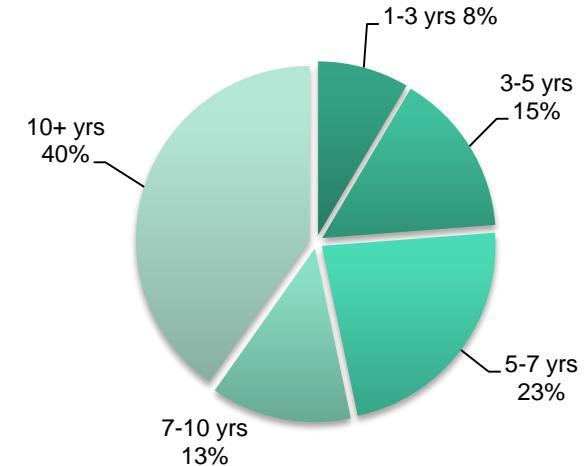
**Таблица: Ключевые факты и характеристики портфеля PCY**

Ср.-взв. срок до погаш-я, лет	14,45
Ср.-взв. мод. дюрация	8,47
Ср.-взв. купон, %	6,33
Ср.-взв. тек. доходность, %	6,20
Ср.-взв. G-спред к UST, бп	349
Кол-во стран эмитентов ГЦБ в ETF	30

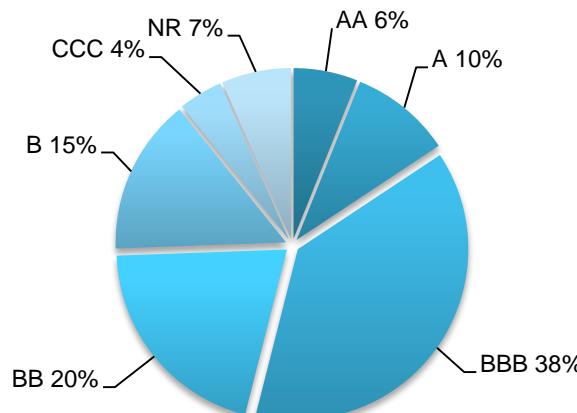
**Диаграмма: Распределение весов PCY по срокам до погашения облигаций**



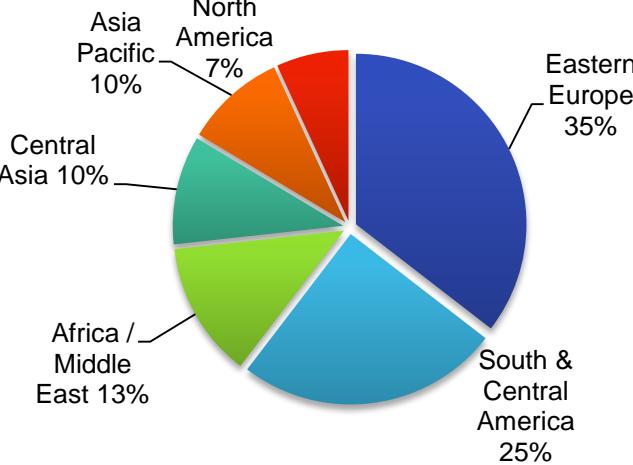
**Диаграмма: Распределение весов PCY по дюрации**



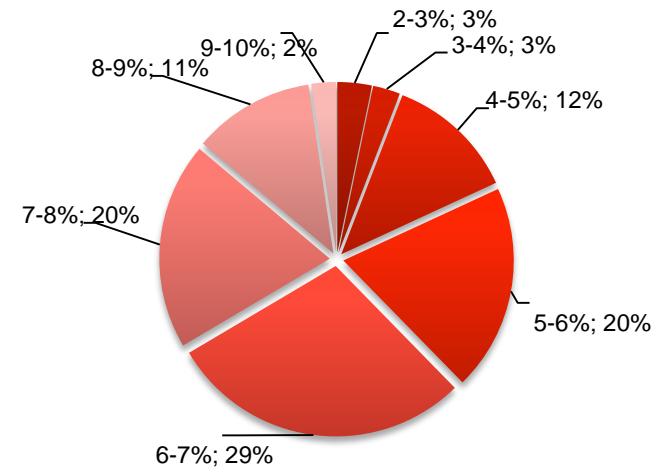
**Диаграмма: Распределение весов PCY по рейтингам облигаций**



**Диаграмма: Распределение весов PCY по регионам риска**



**Диаграмма: Распределение весов PCY по размеру купона**



### Стратегия 3

## Портфель привилегированных акций/бессрочных корпоративных облигаций США:

Тикер ETF	PFF US	PGX US
Название ETF	iShares U.S. Preferred Stock ETF	PowerShares Preferred Portfolio
Эмитент ETF	BlackRock Fund Advisors	Invesco PowerShares Capital Mgmt LLC
Доходность по цене за последние 12 мес.	4,99%	3,78%
Дивидендная доходность за последние 12 мес.	5,78%	5,95%
Ср. станд. отклон.	0,40%	0,41%
Капитализация, \$ млрд	16,6	4,26
Дата выпуска ETF	30.03.2007	31.01.2008
Количество фин. инструментов в портфеле ETF	295	256
Критерий взвешивания индекса ETF	Капитализация	Капитализация
Ребалансировка портфеля ETF	Квартальная	Месячная
Стратегия реплицирования индекса портфелем ETF	Полная	Оптимизированная
Рынок опционов на данный ETF	Есть	Есть
Ср. объем торговли за последние 40 дней от ETF в обращении	0,91%	0,99%
Доля ETF в обращении, проданных без покрытия	1,15%	0,23%
Ср. объем торговли за последние 40 дней, \$ млн	153	42
Текущий бид/аск спред, \$	0,01	0,01
Ср. бид/аск спред за последние 40 дней, \$	0,01	0,01
Комиссия эмитента за управление	0,48%	0,50%
Биржа котирования	NYSE Arca	NYSE Arca
Валюта котирования	USD	USD
Последняя цена, \$	37,66	14,37
Последний дивиденд за ETF, \$	0,2	0,07
Частота выплаты дивидендов	Месячная	Месячная
Годовой рост дивидендов	-2,72%	-1,95%
3-х летний рост дивидендов	-3,61%	-1,96%
5-х летний рост дивидендов	-2,62%	-1,65%
Последняя дата объявления дивиденда	21.дек.16	12.янв.17
Последняя экс-дата дивиденда	22.дек.16	13.янв.17
Последняя дата закрытия реестра	27.дек.16	18.янв.17
Последняя дата выплаты дивиденда	29.дек.16	31.янв.17

### Основные преимущества привилегированных акций/бессрочных облигаций США:

- **Ставка на долгосрочный кредитный риск** – Наибольший потенциал привилегированных акций заключается в исторически более высоких показателях доходности к волатильности и доходности к качеству, по сравнению с обычными облигациями. Первоначальный фокус инвесторов привилегированных акций заключается в регулярных дивидендах, а не в ценовой переоценке. Привилегированные акции торгуются с премией по ставке к облигациям, учитывая, что по приоритету в структуре капитала они находятся ниже, чем облигации, и дивидендные выплаты по ним менее защищены от дефолта, чем купонные выплаты.
- **Налоговые льготы** – Купонные платежи обычных облигаций облагаются типичным налогом по процентному доходу, который может составлять максимум 43,4% в США. Дивиденды по привилегированным акциям, часто классифицируются как «квалифицированные дивиденды» (QDI), которые облагаются налогом по долгосрочному приросту капитала по ставке максимум достигающей 23,8%.
- **Качественная диверсификация** – Со своими уникальными характеристиками, привилегированные акции являются важным инструментом диверсификации для доходо-ориентированных портфелей. За последние 10 лет, их корреляция с основными классами активов, была меньше, чем 70%, а с традиционными инвестициями с фиксированным доходом, такими как долгосрочные казначейские облигации США и корпоративные облигации инвестиционного уровня составила -24% и +17% соответственно.
- **Уникальные опции** – Привилегированные акции могут изменять выплаты с фиксированной ставкой на плавающую, отзываться и конвертироваться. Преимущественно выпускаются финансовыми институтами и несут свойственные для финансового сектора риски. Некоторые выпуски привилегированных акций могут подпадать под капитал банка 1-го уровня, который считается самым надежным в рамках Базельских рекомендаций.

## График: Недельные корреляции привилегированных акций с основными классами активов с 2006 по 2016 годы.



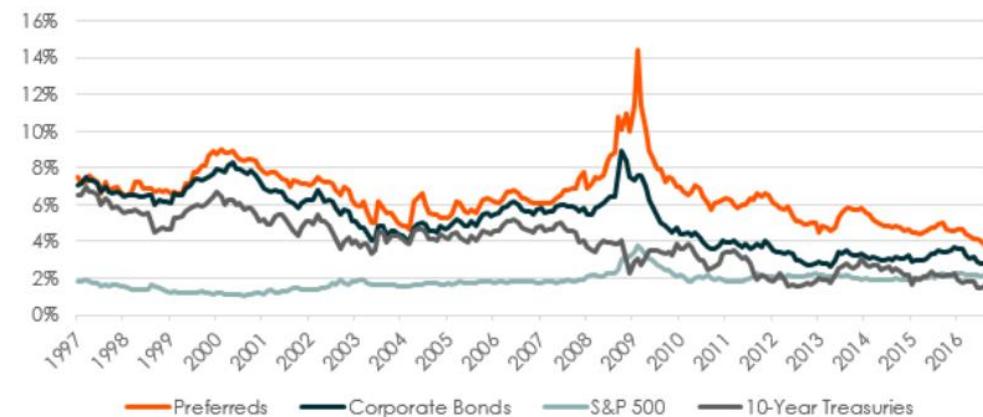
Источник: Bloomberg.

83% текущего рынка привилегированных акций США имеют фиксированную ставку выплат, и не зависят от изменения процентной ставки, оставшаяся часть рынка привязана к плавающей ставке. Привилегированные акции с опцией «fixed to floating» имеют определенный период, в течение которого выплаты дивидендов происходят по фиксированной ставке, а по истечении этого периода, выплата может быть привязана к LIBOR или своп-ставке в США. Часть рынка привилегированных акций США с 2016 года перешла в режим плавающей ставки.

Рост LIBOR обычно указывает на увеличение груза на банки или на ожидаемое повышение центральным банком ключевой ставки. Хотя, Федеральный резерв ужесточает монетарную политику, подъем LIBOR во втором полугодии 2016 года тесно связан с кризисом 2008 г. Одобрение Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) изменение в регулировании американских инвестиционных фондов денежного рынка сделало заимствование более дорогим, особенно для иностранных банков.

Новые правила должны были повысить надежность фондов денежного рынка, которые являются одним из самых популярных сберегательных продуктов в США. Правила, вступившие в силу 14 октября 2016 года, обязывают американские фонды денежного рынка, обслуживающие институциональных инвесторов, варьировать чистую стоимость активов, а не фиксировать их по \$1 за акцию. В сущности, идея состояла в том, чтобы запретить фондам обещать невыполнимое. Утверждается, что стоимость акций фондов денежного рынка не может упасть ниже \$1, даже если они инвестируют в дешевые активы. Опасность этой иллюзии стала очевидна в 2008 году, когда потери в одном

## График: Сравнение исторических доходностей с 1997 по 2016 годы.



Источник: Bloomberg, BofA Merrill Lynch Fixed rate preferred securities index, BofA Merrill Lynch US Corporate Master index.

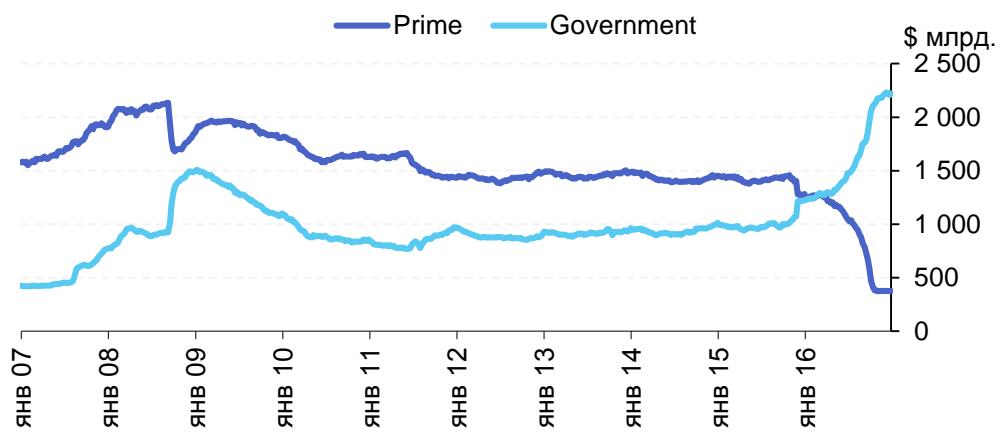
таком фонде привели к атаке на остальные — инвесторы старались распродать свои доли по \$1, пока не стало слишком поздно. Из правил исключили пару крупных категорий: фонды, инвестирующие в правительственные облигации США, и фонды, обслуживающие частных инвесторов.

Все это привело к кардинальным изменениям на рынке оптовых денежных средств. За 2016 г., согласно данным ICI, общие активы фондов денежного рынка снизились на более чем \$870 млрд, до \$383 млрд; в то же время активы "государственных" фондов, которые инвестируют в казначейские облигации и схожие инструменты, увеличились на \$994 млрд, достигнув в общей сложности \$2,2 трлн.

Несмотря на то, что последующее увеличение ставки LIBOR по сравнению с другими краткосрочными ставками финансирования может развернуться, как только банки разработают альтернативные краткосрочные источники финансирования вместо краткосрочных нот, такая замена может потребовать много времени. Таким образом, увеличение LIBOR в 2016 году по большей части имеет структурный характер, поэтому, основным драйвером роста ставки USD LIBOR в 2017-2019 гг будет цикл повышения ставки ФРС.

Увеличение ставки USD LIBOR не ослабило аппетит иностранных инвесторов к долларовым сред-продуктам. С начала года иностранные инвесторы значительно увеличили свои позиции по долларовым ценным бумагам с фиксированным доходом, особенно по спред-продуктам. И, несмотря на то, что в 3-месячная LIBOR ставка возросла на 38 б.п. за 2016 год, и базис по валютным свопам USDEUR и USDJPY постоянно отрицательный, спрос иностранных частных инвесторов на американские долговые ценные бумаги остается твердым.

**График: Переток активов между фондами денежного рынка на фоне новых правил SEC**



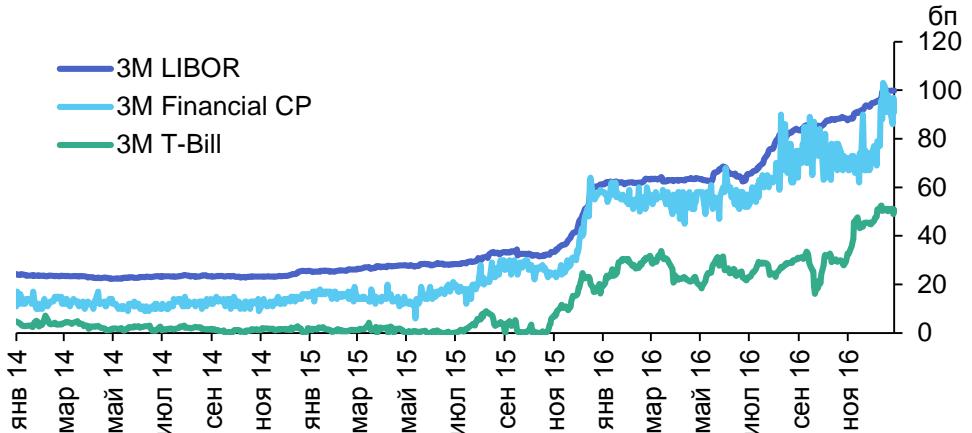
Источник: ICI, Bloomberg, чистые активы взаимных фондов денежного рынка, инвестирующих в краткосрочные корп. облигации и обслуживающие крупных клиентов и фондов (prime), инвестирующие в казначейские облигации США (gov.).

**График: 3-мес. ставка LIBOR, форвардные ставки и прогноз.**



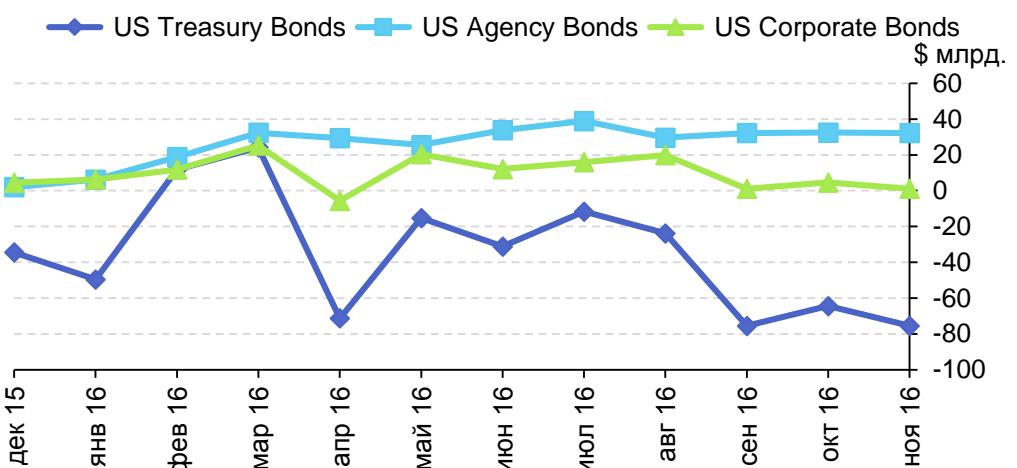
Источник: Bloomberg, GS.

**График: Повышение 3-мес. ставок: USD LIBOR, нот фин. институтов, нот казначейства США.**



Источник: Bloomberg.

**График: Нетто покупки всех стран по облигациям США по сост. на каждый месяц.**

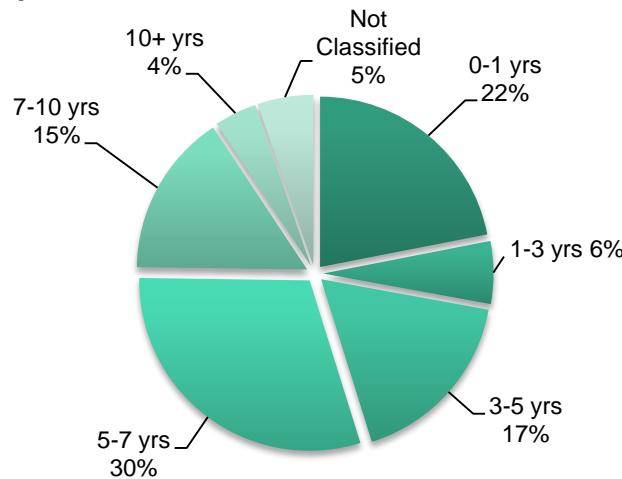


Источник: U.S. Department of the Treasury.

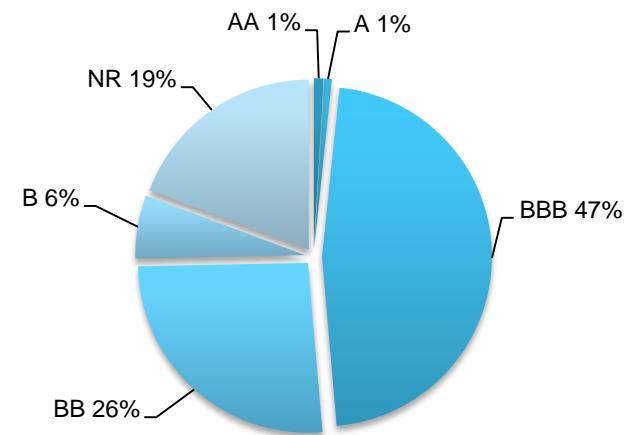
**Таблица: Ключевые факты и характеристики портфеля PFF**

Ср.-взв. мод. дюрация	6,37
Ср.-взв. купон, %	6,49
Ср.-взв. тек. доходность, %	6,53
Кол-во корп. эмитентов ЦБ в ETF	153
Максимальная доля позиции ЦБ от ее выпуска	15,24%
Ср.-взв. доля позиции ЦБ от ее выпуска	10,25%

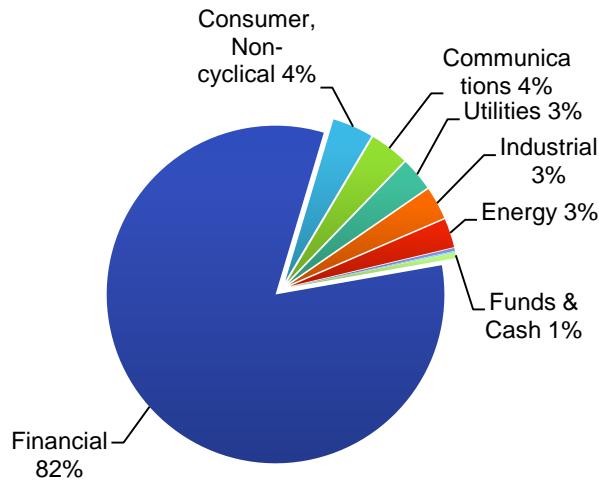
**Диаграмма: Распределение весов PFF по дюрации**



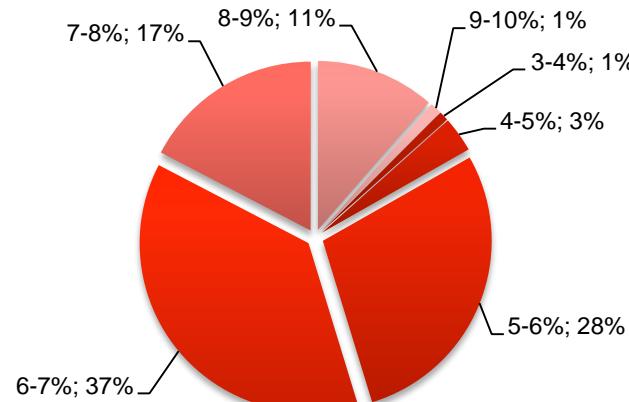
**Диаграмма: Распределение весов PFF по рейтингам облигаций**



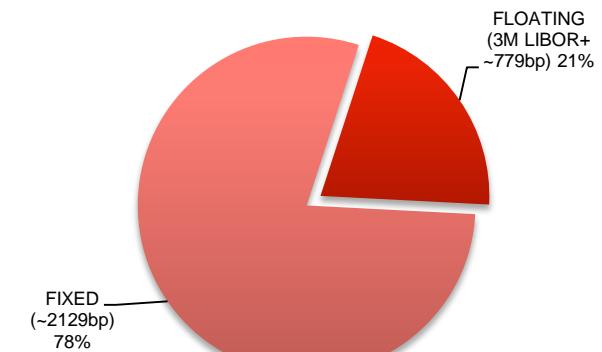
**Диаграмма: Распределение весов PFF по секторам экономики**



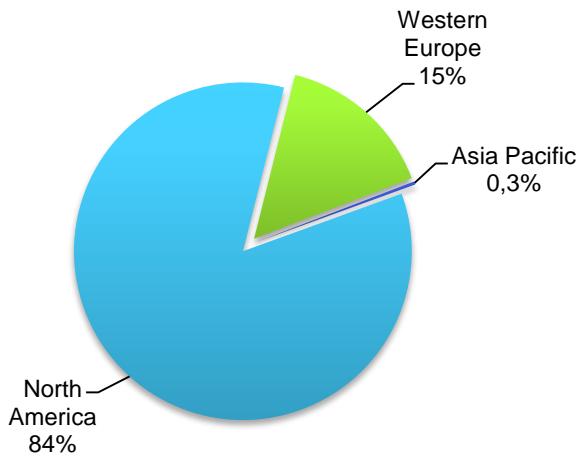
**Диаграмма: Распределение весов PFF по размеру купона**



**Диаграмма: Распределение весов PFF по виду купона**



**Диаграмма: Распределение весов PFF по региону риска**



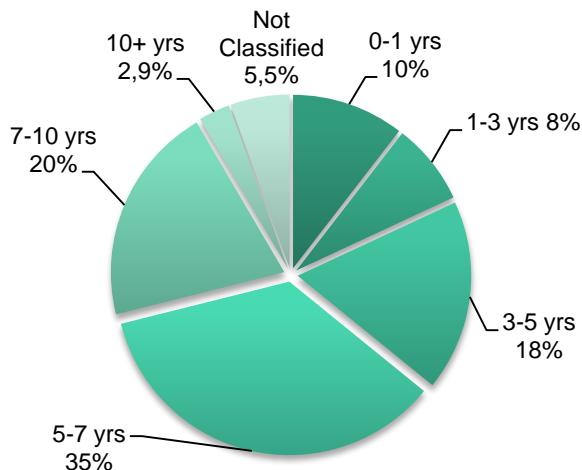
**Диаграмма: Распределение весов PFF по приоритету выплат (при дефолте)**

Sr Unsecured	4,70%
Subordinated	1,23%
Jr Subordinated	25,16%
Preferred	68,44%

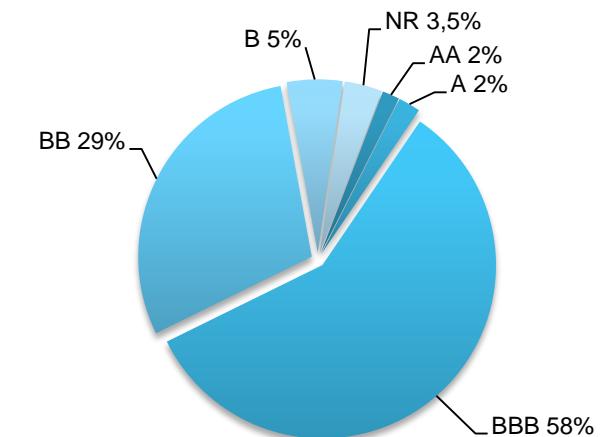
**Таблица: Ключевые факты и характеристики портфеля PGX**

Ср.-взв. мод. дюрация	7,17
Ср.-взв. купон, %	6,38
Ср.-взв. тек. доходность, %	6,36
Кол-во корп. эмитентов ЦБ в ETF	142
Максимальная доля позиции ЦБ от ее выпуска	14,96%
Ср.-взв. доля позиции ЦБ от ее выпуска	3,75%

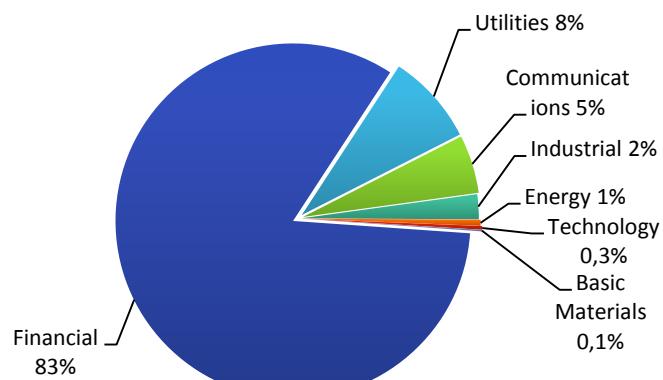
**Диаграмма: Распределение весов PGX по дюрации**



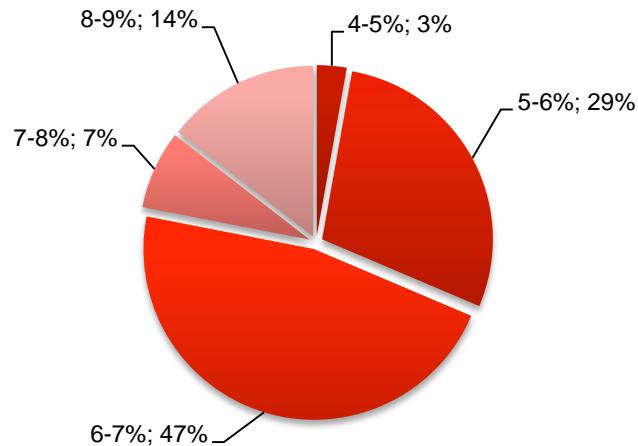
**Диаграмма: Распределение весов PGX по рейтингам облигаций**



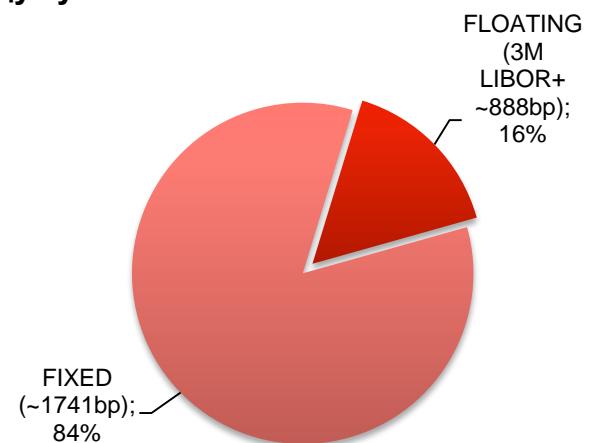
**Диаграмма: Распределение весов PGX по секторам экономики**



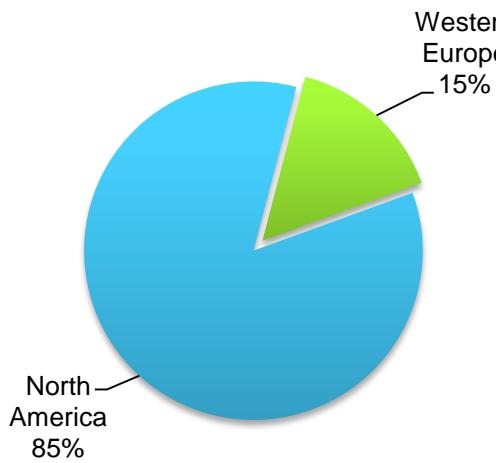
**Диаграмма: Распределение весов PGX по размеру купона**



**Диаграмма: Распределение весов PGX по виду купона**



**Диаграмма: Распределение весов PGX по региону риска**



**Диаграмма: Распределение весов PGX по приоритету выплат (при дефолте)**

<b>Secured</b>	1,18%
<b>Sr Unsecured</b>	10,30%
<b>Subordinated</b>	2,74%
<b>Jr Subordinated</b>	26,59%
<b>Preferred</b>	59,12%

## Стратегия 4

### Портфель краткосрочных высокодоходных корпоративных облигаций США:

Тикер ETF	SJNK US	HYG US
Название ETF	SPDR Bloomberg Barclays Short Term High Yield Bond ETF	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF
Эмитент ETF	State Street Bank and Trust Company	BlackRock Fund Advisors
Доходность по цене за последние 12 мес.	19,54%	19,15%
Дивидендная доходность за последние 12 мес.	5,62%	5,24%
Ср. станд. отклон.	0,36%	0,53%
Капитализация, \$ млрд	3,87	18,42
Дата выпуска ETF	15.03.2012	11.04.2007
Количество фин. инструментов в портфеле ETF	744	1032
Критерий взвешивания индекса ETF	Капитализация	Капитализация
Ребалансировка портфеля ETF	Месячная	Месячная
Стратегия реплицирования индекса портфелем ETF	Оптимизированная	Оптимизированная
Рынок опционов на данный ETF	Есть	Есть
Ср. объем торговли за последние 40 дней от ETF в обращении	1,10%	5,13%
Доля ETF в обращении, проданных без покрытия	0,40%	18,89%
Ср. объем торговли за последние 40 дней, \$ млн	42	944
Текущий бид/аск спред, \$	0,01	0,01
Ср. бид/аск спред за последние 40 дней, \$	0,01	0,01
Комиссия эмитента за управление	0,40%	0,50%
Биржа котирования	NYSE Arca	NYSE Arca
Валюта котирования	USD	USD
Последняя цена, \$	27,83	87,03
Последний дивиденд за ETF, \$	0,14	0,29
Частота выплаты дивидендов	Месячная	Месячная
Годовой рост дивидендов	4,74%	-4,10%
3-х летний рост дивидендов	-1,74%	-6,97%
5-х летний рост дивидендов	-	-7,45%
Последняя дата объявления дивиденда	27.дек.16	21.дек.16
Последняя экс-дата дивиденда	28.дек.16	22.дек.16
Последняя дата закрытия реестра	30.дек.16	27.дек.16
Последняя дата выплаты дивиденда	06.янв.17	29.дек.16

### Основные преимущества краткосрочных корпоративных облигаций США:

- **Большие спреды поверх гос. кривой США** – плата за акцент на краткосрочном кредитном качестве стоит в среднем от 300 до 600 бп. Большой потенциал для повышения рейтингов на фоне кредитоспособности США, большая переоценка при глобальном росте, расхождение в монетарных политиках и краткосрочных ставках денежных рынков, рост инфляции в США увеличивают аппетит иностранных инвесторов к кредитным спредам корпораций США.
- **Сохранность, относительно акций** – если компания ликвидирована, держатели облигаций, как правило, имеют приоритет перед акционерами в структуре капитала компании, и, скорее всего, получат компенсацию. Владельцы "обеспеченного долга" и "необеспеченного старшего долга" имеют самые высокие претензии на корпоративные активы при их распределении.
- **Качественная диверсификация** – диверсифицированный портфель низкосортных облигаций в долгосрочной перспективе может принести большие дивиденды, несмотря на высокую вероятность дефолта (каждого эмитента по отдельности), нежели сопоставимый портфель облигаций с высоким рейтингом. Можно диверсифицировать подверженность портфеля кредитному риску по разным секторам экономики.

**Таблица: Немного широкие G-спреды по HY и умеренно суженные G-спреды по IG корпоративным облигациям в USD к концу 2017 года.**

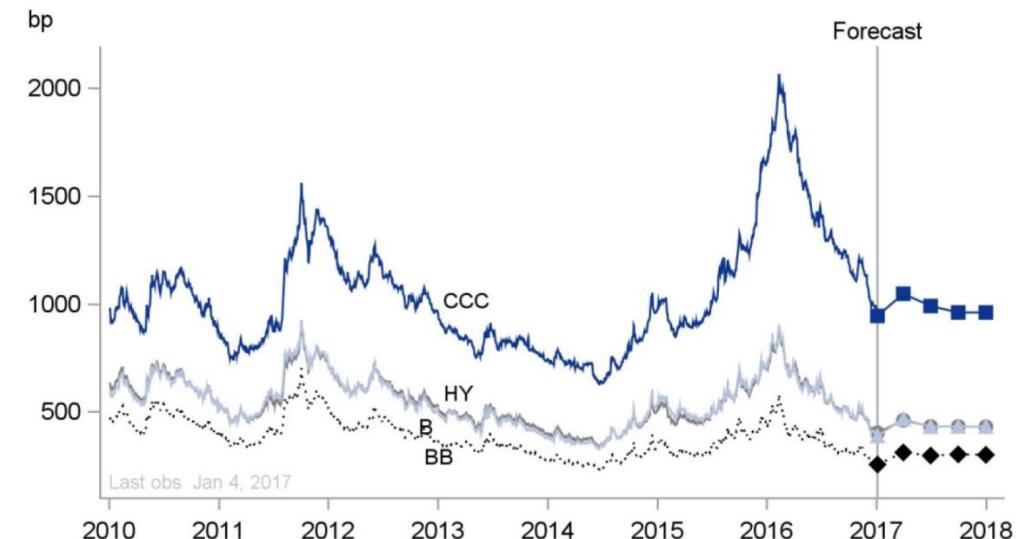
Sector	Period (Updated Jan 4, 2017)				
	2016YE	Current	2017Q2	2017Q4	2018Q4
<b>USD</b>					
IG	124	123	115	111	100
IG Fin	117	118	104	98	89
IG Non-Fin	127	126	120	117	105
High Yield	421	402	432	430	397
BB Rated	267	255	297	300	285
B Rated	410	387	430	431	390
CCC Rated	990	944	990	960	880

Источник: BAML, Haver Analytics, iBoxx, The Yield Book Citi Index.

**Сужение спредов в более высоком режиме волатильности.** Спреды по HY немножко расширяются к 430 бп, а по IG постепенно сужаются к концу 2017 года к 111 бп. В сравнении с историей последних трех десятилетий, эти прогнозы означают, что USD IG и HY спреды завершат 2017 год в 51-м и 33-м перцентилях соответственно по сравнению с 60-м и 40-м перцентилями в текущее время.

Ключевым ожиданием является то, что основные драйверы аппетита кредитного риска будут оставаться достаточно благоприятными, в то время как основные финансовые показатели будут продолжать постепенно улучшаться. Изменения в фискальной политике США, вероятно, будет источником роста экономики, инфляции и ставок, а рост неопределенности политики, скорее всего скажется на макро волатильности. В целом, макро-среда будет оставаться благоприятной для данного класса активов.

**График: Прогнозы по спредам корпоративных облигаций USD HY.**



Источник: BAML, Haver Analytics, iBoxx.

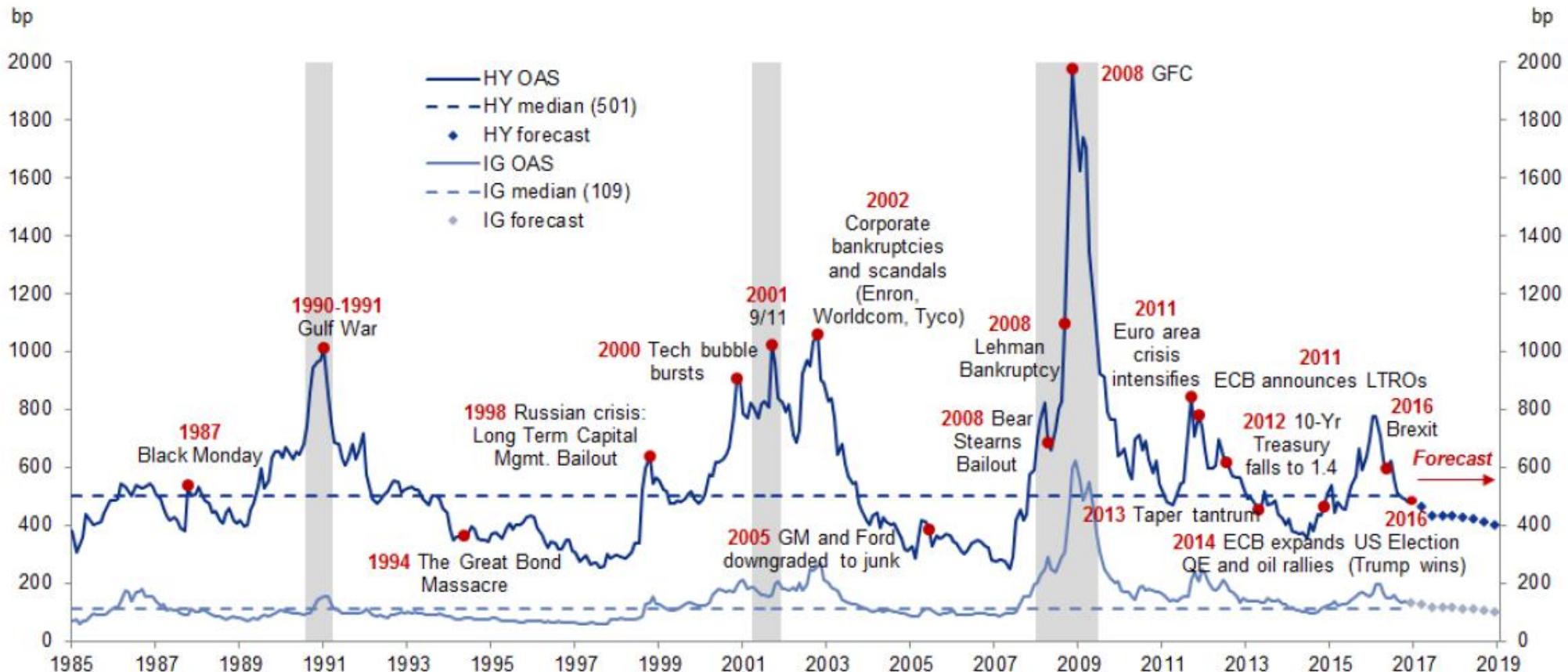
**Три ключевых макро-риска на горизонте.** В дополнение к менее дружественному сочетанию роста и инфляции, три других источника риска на макроэкономическом фронте могут увеличить волатильность по отношению к 2016 году.

Во-первых, неопределенность в политике США может повлиять на настроения и расширить спреды. В частности, любое агрессивное проявление торговой и иммиграционной политики Трампа будет отрицательным для роста и, таким образом, развернет положительную реакцию рынков от победы Трампа.

Во-вторых, цикл выборов в Европе может привнести значимую дозу политической неопределенности. Сюрприз итогов выборов в США может способствовать дальнейшему росту движения против текущего правительства в зоне евро, и даст шанс для новых кандидатов в Нидерландах, Франции, Германии и Италии в течение ближайших месяцев.

И, наконец, могут возродиться опасения по поводу перспектив роста в Китае и более широком рынке развивающихся стран, так как дополнительное укрепление доллара приводит к возобновлению давления на развивающиеся рынки, особенно на Китай.

**График: В сравнении с историей за последние 3 десятилетия, USD IG и HY спреды завершат 2017 год соответственно в 51-м и 33-м перцентилях по сравнению с 60-м и 40-м перцентилях сегодня**



Источник: BAML, Haver Analytics, The Yield Book Citi Index

**Более высокие ставки: пока все хорошо, но сочетание роста и инфляции будет ключевым элементом.** Стимулирующая фискальная политика США, скорее всего, будет способствовать дальнейшему росту давления на инфляцию, и, тем самым, побудит ФРС ужесточить монетарную политику.

ФРС скорее всего повысит ставки по федеральным фондам три раза в течение 2017 года. Такой результат, вероятно, подтолкнет долгосрочные ставки ГЦБ США выше от текущих уровней, и, тем самым, переведет фокус на аппетит к более высокому кредитному риску среди инвесторов. До сих пор, IG и HY спред продукты не отреагировали так сильно на повышение ставок, подразумевая, что

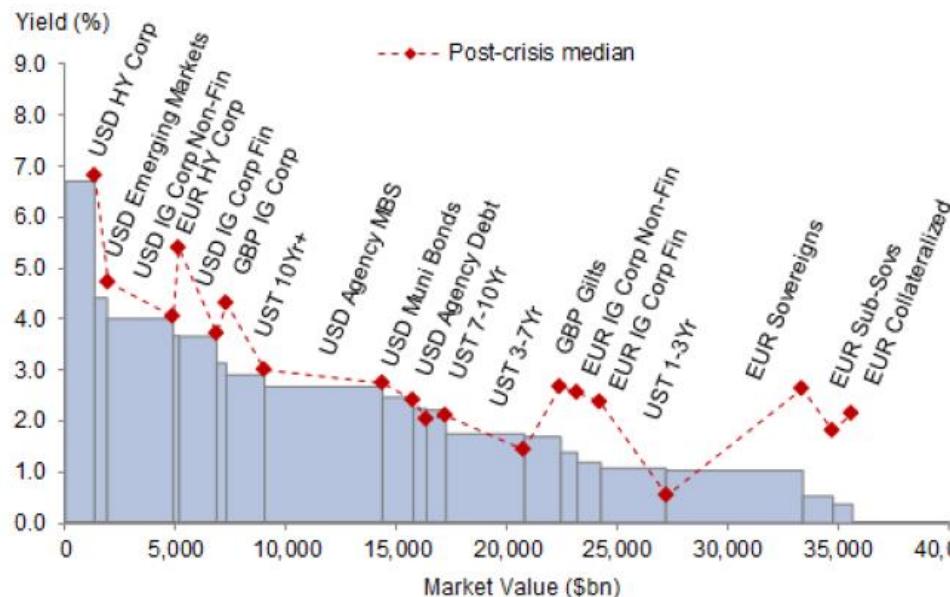
кредитные рынки остаются в комфортной зоне, и, что дальнейшая совместная траектория роста экономики и инфляции останется дружелюбной.

Спреды, вероятно, будут сопротивляться более высоким ставкам, как они это делали в предыдущих циклах повышения ставок. Но относительно последних нескольких лет, есть больший риск того, что более высокая инфляция будет подавлять рост, созданный благодаря более мягкой фискальной политике.

С предельным производством и занятостью, риск инфляционного шока, и, тем самым, снижение риска-аппетита и повышение ставок являются значительными факторами, по крайней мере по посткризисным стандартам.

## График: Разница «carry» между долларовыми долговыми рынками и другими рынками все еще остается существенной

Средняя доходность и текущий объем USD, EUR и GBP долговых рынков



Источник: iBoxx.

**Спрос со стороны зарубежных инвесторов останется сильным.** Перспектива для растущей разницы ставок между долларовыми долговыми инструментами и остальной частью стран G10, вероятно, продолжит стимулировать внешний спрос.

Рынок США остается хорошо позиционируемым, чтобы извлечь выгоду из этой динамики. Несмотря на то, что увеличение стоимости срочного FX финансирования и хеджирования на фоне летнего расширения спреда LIBOR может повлиять на внешний спрос, недавнее повышение ставок по USD позволило несколько ослабить давление от высоких издержек на FX хеджирование.

Основным риском является то, что повышение ставок, движимое инфляцией, вызовет расширение спредов, и, тем самым, ослабит внешний спрос на спреды. В 2016 году увеличение LIBOR привело к повышению затрат на FX

## График: Спрос со стороны иностранных инвесторов вероятно останется сильным

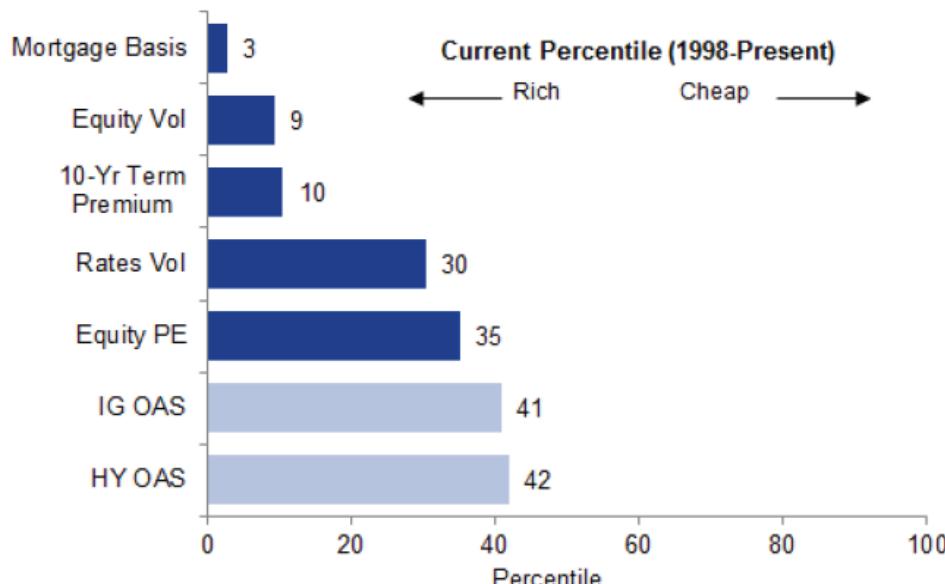
Годовая нетто покупка корпоративных облигаций США



Источник: Federal Reserve Board

хеджирование для иностранных инвесторов. К примеру, для еврового инвестора, купившего облигации в USD, один из способов хеджировать валютный риск, может стать валютный базисный своп по отношению к евро. В течение действия свопа, нужно платить 3-мес. LIBOR и получать 3-мес. Euribor плюс базис, который продолжительное время остается негативным, из-за увеличивающейся разницы монетарных политик.

**График: Привлекательность кредитного спреда по HY остается конкурентоспособной с точки зрения размещения активов**



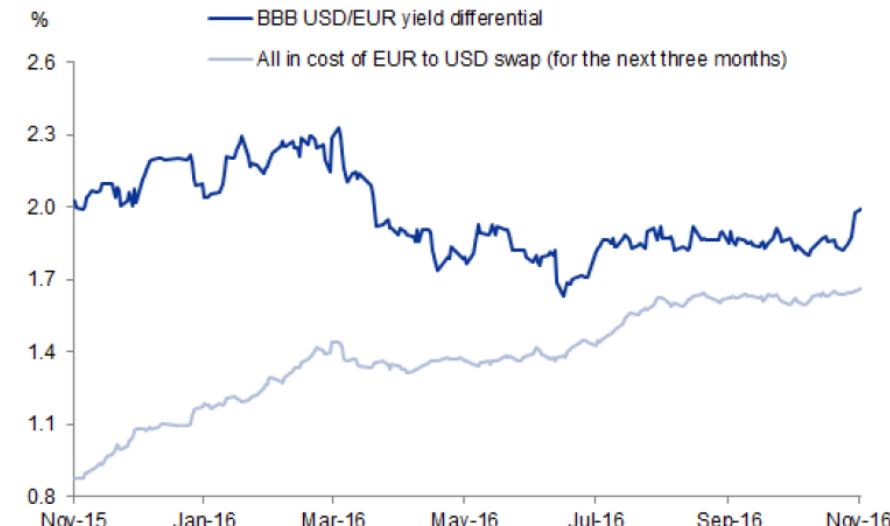
Источник: BAML, Haver Analytics

**Более высокая волатильность, но несмотря на это, кредитная оценка остается конкурентоспособной с точки зрения распределения активов.** В то время как большинство классов активов США торгуются на относительно дорогих уровнях по отношению к историческим нормам, корпоративные кредитные спреды наименее сужены, что является благоприятной перспективой для спроса от управляющих активами.

HY и IG спреды, показатели P/E по акциям, подразумеваемая волатильность опционов по акциям и облигациям, премия за срок по 10-летним казначейским облигациям, и ипотечные спреды против казначейских спредов:

**График: Повышение ставок в США повысило привлекательность долларовых корпоративных облигаций для евровых инвесторов**

Разница ставок по BBB облигациям в USD и EUR в сравнении с 3-месячными транзакционными издержками по свопу между EUR и USD, включая базис

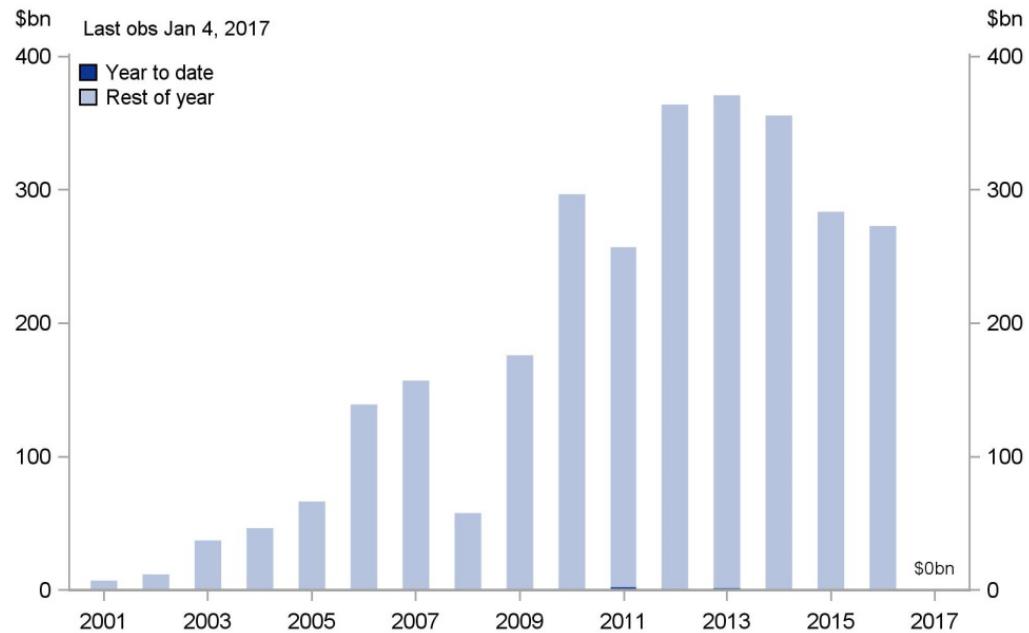


Источник: iBoxx

все находится на перцентилях ниже 50% по отношению к периоду 1998-2016 годов, по шкале, для которых 0% подразумевается под "самым дорогим" и 100% подразумевается под "самым дешевым".

Несмотря на то, что HY и IG спреды на их 42-м и 41-м перцентилях с 1998 года, корпоративные кредитные продукты до сих пор являются наиболее привлекательными на основе оценки и достаточно близки к своим историческим медианам. Для сравнения, медиана P/E по S&P500 увеличилась на 70% за последние 5 лет, что является наибольшим циклом роста после 1980-х годов (заканчивающийся в черный понедельник) и Техно-пузыря в конце 1990-х годов.

График: История объемов выпусков по USD HY за каждый год

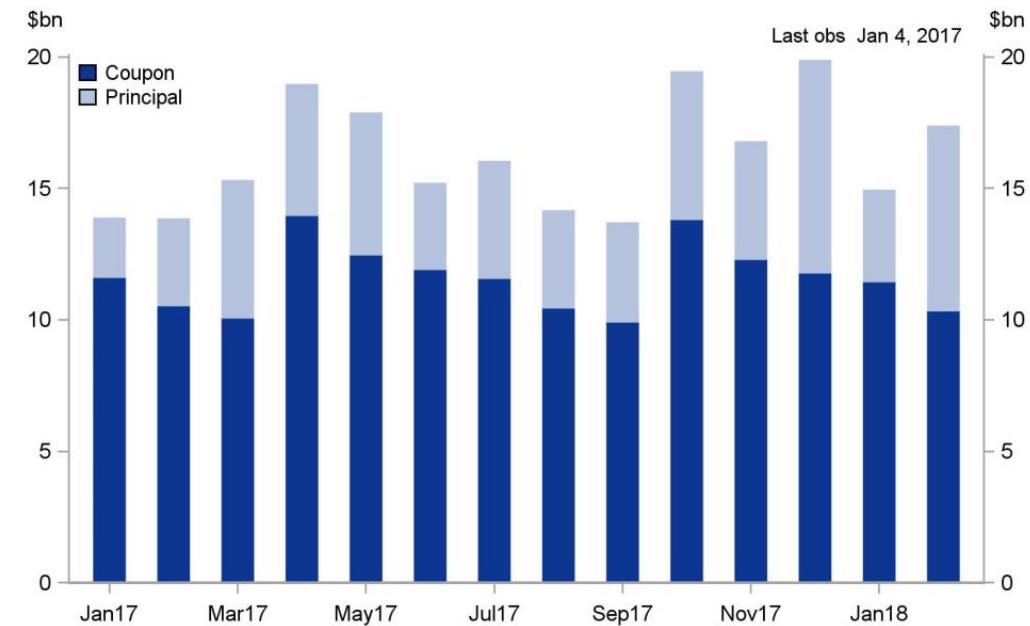


Источник: Dealogic.

**Приличная ликвидная порция HY капитала.** Прогноз спроса хорошо сопоставляются с новыми ожиданиями выпуска, с более благоприятным балансом спроса/предложения для американского рынка HY по сравнению с IG.

В течение 2017 года ожидается, что \$207 млрд. купона и основной суммы долга будут реинвестированы на американском рынке HY, что в последствии может впитать значительную часть первичного выпуска. Поток погашений по HY в 2017 году по большей части составляет купонный доход (68% или \$141 млрд).

График: Оценка предстоящих выплат по купону и принципалу USD HY рынка

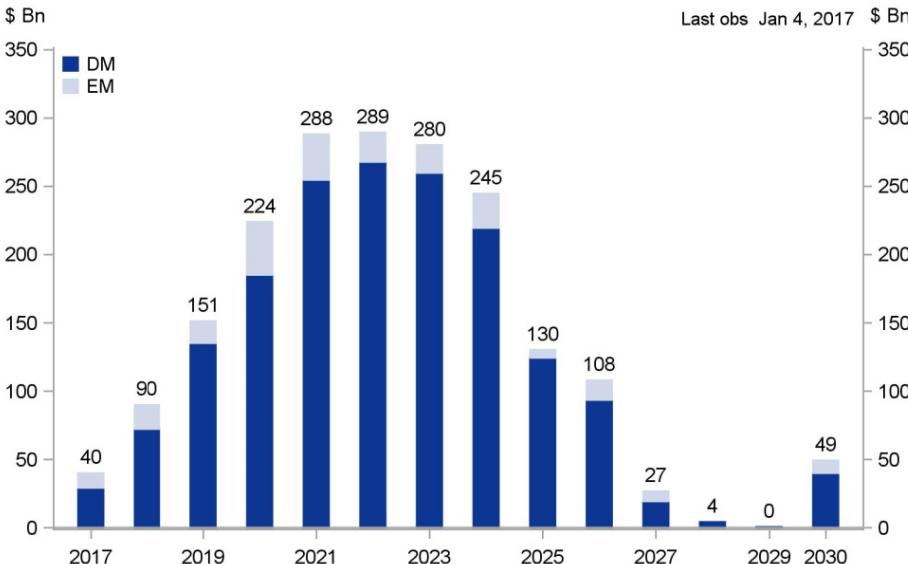


Источник: Bloomberg.

Эмитенты HY погасили свои долговые обязательства эффективно, и только \$48 млрд долга приходится на погашение в следующем году. Это небольшая сумма, и составляет она менее 2,5% от общей долговой нагрузки HY. Для сравнения, в IG, сумму к погашению ожидается в размере \$900 млрд. купона и, по большей части, основного долга.

Даже если предположить, тренд предложения в 2017 году будет похож на рекордный выпуск 2016 года, предстоящие купоны и основный долг будут в состоянии поглотить значимую часть выпусков следующего года.

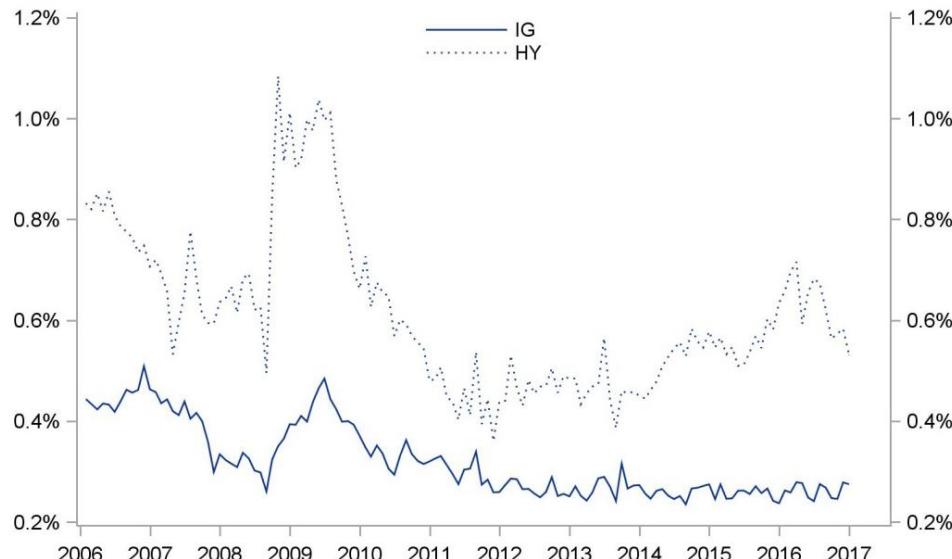
### График: График погашений HY рынка по видам рынков



Источник: Bloomberg.

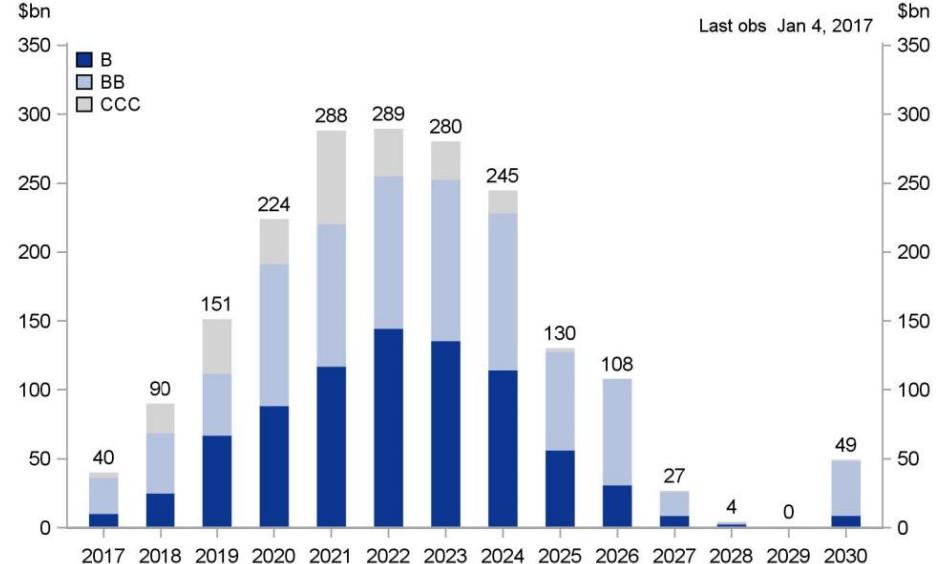
### График: Обороты по HY и IG остаются разнонаправленными

Оценка среднего дневного оборота (trading volume/amount outstanding)



Источник: TRACE.

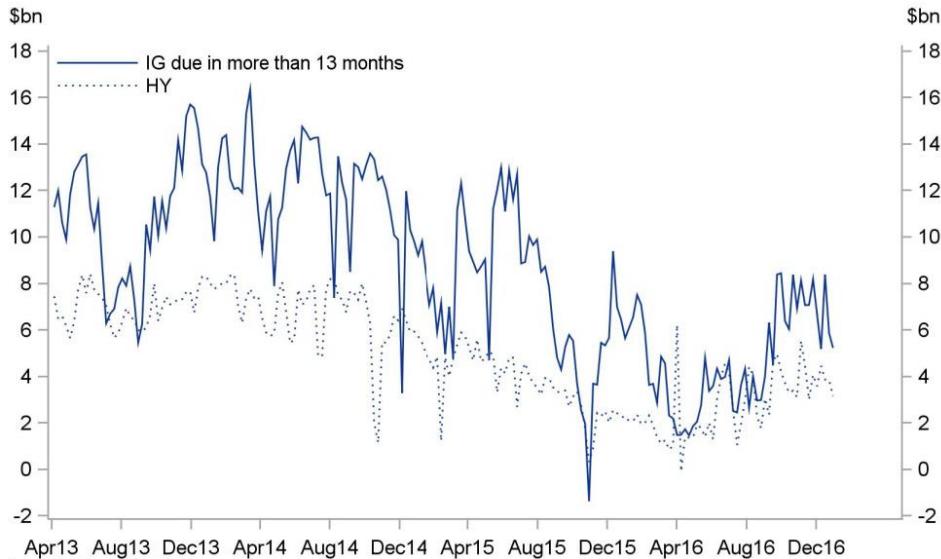
### График: График погашений HY рынка по рейтингам



Источник: Bloomberg.

### График: Запасы дилеров HY и IG немного выше их мин. 2016 года

Нетто позиции первичных дилеров по облигациям



Источник: FRBNY

## График: Доля дефолтов за последние 12 месяцев снизится до 4% к концу 2017 года против 5,6% в текущее время

12-мес. скользящая доля дефолтов, ср-взвешенная по выпуску



Источник: Moody's.

**Дефолты и понижение рейтингов: что происходит в сырьевых секторах, остается в основном в сырьевых секторах.** Доля дефолтов за последние 12 месяцев может снизиться до 4% к концу 2017 года против 5,6% в текущее время.

За последние несколько месяцев показатели дефолтов и понижений в HY выходят из кризисного периода, и все внимание участников рынка сфокусировано на тайминге разворота кредитного цикла, а также величины и продолжительности последующих убытков кредитных портфелей.

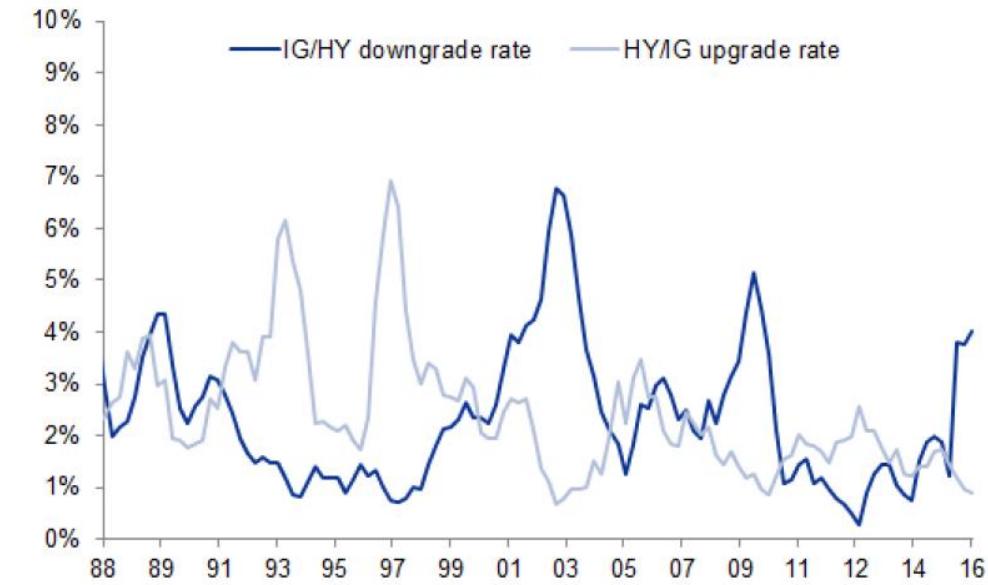
Разворот в худшую сторону в 2017 году маловероятен из-за сильной составляющей "бизнес-цикла" в динамике HY дефолтов в сочетании с низким риском рецессии в США.

**Риск понижения рейтингов корпоративных облигаций США снижается, однако некоторые очаги риска стоят пристального внимания.**

Одной из главных тем в 2016 году стало резкое увеличение темпов понижения кредитных рейтингов против их повышения, связанных, в основном, с сырьевыми секторами. В значительной степени проявила себя цепная реакция от сектора энергетики и металлургической и горнодобывающей отраслей к более широким IG и HY рынкам.

## График: Снижение относительного шага рейтингового понижения

12-мес. скользящий, ср-взвешенный по выпуску шаг понижения рейтинга из IG в HY и повышения рейтинга из HY в IG



Источник: Moody's.

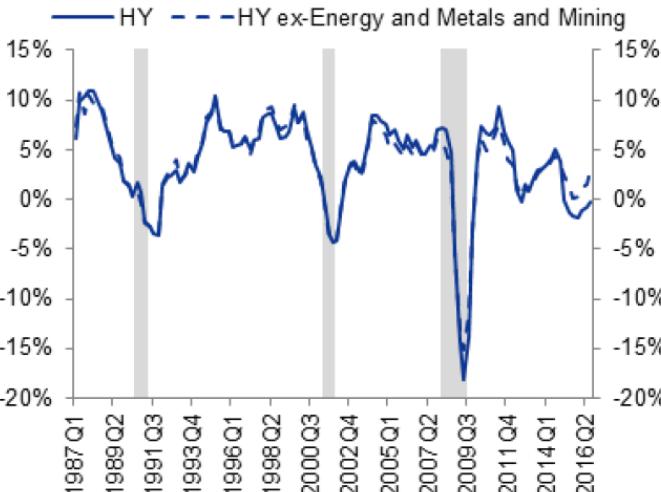
Из всех корпоративных облигаций США в обращении по состоянию на конец 2015 года, около \$1,3 трлн. долларовых корпоративных облигаций, в том числе и эмитентов развивающихся рынков, были понижены в кредитных рейтингах, по крайней мере на одну ступень в 2016 году против повышений на одну ступень \$630 млрд облигаций. Из \$1,3 трлн облигаций, пониженных в 2016 году, 42% относились к сектору энергетики, металлургической и горнодобывающей отраслям.

Кроме того, \$119 млрд облигаций в обращении потеряли свой средний IG рейтинг и мигрировали на рынок HY, приближаясь к уровням рецессии 2008 года. В противоположность этому, более скромные \$69 млрд облигаций в обращении мигрировали в противоположном направлении от HY на рынок IG.

Подобно тенденции в HY дефолтах, совместная траектория понижений и повышений кредитных рейтингов вероятно улучшится к концу 2017 года. Хотя есть еще значительное количество облигаций с негативными прогнозами в ближайшие 1-2 года в секторах энергетики, металлургии и горнодобывающей промышленности, по крайней мере, от одного из трех основных рейтинговых агентств, общее количество имен облигаций на рассмотрении к вероятному понижению (в ближайшие 6 месяцев) пока значительно низкое.

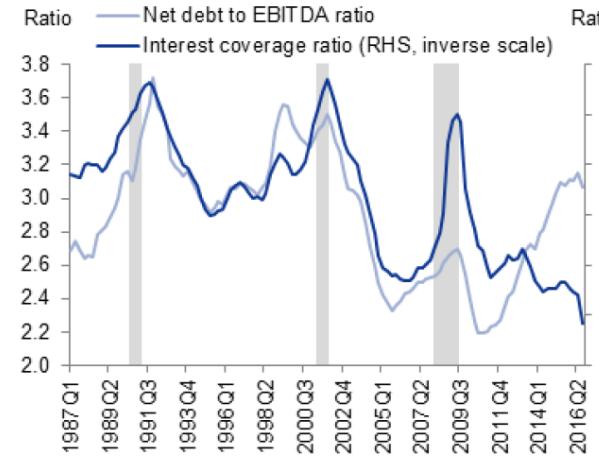
## График: Рост выручки продолжает постепенно восстанавливаться

Рост реальной выручки по HY эмитентам, за искл. сезонности, г/г



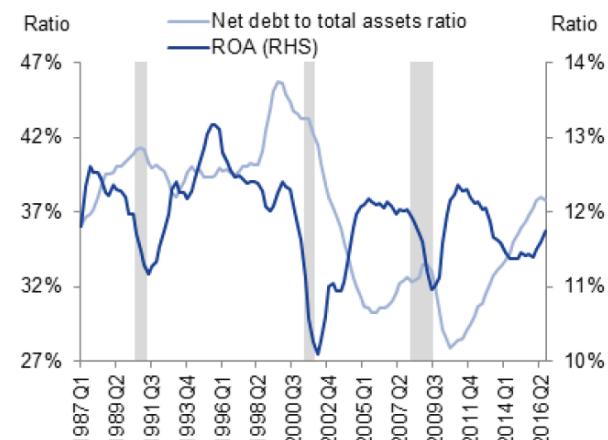
## График: Нетто леверидж увеличился еще больше, но покрытие процентов остается здоровым

4-кв. скользящая средняя медианы net debt/ EBITDA и EBIT/interest expense, за искл. металлургического, сырьевого и добывающего секторов



## График: Доходность активов развернулась на повышение

4-кв. скользящая средняя медианы net debt/ assets и EBITDA /assets, за искл. металлургического, сырьевого и добывающего секторов



Источник: Compustat.

**Высокий, но стабилизирующийся леверидж в сравнении со здоровым коэффициентом покрытия процента.** По отношению к 2015 году нетто леверидж для медианы IG и HY нефинансовых компаний вырос в первом квартале 2016 года, и с тех пор стабилизировался.

В начале 1990-х, в конце 1990-х и в начале 2000-х после обрушения технологического пузыря и в рецессии 2001-2002 годов, медиана по IG и HY компаниям (за искл. энергетики, металлургии и добывающей промышленности) имела больший леверидж, чем сегодня. В контрасте с высоким левериджем, медиана коэффициента покрытия процента, по историческим меркам, остается высокой, в сравнении с концом 1990-х, в период, в котором чистый леверидж увеличился от текущих уровней. Более высокие коэффициенты покрытия процентных платежей сегодня можно отнести к превалирующей среди низкой процентной ставки, установившейся после кризиса 2008 года.

Тем не менее, эти показатели обеспечивают компенсацию негативного воздействия роста чистого долга и слабого роста прибылей на балансах компаний.

**Доходность активов развернулась на повышение.** В то время как коэффициенты левериджа только стабилизировались за последние два квартала, пассивное снижение долговой нагрузки замедлилось из-за слабого роста доходов.

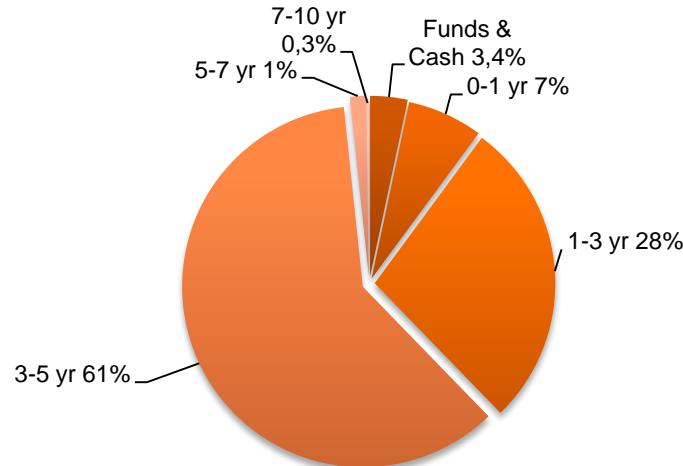
Темп накопления задолженности на балансах несколько стабилизировался, в то время как доходность активов отскочила от уровней рецессии, достигнутых в первом квартале 2016 года. Предполагая, что по мере того, как глобальный рост будет материализовываться, доходность активов и рост выручки будет продолжать постепенно восстанавливаться.

В дополнение к умеренному глобальному росту, возможные изменения в налоговой политике США могут обеспечить значимый импульс к прибыли и, следовательно, способствовать дальнейшей стабилизации левериджа.

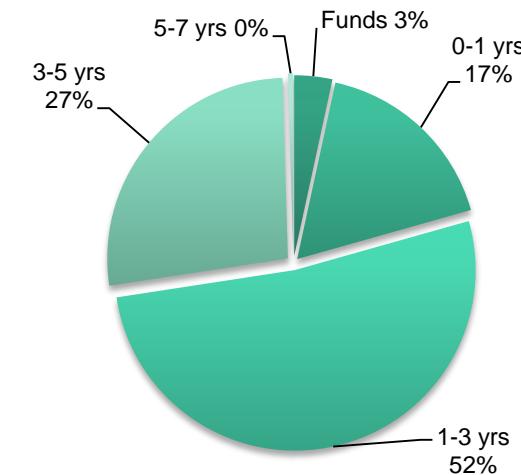
**Таблица: Ключевые факты и характеристики портфеля SJNK**

Ср.-взв. срок до погаш-я, лет	3,28
Ср.-взв. мод. дюрация	2,13
Ср.-взв. купон, %	6,60
Ср.-взв. тек. доходность, %	6,77
Ср.-взв. G-спред к UST, бп	522
Ср.-взв. I-спред, бп	500
Ср.-взв. Z-спред, бп	478
Кол-во корп. эмитентов ЦБ в ETF	467
Максимальная доля позиции ЦБ от ее выпуска	1,56%

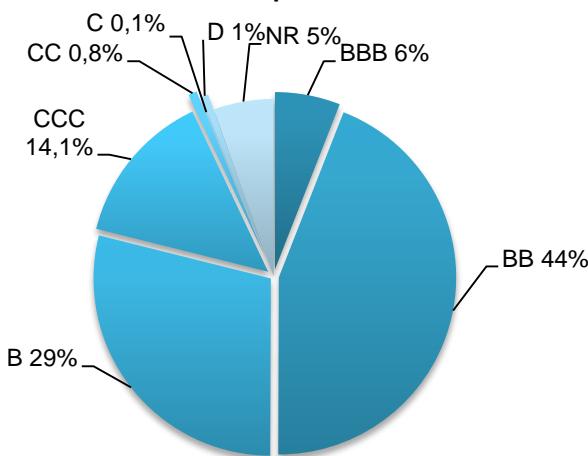
**Диаграмма: Распределение весов SJNK по срокам до погашения облигаций**



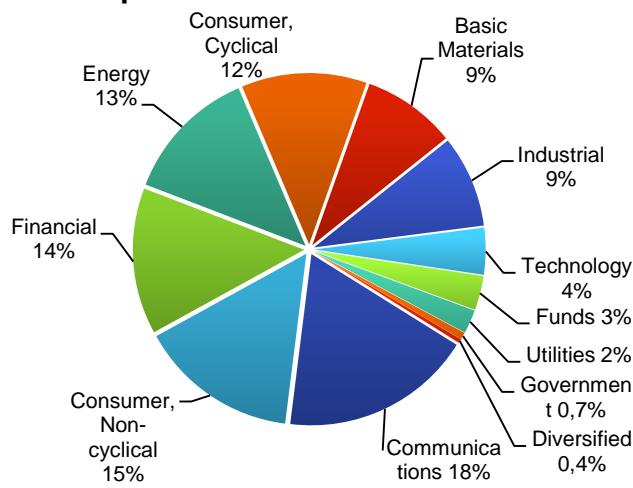
**Диаграмма: Распределение весов SJNK по дюрации**



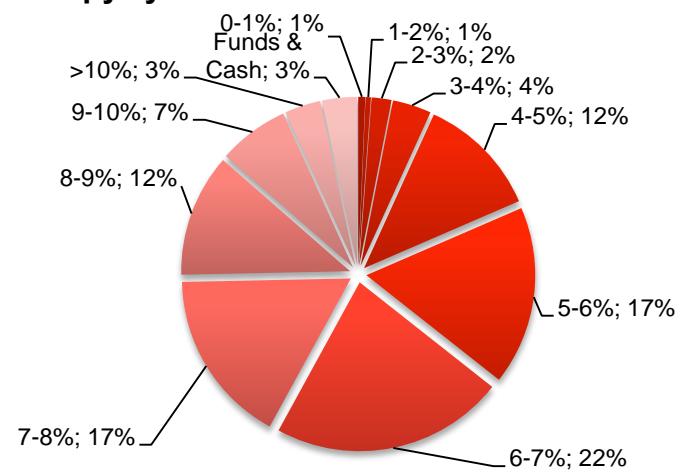
**Диаграмма: Распределение весов SJNK по рейтингам облигаций**



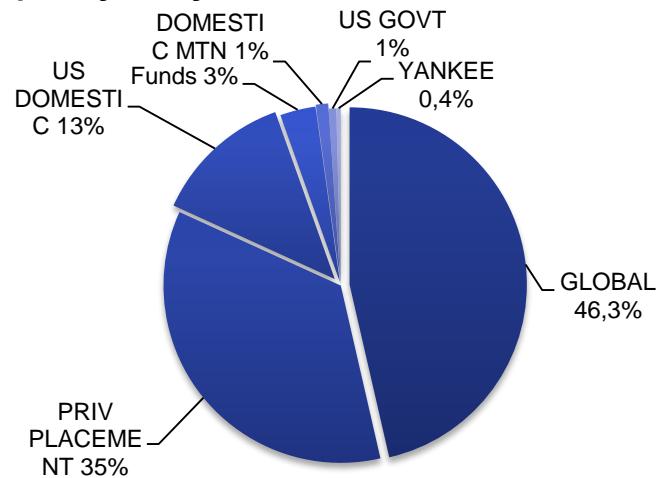
**Диаграмма: Распределение весов SJNK по секторам экономики**



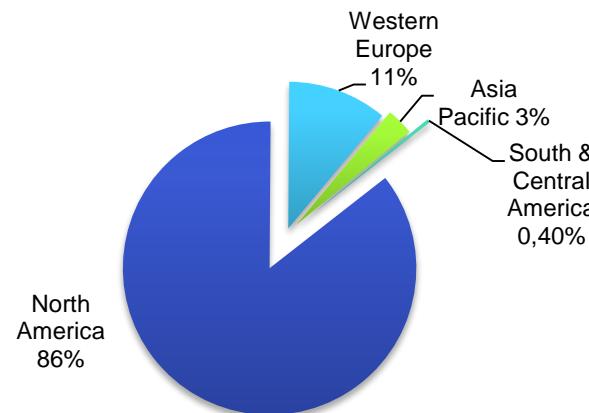
**Диаграмма: Распределение весов SJNK по размеру купона**



**Диаграмма: Распределение весов SJNK по рынку выпуска**



**Диаграмма: Распределение весов SJNK по регионам риска**



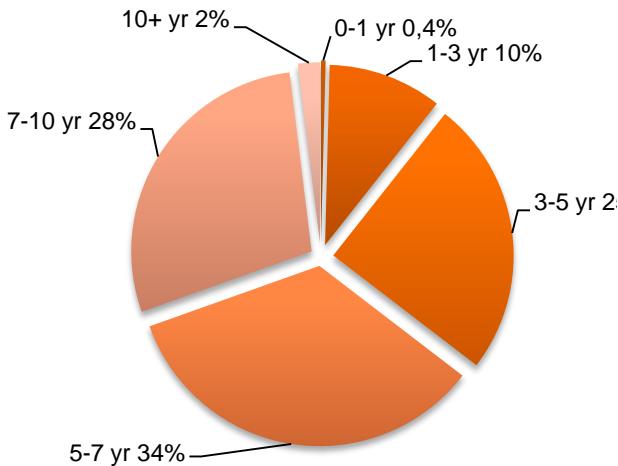
**Диаграмма: Распределение весов SJNK по приоритету выплат (при дефолте)**

1st lien	14,4%
2nd lien	3,9%
3rd lien	0,3%
Secured	2,0%
Sr Unsecured	73,7%
Unsecured	0,7%
Sr Subordinated	0,9%
Subordinated	0,7%
Jr Subordinated	0,6%

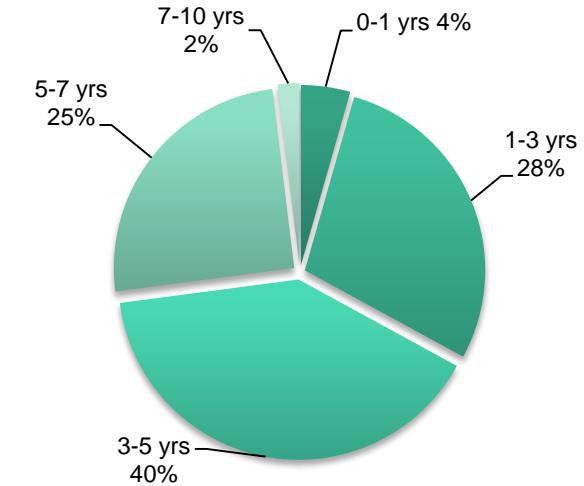
**Таблица: Ключевые факты и характеристики портфеля HYG**

Ср.-взв. срок до погаш-я, лет	5,97
Ср.-взв. мод. дюрация	3,73
Ср.-взв. купон, %	6,60
Ср.-взв. тек. доходность, %	6,28
Ср.-взв. G-спред к UST, бп	392
Ср.-взв. I-спред, бп	384
Ср.-взв. Z-спред, бп	388
Кол-во корп. эмитентов ЦБ в ETF	386
Максимальная доля позиции ЦБ от ее выпуска	3,43%

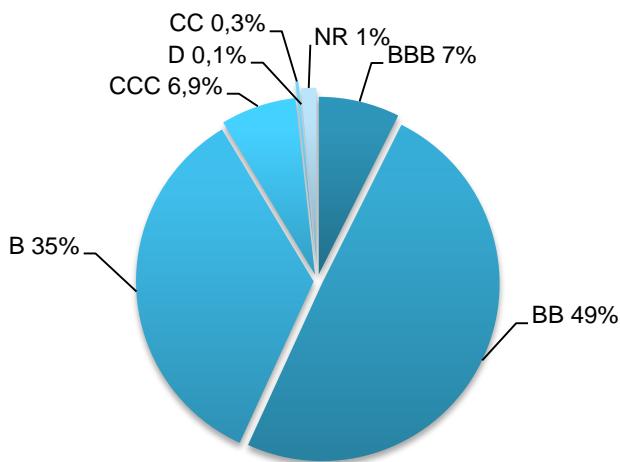
**Диаграмма: Распределение весов HYG по срокам до погашения облигаций**



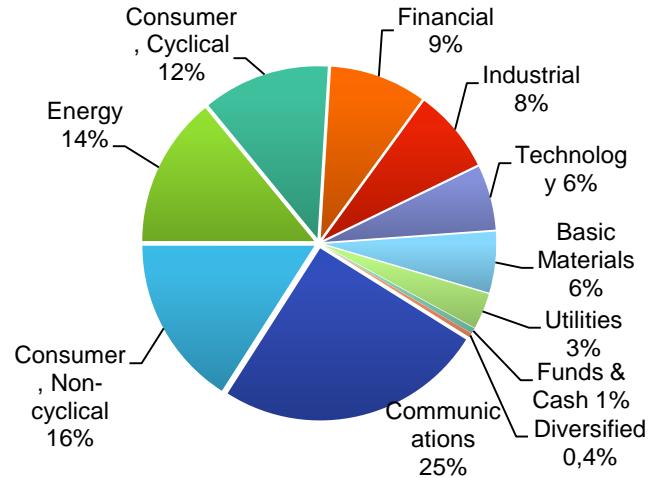
**Диаграмма: Распределение весов HYG по дюрации**



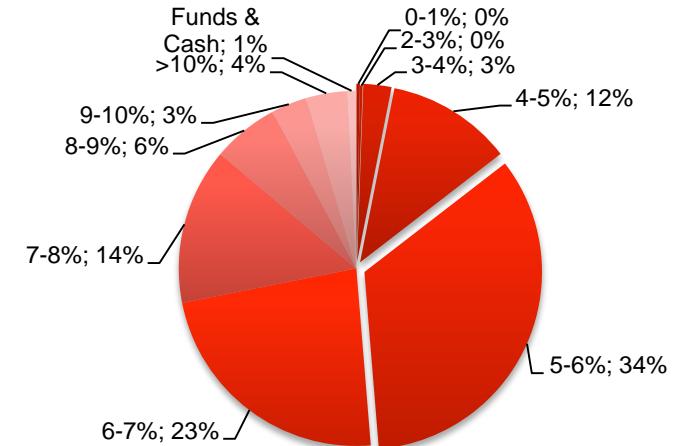
**Диаграмма: Распределение весов HYG по рейтингам облигаций**



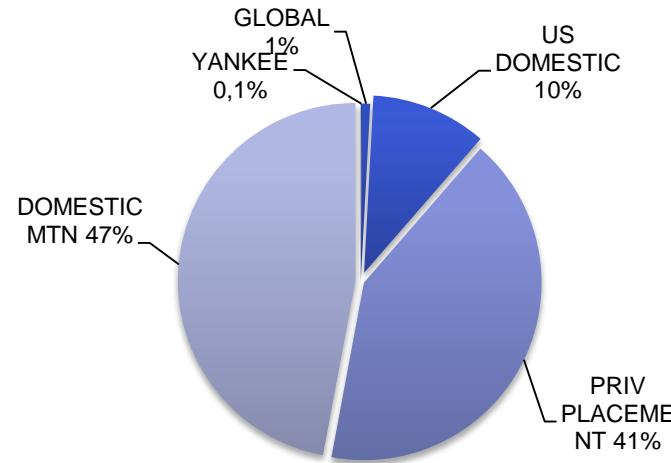
**Диаграмма: Распределение весов HYG по секторам экономики**



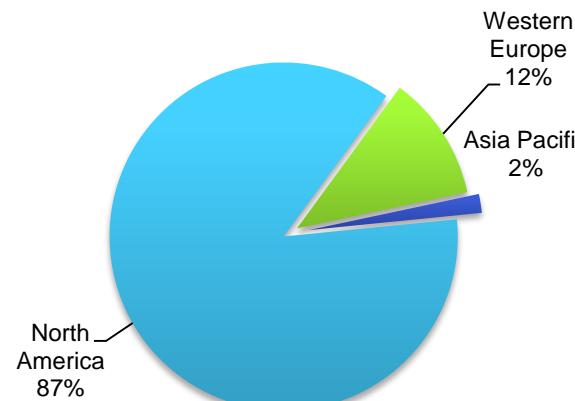
**Диаграмма: Распределение весов HYG по размеру купона**



**Диаграмма: Распределение весов HYG по рынку выпуска**



**Диаграмма: Распределение весов HYG по регионам риска**



**Диаграмма: Распределение весов HYG по приоритету выплат (при дефолте)**

1st lien	14,8%
2nd lien	3,5%
3rd lien	0,1%
Secured	1,3%
Sr Unsecured	76,7%
Sr Subordinated	1,5%
Subordinated	1,1%
Jr Subordinated	0,6%

# Инвестирование в ETF

**Оптимальное решение для институциональных и частных клиентов – инвестирование в ETF (ликвидность, доступность, соответствующая доходность, низкие издержки). Ниже приведены описание, механизмы ценообразования и функционирования ETF.**

**ETF** — индексный фонд, паи (акции) которого обращаются на бирже. Структура ETF повторяет структуру выбранного базового индекса. В отличие от индексного ПИФа, с акциями ETF можно производить все те же самые операции, которые доступны для обыкновенных акций в биржевой торговле. ETF является новым видом ценных бумаг, выполняющим роль сертификата на портфель акций, облигаций, биржевых товаров.

## Сходства и отличия ETF и ПИФов

**Этот фонд очень похож на обычный Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) и несёт в себе все преимущества, которые имеет ПИФ:**

- Профессиональное управление (в ПИФе его осуществляет управляющий фондом, ETF управляется на уровне Управляющей Компании, инвестируя в индекс);
- Низкие начальные инвестиции (в ETF минимальные инвестиции ограничены стоимостью одной акции, в ПИФе их уровень задан "Минимальной суммой инвестирования", которая устанавливается УК и агентами по продаже отдельно);
- Широкая диверсификация.

## Отличие ETF от ПИФов

- Высокая ликвидность биржевых фондов - ETF можно продавать и покупать в течение дня. Минимальную разницу между покупкой и продажей гарантирует маркет-мейкер.
- Цена пая ПИФа формируется не на бирже, а рассчитывается в конце дня на основе стоимости чистых активов фонда. Цена акций ETF меняется в течение дня. Также в течение дня доступна информация об индикативной стоимости чистых активов ETF (iNAV).

- Паи ПИФов нельзя брать в долг или покупать на средства, взятые в долг. С акциями ETF допустима маржинальная торговля, что позволяет использовать кредитное плечо и «игру на понижение», но делает такие операции более рискованными.

- Обычно паи ПИФов обращаются в стране его учреждения. Акции ETF могут торговаться на зарубежных биржах.

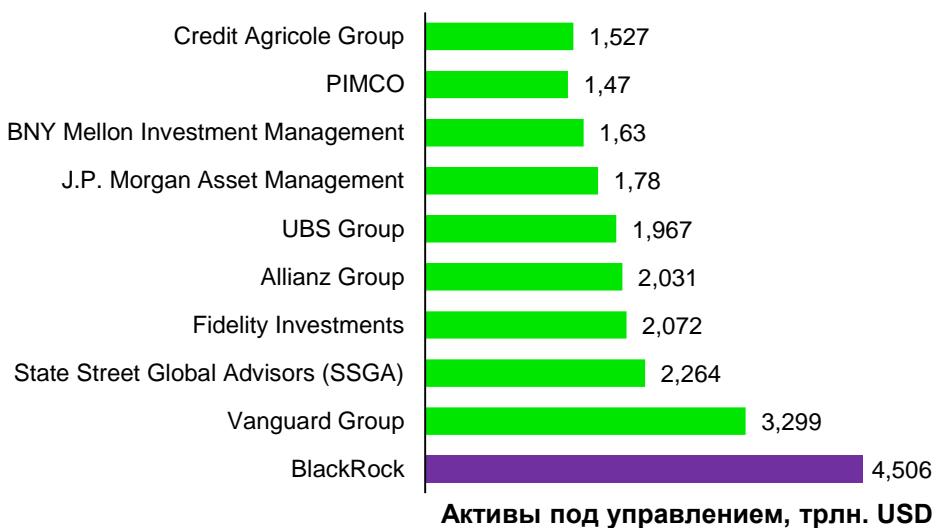
- При покупке ETF не взимаются надбавки, при продаже - не взимаются скидки. При покупке и продаже паев ПИФов через Управляющую Компанию или агентов такие дополнительные комиссии могут присутствовать.

## Особенности структуры рынков ETF

- Основная особенность ETF - разделение рынка на первичный (выпуск и погашение акций фонда) и вторичный (биржевое и внебиржевое обращение).
- На первичный рынок допущены только уполномоченные фондом лица (авторизованные участники). Они имеют право:
  - Инициировать выпуск акций т. е. обменять корзину ценных бумаг, соответствующую составу индекса, или денежные средства на акции ETF. Для создания эффекта масштаба акции выпускаются крупными блоками, как правило по 50 тыс. акций.
  - Погасить акции, т. е. обменять акции фонда на корзину ценных бумаг
  - Вторичный рынок ETF доступен как юридическим, так и физическим лицам без ограничения квалификации. На этом рынке не производится подписка и погашение, сделки купли-продажи производятся по аналогии с акциями компаний.

## Инвестирование в ETF iShares от BlackRock

График: Топ-10 мировых управляющих активами, 2015 г.



Источник: [relbanks.com](http://relbanks.com)

### Плюсы от инвестирования в ETF от iShares:

- **Самый большой провайдер ETF.** iShares является самым большим в мире провайдером ETF, и имеет более 700 видов ETF и более чем 1 трлн. USD активов под управлением. iShares покрывает большой диапазон инвестиций от глобальных рынков до конкретных секторов или стран.
  - **Низкие показатели издержек.** Фонды iShares имеют низкие показатели издержек от 0,07% до 0,94%. Активное управление взаимными фондами может обойтись в два раза дороже.

График: Топ-10 управляющих активами ETF, 2015 г.

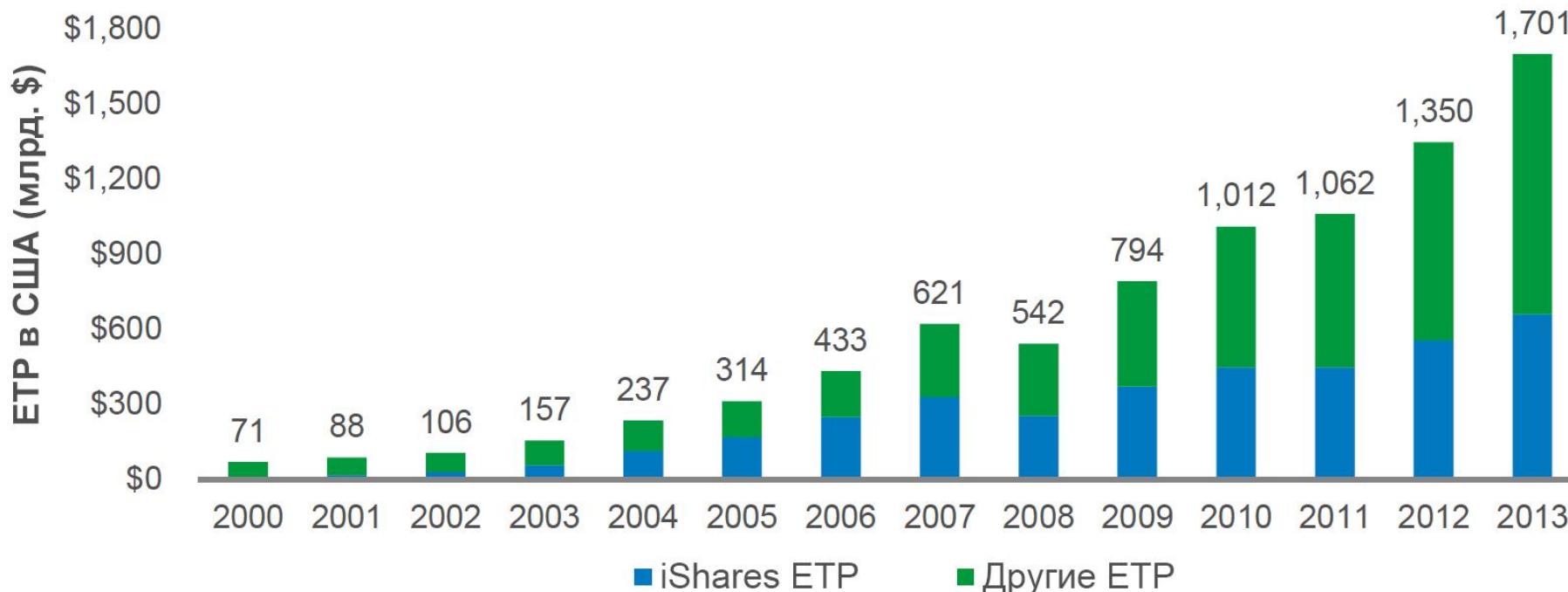


Источник: [ETF.com](http://ETF.com)

- **Подходят для разных инвестиционных стратегий.** ETF iShares могут быть использованы для долгосрочного инвестирования, что подходит для большинства инвесторов. Они также могут быть использованы как для среднесрочной так и для краткосрочной торговли, предоставляя гибкость в выборе ETF для определенных инвестиционных стратегий.

## Индексирование и ETF для инвестирования в долговые инструменты. Рост внедрения ETP в США

Гистограмма: Рост внедрения ETP в США



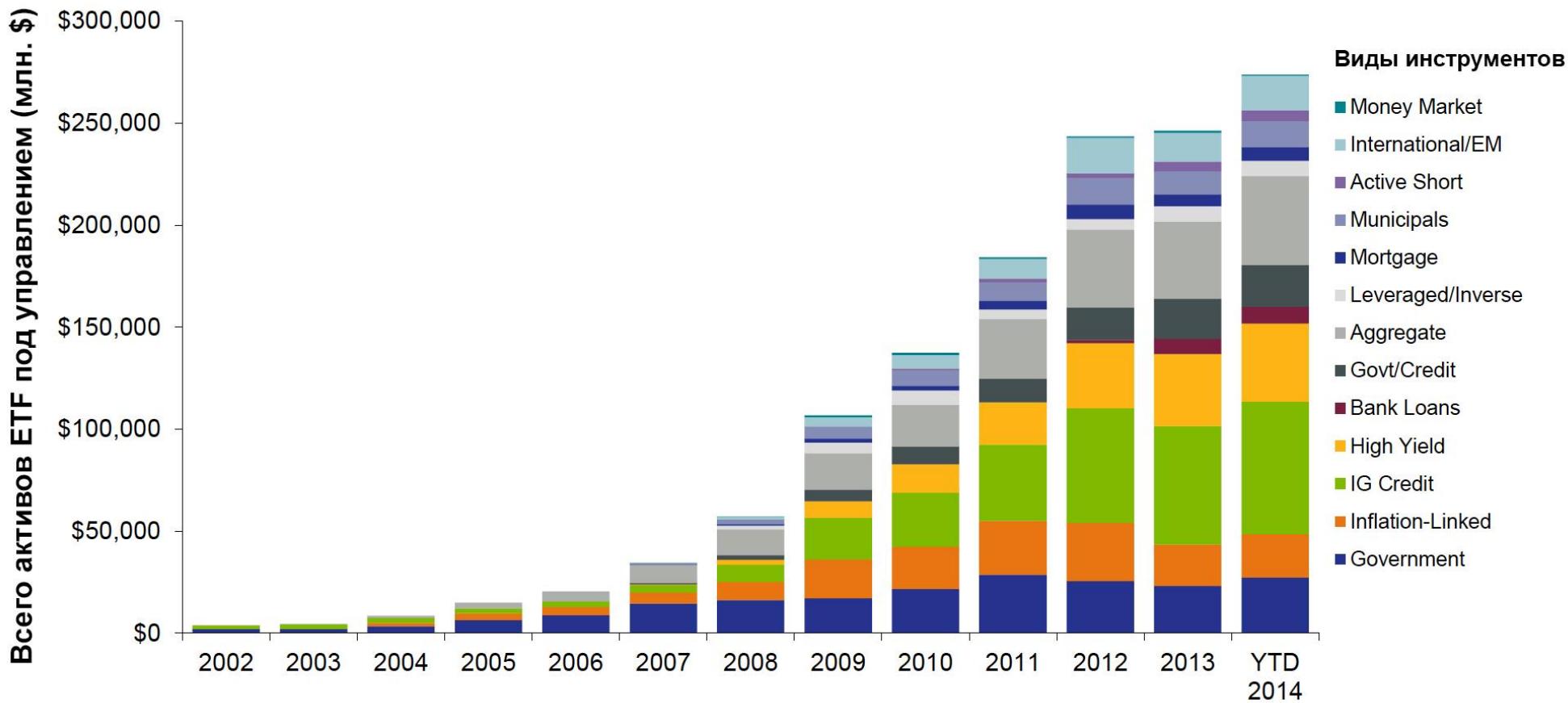
Источник: BlackRock, Bloomberg.

"ETP" (или торгуемый на бирже продукт) - портфель инструментов торгуемых на бирже. ETP включают в себя и ETF (торгуемые на бирже фонды), зарегистрированные SEC согласно Закону от 1940 г. «Об инвестиционных компаниях» (об открытых взаимных фондах и инвестиционных трастах), а также ETN (торгуемые на бирже ноты), определенные трасты и пакеты сырьевых продуктов, зарегистрированные SEC согласно Закону от 1933 г. «О ценных бумагах».

- Стоимость активов ETP под управлением в США выросла с 70,6 млрд. USD в 2000 году до 1,7 трлн. USD к концу 2014 года. Приток денег в ETP США составил около 190 млрд. USD в 2013 году.
  - iShares самый большой провайдер ETP в США с ETP под управлением в 660 млрд. USD из всех ETP стоимостью в 1,37 трлн. USD в 2013 году, с долей рынка в 39%.
  - ETF составили около 25% дневного торгового оборота акций в США в 2013 году.

## ETF предлагают доступ к широкому набору инструментов долгового рынка

Гистограмма: Активы ETF по видам эмитентов долговых инструментов



Источник: BlackRock, Bloomberg, NYSE Arca

19 провайдеров теперь предлагают 252 разных ETF долговых инструментов, а продукты от iShares составляют 48% рынка.

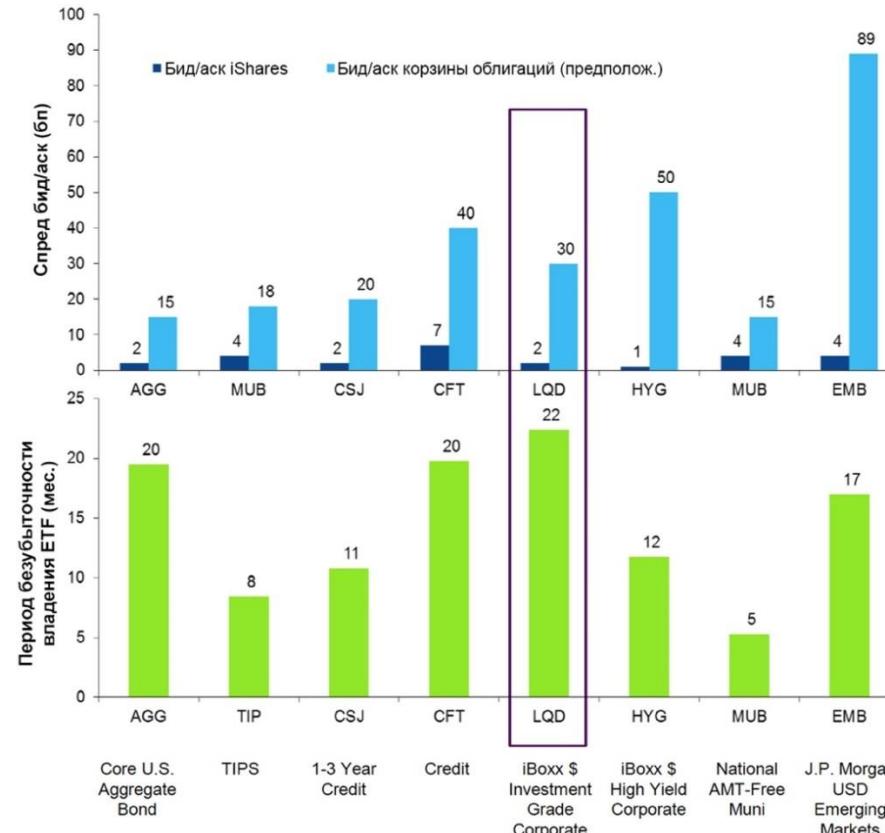
## ETF могут обеспечить значительное сокращение транзакционных издержек в сравнении с обычными облигациями.

- Торговля ETF на бирже может оказаться существенно дешевле чем торговля базовыми активами в виде облигаций
- Спред бид-аск на ETF «LQD» составляет 2 бп в сравнении с 30 бп по базовым облигациям (LQD – это ETF «iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond», который стремится

реплицировать инвестиционные показатели по индексу «iMarkit iBoxx USD Liquid Investment Grade» корпоративных облигаций инвестиционного рейтинга, деноминированных в USD).

- Около 2-х лет может уйти, чтобы комиссии за управление ETF LQD превысили экономию на транзакционных издержках.

### Гистограммы: Предположительные спреды бид/аск периоды безубыточности по разным долговым ETF



Source: NYSE Arca, Barclays, Bloomberg

Период безубыточности владения рассчитан как (бид/аск спред корзины базовых облигаций – бид/аск спред ETF)/(комиссия за управление ETF)\*12.

**Процесс выпуска и выкупа отличает ETF от взаимных фондов (mutual funds) и закрытых фондов (closed-end funds) включает в себя уникальные выгоды от ETF**

Схема: Механизм взаимодействия ETF iShares на рынке



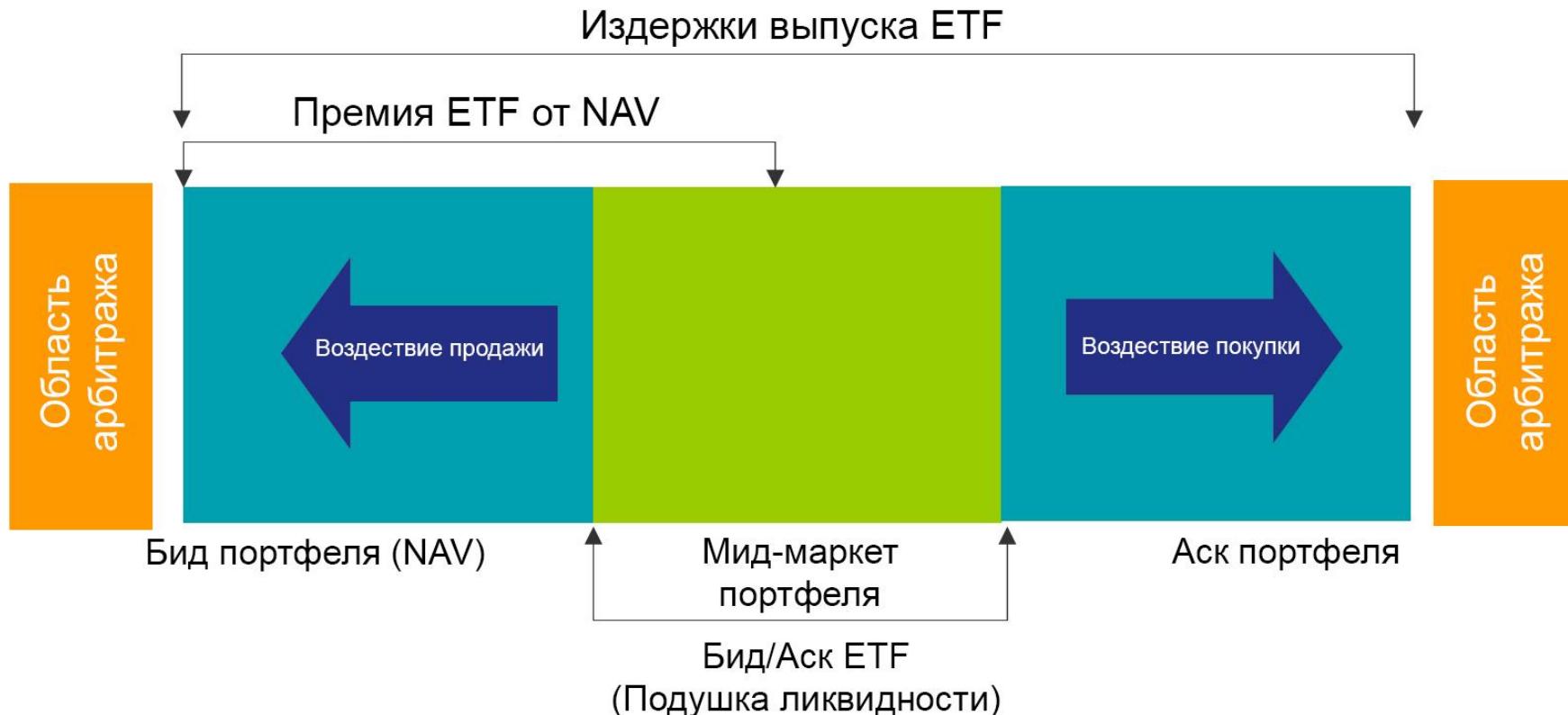
Процесс выпуска и погашения является проводником ликвидности между ETF-ми и их базовыми активами

Источник: BlackRock

Поставка базовых активов должна осуществляться в выпуске/погашении стандартных пакетов, в основном в номинале 50 000 шт.

## Понимание формирования арбитражных возможностей по ETF

Схема: Арбитраж между ETF и базовым портфелем



Источник: BlackRock

- Арбитражная деятельность таргетирует оценку стоимости ETF к базовой стоимости.
- Если цена ETF сдвигается слишком высоко от аска базового портфеля, участники рынка могут покупать ETF и шортить базовые активы.

- Если цена ETF сдвигается слишком низко от бида базового портфеля, участники рынка могут покупать ETF и шортить базовые активы.

## Структура ETF образует несколько слоев ликвидности

Ликвидность ETF не ограничена по среднему дневному торговому обороту на бирже

Дополнительная ликвидность может быть поддержана через соответствующую ликвидность на рынке и выпуск пакетов ETF

Схема: Ликвидность на примере iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF (LQD)



	СДО (млн. \$)	Спред (бп)	Наиб. днев. об-м (млн.\$)
2009	124	3	415
2010	112	2	439
2011	138	2	530
2012	238	1	794
2013	192	1	1,273

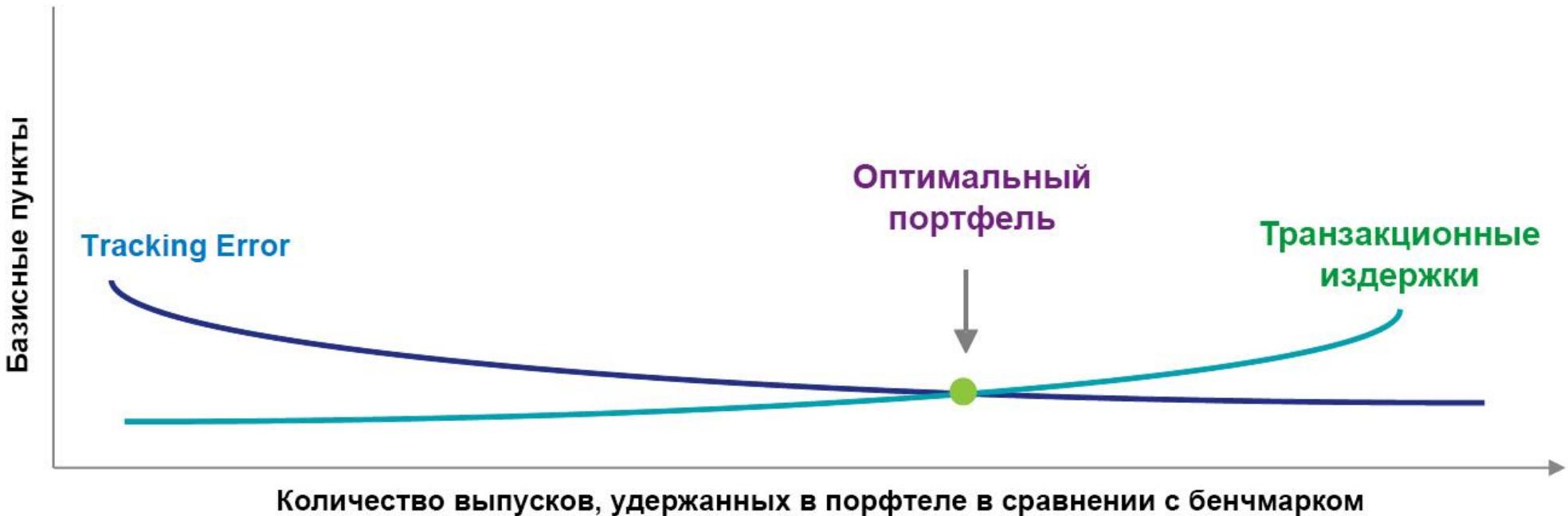
Источник: Bloomberg, Barclays Capital TRACE, NYSE Arca, BlackRock

СДО подразумевает 20-дневный Средний Дневной Объем за каждый год с 2009 по 2013, а наибольшая дневная ликвидность определяется через объем, проторгованный на бирже за один день. СДО рынка облигаций представляет приблизительный 20-дневный объем торгов через TRACE (trade reporting and compliance engine).

## Индексирование долговых инструментов

- В сравнении с акциями, облигации не торгуются на бирже
- Чрезмерные издержки, неопределенная ликвидность и нехватка выпуска иногда делают идеальное реплицирование индекса невыполнимым.
- Составление портфеля, реплицирующего индекс, отчасти является оптимизацией баланса между tracking error и транзакционными издержками.

График: Процесс баланса между tracking error и транзакционными издержками



Источник: BlackRock

## Минимизация Tracking Error

Цель iShares – это минимизация tracking error для каждого ETF, привязанного к индексу. Из-за транзакционных издержек и ограничений по ликвидности, приобретение всех облигаций в индексе может быть невозможным.

За последние 30 лет BlackRock отточил свой подход классифицированной выборки в управлении портфелями долговых инструментов.

### Таблицы: История доходностей четырех флагманских фондов долговых инструментов от iShares BlackRock.

LQD	2013	2012	2011	Начал.
Доходность NAV	-2.49	11.68	8.89	6.05
Доходность Бенчмарка	-2.4	11.85	9.15	6.31
Рыночная доходность	-2.03	10.64	9.68	6.04
NAV-Бенчмарк	<b>-0.09</b>	<b>-0.17</b>	<b>-0.26</b>	<b>-0.26</b>
Рын.цена-Бенчмарк	0.37	-1.21	0.53	-0.27
Дата создания:	22.07.02			
HYG	2013	2012	2011	Начал.
Доходность NAV	5.9	13.83	5.89	6.81
Доходность Бенчмарка	5.93	14.15	5.94	7.22
Рыночная доходность	5.77	11.66	6.79	6.77
NAV-Бенчмарк	<b>-0.03</b>	<b>-0.32</b>	<b>-0.05</b>	<b>-0.41</b>
Рын.цена-Бенчмарк	-0.16	-2.49	0.85	-0.45
Дата создания:	04.04.07			
AGG	2013	2012	2011	Начал.
Доходность NAV	-2.15	4.04	7.58	4.45
Доходность Бенчмарка	-2.02	4.21	7.84	4.66
Рыночная доходность	-1.97	3.73	7.79	4.45
NAV-Бенчмарк	<b>-0.13</b>	<b>-0.17</b>	<b>-0.26</b>	<b>-0.21</b>
Рын.цена-Бенчмарк	0.05	-0.48	-0.05	-0.21
Дата создания:	22.09.03			
MUB	2013	2012	2011	Начал.
Доходность NAV	-3.26	6.14	10.85	4.40
Доходность Бенчмарка	-3.28	6.52	11.19	4.48
Рыночная доходность	-3.52	5.25	12.95	4.41
NAV-Бенчмарк	<b>0.02</b>	<b>-0.38</b>	<b>-0.34</b>	<b>-0.08</b>
Рын.цена-Бенчмарк	-0.24	-1.27	1.76	-0.07
Дата создания:	07.09.07			

Источник: *BlackRock*

**Доходность NAV** представляет изменение чистой стоимости активов ETF, цены которых равны бидам на рынке базовых облигаций в портфеле, определенных провайдером индекса. Учитывается в распределении средств фонда.

**Доходность Бенчмарка** представляет изменение чистой стоимости активов бенчмарка, цены которых равны бидам на рынке базовых облигаций в индексе, определенных провайдером индекса. Учитывается для цен и купонов облигаций.

**Рыночная Доходность** представляет изменение мид-маркет цен ETF на бирже. Учитывается в распределении средств фонда.

## Механизм ETF: YTM ETF отражает YTM базового портфеля облигаций



- ▶ ETF по облигациям от iShares созданы для предоставления доходности (YTM), сравнимой с доходностью базового портфеля.
- ▶ Если данные ETF удерживаются до погашения, инвесторы получат комбинацию (периодических выплат и конечную выплату), результирующую доходность, сравнимую с доходностью базового портфеля до начала Maturity Transition Period ("MTP").
- ▶ С начала МТР до финальной даты ликвидации ETF, реализованная YTM также будет затронута уровнем ставок денежных средств/эквивалентов, под которыми погашенные средства были реинвестированы.

## Механизм периодических распределения и выплаты конечной даты

### Individual Bond Cash Flows

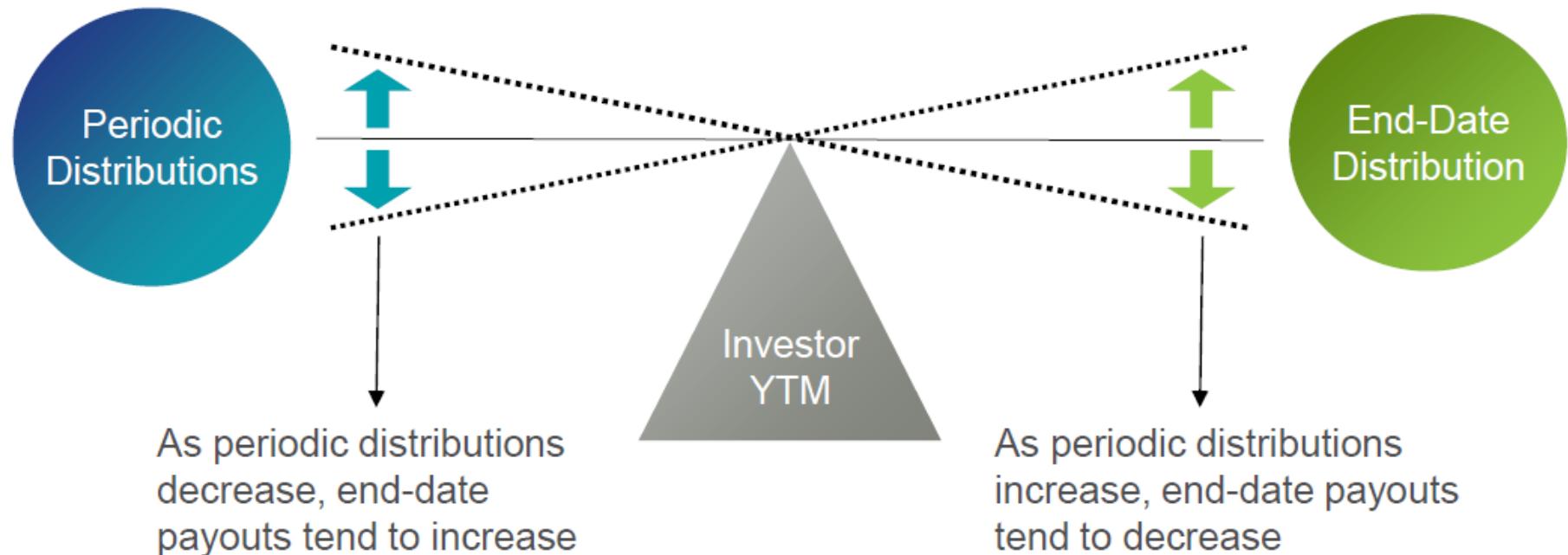


### ETF Cash Flows



ETF mechanics seek to preserve anticipated Investor Yield to Maturity

## Механизм ETF: Связь периодических распределений и выплаты конечной даты



Combination of Periodic Distributions and End-Date Distribution seeks to preserve anticipated Investor YTM

## Механизм ETF: Пример вариаций распределения

	Unchanged Average Fund Purchase Yield	Increasing Market Yields ↑	Decreasing Market Yields ↓
Fund Purchase Price	-\$100.00	-\$100.00	-\$100.00
Year 1 Distributions	\$2.00	\$2.00	\$2.00
Year 2 Distributions	\$2.00	\$2.20	\$1.80
Year 3 Distributions	\$2.00	\$2.40	\$1.60
Year 4 Distributions	\$2.00	\$2.60	\$1.40
Year 5 Distributions	\$2.00	\$2.80	\$1.20
End-Date Payout	\$100.00	\$97.96	\$102.04
Investor YTM*	2.00%	2.00%	2.00%

For illustrative purposes only; not intended to represent actual fund or fund cash flows.

As distributions increase/decrease, end-date distribution decreases/increases respectively, maintaining investor's anticipated YTM.\*