

## 15 lat dłużnych funduszy ETF w Stanach Zjednoczonych

Pół roku temu w serwisie etf.com.pl ukazało się opracowanie ilustrujące systematycznie rosnące znaczenie dłużnych funduszy ETF (*fixed-income exchange-traded funds*) na amerykańskim rynku finansowym<sup>1</sup>. Ponieważ niedawno minęło 15 lat od uruchomienia pierwszych tego rodzaju funduszy w Stanach Zjednoczonych, warto przyjrzeć się początkom tego segmentu funduszy ETF w USA i jego późniejszemu dynamicznemu rozwojowi oraz spróbować odpowiedzieć na pytanie dlaczego tak się stało i w jaki sposób dłużne ETF-y zmieniły tamtejszy rynek instrumentów dłużnych.

### **Jak to się zaczęło? (trochę faktów)**

15 lat temu, 26 lipca 2002 r. w Stanach Zjednoczonych zaczęły funkcjonować cztery pierwsze dłużne fundusze typu ETF. Były to: iShares Lehman 1-3 Year Treasury Bond Fund (SHY) (obecnie iShares 1-3 Year Treasury Bond Fund), iShares Lehman 7-10 Year Treasury Bond Fund (IEF) (obecnie iShares 7-10 Year Treasury Bond Fund), iShares Lehman 20+ Year Treasury Bond Fund (TLT) (obecnie iShares 20+ Year Treasury Bond Fund) oraz iShares GS \$InvesTops Corporate Bond Fund (LQD) (obecnie iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF). Na giełdę American Stock Exchange<sup>2</sup> wprowadziła je firma Barclays Global Investors (BGI)<sup>3</sup>, która w 2009 roku została przejęta przez spółkę BlackRock obecnie zarządzającą tymi ETF-ami. Fundusze te dążyły do odwzorowywania indeksów (odpowiednio): Lehman 1-3 Year US Treasury Index (w końcu 2001 r. obejmował on 37 obligacji), Lehman 7-10 Year US Treasury Index (10 obligacji), Lehman 20+ Year US Treasury Index (19 obligacji) i Goldman Sachs InvesTop Index (1 lutego 2002 r. obejmował 30 obligacji). Warto również dodać, iż pierwsze dłużne ETF-y w USA okazały się już na samym początku swojego funkcjonowania bardzo konkurencyjne kosztowo w stosunku do tradycyjnych indeksowych funduszy dłużnych (*bond index mutual funds*). Wskaźniki kosztów (*expense ratios*) wszystkich ww. ETF-ów wynosiły bowiem 15 pkt. bazowych (tyle wynoszą również obecnie), podczas gdy średnia wartość wskaźnika kosztów dłużnych funduszy indeksowych sięgała wtedy 39 pkt. bazowych. Co ciekawe, w przypadku funduszu iShares GS \$InvesTops Corporate Bond Fund wprowadzone zostały także opcje na ten instrument finansowy.

Na marginesie warto zauważyć, iż nie były to pierwsze dłużne ETF-y na świecie jak można by sądzić. Pionierem w tym przypadku, podobnie zresztą jak w przypadku funduszy ETF w ogóle, okazała się Kanada, gdzie pierwszy tego typu fundusz pojawił się ponad półtora roku wcześniej, tj. w listopadzie 2000 roku<sup>4</sup>.

Jeszcze w tym samym roku, 1 listopada na AMEX trafiły cztery kolejne dłużne ETF-y – tym razem zarządzane przez spółkę ETF Advisors: Treasury 1 FITR ETF (TFT), Treasury 2 FITR ETF (TOU), Treasury

<sup>1</sup> <http://www.etf.com.pl/Analizy-i-komentarze/Pasywnie-zarzadzane-fundusze-dluzne-zdobywaja-popularnosc-w-USA>.

<sup>2</sup> Pierwsze trzy ETF-y są obecnie notowane na NASDAQ, natomiast czwarty na NYSE Arca.

<sup>3</sup> Fundusze te były zarządzane przez Barclays Global Fund Advisors – spółkę zależną Barclays Global Investors N.A.

<sup>4</sup> 20 listopada 2000 r. na parkiecie w Toronto zadebiutował dłużny ETF, którego obecna nazwa to iShares Canadian Universe Bond Index ETF (XBB).

5 FITR ETF (TFI) oraz Treasury 10 FITR ETF (TTE). Ich wskaźniki kosztów również wynosiły 0,15 pkt. proc. Wszystkie wymienione dotąd ETFy wypłacały comiesięczną dywidendę.

W końcu 2002 roku osiem dłużnych ETF-ów notowanych na amerykańskiej giełdzie AMEX zarządzało aktywami w wysokości 3 851 mln USD, co stanowiło ok. 4% aktywów zgromadzonych w funduszach ETF w Stanach Zjednoczonych (102 250 mln USD). Jak oceniał wówczas bank inwestycyjny Morgan Stanley był to dobry rezultat, gdyż dziewięć sektorowych funduszy ETF (Select Sector SPDRS) funkcjonujących od grudnia 1998 r. zarządzało w tym momencie aktywami o wartości 3 253 mln USD, a zatem ich udział w amerykańskim rynku tych instrumentów finansowych sięgał tylko 3 procent<sup>5</sup>.

### **Co działo się dalej?**

Od 2002 roku segment dłużnych funduszy ETF w Stanach Zjednoczonych rozwinął się w nieprawdopodobny sposób. Według Matthew Tuckera – szefa zespołu ds. strategii dłużnych w iShares – w kolejnych latach jego funkcjonowania wyróżnić można trzy etapy<sup>6</sup>.

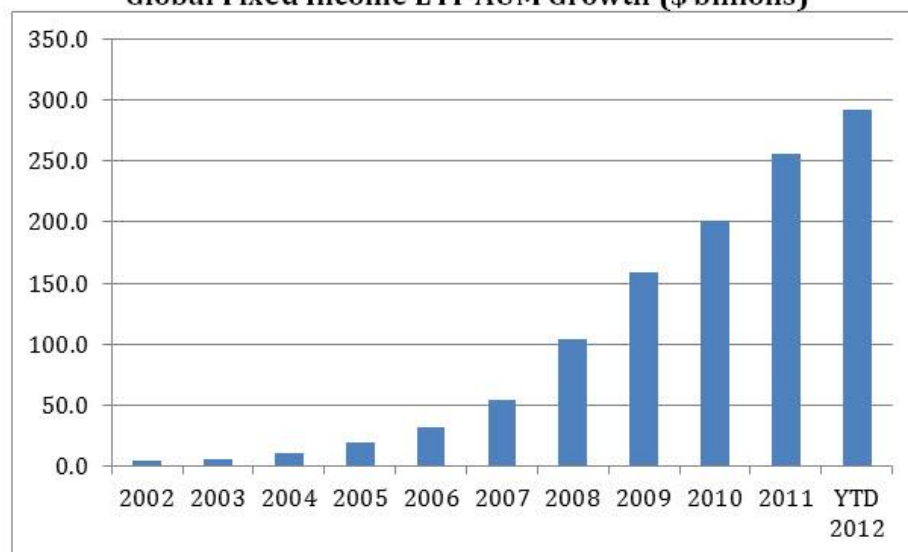
Pierwszy początkowy etap, trwający od 2002 do 2006 roku, polegał na tworzeniu rynku. W tym okresie na amerykańskim (i nie tylko) rynku funkcjonowało stosunkowo niewiele dłużnych ETF-ów, zaś inwestorzy jeszcze dość niechętnie wykorzystywali je w swoich strategiach inwestycyjnych. Ponieważ stworzenie i uruchomienie tego typu funduszy wymagało ponownego przemyślenia samej struktury ETF-ów, na rynku pojawił się tylko jeden nowy dostawca. W końcu 2006 r. na amerykańskich giełdach notowanych było zatem jedynie 6 dłużnych ETF-ów posiadających aktywa o wartości ok. 20 mld USD.

Drugi etap (lata 2007-2008) to okres wchodzenia na ten rynek nowych dostawców (*providers*) dłużnych ETF-ów. Stały wzrost aktywów i akceptacja dłużnych funduszy ETF iShares udowodniły, iż inwestorzy są skłonni do kupowania ich na giełdzie. Gdy amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (Securities and Exchange Commission) wystandaryzowała strukturę i proces notowania dłużnych funduszy ETF, na rynku pojawiło się wiele nowych funduszy tego typu oferowanych przez nowe podmioty. Do końca 2008 roku wielkość rynku niemal potroiła się (56 mld USD), zaś inwestorzy mieli dostęp do 61 dłużnych funduszy ETF ośmiu dostawców.

W latach 2009-2012 można było zaobserwować proces coraz częstszego wykorzystywania dłużnych ETF-ów z uwagi na dążenie inwestorów do zachowania płynności swoich inwestycji. Podczas załamania się rynków finansowych pod koniec 2008 roku wartość obrotów na rynku obligacji korporacyjnych zmniejszyła się o 50 procent. Było to spowodowane tym, że płynność na rynku obligacji jest dostarczana przez brokerów/dealerów, a ponieważ w tym okresie wiele z tych firm walczyło o utrzymanie się na rynku, ich zainteresowanie market makingiem na rynku obligacji wyraźnie spadło. Wskutek tego wielu inwestorów odkryło alternatywny sposób na dostęp do obligacji – właśnie za pośrednictwem dłużnych funduszy ETF. Wolumen obrotów dłużnymi ETF-ami w tym okresie gwałtownie wzrósł – w przypadku niektórych funduszy nawet o 800-1000 procent! Rosnące obroty pociągnęły za sobą zwiększone zainteresowanie ze strony inwestorów, napływ nowego kapitału i w rezultacie wzrost aktywów do 290 mld USD w połowie czerwca 2012 r. (por. poniższy wykres).

<sup>5</sup> D. A. Fuhr, „Exchange Traded Funds Global Overview”, Morgan Stanley, January 29, 2003, s. 10.

<sup>6</sup> M. Tucker, „A Brief History of Bond ETFs”, <https://www.blackrockblog.com/2012/07/18/a-brief-history-of-bond-etfs/>.

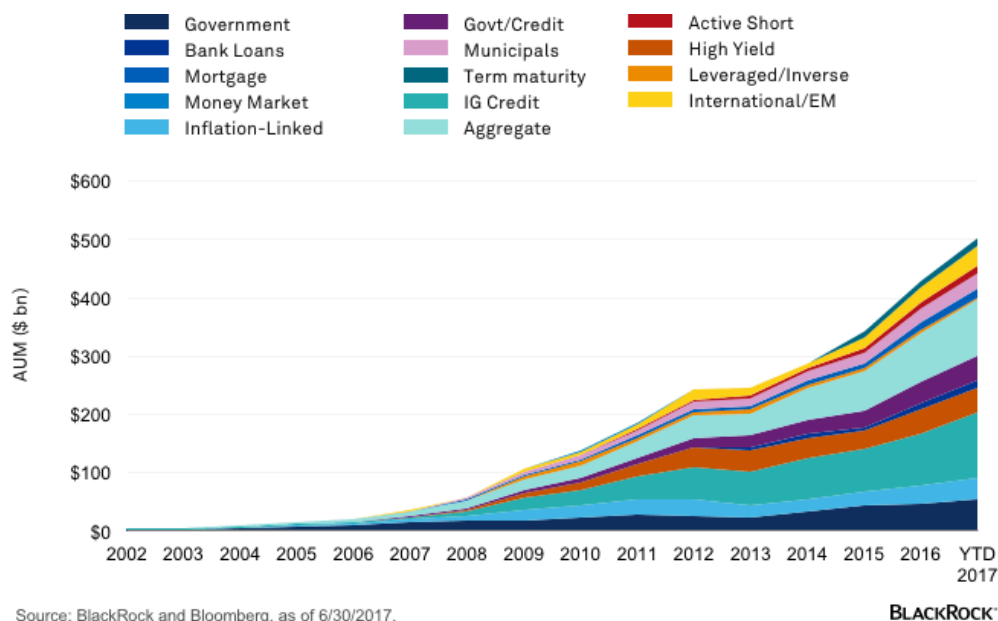
**Global Fixed Income ETF AUM Growth (\$ billions)**


Source: Bloomberg as of 6/15/2012

Źródło: <https://www.blackrockblog.com/2012/07/18/a-brief-history-of-bond-etfs/>.

**Jak wygląda rynek obecnie?**

Dziś, 15 lat po utworzeniu w Stanach Zjednoczonych pierwszych dłużnych ETF-ów, na amerykańskim rynku funkcjonuje 325 tego rodzaju podmiotów, które zarządzają aktywami o wartości blisko 540 mld USD<sup>7</sup>. Wraz z imponującym wzrostem wartości aktywów ogromnie zwiększyła się również różnorodność oferowanych produktów, które obecnie pozwalają inwestorom osiągnąć ekspozycję na niemal każdy sektor rynku instrumentów o stałym dochodzie. Widać to chociażby na poniższym wykresie, gdzie wymienionych jest 14 rodzajów dłużnych funduszy ETF.



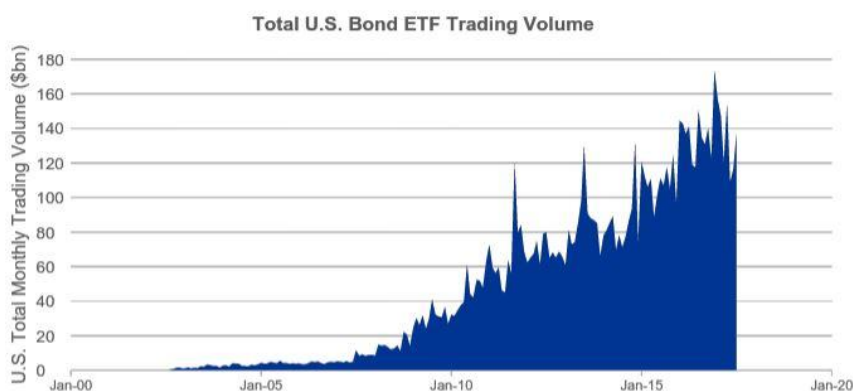
Źródło: <https://www.blackrockblog.com/2017/07/26/etfs-revolutionized-bond-market/>.

<sup>7</sup> C. Murphy, "15 Years Of Bond ETF History In A Nutshell", <http://www.etf.com/sections/features-and-news/15-years-bond-etf-history-nutshell?nopaging=1>.

Podziwiając tak spektakularny wzrost warto zadać kluczowe pytanie – co spowodowało tak dynamiczny wzrost tego rynku w ostatnich latach? Zdaniem Tuckera stało się tak, gdyż dłużne ETF-y zrewolucjonizowały i zmodernizowały rynki instrumentów o stałym dochodzie w trojaki sposób. Mogą one bowiem ułatwić inwestorom instytucjonalnym, a zwłaszcza detalicznym inwestowanie w obligacje, potencjalnie zwiększyć płynność oraz dodać specyficzne ekspozycje do portfeli inwestycyjnych<sup>8</sup>.

Analizując pierwszą kwestię warto na początku zauważyć, iż rynki obligacji mają zasadniczo charakter rynków pozagiełdowych, co sprzyja większym, bardziej wyrafinowanym inwestorom – wielkość i skala dokonywanych transakcji liczy się we wszystkich aspektach, od realizacji zleceń aż po pozyskiwanie nowych emisji. Dłużne fundusze ETF pozwalają wyrównać szanse także dla mniejszych inwestorów. Pozwalają na skuteczny dostęp do rynków instrumentów o stałym dochodzie na każde żądanie. Dzięki jednemu instrumentowi inwestor może mieć dostęp do tysięcy obligacji z określonego segmentu rynku, bez konieczności analizowania wielu ofert od wielu brokerów. Dłużne ETF-y zdemokratyzowały zatem dostęp do rynków papierów dłużnych – indywidualny inwestor z dowolnego miejsca na ziemi może handlować dłużnymi ETF-ami na giełdzie niemal tak samo jak np. menedżer zarządzający funduszem hedgingowym w Nowym Jorku.

Znaczący wzrost amerykańskiego rynku dłużnych funduszy ETF to także rezultat płynności oferowanej przez te instrumenty finansowe. Jak zostało to wspomniane wcześniej, większość obligacji znajduje się w obrocie pozagiełdowym, natomiast dłużne ETF-y są przedmiotem coraz intensywniejszego obrotu giełdowego – średnia dzienna wartość obrotu nimi w USA wynosi ok. 6 mld USD (por. poniższy wykres). Handel na giełdzie kreuje płynność i umożliwia wykorzystywanie dłużnych funduszy ETF do zarządzania ryzykiem i dostosowania ekspozycji rynkowej. Według badania przeprowadzonego w Stanach Zjednoczonych przez Greenwich Associates w 2016 roku 71% ankietowanych inwestorów instytucjonalnych wskazało, że dokonywanie transakcji, pozyskiwanie środków i płynności na rynku instrumentów o stałym dochodzie w ostatnich trzech latach stało się coraz trudniejsze. Około 85% inwestorów instytucjonalnych lokujących kapitał w ETF-y stwierdziło w tym badaniu, że wykorzystują dłużne fundusze ETF ze względu na ich wysoką płynność i niskie koszty handlu<sup>9</sup>.



Źródło: <http://www.etf.com/sections/features-and-news/15-years-bond-etf-history-nutshell?nopaging=1>.

<sup>8</sup> M. Tucker, K. Schenone „3 ways ETFs have revolutionized the bond market”, <https://www.blackrockblog.com/2017/07/26/etfs-revolutionized-bond-market/>.

<sup>9</sup> „ETFs: “Active” Tools for Institutional Portfolios”, Greenwich Associates, Q1 2017.

Dłużne fundusze ETF są bardziej płynne niż pojedyncze obligacje, ponieważ pozagiełdowy rynek obligacji jest często bardzo niepłynny. Istnieją takie instrumenty dłużne, w przypadku których w ciągu dnia nie dochodzi do zawarcia żadnej transakcji. W przypadku obligacji o ratingu inwestycyjnym i obligacji typu high-yield, które są uważane za płynne i należą do indeksów Markit iBoxx \$ Liquid Investment Grade oraz Markit iBoxx \$ Liquid High Yield, średnio dziennie dochodzi do zaledwie 3-4 transakcji. Dla porównania dłużnymi ETF-ami handluje się ze znacznie większą częstotliwością. Na przykład w przypadku funduszu iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF dziennie zawieranych jest 14 tys. transakcji, a w przypadku funduszu iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF aż 32 tys. transakcji (dane z 30 czerwca 2017 r. w oparciu o dane 30-dniowe pochodzące od firm BlackRock, Bloomberg, TRACE i Markit iBoxx). Dłużne fundusze ETF dodają płynności rynkom obligacji poprzez umożliwienie inwestorom obrotu na giełdzie. Inwestorzy efektywnie handlują portfelami obligacji po cenach widocznych na giełdzie, a większość z tych transakcji nie obejmuje żadnych faktycznych obligacji znajdujących się w obrocie. Dłużne ETF-y umożliwiają inwestorom dostęp do obligacji w ten sam sposób, w jaki mają dostęp do akcji.

Trzeci powód, dla którego inwestorzy w Stanach Zjednoczonych w ostatnich latach znacząco zwiększyli zainteresowanie dłużnymi ETF-ami, wiąże się z tym, że przed pojawieniem się ETF-ów wielu inwestorów chcących mieć dostęp do rynku obligacji opierało się na aktywnie zarządzanych tradycyjnych funduszach inwestycyjnych lub dokonywało wyboru konkretnych papierów wartościowych. Musieli oni zatem znać szczegóły związane z procesem selekcji papierów dłużnych (np. badanie wiarygodności kredytowej, analiza emitenta) lub znaleźć menedżera funduszu posiadającego taki sam pogląd na rynek. Obecnie inwestorzy sami mogą wykorzystywać dłużne fundusze ETF do budowy portfeli modelowych, do alokacji aktywów lub wyrażania własnych, taktycznych opinii – a to wszystko po bardzo niskich kosztach. Inwestor może przejąć kontrolę nad ryzykiem portfela poprzez użycie dłużnych ETF-ów, które dążą do naśladowania wyniku indeksu. Przykładowo, inwestorzy, którzy poszukują ekspozycji na obligacje o ratingu inwestycyjnym wiedzą, że określony ETF o takim charakterze posiada wyłącznie takie instrumenty i kupując go nie znajdują się w posiadaniu papierów typu high-yield.

### **Co dalej?**

W swej 15-letniej historii dłużne fundusze ETF przetrwały światowy kryzys finansowy, luzowanie ilościowe i kilka podwyżek stóp procentowych w USA. Mimo to, aktywa ulokowane w tych instrumentach stanowią niecały 1% wartości globalnego rynku obligacji (dane na 30 czerwca 2017 r. według SIMFA i Bloomberg). Dla porównania – aktywa akcyjnych ETF-ów odpowiadają za 8,5% aktywów globalnego rynku akcji. Gdyby wykorzystać jako wskazówkę dotychczasowy wzrost rynku akcyjnych funduszy ETF, aktywa dłużnych ETF-ów w USA mogą w najbliższych latach rosnać w tempie dwucyfrowym i osiągnąć poziom 2 bln USD w ciągu najbliższych 15 lat.

Ten segment rynku funduszy ETF powinien nadal rosnać z kilku względów. Po pierwsze zmiany demograficzne w Stanach Zjednoczonych i w wielu miejscach na świecie doprowadzą do tego, iż coraz większa liczba inwestorów będzie poszukiwała inwestycji przynoszących dochód. Skoro więc dłużne ETF-y zapewniają skuteczny dostęp do stabilnych dochodów, powinny one być beneficjentami tego zjawiska.

Po drugie, gdy globalne rynki obligacji wciąż się zmieniają, zwiększając możliwości inwestycyjne dla inwestorów, takie instrumenty finansowe jak ETF-y – umożliwiające dostęp do „trudnych rynków” – będą prawdopodobnie dla nich jednym z oczywistych wyborów. Wreszcie, mimo opisanego powyżej ogromnego wzrostu zainteresowania dłużnymi funduszami ETF w ostatnich latach, produkty te są nadal „odkrywane” przez wielu inwestorów i jeszcze relatywnie mało popularne – zarówno w odniesieniu do rynku obligacji, jak i rynku tradycyjnych funduszy inwestycyjnych. Instrumenty te będą wciąż zapewniały inwestorom możliwość uzyskania stałego dochodu, z drugiej zaś strony będą wpływały na kształt samego rynku instrumentów o stałym dochodzie.

**Tomasz Miziołek**

**[www.etf.com.pl](http://www.etf.com.pl)**

---

Niniejsza analiza została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych. Zawarte niej treści stanowią wyraz osobistych poglądów autora, nie mają charakteru rekomendacji, porady inwestycyjnej i nie są związane ze świadczeniem usług doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu odpowiednich przepisów prawa. Serwis [etf.com.pl](http://etf.com.pl) nie ponosi odpowiedzialności z tytułu ewentualnych szkód wynikających z wykorzystania informacji zamieszczonych w raporcie.

Publikowanie niniejszej analizy w Internecie, prasie i innych mediach, w całości lub w części, wymaga pisemnej zgody autora serwisu [etf.com.pl](http://etf.com.pl).

---