

ОБЗОР ETF ФОНДОВ FinEx

Переиграть индекс

FINEX+ ETF RESEARCH

Переиграть индекс

Исследования показывают, что обыграть индекс не так легко, как зачастую утверждают аналитики и финансовые советники. Чтобы обыгрывать индекс, нужно для начала научиться систематически находить акции будущих победителей, а их как правило мало, намного меньше чем 50%. Потом еще хорошо бы продать вовремя, а это сложно.

Даже опытным управляющим редко удается постоянно показывать результаты лучше рынка. Так, по последним данным SPIVA, 83,3% из активных фондов проигрывают S&P на периоде в 5 лет¹. Одна из причин этого в том, что большинство акций проигрывают индексу. Суммарный вес компаний – «победителей», показывающих доходность значительно выше средних показателей, менее 10%. Распределение доходностей акций в составе индекса скошено, т.е. далеко от 50% «победителей» и 50% «проигравших», что в 2013 году доказали аналитики из JP Morgan на примере американского индекса Russel 3000.² Вот что они обнаружили:

1. Доходность акции с медианной доходностью ниже доходности индекса на 54%.
2. Две трети акций отстают от Russel 3000 с момента включения в индекс. При этом

40% акций за 34 года упали в цене более чем на 70% от пиковых значений.

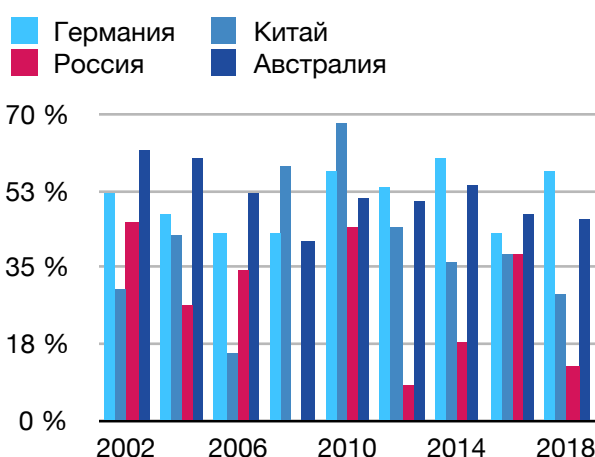
3. Менее 10% составляет доля компаний, чьи акции выросли за этот период более чем на 500% больше индекса,

Ситуация на других рынках

Мы проанализировали, является ли это специфическим «американским» феноменом или ситуация аналогична для рынков других стран. Для эксперимента мы отобрали данные по 4 странам: России, Китая, Германии и Австралии на периоде с 2002 года по 2018 г.

Как выяснилось, самым близким к равномерному распределению оказался **рынок Германии**. В чем причина? Во-первых, индекс немецкого фондового рынка в основном

График 1. Доли компаний, обыгрывающих страновые индексы



Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

¹ <https://us.spindices.com/spiva/#/reports>

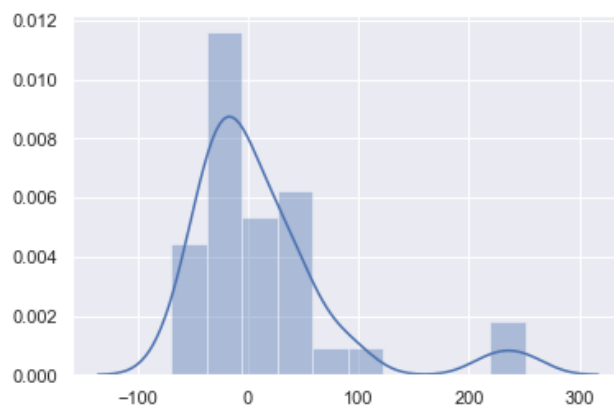
² <http://read.jpmorgan.com/i/371035-eotm-special-edition/2>

сохраняет стабильный состав компаний, исключения и добавления новых происходит редко. Трудно назвать какую-либо компанию-прорыв, «взорвавшую чарты» за этот период. Во-вторых, в силу своего постоянного состава и небольшого (всего 30 компаний) количества акций, совокупный рост/падение DAX Index равномерно распределяется между участниками. Таким образом, количество проигравших и выигравших индекс оказывается примерно одинаковым, а количество компаний, обыгрывающих его более чем на 2 стандартных отклонения, не превышает 10%. Ожидается, по данным SPIVA, количество активных фондов, опережающих индекс S&P Germany на периоде в 1 год, составляет 40%, что намного выше аналогичного показателя для американского и китайского рынка. Правда, в среднесрочном периоде статистика успеха намного хуже: всего 19%.

Очень похоже на Германию ведет себя **индекс австралийской биржи**, за 16 лет процент компаний, обгоняющих S&P/ASX 200, в среднем, находился в пределах 40-50%. При этом, доходность медианной акции в 50% случаев ниже значений индекса, а компании, с результатами лучше более чем на 2 стандартных отклонения занимают всего до 8% индекса.

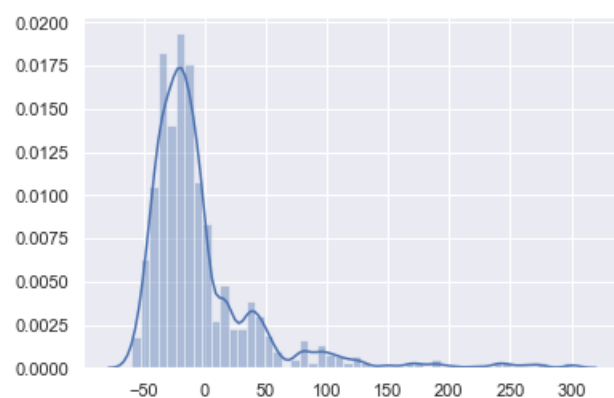
Абсолютно иначе дела обстоят с **китайским индексом Shanghai Composite**. Средняя доля компаний, опережающих значение индекса, составила 41%, из которых менее 5% приходится на компании с доходностью выше индекса более чем на 2 стандартных отклонения. Основной бум «победителей» пришелся на 2007, 2009, 2010 года, когда их доля достигла более 60% от общего количества компаний. При этом, за эти 16 лет, восемь пришлось на года, в которые количество опережающих компаний не превышало и 20%. Не стоит также забывать о многочисленных перебалансировках индекса и исключении/добавлении в его состав компаний. Так, только за рассматриваемый нами период

График 2. Распределение четырехлетних excess return компаний индекса DAX (в USD)



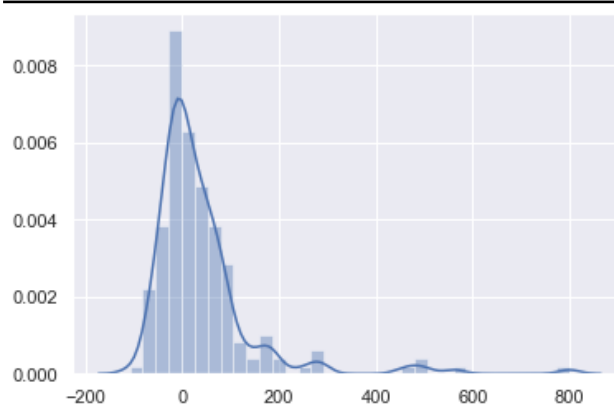
Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

График 3. Распределение четырехлетних excess return компаний индекса Shanghai composite (в USD)



Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

График 4. Распределение четырехлетних excess return компаний индекса S&P/ASX 200 (в USD)



Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

количество участников индекса выросло в два раза.

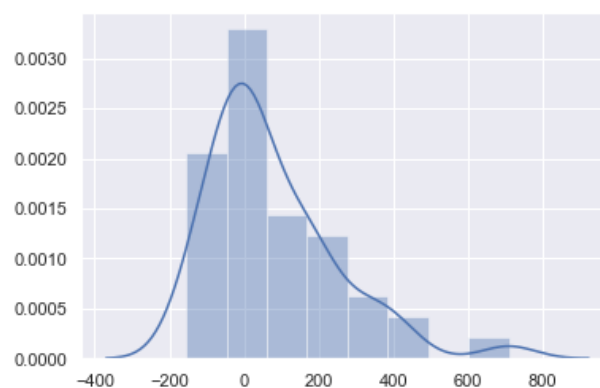
Для российского рынка ситуация менее приятная. Средняя доля компаний, обыгрывающих индекс РТС, составила всего 38%, при этом после небольшого восстановления 2009 года из-за падения 2008-го, число компаний, обыгрывающих индекс пошло на убыль и в среднем находилось на уровне 30%. Доходность медианной акции в 80% случаев также значительно ниже РТС, процент компаний с доходностью на 2 и более стандартных отклонения выше индекса – меньше 5%. Как видно из графика 1, наибольший процент «победителей», и соответственно больший шанс угадать обыгрывающую компанию, пришелся на начало 2000-х, когда российский рынок по сути только формировался.

Вывод

Мы не оспариваем возможность успешно выбрать компанию из индекса, которая по итогам года обыграет рынок. Но приведенный анализ доказывает, вероятность выбора той самой акции с доходностью значительно выше индекса мала. Ведь на долю таких компаний, как мы уже выяснили, в среднем приходится не более 40%.

Более того, как выяснила команда исследователей из Университета Чикаго, университета Карнеги Меллон и Школы Менеджмента MIT³, активные управляющие, хоть и хороши в покупке акций, абсолютно не умеют выбирать акции для продажи и лучше бы делали это рандомизированно. Исследователи проанализировали ежедневные данные по составу и сделкам 783 портфелей со средней стоимостью в 573 млн \$ на периоде с 2000 по 2016 гг. В общей сложности, было изучено 2 млн продаж и 2,4 млн покупок ценных бумаг. Оценка

График 5. Распределение четырехлетних excess return компаний индекса Московской Биржи (в руб)



Источник: Bloomberg, расчеты FinEx

результатов управляющего проводилась не с помощью сравнения с бенчмарком, а с помощью построения «обратного» портфеля. Всегда, когда управляющий продавал ценную бумагу, в «обратном» портфеле продается другая, случайно выбранная.

Результаты оказались неожиданными: случайная продажа другого актива значительно опережает по доходности выбранный управляющим. На периоде в один год «обратный» портфель со случайными продажами обыгрывает портфель с управляемыми продажами на 50-100 б.п. Таким образом, активным управляющим нужно не только успешно отбирать акции для покупки, что, как мы выяснили, становится все сложнее, но и учиться их продавать, потому что этот навык остается пока самым недооцененным, судя по результатам исследования.

³ https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3301277

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 80,8%	FXCN 43,3%	FXRU 20,1%	FXIT 16,8%	FXIT 5,0%
FXRL 47,2%	FXIT 28,7%	FXGD 18,3%	FXCN 12,5%	FXRL 2,8%
FXCN 46,8%	FXDE 19,2%	FXIT 17,9%	FXRL 8,9%	FXCN 2,0%
FXRB 35,2%	FXJP 15,2%	FXRL 16,7%	FXUS 7,9%	FXUS 1,9%
FXUS 36,3%	FXRB 14,8%	FXUS 12,6%	FXRB 5,1%	FXRB 1,6%
FXAU 18,9%	FXUK 14,0%	FXKZ 7,3%	FXUK 5,0%	FXDE 1,4%
FXMM 23,7%	FXUS 13,1%	FXAU 5,7%	FXDE 4,0%	FXAU 1,3%
FXJP 14,7%	FXAU 11,9%	FXMM 5,7%	FXAU 3,9%	FXMM 0,7%
FXUK 10,9%	FXMM 7,9%	FXJP 3,8%	FXMM 2,0%	FXRU 0,4%
FXRU 10,8%	FXGD 4,4%	FXUK 2,7%	FXJP -0,9%	FXJP 0,2%
FXDE 8,5%	FXRU 1,4%	FXRB 2,7%	FXRU -4,8%	FXUK -0,9%
FXGD -2,7%	FXRL -2,2%	FXCN -3,4%	FXKZ -5,2%	FXKZ -1,2%
FXKZ -	FXKZ -	FXDE -6,6%	FXGD -8,4%	FXGD -3,1%
FXTB -	FXTB -	FXTB -	FXTB -	FXTB -

Доходности указаны на 18/04/2019

FINEX+ ETF RESEARCH

19 апреля 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.