ETF ТОВАРНО-СЫРЬЕВОГО РЫНКА В СТРУКТУРЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ КАК ИНСТРУМЕНТ ОПТИМИЗАЦИИ РИСКА

А. А. Коробов

Поволжский институт управления им. П. А. Столыпина – филиал Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Саратов, Россия
E-mail: aakorobov@inbox.ru

Статья посвящена рассмотрению товарно-сырьевых биржевых инвестиционных фондов (ETFs) в качестве средства оптимизации риска инвестиционного портфеля. Производится классификация ETFs по классу базовых активов/товаров, стратегии инвестирования, по уровню и видам системного и несистемного риска. Обосновывается целесообразность создания в структуре инвестиционного портфеля диверсифицированного набора из товарных ETFs для снижения общего уровня риска финансовых потерь.

COMMODITY ETF IN THE INVESTMENT PORTFOLIO STRUCTURE AS A RISK OPTIMIZATION INSTRUMENT

A. A. Korobov

The article is devoted to the consideration of commodity exchange-traded funds (ETFs) as a means of optimizing the risk of an investment portfolio. ETFs are classified according to the class of underlying assets / commodities, investment strategy, level and types of systemic and non-systemic risk. The expediency of creating a diversified set of commodity ETFs in the structure of the investment portfolio to reduce the overall risk of financial losses is substantiated.

Формирование портфеля ценных бумаг, как правило, предполагает выстраивание оптимального соотношения риска и доходности от вложения денежных средств с учетом цели и горизонта инвестирования [1, 2]. Набор финансовых инструментов, включаемых в портфель, отражает отношение инвестора к риску и может довольно сильно изменять его уровень от минимального значения (инструменты денежного рынка и краткосрочные государственные облигации) до высокого (рынок акций). Научно обоснованных подходов к созданию инвестиционного портфеля существует довольно много, но все они, в той или иной степени, опираются на теории портфельного инвестирования Гарри Марковица [3], Уильяма Шарпа [4], Джона Линтнера [5], и в качестве базовых активов рассматривают, преимущественно, долговые и долевые ценные бумаги, собранные в разных пропорциях (например, 20%: 80% или 40%: 60% соответственно) и диверсифицированные по компаниям, отраслям, странам, регионам, валютам и т.д. С появлением инструментов коллективного инвестирования в портфель стали включаться и паи инвестиционных фондов и, особенно, - паи биржевых инвестиционных фондов (Exchange Traded Fund, сокращенная аббревиатура - ETF) [6, 7], свободно торгуемых на фондовом рынке. ETF – это фонды пассивного управления, инвестирующие средства в денежный рынок, в

рынок облигаций и акций (при этом каждый ETF представляет собой набор, пакет из ценных бумаг, отобранных по строго определенным признакам), а так же в иные инструменты финансового рынка, и направленные либо на сохранение/сбережение, либо на преумножение денежных средств при, соответственно, низком, среднем или высоком уровне риска потерь. Например, Vanguard Total Bond Market ETF – биржевой инвестиционный фонд облигаций широкого рынка, паи которого торгуются, преимущественно, на NYSE Arca – включает в себя ипотечные ценные бумаги, казначейские и корпоративные облигации (около 90% - краткосрочные и долгосрочные облигации США; на долю каждой другой страны приходится порядка 1,5%); FinEx China UCITS ETF – фонд акций, паи которого торгуются на Московской бирже – включает в себя пакет акций корпораций КНР, имеющих потенциал роста (телекоммуникации, финансовый сектор, здравоохранение, промышленность и др.); iShares Global Energy ETF – отраслевой биржевой фонд акций, паи которого торгуются на NYSE Arca – включает акции глобальных корпораций энергетического сектора.

В настоящей статье предметное поле исследования составляют ETFs товарно-сырьевого рынка, которые вкладывают деньги в финансовые инструменты мирового рынка наиболее ликвидных товаров, таких как нефть, природный газ, золото, медь, пшеница, кофе и т.д., торгуемых на товарных биржах. Механизм и стратегии инвестирования биржевых фондов в сырье различные. «Золотые» ETFs, например, могут покупать физическое золото в мерных слитках (так поступают, в частности, Aberdeen Standard Physical Swiss Gold Shares ETF и SPDR Gold Trust), а могут покупать расчетные фьючерсы на драгметалл (Invesco DB Gold Fund, E-TRACS UBS Bloomberg CMCI Gold ETN и др.), или придерживаться иного варианта действий по следованию за мировой ценой на золото, как это происходит в случае с FinEx Gold ETF, который вкладывает деньги в надежные ценные бумаги - краткосрочные казначейские обязательства США, и заключает с определенным банком своп полного/суммарного дохода (Total Return Swap) в отношении цены золота, устанавливаемой LBMA Gold Price AM. Товарный биржевой инвестиционный фонд может в качестве своего базового актива иметь один вид товара, одну товарную группу или корзину разных товарных групп. Например, в Aberdeen Standard Physical Precious Metals Basket Shares ETF в качестве базового актива представлен набор драгоценных металлов из золота, серебра, платины и палладия; в PowerShares DB Agriculture Fund – набор из сельскохозяйственных товаров: пшеницы, кукурузы, сахара, соевых бобов; а в PowerShares DB Commodity Index Tracking Fund входят нефть марки Brent и WTI, бензин RBOB, природный газ, мазут, алюминий, цинк, медь, золото, серебро, кукуруза, пшеница, соя, сахар - все на фьючерсной основе. И в зависимости от существующего механизма и стратегии инвестирования каждого конкретного товарного ETF (стратегия любого биржевого товарного инвестиционного фонда сводится к следованию за определенным товарным индексом), включение его паев в портфель ценных бумаг будет оказывать разное воздействие на характер самого портфеля.

Принято считать, что инвестиционный портфель является эффективным,

«если он обеспечивает наиболее высокую ожидаемую доходность при заданном уровне риска или, что эквивалентно этому, - обеспечивает наименьший риск финансовых потерь при заданной ожидаемой доходности» [8]. Исходя из этого положения, возникает вопрос: при заданном уровне ожидаемой доходности инвестиционного портфеля включение в него активов товарно-сырьевого рынка (в частности, «нефтяных», «металлических», «сельскохозяйственных» и т.п. ETFs) будет приводить к снижению или повышению риска? Что бы дать ответ, необходимо рассмотреть составные компоненты риска инвестиционного портфеля и выявить корреляционные связи этих компонент с биржевыми котировками паев товарных ETFs. В самом общем виде, в исследуемом риске проявляют себя системные – т.е. обусловленные геополитической, политической, правовой, социальной, экономической, финансовой (включая валютную, инфляционную, процентную составляющую) динамикой, и несистемные элементы, обуславливаемые, в свою очередь, селективными, временными, корпоративными и т.п. причинами. Классические облигации и акции, торгуемые на фондовой бирже, имеют прямую двустороннюю связь только с несистемными элементами инвестиционного риска; взаимные корреляционные связи этих ценных бумаг с системными компонентами инвестиционного риска отсутствуют. Иными словами, несистемный риск инвестиционного портфеля является диверсифицируемым, т.е. может быть уменьшен за счет диверсификации ценных бумаг; в то время как системный риск этим способом снижен быть не может.

Поскольку паи товарных ETFs торгуются на фондовой бирже наравне с акциями и облигациями различных эмитентов, а их базовые активы – на товарных биржах, эти паи так же подвержены и системным, и несистемным инвестиционным рискам. Но есть своя специфика. Котировки биржевых товаров в каждый момент времени учитывают две группы факторов. Во-первых, общемировой спрос и предложение, уровень добычи, потребления, запасов торгуемого товара/сырья. Во-вторых, экономическую (общерыночную), политическую, геополитическую обстановку. Все это в совокупности отражается на стоимости пая соответствующего ETF, синхронно изменяющейся со стоимостью базового актива фонда. Поэтому каждый товарно-сырьевой ETF, включенный в структуру инвестиционного портфеля, несет с собой несколько видов риска:

1. Риск изменения рыночной конъюнктуры. Минимизировать данный риск можно или покупкой паев сразу нескольких не связанных друг с другом товарных ETF (примерно по такой схеме: «медь» + «сахар» + «уголь» + …), или паев одного ETF, представляющего собой набор товаров, относящихся к разным группам.

2. Геополитический риск. Напряженность международных отношений в отдельных регионах мира способна привести к резкому удорожанию одних биржевых товаров и, одновременно, к резкому удешевлению других. Механизм управления этим риском – тот же, что и в предыдущем случае.

3. Валютный риск. Биржевая стоимость паев «золотых», «нефтяных» и многих других товарных ETF выражается по курсу иностранной валюты (как правило, USD). Изменение этого курса может привести к снижению стоимости

пая в национальной валюте.

4. Если товарный ETF основан на фьючерсных контрактах, он несет в себе дополнительные риски контанго и бэквардации [9]. Эти риски сохраняются и в том случае, когда биржевой фонд сочетает инвестирование в физический товар, во фьючерсы и (что крайне редко) в акции компаний-производителей данного товара. Полностью избежать рисков контанго и бэквардации возможно лишь исключив данный тип ETF из инвестиционного портфеля.

5. Политико-правовой риск. Это риск финансовых потерь связанных с изменением законодательства в сфере обращения ценных бумаг (и ETF в том числе), с политической и социальной нестабильностью. Данный системный риск не поддается управлению и хеджированию. Но он присущ в равной степени всем ценным бумагам в инвестиционном портфеле, и самому портфелю в целом.

Если теперь сопоставить количество инвестиционных рисков долевых, долговых ценных бумаг с количеством инвестиционных рисков товарных ETF, то первых получается несколько больше, т.к. биржевые товары никак не связаны с такими видами системных и несистемных рисков как инфляционный, процентный, кредитный, корпоративный, риск ликвидности, которые присущи другим видам ценных бумаг в портфеле. Получается, что добавление в инвестиционный портфель ETFs товарно-сырьевого рынка снижает общий суммарный риск возможных финансовых потерь, т.е. оптимизирует инвестиционный риск. Но здесь еще необходимо учитывать индивидуальные характеристики базового актива, лежащего в основе ETF. Ряд биржевых товаров подвержен более стремительному удешевлению в случае наступления форс-мажорных обстоятельств или кризиса по сравнению с облигациями и даже с некоторыми акциями. И если именно эти товары входят в состав ETF (в физическом или фьючерсном выражении) инвестиционного портфеля, то общий риск портфеля, напротив, будет увеличен. Но в целом, как свидетельствует мировая практика, падение цен на большинство биржевых товаров происходит гораздо медленнее и слабее, чем на ценные бумаги даже под влиянием весьма неблагоприятных факторов для всего рынка. Опасность кроется лишь в отдельных группах товаров, которых лучше вовсе избегать при формировании портфеля.

Таким образом, вырисовывается следующая картина. Включение в состав инвестиционного портфеля малого количества (одного или двух) товарно-сырьевых ETF может привести, в ряде случаев, либо к росту общего риска портфеля ценных бумаг, либо к сохранению его на прежнем уровне. Однако создание в структуре портфеля целого сегмента из набора ETF разнообразных групп товаров и сырья, котировки паев которых на фондовой бирже зависят от системных процессов в сфере политики, экономики, международных отношений, существенно снижает, оптимизирует суммарный инвестиционный риск. Это дает основания использовать набор товарно-сырьевых ETFs в качестве инструмента управления риском портфельного инвестирования. В случае консервативной инвестиционной стратегии доля низкорискованных облигаций в портфеле может быть сокращена (при сохранении доли акций в портфеле), а

«освободившееся место» заполнено паями товарных ETFs. Аналогичным образом можно поступить и в случае с агрессивной инвестиционной стратегией. Но здесь возникает проблема оптимальной диверсификации самого набора ETFs, включаемого в инвестиционный портфель. Преобладание паев ETF одного вида сырья/товара над другими, особенно, если это преобладание будет существенным, может дать обратный эффект – не оптимизировать суммарный инвестиционный риск портфеля, а наоборот, увеличить его и разбалансировать. Следовательно, процесс формирования в структуре портфеля сегмента из товарных ETFs уже сам по себе несет риск ошибочной оценки инвестиционных качеств каждого конкретного биржевого инвестиционного фонда. Учет этого факта крайне необходим при принятии решения об оптимизации риска инвестиционного портфеля путем включения в его структуру ETFs товарно-сырьевого рынка.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Коробов Е. А., Романова Е. В.* Механизм пенсионной системы как движущий фактор роста потребления в России // Математическое моделирование в экономике, страховании и управлении рисками : сб. материалов IV Междунар. молодежной науч.-практ. конф. : в 2-х томах. 2015. Т. 2. С. 125-132.

2. *Коробов Е. А.* Пенсионная система как механизм преодоления бедности в России // Вестн. СГСЭУ. 2015. № 5 (59). С. 149-153.

3. *Markowitz H. M.* Portfolio selection // J. Finance. 1952. Vol. 7.no. 1. P. 77 - 91.

4. *Sharpe W. F.* Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk // J. Finance. 1964. Vol. 19. no. 3. P. 425 – 442.

5. *Lintner J.* The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets // Review of Economics and Statistics. 1965. Vol. 47. no. 1. P. 13 – 37.

6. *Макеев В. А.* ETF как специфический инструмент инвестиционно-спекулятивного портфеля // Российское предпринимательство. 2014. № 16 (262). С. 131 – 138.

7. *Амвросов В. А.* Развитие мирового рынка ETF и его перспективы // Горизонты экономики. 2018. № 5 (45). С. 139 – 144.

8. *Сидоров С. П., Захарова Е. А., Хомченко А. А., Гришина Н. П.* Модели оптимального портфельного инвестирования: учеб. пособие – Саратов: Изд-во Саратовского ун-та, 2015. 76 с. С. 9.

9. *Бризицкая А. В., Дьяченко Ю. К., Якимова В. А.* ETF как новый способ инвестирования на мировом рынке драгметаллов // Экономические науки. 2020. № 1 (182). С. 154–158.