



Факторы доходности российских акций

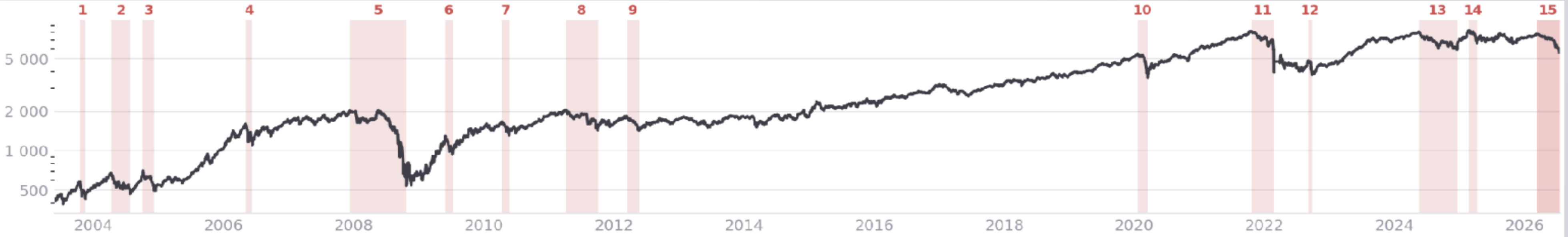
23 года данных без иллюзий:
сколько рынок реально даёт инвестору, как правильно считать
риск-премию и где искать дополнительную доходность.



Евгений Митюков, CFA, MBA
Директор по инвестициям, УК Т-Капитал

Текущее падение рынка одно из самых сильных и длительных в истории рынка с 2003 года

15 просадок MCFTR больше 20% с 2003 года: падения от локального максимума



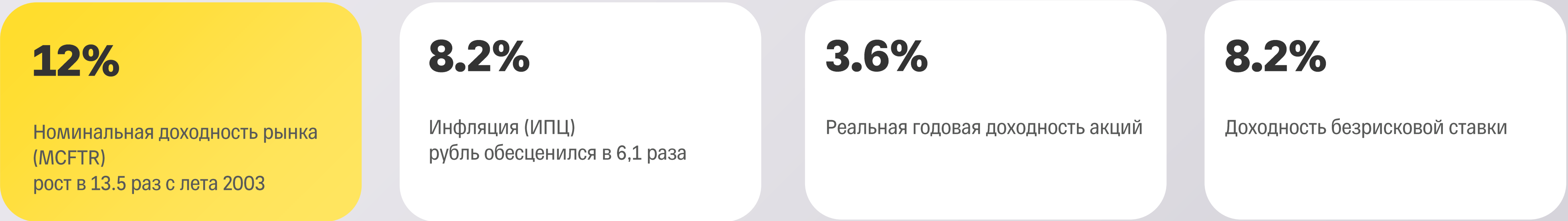
В среднем **падение длится 97 дней (глубина в среднем составляет -32%)**, а **восстановление занимает 381 день**

№	Пик	Дно	Глубина	Дн. пад/вос	Событие
1	окт.03	ноя.03	-26,4%	33/100	Арест Ходорковского
2	апр.04	июл.04	-31,4%	107/69	Банковский кризис 2004
3	окт.04	дек.04	-30,0%	64/235	Банкротство Юкоса
4	май.06	июн.06	-31,5%	38/175	Risk-off на ЕМ/сырьевых рынках
5	дек.07	окт.08	-73,6%	317/889	Глобальный финансовый кризис
6	июн.09	июл.09	-27,7%	39/67	Опасения «второй волны» кризиса
7	апр.10	май.10	-21,8%	40/149	Долговой кризис Греции
8	апр.11	окт.11	-30,8%	182/1204	Кризис еврозоны, рейтинг США

№	Пик	Дно	Глубина	Дн. пад/вос	Причина
9	мар.12	май.12	-23,0%	70/510	Новый виток кризиса еврозоны
10	янв.20	мар.20	-34,3%	58/243	Пандемия
11	окт.21	фев.22	-51,3%	127/1089	СВО
12	сен.22	сен.22	-22,3%	21/162	Мобилизация
13	май.24	дек.24	-27,1%	214/62	Жесткая политика ЦБ, рост ставки до 21%
14	фев.25	апр.25	-20,3%	43/—	Разочарование в геополитике, начало торговой войны США
15	мар.26	июл.26	-28,0%	129/—	Военная эскалация, замедление экономики

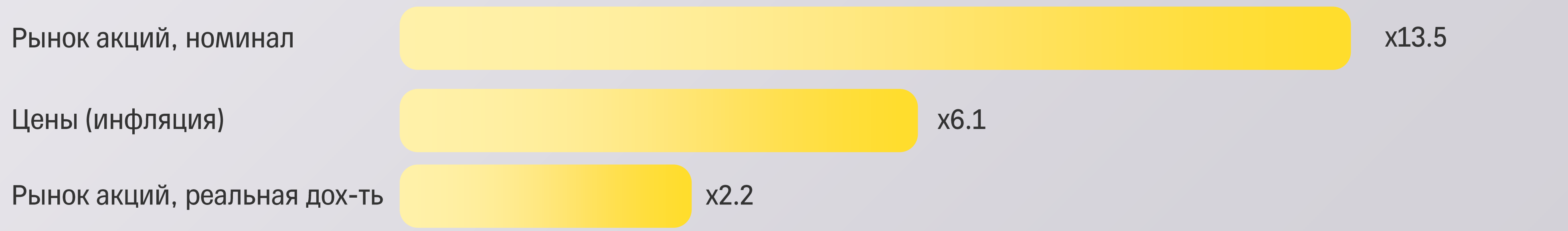
Сейчас (эпизод 15): -28,0% от пика 09.03.2026 (7772 п.), дно пока не нащупано — 16.07.2026: 5594 п. От исторического максимума (25.02.2025) — -32,1%, 506 календарных дней.

Реальная доходность российских акций за 23 года с 2003 ниже 4%



Реальная доходность безрисковых инструментов за 23 года — практически ноль (0,08% годовых).
Реальная доходность акций около 3.6% что эквивалентно риск-премии

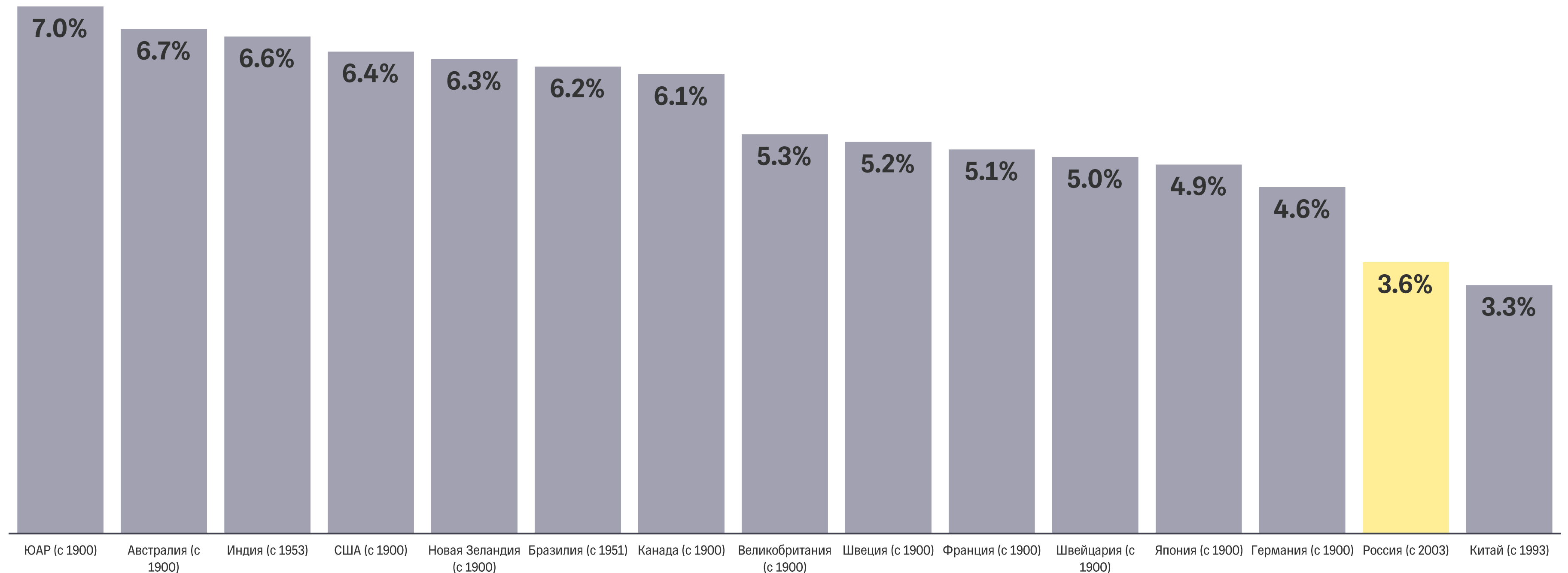
Кумулятивные доходности за 23 года



Источники: индекс МосБиржи полной доходности (МСФТР), ИПЦ Росстат, ставка денежного рынка. Расчёты собственные, 02.06.2003–30.06.2026.

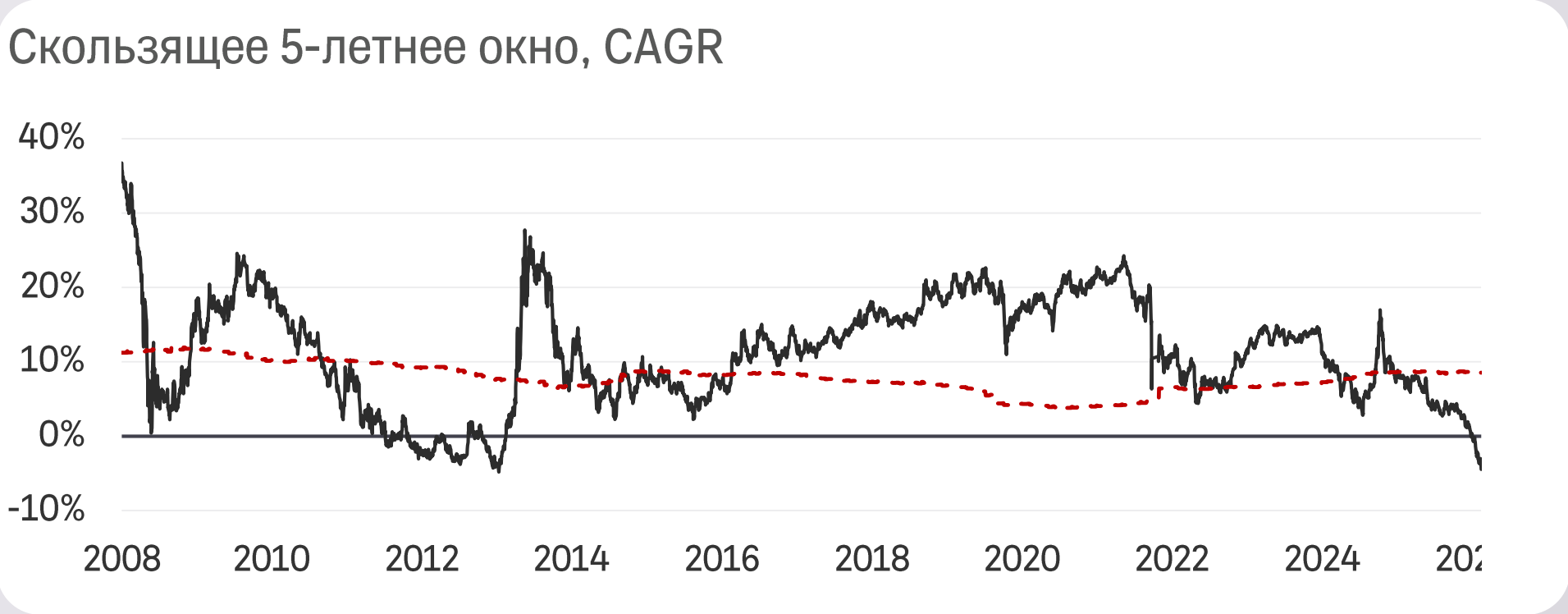
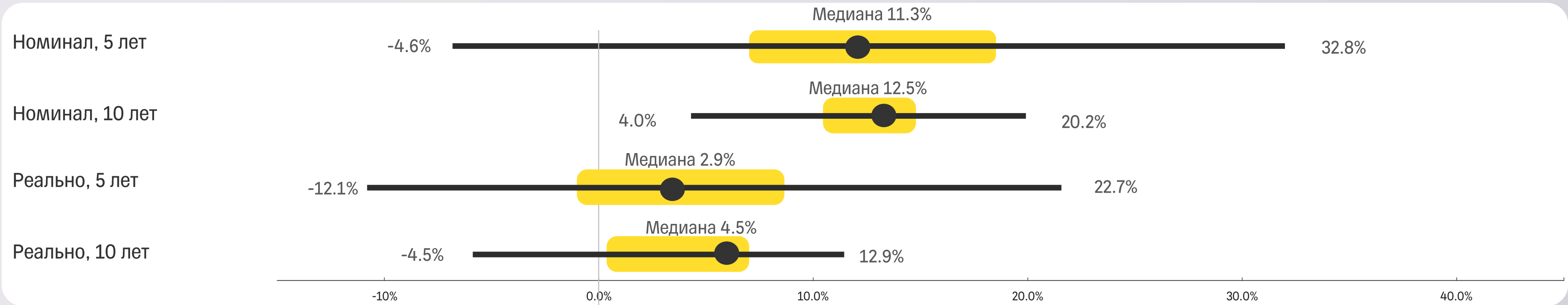
Реальная доходность акций в других рынках несколько выше

РФ В МИРОВОМ КОНТЕКСТЕ



Если посмотреть динамику по скользящим окнам то картина несколько меняется: рос. акции становятся лучше на длинном горизонте

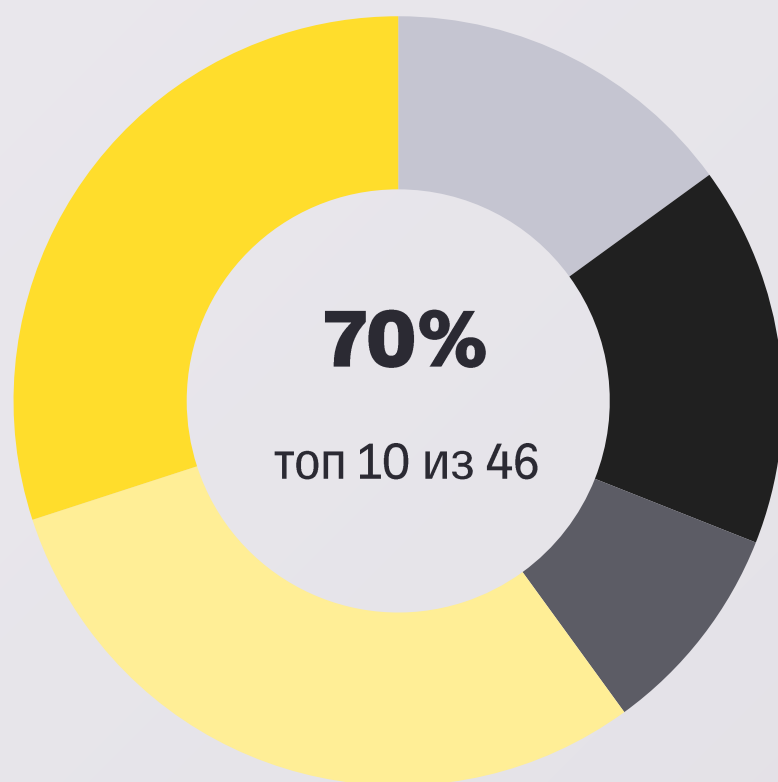
Распределение CAGR рынка (MCFTR) и инфляции на скользящих 5- и 10-летних окнах



Акции обгоняли инфляцию в 63,3% 5-летних окон и в 79,8% 10-летних окон — на 5-летнем окне более чем в трети случаев инвестор терял деньги в реальном выражении, а на графике видно, что рынок регулярно проигрывал инфляции на годы вперёд (2008–2012, 2022–2026). Даже 10-летнее окно даёт разброс реальной доходности –4,5%...+12,9%:

Реальная доходность акций в других рынках несколько выше

Состав индекса на 02.07.2026, 46 акций — пассивный инвестор в IMOEX несёт концентрированный, а не рыночный риск



- Лукойл - 15%
- Сбербанк - 16%
- Газпром - 9%
- Ост. топ-10 - 30%
- Остальные акции - 30%

1. Концентрация

Топ-3 эмитента — 40% индекса, топ-10 — 70% при 46 акциях в базе расчёта: диверсификация в IMOEX невысока

2. Почему

Взвешивание по free-float капитализации механически закрепляет и усиливает перекос индекса в нефтегаз и госбанки — крупные эмитенты становятся ещё крупнее

3. Последствия

В этих секторах не все компании могут обеспечить качественное корпоративное управление и высокую эффективность бизнеса

4. Ребалансировка

. Ротация состава реактивна, исключение и включение на редомициляциях играли не всегда на пользу инвесторам

Для инвестора: пассивная экспозиция на IMOEX — это концентрированная ставка на нефтегаз и госбанки со специфическими рисками корпоративных событий, а не диверсифицированный доступ к рынку акций РФ.

Рыночный фактор – не единственный источник риск-премии

Long-short конструкция: каждый день берём взвешенные по капитализации доходности Top-10 бумаг по признаку и вычитаем Bottom-10 бумаг по тому же признаку. BETA — доходность рынка MCFTR минус RUONIA — безрисковая ставка.

MOM

моментум

Топ-10 растущих – Bottom-10 падающих

SMB

размер

малая капитализация – большая капитализация

LIQ

ликвидность

малая ликвидность – высокая ликвидность

BETA

рынок

доходность market factor

USDRUB

валюта

Топ корр. с USD/RUB – Bottom корр.

HML_PB

P/B

Топ по P/B – Bottom по P/B

HML_PE

P/E

Топ по P/E – Bottom по P/E

OIL

нефть

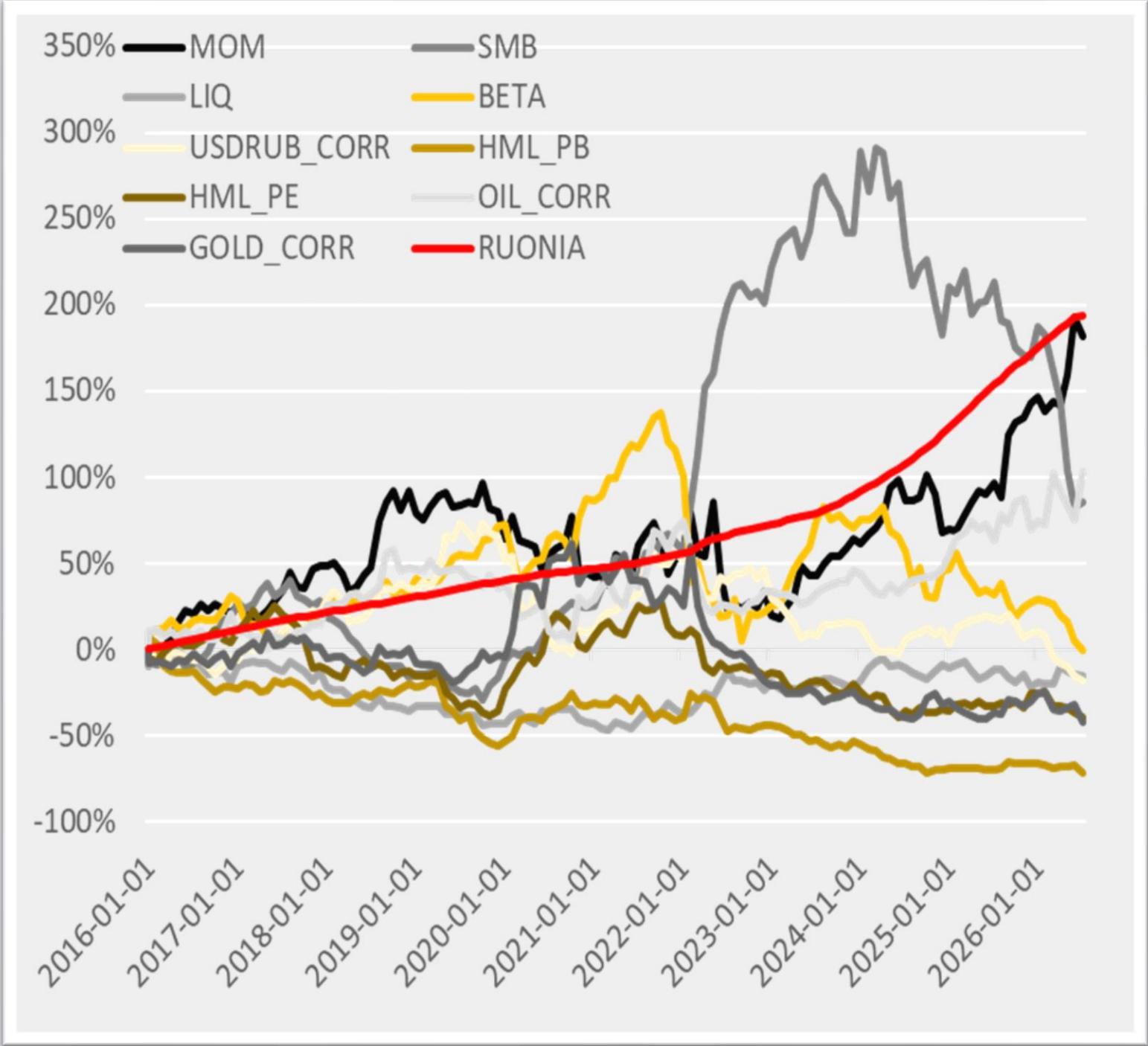
Топ корр. с нефтью – Bottom корр.

GOLD

золото

Топ корр. с золотом – Bottom корр.

Кумулятивные доходности факторных портфелей за период: 21.01.2016 - 08.07.2026, %



Доходности не учитывают фактическую ликвидность ценных бумаг и стоимость переноса короткой позиции

Momentum — самый сильный статистически значимый фактор на своих данных

Доходности, волатильности и t-стат для факторов за период

Фактор	Дох. год.	Волат.	t-стат	P-value
MOM	13,17%	22,91%	1,87	6,43%
OIL_CORR	8,84%	19,36%	1,49	14,05%
SMB	8,20%	20,46%	1,30	19,52%
BETA	2,29%	20,88%	0,36	72,19%
USDRUB_CORR	-0,05%	18,97%	-0,01	99,37%
LIQ	-0,16%	17,13%	-0,03	97,62%
GOLD_CORR	-2,47%	23,85%	-0,34	73,70%
HML_PE	-2,77%	19,51%	-0,46	64,53%
HML_PB	-9,29%	20,67%	-1,46	14,69%

Momentum — самый сильный и статистически значимый фактор (t=1,87 +13,17% годовых).
HML_P/B прокси по growth stocks имеет отрицательный знак, значимо отличаясь относительно других факторов – высоко оцененные акции скорее имеют результат хуже рынка

Jegadeesh & Titman (1993, 2001): акции с высоким моментумом за последние 3–12 мес. в среднем опережают рынок на ~1,2% в месяц на горизонте 6–12 мес. — глобальный академический результат

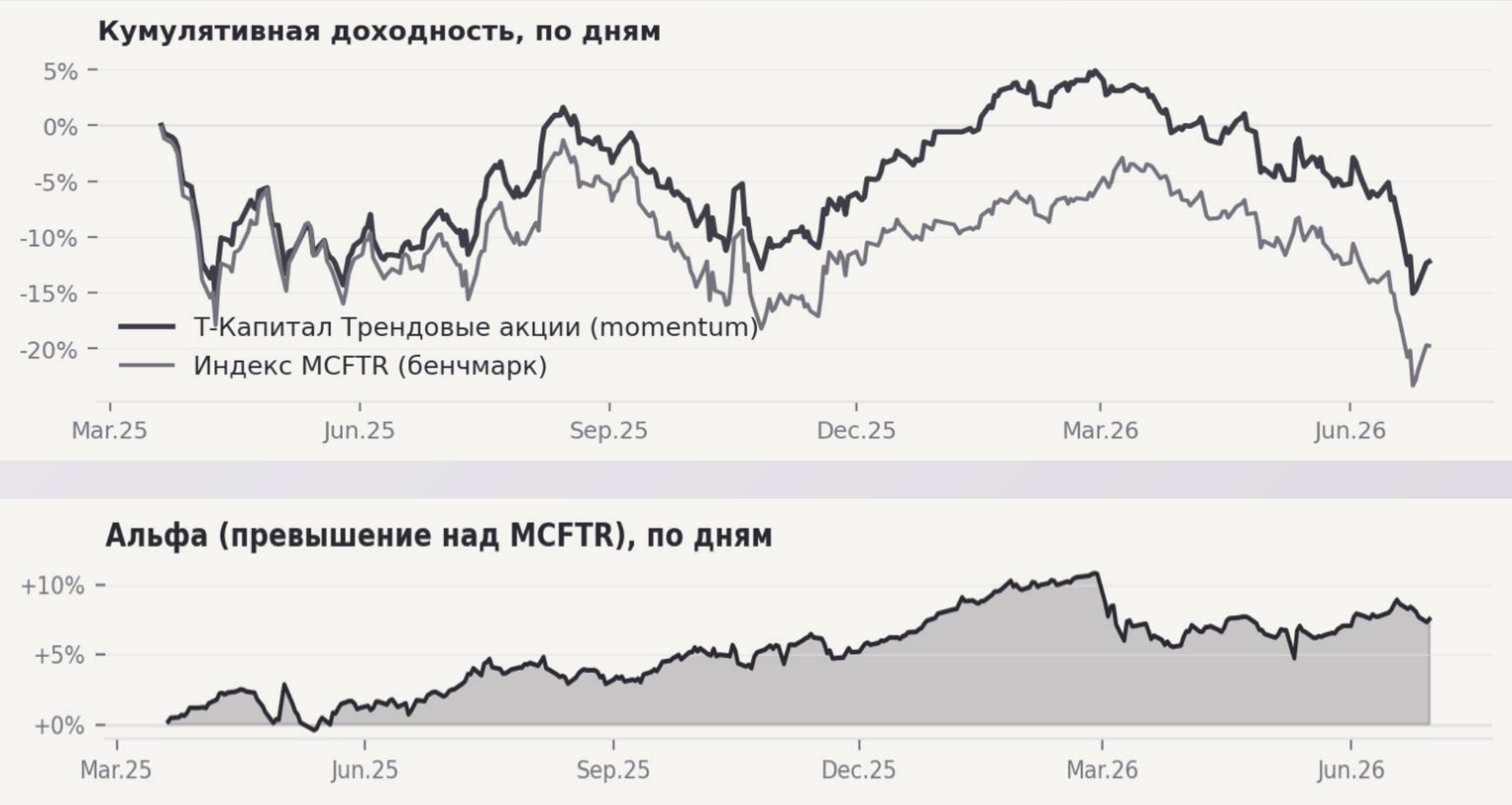
Поведенческая природа: запаздывающая реакция на новости, следование за толпой, эффект диспозиции (продажа победителей), самоподтверждение тренда

Российская специфика (наши данные): momentum значим и на РФ — низкая ликвидность, слабое аналитическое покрытие и высокая доля частных инвесторов усиливают именно те искажения, на которых он зарабатывает

Осторожность с growth: на выборке 2016–2026 фактор высоких оценок по мультипликаторам имеет отрицательную доходность, дорогие бумаги на нашем рынке не имеют такой тенденции как на западных рынках к опережающему росту

«Т-Капитал Трендовые акции»: моментум фактор на практике

Статистики фонда на основе momentum-стратегии vs MCFTTR



Т-Капитал Трендовые акции - momentum-фонд - просел почти вдвое меньше бенчмарка: -12,2% против -19,8% у MCFTTR

Альфа на конец периода +7.6 п.п.

АКТИВНО УПРАВЛЯЕМЫЕ ФОНДЫ АКЦИЙ РФ 19.03.2025–30.06.2026		
1	Маркет Пауэр (Контрада Капитал)	+0,3%
2	МКБ Акции	-10,4%
3	Т-Капитал Трендовые акции	-12,2%
4	РСХБ Фонд акций	-16,4%
5	Атон — Петр Столыпин	-17,5%
6	ВТБ Фонд Акции	-17,7%
7	Промсвязь Акции	-18,2%
8	Сбер Фонд акций «Добрыня Никитич»	-19,0%
9	Альфа-Капитал Управляемые акции	-20,2%
10	Альфа-Капитал Ликвидные акции	-23,9%
11	Альфа-Капитал Квант	-23,9%