ОБЗОР ETF ФОНДОВ FinEx

Пассивное и активное инвестирование: как разобраться в терминах и цифрах и не потерять сбережения

FINEX+ ETF RESEARCH
31 июля 2019

FINEX+ ETF RESEARCH

Пассивное и активное инвестирование: как разобраться в терминах и цифрах и не потерять сбережения

Выбирать бумаги самостоятельно или довериться индексу? Дебаты между сторонниками активного и пассивного подхода к управлению инвестициями идут уже полвека. Этот обзор поможет разобраться в значениях терминов, ознакомиться со статистикой результатов двух направлений и статьями, посвященными анализу этих подходов.

Что такое активное и пассивное инвестирование

Для начала стоит разобраться в основных отличиях и особенностях двух стратегий.

На конференции «Портфельные инвестиции для частных лиц» в 2019 году, в которой принимали участие авторы обзора, произошла интересная дискуссия. Известный трейдер, постоянный спикер конференций MOEX и «Смартлаб», продемонстрировал собственное понимание термина «пассивные инвестиции», заявив, что это просто передача своих средств кому-либо в управление. Убежденность его в своей правоте была столь велика, что он категорически отказался слушать других участников панельной секции. Это показывает, что ошибочные концепции на тему passive/active сильно укоренились в сознании некоторых участников рынка. Итак, изложим общепризнанную точку зрения.

Активное управление/инвестирование предполагает, что управляющий формирует и пересматривает инвестиционный портфель, исходя из собственных представлений относительно динамики рынка и ценных бумаг отдельных компаний. Главная цель — получение доходности портфеля выше рыночной, нахождения «альфы[1]». Для достижения этой цели используется разнообразный инструментарий: от дискредитированного технического анализа до сложнейших математических моделей и аналитики big data.

Пассивное инвестирование подразумевает стабильное следование динамике рынка или

[1] Термин альфа (α) обозначает остаточную доходность портфеля, если из полученной доходности исключить эффекты безрисковой ставки процента и рыночной доходности. В широком смысле — доходность сверх рыночной. В «альфе» отражены все факторы, которые не учтены в исследуемой модели, в том числе удача и умения инвестиционного менеджера.

сектора вне зависимости от состояния рынка или поведения отдельных ценных бумаг. Основной инструмент пассивного инвестора – индексный фонд или ETF, отслеживающий определенный рынок или сектор. Благодаря этому инвестору не приходится думать ни о постоянной ребалансировке портфеля (состав индексного фонда постоянно соответствует составу индексов, ни о дополнительных затратах: общий уровень затрат ETF ниже в сравнении с активными фондами ,например ПИФами, или хедж фондами.)

Статистика показывает: индексные инвестиции эффективнее

Главными авторитетами в вопросе Active vs. Passive являются наиболее известный аналитический портал об инвестировании Morningstar и крупнейший индекс-провайдер в мире S&P Dow Jones Indices. Они несколько раз в год публикуют анализ по динамике и результатам деятельности активных фондов коллективного инвестирования и ETF.

Начнем с данных S&P Dow Jones Indices. Их ключевая тематическая публикация называется S&P Dow Jones Indices Versus Active (SPIVA)[2]. В ней S&P рассчитывает динамику активных фондов против индексов-бенчмарков, разделяя их по стилям управления (large cap, mid, small, value, growth, real estate и т. д.). Сам отчет разделен на несколько частей: исторические данные по доле фондов, проигрывающих индексам-бенчмаркам по стилям управления с 2001 года по отчетный; статистика по доле открытых и «выживших» фондов за периоды и средняя аннуализированная доходность фондов за период по стилям управления. По данным последнего отчета за последние 15 лет индексу проигрывает 89% всех активных фондов США, среди large cap фондов их еще больше — 91,6%. На 10-летнем «окне» ситуация не слишком улучшается: 84,5% всех фондов проигрывают S&P, а среди large-cap – 85%. Схожая ситуация наблюдается и в целом по миру: так, 83% активных фондов, ориентированных на международные рынки и компании большой капитализации, отстают от индекса S&P Global 1200 на периоде в 15 лет. К сожалению, ситуация не становится лучше даже для фондов развивающихся рынков: процент проигрывающих бенчмарку на 15-летнем и 10-летнем периодах составляет 96% и 88%.

Таблица 1. Доля активных фондов, отстающих от своих бенчмарков (SPIVA)

Категория	5 лет (%)	10 лет (%)	15 лет (%)
Large-cap	82,14 %	85 %	91,6 %
Multi-Cap	80 %	88 %	92,7 %
Large-cap growth	87,5 %	84 %	94,6 %
Global funds	85 %	81,2 %	83 %

Источник: S&P Dow Jones Indices LLC

Еще одним хорошим источником, отслеживающим динамику активных и пассивных фондов, является **Active Passive Barometer**[3] от Morningstar. Основное отличие от SPIVA — это то, что Morningstar сравнивает результаты активных фондов коллективного управления не с индексами, а с аналогичными пассивными фондами, разделенными также по стилю инвестирования. Несмотря на слегка различающиеся методологии, Morningstar приходит к похожим результатам: процент активных фондов, которым удается обыграть индекс хотя бы за 1 год, сократился по сравнению с результатами прошлого года с 46% до 36%. Также Morningstar разделяет активные

[2] https://us.spindices.com/resource-center/thought-leadership/spiva/

[3] https://www.morningstar.com/lp/active-passive-barometer

фонды на низкозатратные и высокозатратные и приводит данные по доле фондов, обыгрывающих аналогичные пассивные фонды на десятилетнем периоде. Среди низкозатратных фондов, ориентированных на US large cap, доля проигрывающих аналогичным пассивным чуть ниже, чем у фондов с высокими комиссиями: 83% против 95%. Если смотреть на аналогичные показатели для фондов, ориентированных на компании большой капитализации по всему миру, то доля проигрывающих активных фондов с низкими комиссиями на 10-летнем периоде – 64,4%, с высокими комиссиями – 80%.

Таблица 2. Доля активных фондов, отстающих от аналогичных пассивных фондов

Категория	5 лет (%)	10 лет (%)	15 лет (%)
US Large-cap	83,6 %	89 %	86,1 %
US Large Value	86,5 %	97,7 %	84 %
Foreign large-cap	67,2 %	75,5 %	71,6 %
World large-cap	70 %	73,7 %	75,5 %

Источник: Morningstar

Почему активное инвестирование так плохо работает

Ознакомившись с такой красноречивой статистикой, логично задать вопрос: почему активные фонды, где за принятие инвестиционных решений отвечают самые талантливые профессионалы, не могут обыграть индекс? В 2010 году Юджин Фама и Кеннет Френч [4](возможно, самые влиятельные ученые в области изучения доходности) исследовали влияние комиссий на чистую доходность активных фондов. Также они сравнили результаты активных фондов с результатами их трехфакторного модельного портфеля-бенчмарка за период с 1984 по 2006 годы. Результаты показали, что только 2% активных менеджеров смогли обыграть бенчмарк. Однако уровень дополнительной доходности оказался слишком низким, чтобы покрыть высокие комиссии и подтвердить гипотезу о том, что эта доходность появилась за счет навыков управляющего, а не случайно.

Одной из последних работ, посвященных теме факторов, влияющих на результаты активных и пассивных фондов, стала статья «[5]The Historical Record on Active vs. Passive Mutual Fund Performance» Дэвида Нэниджиана. Он сравнил скорректированные на риск доходности активных и пассивных фондов с 1991 по 2018 годы, а в качестве бенчмарка служил портфель, составленный согласно четырехфакторной модели Кархарта. Нэниджиан пришел к выводу, что из-за низких комиссий пассивных фондов в сравнении с активными именно индексные фонды демонстрируют большую эффективность — на 0,6%—0,9% в год. Впрочем, для низкозатратных активных фондов разница уменьшается.

Еще одним интересным исследованием результатов активных фондов является статья Антти Петажисто «Active Share and Mutual Fund Performance»[6]. Петажисто пытался понять влияние активной части портфеля (т. е. отличающейся от индекса-бенчмарка) активных фондов на их итоговые результаты в сравнении с аналогичными пассивными фондами. В результате он пришел к выводу, что в среднем управляющие активных фондов отстают от своих бенчмарков. Также, чем больше активный

[4] http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.479.3099&rep=rep1&type=pdf

[5] https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3248056

[6] https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1685942&download=yes

фонд по своему составу близок к индексу-бенчмарку, тем меньше он приносит дополнительной доходности своим инвесторам. Всему виной всё те же высокие комиссии, которые взимаются за якобы активное управление. Инвесторы могут рассчитывать на какие-то «выигрыши» сверх индексной доходности, только если менеджер берет на себя риск и существенно отклоняется от выбора весов ценных бумаг, продиктованных индексом.

Похожее на исследование Антти Петажисто, только по российскому рынку открытых паевых инвестиционных фондов, провели Э. В. Иноземцев и Е. Б. Тарасов в статье «Активность российских паевых фондов: плохо или хорошо для инвестора?»[7]. Их результаты значительно отличаются от результатов, описанных выше. Действительно, существует большая зависимость между степенью того, насколько ПИФ активен (то есть по составу отклоняется от своего индекса) и размером комиссий, но эта степень активности управляющего дополнительной альфы не приносит, скорее, наоборот: чем больше управляющий отклоняется от индекса, тем хуже его доходность. Так, увеличение активной части фонда на одно стандартное отклонение приводит к уменьшению доходности на 11% стандартного отклонения альфы. Таким образом авторы приходят к выводу, что усилия российских портфельных менеджеров лишь ухудшают конечную доходность для пайщиков.

Мы решили посмотреть, какой процент российских ОПИФов, инвестирующих в акции российских компаний крупной капитализации, обыгрывают индексы МосБиржи. Для этого мы проанализировали доходности за 1,3 и 5 лет крупнейших ОПИФов, инвестирующих в выбранные активы, и сравнили их с доходностями индекса Московской биржи полной доходности (с учетом дивидендов).

Как видно из таблицы, за последние 3 года около 80% российских ОПИФов, инвестирующих в российские компании большой капитализации и не являющихся отраслевыми, отстают от индекса РТС. За текущий год доля отстающих ПИФОв еще меньше и равна 92%. Но, если посмотреть на пятилетний период, количество отстающих от индекса ПИФов сокращается до 54%.

Таблица 3. Доля ОПИФов, отстающих от индекса

	1 год	3 года	5 лет
Доля ОПИФов, отстающих от индекса	92 %	77 %	54 %

Источник: Investfunds,Bloomberg, расчеты FinEx

В статье «Skills and Fees in Active Management»[8] профессор бизнес-школы Уортона Роберт Стэмбот показал: несмотря на то что некоторые управляющие зарабатывают на рынке и находят недооцененные/переоцененные активы намного быстрее других, их более высокие навыки могут уменьшить прибыль индустрии в целом. Поскольку активные портфельные управляющие с лучшими навыками находят недооцененные активы намного быстрее своих коллег, они делают рынки более эффективными в силу быстрой коррекции цен активов до их справедливой. Соответственно, чем лучше управляющие справляются со своей работой, тем справедливее оценен рынок. Следовательно, возможностей обыграть рынок становится все меньше и инвесторы правы, что предпочитают индексные фонды. Поэтому процент активных фондов, обыгрывающих индексы развитых стран, из года в год уменьшается. Таким образом, Стэмбот добавил

7 https://www.iep.ru/ru/publikatcii/publication/8335.html

8 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3354074

еще одно доказательство теории парадокса навыков (paradox of skill)[9].

В дополнение к этому,в наших обзорах мы тестировали одни из самых популярных активных стратегий – маркет-тайминг и выбор отдельных акций (Подробнее см. тут и тут). К исследованию Стэмбота добавим, что:

- большая часть акций, входящих в состав индексов, по отдельности имеют доходность ниже индекса. Так, доходность медианной акции из индекса Russel 3000 за весь период её нахождения в индексе меньше индекса на 54%.

- при идеальном угадывании максимальных просадок рынка, можно действительно его незначительно обыграть, при условии, что просадки происходят преимущественно в конце инвестиционного периода. Однако, если вы не успеваете угадать момент просадки и задерживаетесь на пару месяцев или даже год, ваши результаты рискуют быть на уровне или ниже результатов рынка в целом.

Вывод

Никто не сомневается, что среди активных управляющих действительно есть талантливые менеджеры, у которых получается приносить своим инвесторам дополнительную сверхдоходность. Однако, как показывают статистика и исследования, год от года их становится все меньше, особенно на развитых рынках. Как показывают исследования, вопрос выбора между пассивными и активными фондами — это не столько выбор управляющего, сколько выбор фонда с самыми низкими комиссиями, так как, в конечном счете, наибольшее влияние на результаты инвестирования и разницу между активными и пассивными фондами оказывают именно они.

[9] Авторство этого термина принадлежит Майклу Мабуссину https://bit.ly/2eSuQIU

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 80,9%	FXCN 43,3%	FXRU 20,1%	FXIT 21,7%	FXIT 5,8%
FXRL 61,0%	FXIT 28,7%	FXGD 18,3%	FXRL 21,0%	FXUS 3,3%
FXUS 35,8%	FXDE 19,2%	FXIT 17,9%	FXUS 10,9%	FXGD 1,7%
FXCN 35,3%	FXJP 15,2%	FXRL 16,7%	FXRB 10,1%	FXRB 1,6%
FXRB 34,9%	FXRB 14,8%	FXUS 12,6%	FXAU 9,8%	FXAU 1,4%
FXMM 22,8%	FXUK 14,0%	FXKZ 7,3%	FXMM 4,0%	FXRU 1,4%
FXAU 20,0%	FXUS 13,1%	FXAU 5,7%	FXCN 3,1%	FXJP 1,3%
FXJP 11,3%	FXAU 11,9%	FXMM 5,7%	FXGD 1,6%	FXTB 1,0%
FXRU 11,0%	FXMM 7,9%	FXJP 3,8%	FXUK 1,1%	FXRL 1,0%
FXUK 9,8%	FXGD 4,4%	FXUK 2,7%	FXDE 0,6%	FXCN 1,0%
FXDE 7,4%	FXRU 1,4%	FXRB 2,7%	FXJP -1,1%	FXMM 0,5%
FXGD 0,8%	FXRL -2,2%	FXCN -3,4%	FXRU -1,9%	FXUK -0,8%
FXKZ -	FXKZ -	FXDE -6,6%	FXKZ -7,4%	FXKZ -1,1%
FXTB -	FXTB -	FXTB -	FXDE -	FXDE -3,0%

Доходности указаны на 30/07/2019

FINEX+ ETF RESEARCH

31 июля 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.