

ОБЗОР ETF ФОНДОВ FinEx

Жизненный цикл
инвестора: от концепции
к инструменту практика

FINEX+ ETF RESEARCH

Жизненный цикл инвестора: от концепции к инструменту практика

Многие уже свыклись с тем, что на государственную пенсию рассчитывать не стоит — нужно искать другие источники финансового обеспечения своей жизни в старости. Перед всеми нами стоит вопрос: когда и как начинать инвестировать? На вопрос «когда» ответ один: чем раньше, тем лучше, просто из-за «магии» сложного процента. Ответом на вопрос «как» может служить теория инвестирования в соответствии с жизненным циклом, которая также используется в Финансовом Автопилоте. Объясняем, что это такое и почему жизненный цикл действительно важен для построения оптимального портфеля.

Lifecycle investing – что и зачем

Теория инвестиций в соответствии с жизненным циклом (lifecycle) базируется на простом постулате: чем моложе инвестор, тем больший риск он может себе позволить. Даже если на начальном этапе инвестирования рынки упадут, у молодого инвестора есть еще большой запас времени до выхода на пенсию и вложения в рискованные активы скорее всего успеют принести прибыль и помочь приумножить капитал.

У инвестора старшего возраста консервативный портфель более устойчив к резким просадкам рынка. Это не значит, что за 10 лет до пенсии все должны складировать деньги в банке: стратегии инвестирования и расходования капитала разные, и при длительном ожидаемом периоде дожития (время между выходом на пенсию и кончиной), возможно, стоит определенную долю активов держать в акциях.

Уильям Бернштейн — создатель компании Efficient Frontier Advisors и автор большого количества книг по инвестициям — в интервью Барри Ритхольтцу сказал: «Если вы 20-летний инвестор с огромным количеством человеческого капитала, отсутствием инвестиционного и 50-летним горизонтом инвестирования, акции — это наименее рискованный актив для вас». И он говорит об этом небезосновательно. Как показали Роберт Мёртон и Пол Самуэльсон в статье «Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model»¹ в 1992 году, главный капитал инвесторов 20 лет — человеческий капитал. (График 1) В этом случае под этим термином понимается не абстрактное определение, а приведенная стоимость будущих полученных оплат труда. Мёртон и Самуэльсон предлагают смотреть на этот капитал как на длинную облигацию с переменным купоном (купоны приходят в виде

¹ <https://www.nber.org/papers/w3954>

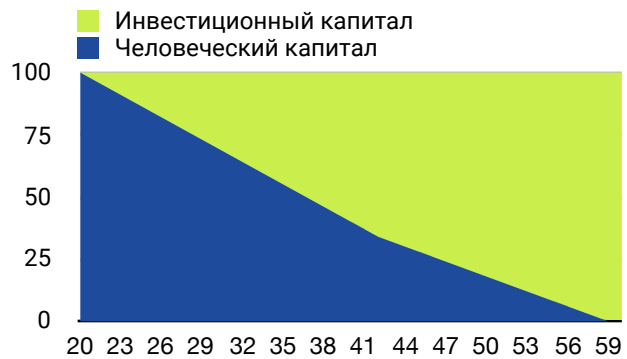
зарплаты). Таким образом, чтобы сбалансировать облигационную часть капитала, занимающую в начале пути 99% активов, молодому инвестору стоит отдавать предпочтение активам с высокой премией за риск и составлять портфель преимущественно из акций. А поскольку с возрастом и приближением пенсии человеческий капитал уменьшается (периодов, в которых человек будет получать зарплату, становится меньше, приведенная сумма оставшихся выплат заработных плат падает, инвестор ребалансирует портфель в пользу низкорисковых инструментов (График 2).

Профессор бизнес-школы Гарварда Луис Вичейра² – один из приверженцев теории инвестирования в соответствии с возрастом, в своей статье Lifecycle funds показал, что чем длиннее период инвестирования, тем ниже волатильность реальной (скорректированных на инфляцию) доходности американских акций. Аналогичные паттерны наблюдаются и для других рынков акций. (График 3) Также он доказал, что чем дольше период нахождения в рынке акций, тем ниже вероятность получения отрицательной реальной доходности (в годовых). Мы проверили этот тезис на обновленных данных по 2019 год и пришли к схожему выводу. (Таблица 2) Как видно из графика, чем больше инвестиционный период для акций, тем меньше вероятность получить отрицательную аннуализированную реальную доходность по ним, в отличие от облигаций, чья реальная доходность на некоторых периодах «съедается» инфляцией.

Нужен ли молодым «рычаг»?

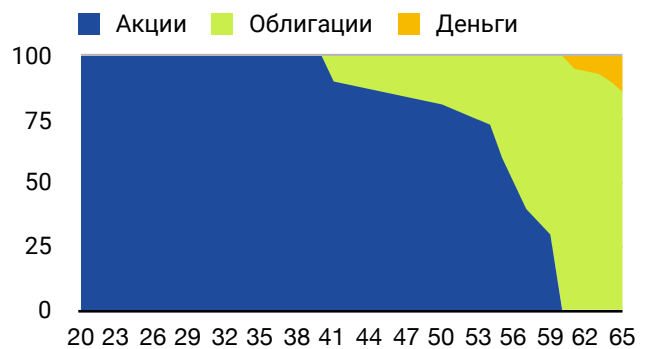
В теории все просто: вкладывайся до 40 лет в акции, а потом постепенно ребалансируй портфель в пользу менее рискованных инструментов. Но, если учесть, что часть

График 1. Динамика человеческого и инвестиционного капитала в течение жизни инвестора



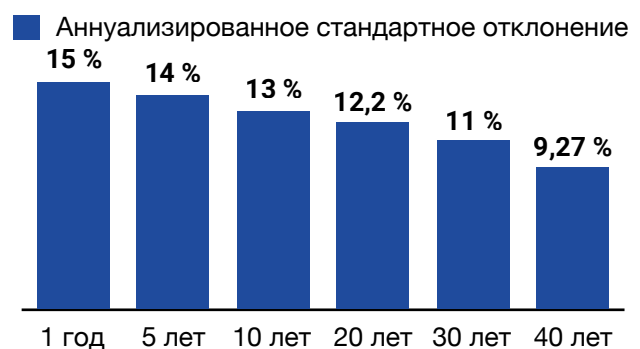
Источник: Merton/ Samuelson, 1992

График 2. Доля акций и низкорисковых инструментов в зависимости от возраста инвестора



Источник: Merton/ Samuelson, 1992

График 3. Волатильность американских акций в зависимости от периода



Источник: расчеты FinEx

²https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=988362&download=yes

инвестиционного портфеля инвестора — это человеческий капитал, трактуемый как приведенная стоимость будущих заработных плат, то добиться соотношения хотя бы 60 на 40 крайне затруднительно. «Облигационная» часть в виде человеческого капитала все равно доминирует.

Спорное решение представили авторы книги Lifecycle Investing Ян Айрес и Барри Нейлбафф. Они предлагают инвестору на начальных этапах использовать заемные средства для еще большей аллокации в рискованные активы через колл-опционы с самой дальней датой экспирации (обычно 2 года) или же через ETF с рычагом (leveraged ETFs). Однако подобная стратегия с использованием производных инструментов и заемных средств включает серьезные недостатки:

1. Высокие издержки. Помимо того, что использование кредитного плеча — дорогое удовольствие, приобретая колл-опцион, инвестор должен учитывать широкие спреды (в двухлетних опционах сравнительно немного), комиссии, а также издержки на роллирование позиции: продажу каждые два года опциона, близкого к экспирации, и покупку нового. Добавим к этому то, что, покупая опцион, инвестор лишается возможности получать дивидендную доходность, которая на текущий момент по индексу S&P составляет 1,92%.

2. Недостаточность временного горизонта. Дата экспирации самого дальнего колл-опциона обычно составляет два года. Два года — период слишком короткий для долгосрочных инвестиций в акции. За это время рынки могут как подняться, так и сильно просесть.

3. Ребалансировка позиций с плечом означает покупку на высоких значениях, а продажу — на низких в силу высокой стоимости долга.

Очевидно, что использование подобных инструментов в долгосрочной стратегии

Таблица 2. Реальная доходность акций и гос облигаций в зависимости от периода (в годовых %)

| | 5 л скользящая | 10л скользящая | 20л скользящая |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|
| Реальная доходность акций | | | |
| Минимум | -12 % | -9 % | 0,3 % |
| Средняя | 5 % | 5,2 % | 5,3 % |
| Максимум | 25 % | 14 % | 12 % |
| Реальная доходность гос облигаций США | | | |
| Минимум | -5,5 % | -2,4 % | 0,1 % |
| Средняя | 3,9 % | 3,6 % | 3,8 % |
| Максимум | 15 % | 9,2 % | 6,4 % |

Источник: расчеты FinEx

гарантирует высокие дополнительные затраты на обслуживание долга, чем пользу для инвестора.

Простое решение (увы, пока не в России)

С 2000-х годов в развитых странах набирают популярность Target Date Funds, которые решают проблему пенсионных накоплений. Target Date Funds (TDF) — фонды, ориентированные на определенную дату (например, TIAA-CREF Lifecycle 2050), привязанную к моменту выхода человека на пенсию. В стратегии этих фондов как раз лежит концепция инвестиций в соответствии с жизненным циклом клиента, поэтому инвестиционный период этих фондов длится несколько десятилетий.

По сути Target date funds представляют собой фонды фондов, инвестирующие в ETF или индексные фонды материнской управляющей компании. На данный момент подобные фонды активно предлагают Vanguard, Fidelity, Blackrock, JP Morgan. По данным ICI, на конец 2018 года

активы под управлением TDF составили 1,1 трлн долларов США.

Учитывая, что ни одна из российских управляющих компаний пока не предложила клиентам target date funds, один из возможных вариантов – самостоятельно сформировать портфель из индексных ETF или доверить инвестиции Финансовому Автопилоту, который использует метод lifecycle investing. Кстати, именно для этого Финансовый Автопилот спрашивает возраст при заполнении анкеты.

Единственным фактором, способным осложнить жизнь инвестора, является время и отсутствие «штурвала» в моменты резкой коррекции и медвежьих рынков. При стопроцентной аллокации в акции любая просадка портфеля более чем на 15% без возможности ребалансировать портфель в низкорисковые активы вызывает у инвестора желание поскорее вывести деньги из фонда, даже если до пенсии еще 30 лет.

Для большей наглядности мы решили на исторических данных проверить результаты упрощенной модельной стратегии, используемой TDF, и сравнить ее с другими популярными стратегиями аллокации активов, таких как: стратегия 60/40 в течение всего инвестиционного периода и стратегия 100% вложений облигации. Условия таковы:

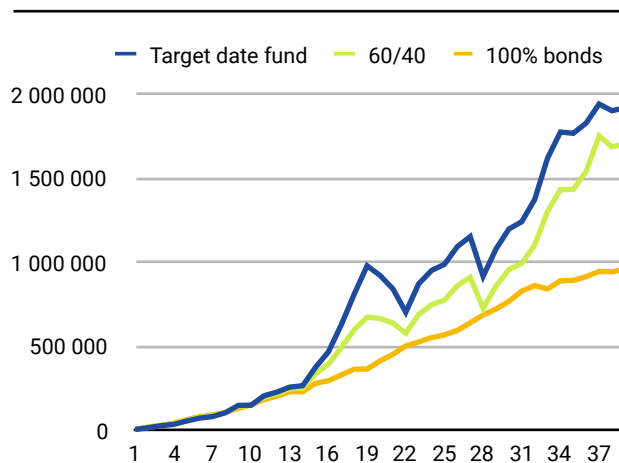
1. Инвестору 25 лет. Его зарплата на текущий момент составляет 80 тысяч долларов в год. Он решает инвестировать на пенсию 10% от своей зарплаты в начале года.
2. Каждый год зарплата индексируется на уровень инфляции. Будем считать, что инфляция постоянна и равна 2%.
3. Инвестор выходит на пенсию в 65 лет.
4. Период моделирования: с 1978 по 2018 гг.

Рассмотрим три варианта инвестирования:

1. Lifecycle investing: до 45 лет инвестор инвестирует только в акции, от 45 до 51 – 80% в акции, 20% – в облигации, от 51 до 61 доля облигаций возрастает до 40%, после 60 и до 65 – до 80%.

2. Стратегия 60/40: в течение всей жизни

График 3. Результаты 3 вариантов портфелей



Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

инвестор вкладывает 60% своих инвестиций в акции, а 40% – в облигации.

3. Инвестор вкладывается только в облигации.

Результаты

Как видно из графика и таблицы выше, благодаря тому что на протяжении длительного времени инвестор вкладывается в акции, итоговая стоимость портфеля стратегии target date fund больше стратегии 60/40 на 12,6%. В силу того, что за несколько лет до пенсии все активы переводятся преимущественно в инструменты с фиксированной доходностью, удается снизить волатильность портфеля и сделать его динамику более предсказуемой, что дает возможность инвестору эффективнее планировать свою жизнь после выхода на пенсию.

Стратегия инвестирования исключительно в облигации, хоть и показывает наименее волатильную динамику, однако результаты ее в 1,5 раза ниже, чем у стратегии lifecycle.

Вывод

Инвестиции с учетом жизненного цикла являются одним из наиболее эффективных методов формирования пенсионного капитала. Благодаря большой доле акций на протяжении первых 15 лет инвестор может получить большую доходность и спокойно пережить волатильность. Дальнейшая ребалансировка портфеля в пользу менее рискованных инструментов позволяет сохранить средства и подойти к моменту выхода на пенсию с максимально предсказуемым и консервативным портфелем, а также снизить риски, связанные с динамикой процентных ставок.

Пожалуйста, обратите внимание: у каждого ETF свой цвет. В разные периоды доходность продуктов может существенно различаться; именно поэтому FinEx рекомендует стратегию диверсификации портфеля.

Доходность фондов FinEx ETF в рублях

| За 3 года | 2017 | 2018 | С нач.2019 | За 1 месяц |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
| FXIT 73,1% | FXCN 43,3% | FXRU 20,1% | FXRL 12,5% | FXRL 3,3% |
| FXRL 53,9% | FXIT 28,7% | FXGD 18,3% | FXIT 10,9% | FXAU 1,6% |
| FXCN 35,5% | FXDE 19,2% | FXIT 17,9% | FXRB 6,6% | FXRU 1,0% |
| FXRB 34,7% | FXJP 15,2% | FXRL 16,7% | FXAU 6,1% | FXRB 0,8% |
| FXUS 33,8% | FXRB 14,8% | FXUS 12,6% | FXUS 5,3% | FXTB 0,8% |
| FXAU 26,8% | FXUK 14,0% | FXKZ 7,3% | FXMM 2,8% | FXMM 0,6% |
| FXMM 23,3% | FXUS 13,1% | FXAU 5,7% | FXUK 0,8% | FXGD 0,5% |
| FXJP 16,5% | FXAU 11,9% | FXMM 5,7% | FXDE 0,5% | FXJP -2,5% |
| FXRU 13,8% | FXMM 7,9% | FXJP 3,8% | FXJP -1,7% | FXKZ -2,7% |
| FXDE 8,5% | FXGD 4,4% | FXUK 2,7% | FXRU -2,0% | FXUS -4,8% |
| FXUK 7,3% | FXRU 1,4% | FXRB 2,7% | FXCN -2,0% | FXUK -5,0% |
| FXGD 1,4% | FXRL -2,2% | FXCN -3,4% | FXGD -6,3% | FXDE -5,2% |
| FXKZ - | FXKZ - | FXDE -6,6% | FXKZ -8,2% | FXIT -7,3% |
| FXTB - | FXTB - | FXTB - | FXTB - | FXCN -12,6% |

Доходности указаны на 29/05/2019

FINEX+ ETF RESEARCH

30 мая 2019

Владимир Крейндель

+7 499 286-00-36

kreyndel@finxplus.ru

Анна Бердникова

+7 499 286-00-36

a.berdnikova@finxplus.ru

Настоящее аналитическое исследование подготовлено ООО «УК «ФинЭкс Плюс» на основе информации, полученной из официальных общедоступных источников, в надежности и достоверности которых нет оснований сомневаться. Специальных исследований, направленных на выявление фактов неполноты и недостоверности указанной информации, не проводилось. Аналитические выводы и заключения, представленные в настоящем документе, являются мнением специалистов ООО «УК «ФинЭкс Плюс». Никакая информация и никакое мнение, выраженное в данном документе, не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг и иных финансовых инструментов; не являются заявлением о возможных выгодах, связанных с методами управления активами; не являются офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в данном аналитическом исследовании, могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, информация о которых приведена в данном аналитическом исследовании. Данное аналитическое исследование не предоставляет гарантий или обещаний будущей эффективности (доходности) деятельности на рынке ценных бумаг. За достоверность информации, лежащей в основе настоящего документа, и за последствия решений, принятых вами на основе настоящего документа ООО «УК «ФинЭкс Плюс» ответственности не несет. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» обращает внимание, что инвестиции в рынок ценных бумаг связаны с риском. Стоимость активов может увеличиваться и уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем. Никакая информация, касающаяся налогообложения, изложенная в настоящем документе, не является консультированием по вопросам налогообложения. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» настоятельно рекомендует инвесторам обращаться за консультациями к независимым специалистам в области налогообложения, которыми будут учитываться особые обстоятельства каждой конкретной ситуации. ООО «УК «ФинЭкс Плюс» проводит строгую внутреннюю политику, направленную на предотвращение каких-либо действительных или потенциальных конфликтов интересов Компании и инвесторов, а также предотвращение ущемления интересов инвесторов.

Для получения дополнительной информации о ценных бумагах, упомянутых в настоящем исследовании, необходимо обратиться в ООО «УК «ФинЭкс Плюс».

Любое копирование из настоящего документа без предварительного письменного согласия ООО «УК «ФинЭкс Плюс» запрещено.

Все права защищены.