

**Активное и пассивное управление:  
что науке известно  
про рынки США и России?**

---

Олег Шибанов, PhD

Российская Экономическая Школа

Корпоративный Университет Сбербанка

# США

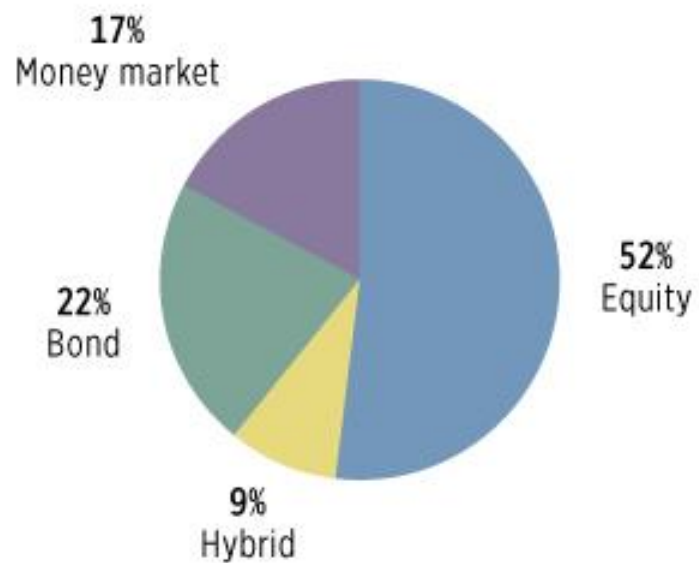
---

# Советы великих

---

- Уоррен Баффет, 2013 (<http://www.berkshirehathaway.com/2013ar/2013ar.pdf>):  
«Мой совет...не может быть проще: инвестируйте **10%** денег в **краткосрочные гособлигации** и **90%** в недорогие **индексные фонды S&P500**...Я уверен, что долгосрочные **результаты...будут лучше**, чем полученные большинством инвесторов..., использующих дорогих советников».

# Индустрия в целом (icifactbook.org)



Total U.S. mutual fund assets: \$15.9 trillion

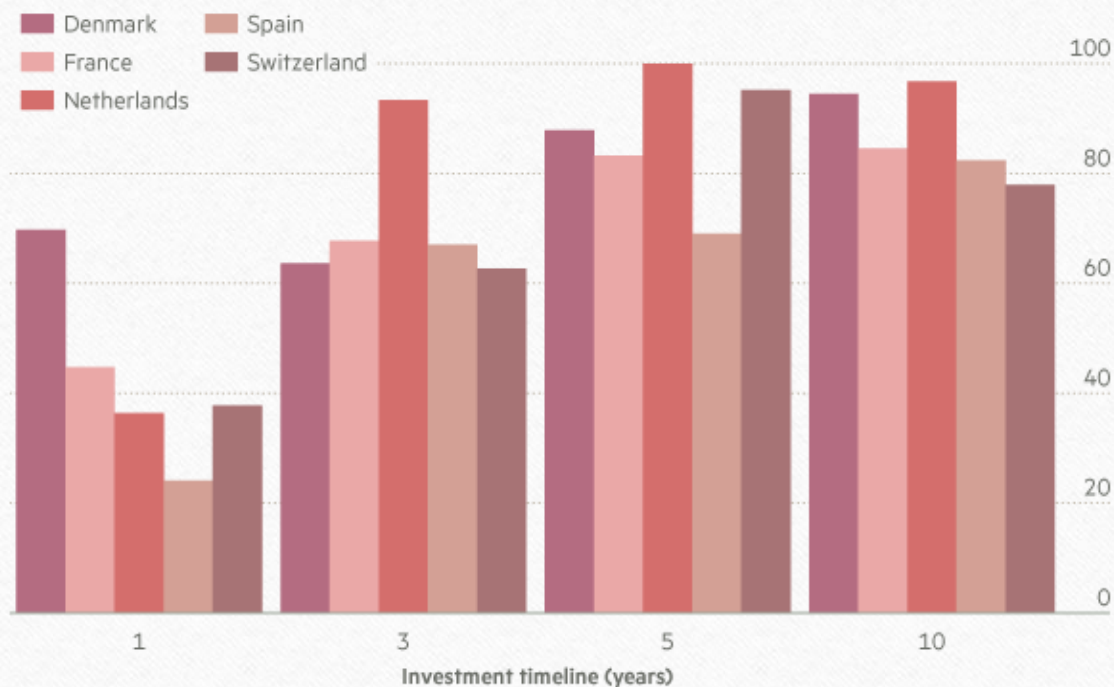
## Обычная история активных фондов

- Значительный проигрыш индексам (не везде)
- На длинных горизонтах – почти везде

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e555d83a-ed28-11e5-888e-2eadd5fbc4a4.html#axzz44zuc7nuV>

Percentage of active equity funds that failed to beat their benchmark

2015 (%)



Source: SPIVA

FT

## ПИФЫ США: То же самое (Morningstar)

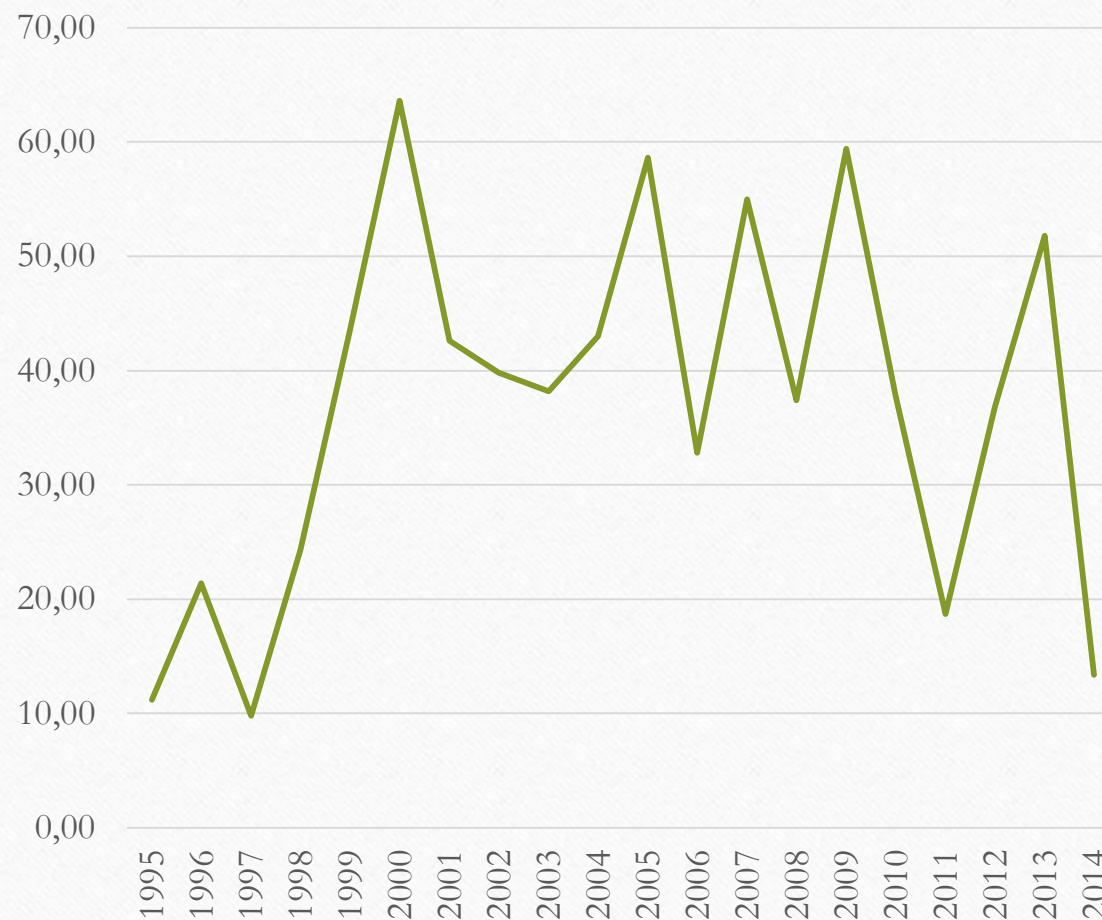
- Нет стабильности доходностей
- Некоторые фонды переигрывают рынок чуть больше года
- Но в среднем результаты слабые (по доходности – проигрыш 14 лет из 20)

<http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2015/02/mutual-fund-investing>

[http://www2.wiwi.hu-berlin.de/finanz/skript\\_semfin/t08.pdf](http://www2.wiwi.hu-berlin.de/finanz/skript_semfin/t08.pdf)

<http://www2.owen.vanderbilt.edu/nick.bollen/research/persist.pdf>

% фондов, обыгрывающих S&P500



# Активное инвестирование в США

---

- Сравнение на предыдущем слайде не совсем честное
  - Смешаны разные типы фондов, вне зависимости от мандата
- Но оно в пользу фондов!
  - Исторически Large Cap, к примеру, проигрывают Small Cap
  - Поэтому S&P500, как индекс крупных акций, в среднем может проигрывать активным фондам
- В силу этого, активные фонды особенно неуспешны

# Переходные вероятности (Дамодаран, CRSP)

---

Квартиль в этом периоде	Квартиль в следующем периоде			
	1	2	3	4
1	26%	24%	23%	27%
2	20%	26%	29%	25%
3	22%	28%	26%	24%
4	32%	22%	22%	24%



# Сравнение с «факторными моделями»

---

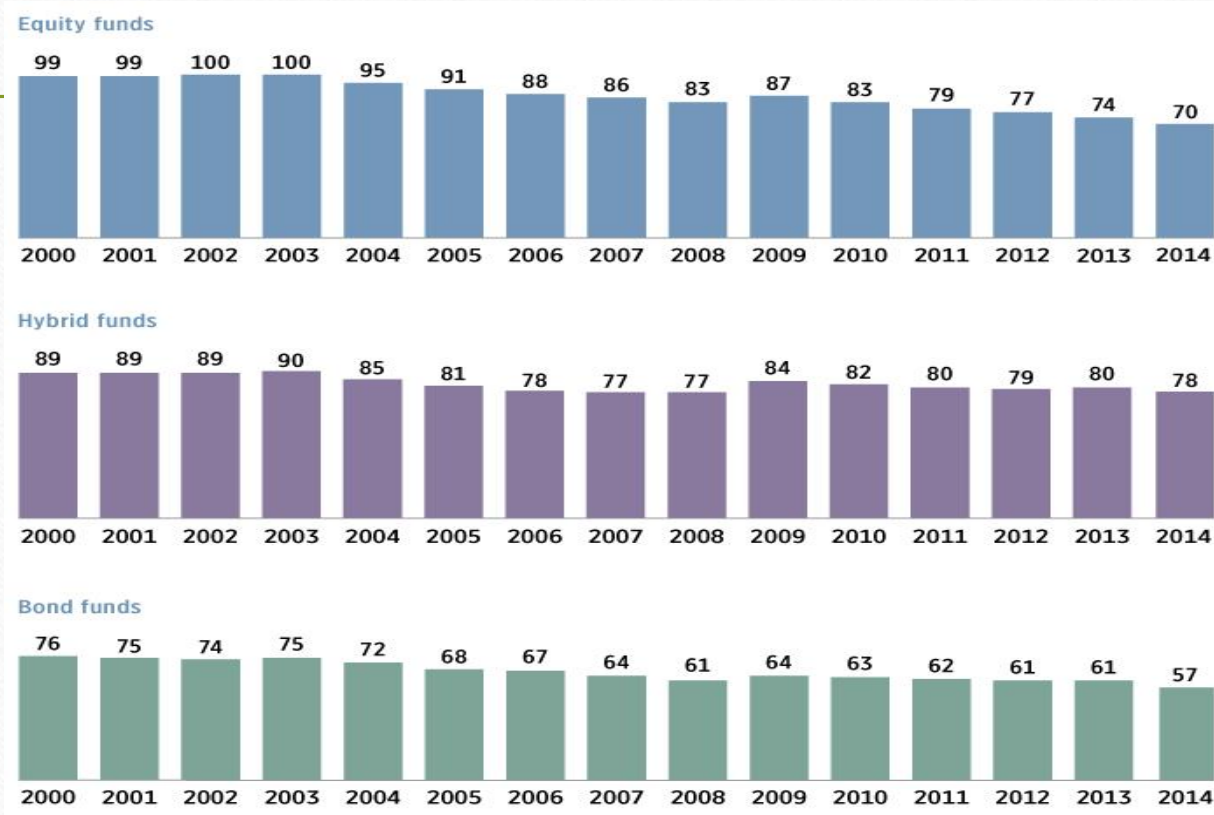
- Следуя идеологии Fama and French (1992, 1993) и Carhart (1997)
- Если фонды способны генерировать высокую доходность, то
  - может быть, они просто пользуются **моментом**,
  - или покупают **Value stocks**,
  - или предпочитают **Small Cap**?
- Что будет, если сравнить со стратегией, которая использует факторный подход с бетами данного фонда?

## "The Relation between Price and Performance in the Mutual Fund Industry", Javier Gil-Bazo and Pablo Ruiz-Verdu, 2009 JF

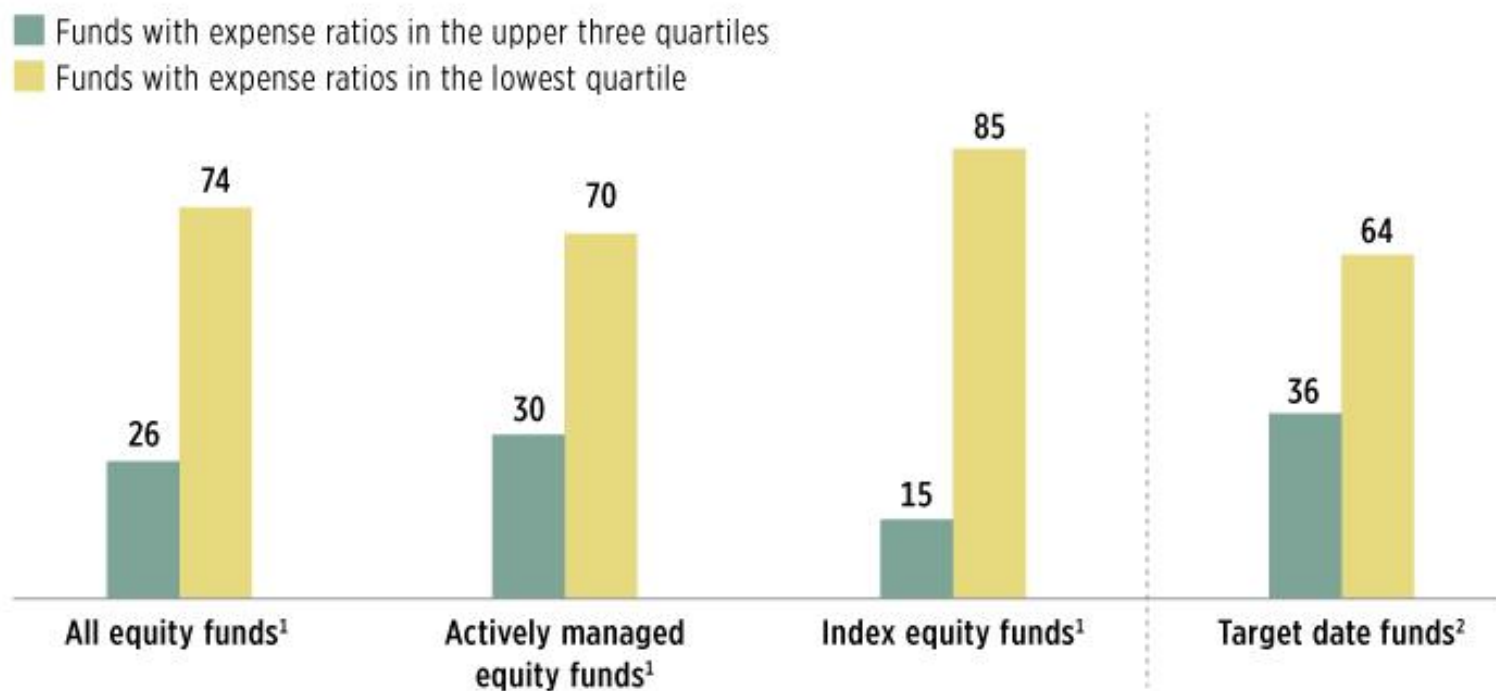
---

- «...для 3109 фондов в течение 468 месяцев...мы обнаруживаем, что **до вычета издержек** среднегодовая доходность равна **10.52%**... **Трёхфакторная модель** Фамы-Френча показывает среднегодовую альфу в **-0.21%**, и если принять во внимание **моментум**, альфа снижается до **-0.7%**»

# Давление на издержки (icifactbook.org)



# Выбор инвесторов (icifactbook.org)



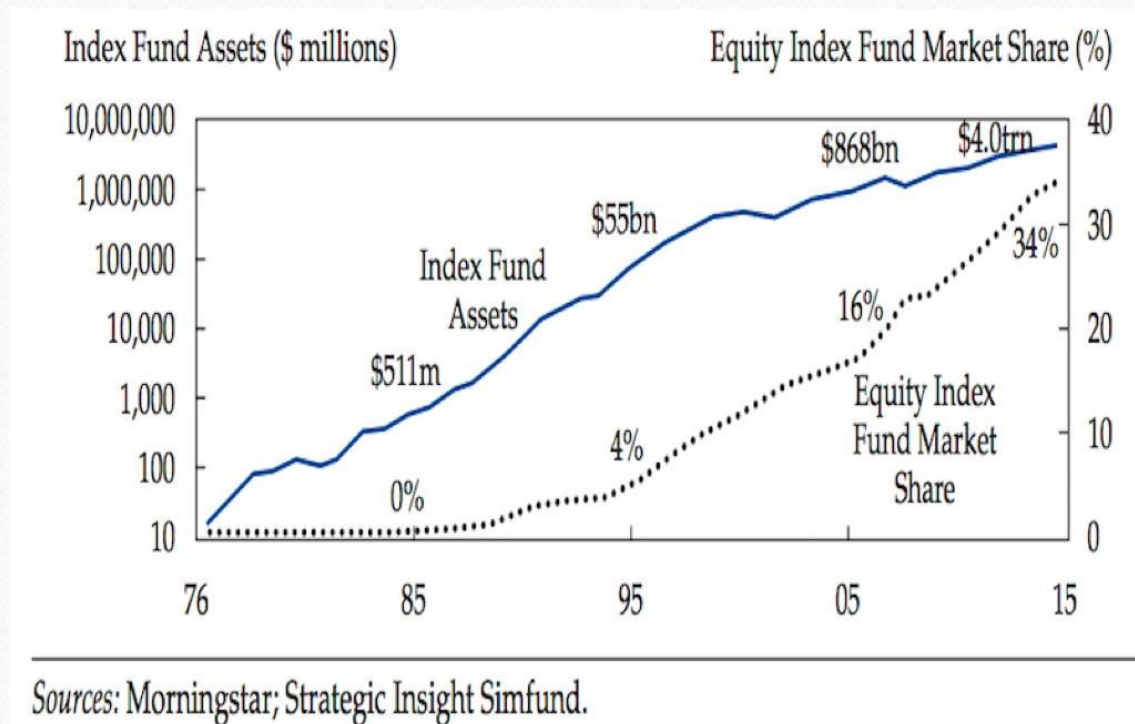
# Market timing and Stock picking

---

- Две стороны способностей менеджера
- Выбор момента выхода на рынок и выбор перспективных акций
  - <http://archive.nyu.edu/bitstream/2451/31336/2/Time-Varying%20Fund%20Manager%20Skill.pdf>
- Часть менеджеров (иногда до 25%) кажется имеющей способности выбирать акции при росте рынка и снижать рискованность вложений при падении рынка

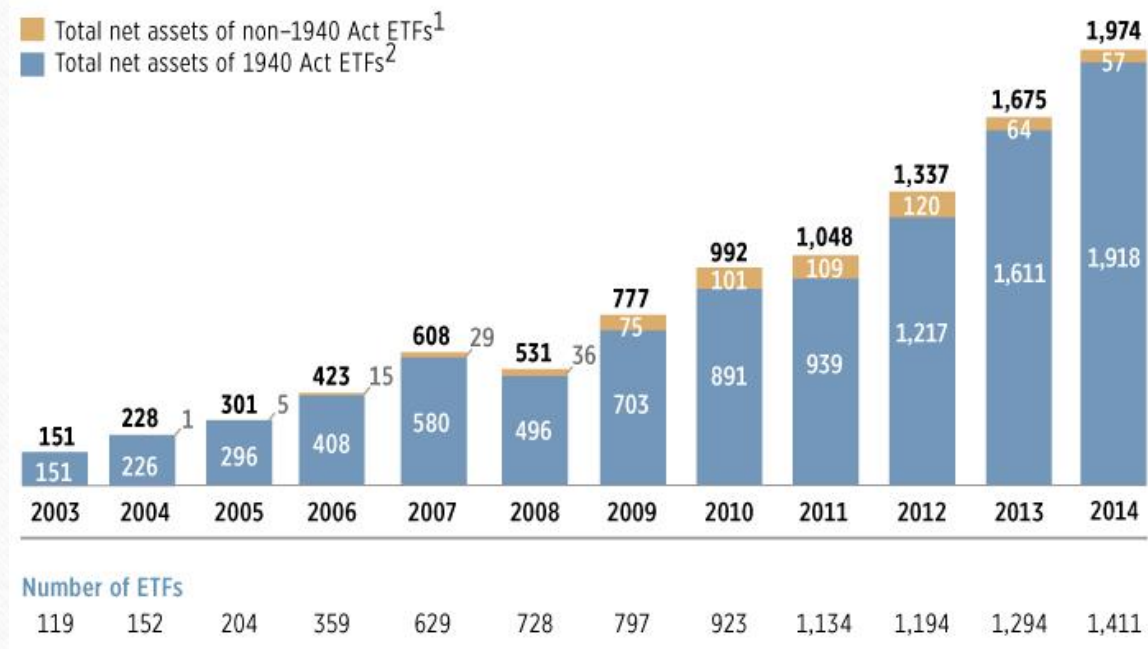
## ИНДЕКСНЫЕ ФОНДЫ В % ОТ ВСЕХ ПИФОВ (Businessinsider.com)

- Инвесторы сдвигаются в сторону индексных фондов
- В основном (треть) – S&P500
- Уже более трети рынка!
- Издержки бывают **0.05%**

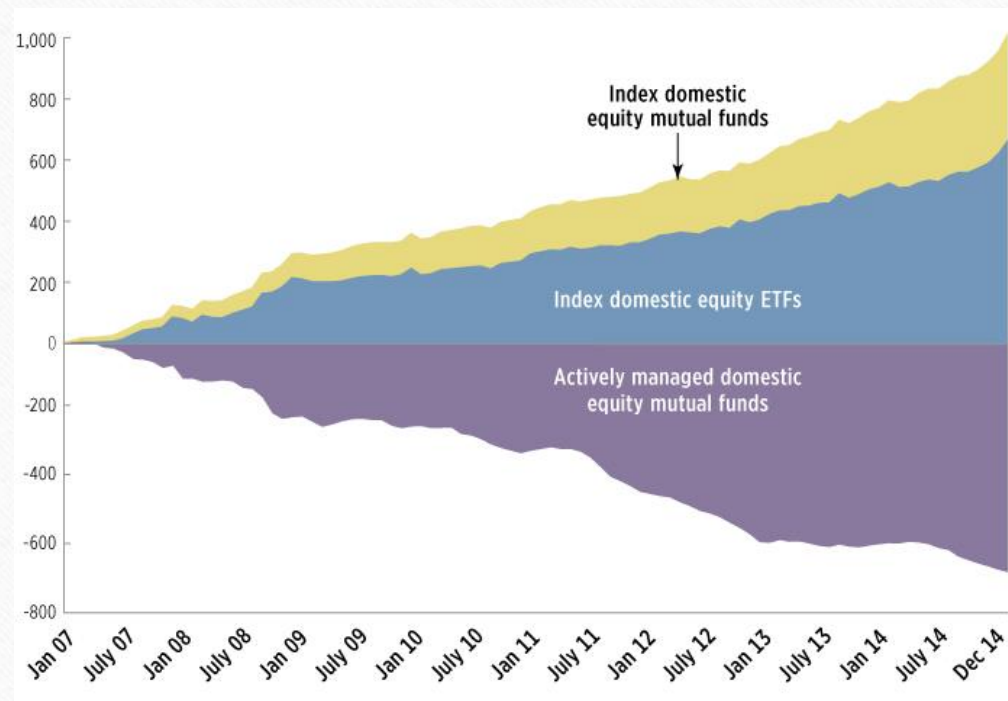


## Пассивное инвестирование всё более привлекательно (icifactbook.org)

- В марте 2016 г. контролируют уже \$3 трлн. (из суммарных \$4 трлн.)

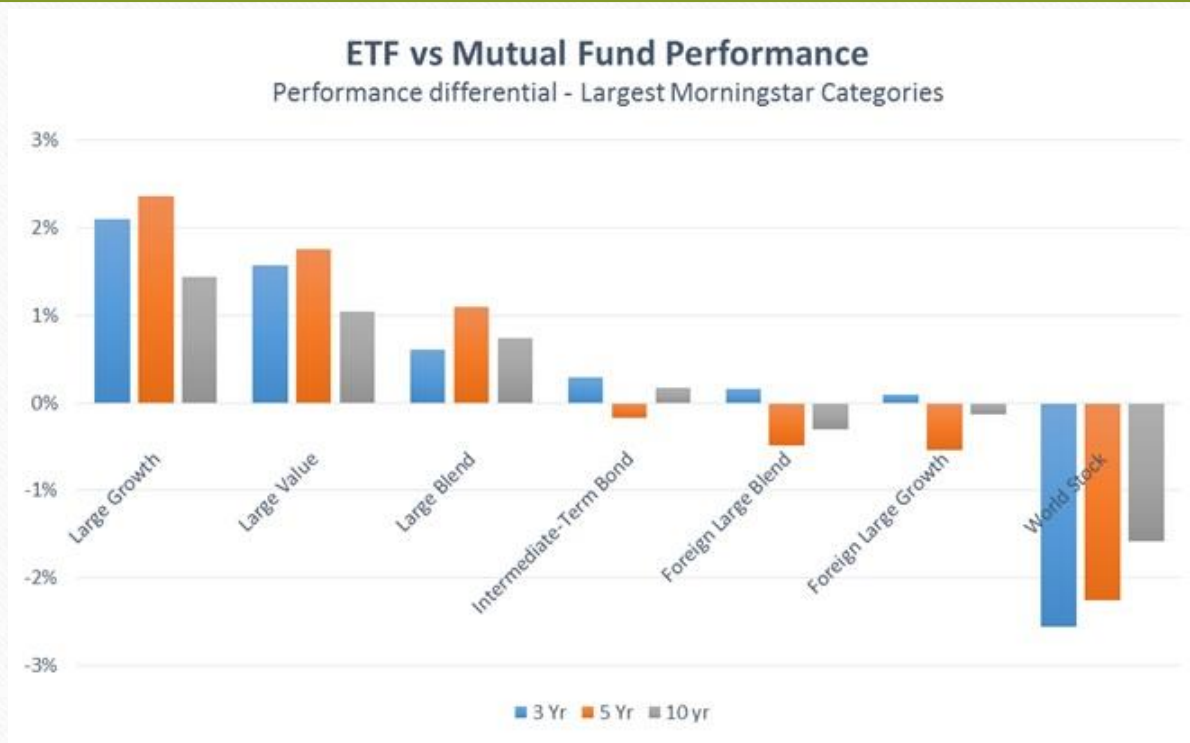


# Куда уходят средства? (icifactbook.org)





# Доходность пассивных против активных (etf.com)



# Выводы про США

---

1. Активные фонды в среднем **проигрывают рынку или факторной модели**
  - Но иногда **обыгрывают CAPM** за счёт импульса и небольших компаний
2. Непросто понять, какие фонды будут успешны в будущем (низкая повторяемость результатов)
3. Широкое описание привлекательности пассивной стратегии в СМИ и как следствие...
4. ...**Переток денег из активных ПИФов в индексные и ETF**
  - Следствие понимания, что **издержки существенно влияют на доходность**
  - И что сложно выбрать «наилучший фонд»



# Россия

---

# Доходность и риски рынков

## Российские и зарубежные активы (индексы)

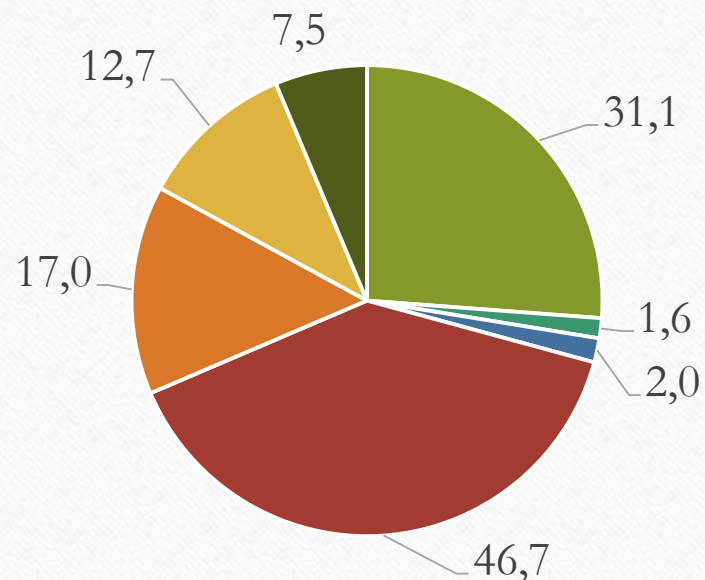
С 1996 г.\* по 2014 г. (19 лет):

Класс активов	Отражение класса	Доходность (в долл. США)	Риск
 Российские акции	Индекс РТС	12,60%	72,02%
 Недвижимость США	FTSE NAREIT Equity REITs Index	11,32%	20,21%
 Акции малых компаний США	Russell 2000 Index	8,73%	19,09%
 Акции крупных компаний США	S&P 500 Index	8,56%	18,65%
 Зарубежные облигации	Barclays US Aggregate Bond Index	5,59%	3,41%
 Акции других развитых стран	MSCI EAFE Index	4,72%	20,52%

\* 1996 г. – первый полный год, начиная с которого существуют данные о доходности российского рынка акций

<http://etf-investing.livejournal.com>

# ПИФЫ и ETF в России, млрд. руб., декабрь 2015 (investfunds.ru и finex-etf.ru)



■ акции ■ денежный ■ индексный ■ облигации ■ смешанный ■ фондов ■ ETF

# Характеристики рынка ПИФов

---

- (Investfunds.ru)
- Количество снизилось с 2011 года по 2016 (с 402 до 324)
- Фонды акций: было 180, стало 128
- Большие активы в фондах недвижимости
- По отношению к ВВП – менее 0.5% (в США – около 100%)

# Успехи активных фондов-2015

(<http://pif.investfunds.ru/analitics/coefficients/>)

	Фонды, хорошо объясняемые CAPM (R-squared>0.5)	Фонды, хуже объясняемые CAPM (R-squared<0.5)
Средняя альфа в 2015	-1.71%	-5.1%
Средняя альфа в 2015, если альфа отрицательна	-2.1%	-5.1%
Средняя альфа в 2015, если альфа положительна	0.46% (23 фонда)	N/A
Количество фондов	154	176

# Успехи активных фондов акций-2015

(<http://pif.investfunds.ru/analytics/coefficients/>)

	Фонды, хорошо объясняемые CAPM (R-squared>0.5)	Фонды, хуже объясняемые CAPM (R-squared<0.5)
Средняя альфа в 2015	-1.18%	-2.24%
Средняя альфа в 2015, если альфа отрицательна	-1.33%	-2.24%
Средняя альфа в 2015, если альфа положительна	0.66% (8 фондов!)	N/A
Количество фондов	108	39



# Более длинные горизонты?

---

- Муравьев (2006)
  - В 2003-2005 были менеджеры с хорошими способностями
- Паршаков (2014)
  - В 2004-2014 менее 5% фондов были лучше рынка по альфе
  - Рассматривает только «выжившие фонды»
- Абрамов, Акшонцева (2015)
  - Проигрывают рынку в 2000-2013
  - Рассматривают только «выжившие фонды»
- Терпелов (2015)
  - Доходности влияют на приток денег в фонды в 1997-2014
  - Но низкий R-squared (менее 9% на недельных данных)

# Выводы про Россию

---

1. Вероятно, пока рано говорить про «факторные модели» – в отличие от США, российские фонды акций **проигрывают CAPM**
2. Приток в фонды положительно и значимо зависит от доходности...
  - ...Но эти результаты достаточно слабые в смысле R-squared
3. **Вероятно**, инвестиции в ETF даже при относительно высоких издержках (максимум около 0.95%) выгоднее для инвесторов
  - И уже дают достаточную диверсификацию