

ОБЗОР ETF ФОНДОВ FinEx

ETF с валютным хеджированием:
что, зачем и как это работает

FINEX+ ETF RESEARCH

ETF с валютным хеджированием: что, зачем и как это работает

Что, если вы не хотите зависеть от изменения курсов валют? Что, если вы хотите использовать инструменты, имеющие валютное наполнение, но приносящие рублевую доходность? Поможет ETF с валютным хеджированием.

В мире ETF фондов валютное хеджирование далеко не ново: инвесторы используют фонды с currency overlay, чтобы доходность инвестиций не зависела от нестабильного валютного курса. На конец 2018 года в такие фонды было вложено 133 млрд долларов. В линейке FinEx ETF (и, соответственно, на российском рынке биржевых фондов) также есть два фонда с валютным хеджированием — FXRB и FXMM. Рассмотрим подробнее, как оно устроено.

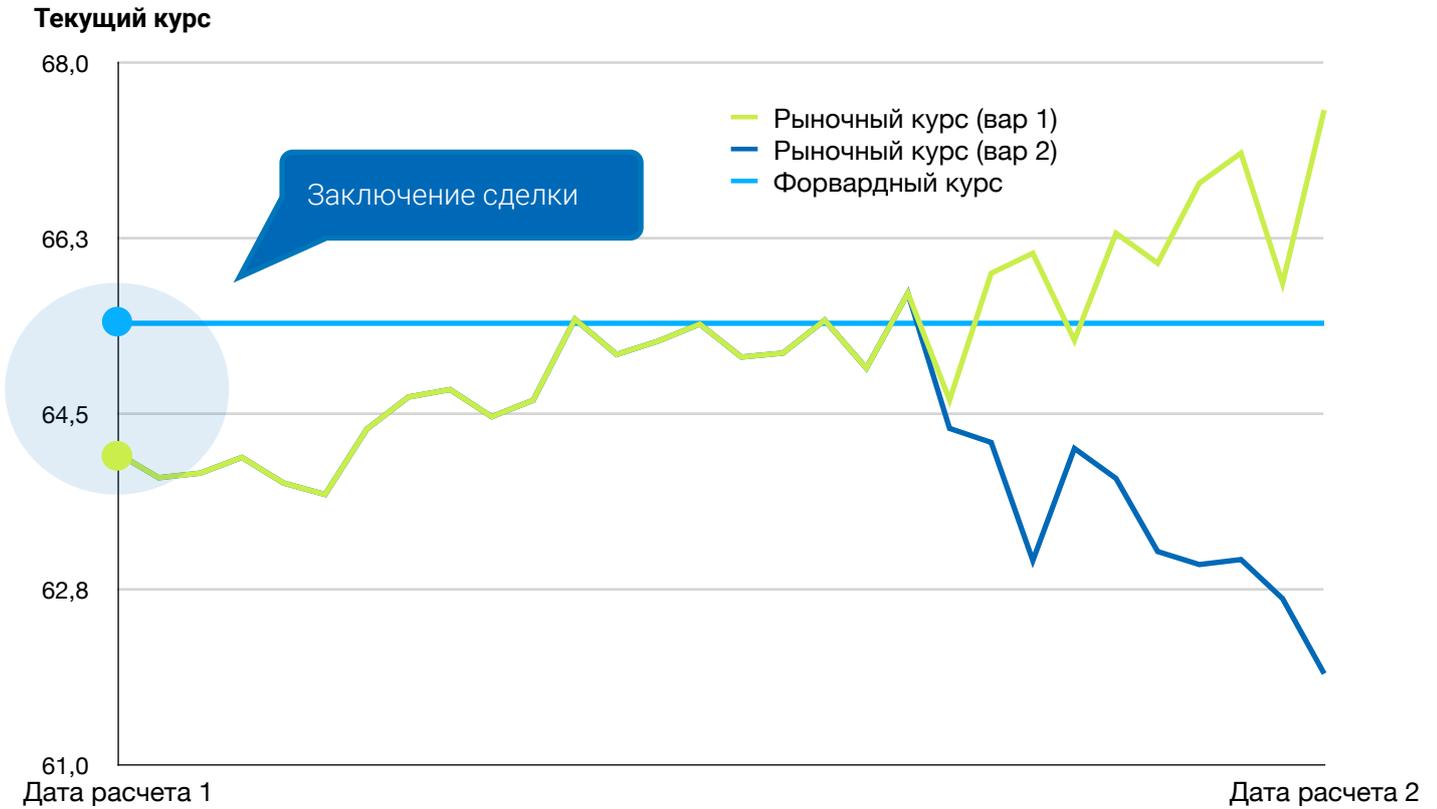
«Принцип работы» валютного хеджирования

Основная цель хеджирования валютных активов — защитить доходность от негативных изменений курсов валют. К примеру, сделать так, чтобы укрепление курса национальной валюты не приводило к снижению стоимости портфеля, составленного из зарубежных активов. Также хеджирование решает проблему налогообложения при валютной переоценке: для захеджированного актива такой проблемы не существует. Помимо этого, хеджирование может принести дополнительную доходность (премию), если разница между процентными ставками стран достаточно большая, что и происходит в случае ставок по рублю и доллару. Это нетипично для рынков, где разница ставок мала, например валютное хеджирование EUR/USD имеет только эффект «защиты от изменений курса», т. к. форвардная премия незначительна.

Для валютного хеджирования в случае FXRB используется валютный своп-контракт (производный финансовый инструмент), заключаемый между фондом и банком-контрагентом на 1 месяц с автоматической пролонгацией. Для FXMM период действия контракта — 1 день, продление («роллинг») происходит каждый рабочий день в автоматическом режиме.

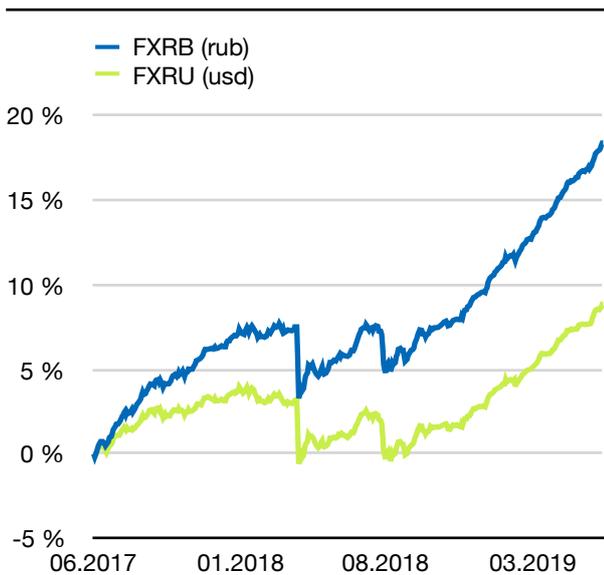
Валютный своп — это комбинация двух противоположных валютнообменных операций («ног») по форвардному и спот-курсу, например USD/RUB 1 month SWAP описывает операцию покупки долларов США по текущему спот-курсу и их последующую продажу по форвардному курсу в момент завершения свопа, но определяемому на момент заключения сделки своп и зависящему от обменного курса спот и разницы процентных ставок (форвардной премии).

График 1. Графическое отображение механизма валютного хеджирования



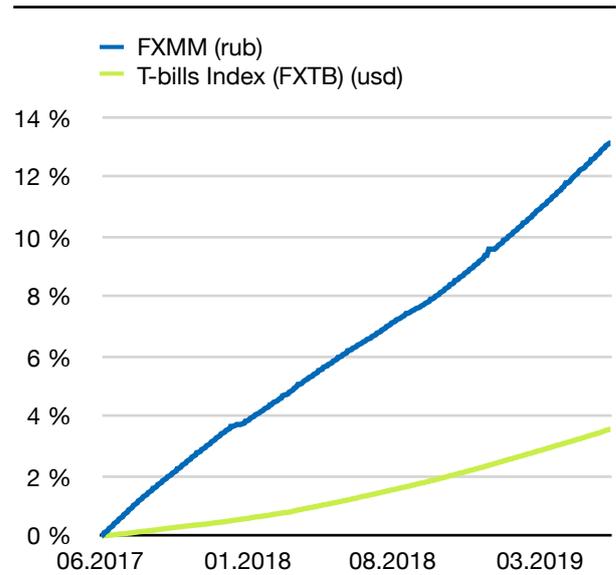
Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

График 2. FXRU vs FXRB



Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

График 3. FXMM vs FXTB



Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

Другими словами, хеджирование позволяет добиться «переноса» премии в результате обмена платежами между сторонами контракта в конце периода.

Поскольку FXRB и FXMM являются полностью прозрачными UCITS-фондами, контрагенты по свопу позволяют фонду не вносить обеспечение по срочным сделкам и не рисковать своими средствами. Благодаря этому (при текущей форвардной премии), например, 6% долларовой доходности в годовых терминах трансформируются в 11,65% рублевой доходности независимо от того, какой спот-курс USD/RUB наблюдается в период совершения инвестиций (форвардная премия на 20.06.2019 составляет 5,65%).

Форвардная премия – источник дополнительной доходности

Почему возможно получать дополнительную доходность от разницы ставок? Это объясняет условие покрытого паритета процентных ставок (Covered interest parity (CIP)). Можно считать это законом: разность между процентными ставками двух стран равна разности между форвардным и спотовым курсом валют этих стран.

Если бы это было не так, то можно было бы совершить безрисковую арбитражную операцию: например, рассматривая депозиты под 3% в стране А и 7% в стране Б, при условии присутствия арбитража, инвестор вложил бы в депозит с наиболее высокой ставкой, т. е. в депозит страны Б.

Опираясь на условие отсутствия арбитража, формула паритета процентных ставок принимает следующий вид:

$$(1 + r_a) = \frac{F_t}{S_t} * (1 + r_b), \text{ где}$$

r_a – процентная ставка в стране А

r_b – процентная ставка в стране В

F_t – форвардный курс

S_t – спотовый курс

Определить возможный форвардный курс, используемый для хеджирования, можно из формулы выше:

$$F_t = S_t * \frac{(1 + r_{rub})}{(1 + r_{usd})},$$

Дополнительную форвардную премию можно посчитать по следующей формуле:

$$implied_yield = \left(\frac{F_t * (1 + r_{usd} * T)}{S_t} - 1 \right) / T - r_{usd}$$

Где T – это фактор времени, т.е. для месячного форвардного контракта будет использоваться 30/360 или 1/12;

T₂ – приводим полученную ставку обратно к годовым, т.е. 360/30 или 12

Подставим в формулу данные для FXRB:

$$implied_yield = \left(\frac{64,88 * (1 + r_{usd} * 30/360)}{64,59} - 1 \right) / \frac{30}{360} - r_{usd} = 5,67 \%$$

Таким образом, **форвардная премия** для FXRB составит **5,67%**.

Но предположим, что условие покрытого процентного паритета не соблюдается и мы можем совершить операцию арбитража. Тогда это бы открывало безграничные возможности для арбитражеров, например: чтобы получить безрисковую премию, инвестор А берет займы 1000 долларов на год под 2,5% годовых и переводит их по спотовому курсу в 64,59 в рубли. Далее эту сумму (64 590 рублей) он размещает на рублевом депозите на год под ставку 7,1% и для хеджирования валютного риска обесценения рубля заключает форвардный контракт на покупку 1000 долларов по курсу 64,88 рублей за доллар. Через год депозит приносит инвестору 69 176 рублей, из которых 64 880 он заплатит по форвардному контракту. Чистая прибыль без риска для инвестора в этом случае составит 3 296 рублей. Согласитесь, при таких условиях множество иностранных инвесторов предпочло бы вкладывать в российские депозиты и валюту, что привело бы в итоге к равновесию на рынке ставок и восстановлению процентного паритета.

Глобальная индустрия ETF с хеджем

По данным Bloomberg, на ETF фонды с хеджированием приходится около 130 млрд долларов США, из которых около 30 млрд долларов приходится на японские фонды на американские облигации инвестиционного рейтинга и еще 30 млрд – захеджированные ETF на страновые индексы. Вторыми по популярности среди инвесторов идут американские фонды на облигации развивающихся рынков с долларovým хеджем. Компанией с наибольшим количеством фондов с валютным хеджированием вполне ожидаемо стала BlackRock: в линейке iShares представлены 64 фонда с валютным хеджем с активами под управлением около 50 млрд долларов США.

Крупнейшим фондом акций на июнь 2019 года является Xtrackers MSCI EAFE Hedged ETF (DBEF US) с активами под управлением в 4,9 млрд долларов, среди облигационных фондов – ISHARES US Investment Grade Corporate Bond JP Hedged ETF с активами под управлением в 11 млрд долларов. Максимальная ставка implied yield, о которой мы говорили раньше, – у фонда FinEx FXRB.

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 88,9%	FXCN 43,3%	FXRU 20,1%	FXRL 19,7%	FXGD 7,0%
FXRL 66,4%	FXIT 28,7%	FXGD 18,3%	FXIT 16,3%	FXRL 6,3%
FXCN 43,2%	FXDE 19,2%	FXIT 17,9%	FXUS 8,5%	FXIT 3,3%
FXUS 41,5%	FXJP 15,2%	FXRL 16,7%	FXRB 8,2%	FXCN 3,0%
FXRB 33,6%	FXRB 14,8%	FXUS 12,6%	FXAU 6,8%	FXTB -2,8%
FXAU 28,5%	FXUK 14,0%	FXKZ 7,3%	FXMM 3,3%	FXUS 1,6%
FXMM 23,2%	FXUS 13,1%	FXAU 5,7%	FXDE 2,9%	FXRB 1,6%
FXJP 18,2%	FXAU 11,9%	FXMM 5,7%	FXCN 2,3%	FXAU 1,1%
FXDE 14,7%	FXMM 7,9%	FXJP 3,8%	FXUK 1,8%	FXJP 0,7%
FXRU 12,3%	FXGD 4,4%	FXUK 2,7%	FXGD -1,6%	FXMM 0,6%
FXUK 9,9%	FXRU 1,4%	FXRB 2,7%	FXJP -2,3%	FXDE 0,6%
FXGD 5,5%	FXRL -2,2%	FXCN -3,4%	FXRU -3,5%	FXKZ 0,4%
FXKZ -	FXKZ -	FXDE -6,6%	FXKZ -7,1%	FXUK -0,3%
FXTB -	FXTB -	FXTB -	FXTB -	FXRU -0,3%

Доходности указаны на 24/06/2019

FINEX+ ETF RESEARCH

24 июня 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 рекомендацией по покупке или продаже ценных бумаг и иных финансовых инструментов, не является офертой или предложением делать оферту или осуществлять иные вложения капитала. 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.