



**Atrani Capital**

**2020-2021: подводим итоги, строим  
планы на будущее**

**Взгляд на перспективы  
доверительного управления**

20 Января 2021

# КЛАССЫ АКТИВОВ

Класс активов – группа финансовых инструментов, имеющих фундаментально схожие характеристики, делающие их отличными от прочих инструментов. Современные критерии определения классов активов предложил Mark Kritzman в 1999 г.:

- 1) Активы внутри класса должны быть однородными;
- 2) Классы активов должны быть не пересекающимися;
- 3) Классы активов должны быть диверсифицируемыми (корреляция между ними существенно меньше 1);
- 4) Классы активов должны составлять преобладающую часть мирового инвестиционного капитала;
- 5) Классы активов должны иметь достаточную емкость для инвестирования капитала.

На основании этих критериев можно выделить четыре важнейших класса активов:

- Акции;
- Облигации;
- Недвижимость;
- Сырьевые товары.

# ЭФФЕКТ ДИВЕРСИФИКАЦИИ (1)

Основной причиной, почему диверсификация, т.е. инвестирование средств в разные активы с целью снижения рисков, вообще работает, является то, что влияние на активы оказывают различающиеся между собой наборы фундаментальных факторов.

Вот пример основных факторов, определяющих динамику американских акций и облигаций<sup>1</sup>.

U.S. Equity



U.S. Corporate Bonds



<sup>1</sup> – Podkaminer, Eugene. 2013. "Risk Factors as Building Blocks for Portfolio Diversification: The Chemistry of Asset Allocation"

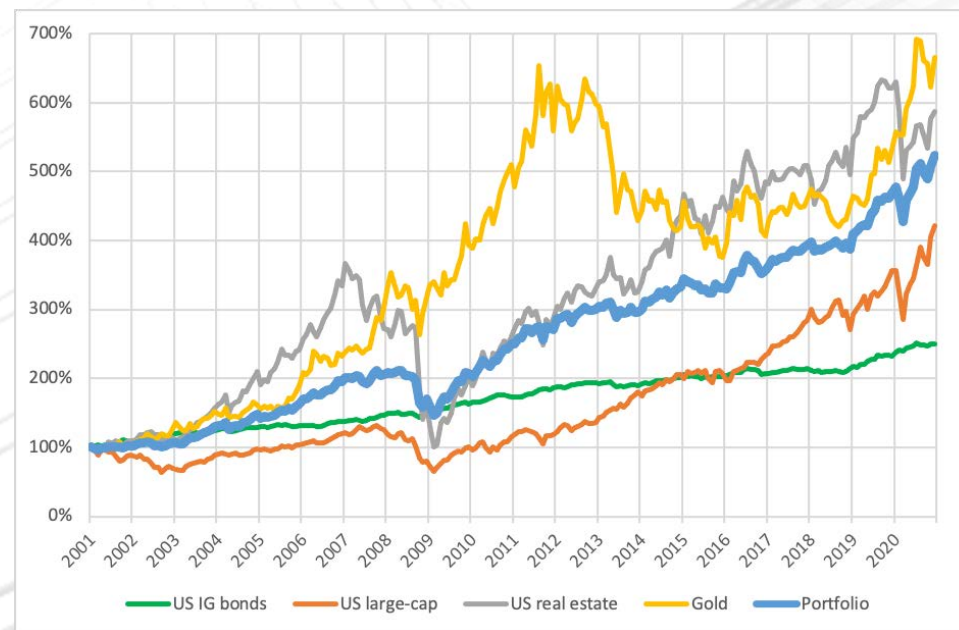


## ЭФФЕКТ ДИВЕРСИФИКАЦИИ (2)

Для оценки эффекта диверсификации возьмем характерные активы, относящиеся к вышеупомянутым классам: US large-cap, US investment grade bonds, US real estate и золото – и сравним динамику их доходности как по отдельности, так и в составе портфеля (в равных долях, по 25%), а также оценим риск-параметры этого портфеля.

Корреляции	US IG bonds	US large-cap	US real estate	Gold	Параметры портфеля	Annual return	Risk
US IG bonds	1.000	-0.061	0.255	0.335	US IG bonds	4.7%	3.8%
US large-cap	-0.061	1.000	0.636	0.038	US large-cap	7.5%	15.0%
US real estate	0.255	0.636	1.000	0.133	US real estate	9.3%	21.7%
Gold	0.335	0.038	0.133	1.000	Gold	9.9%	16.7%
					<b>Portfolio</b>	<b>8.6%</b>	<b>10.0%</b>

Инструменты демонстрируют низкую корреляцию между собой. Что касается риска портфеля, то он значительно ниже основных доходных инструментов – золота и недвижимости, лишь немного теряя в доходности. Кривая прироста капитала становится более плавная и с меньшими просадками.



# АКТИВНОЕ И ПАССИВНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ

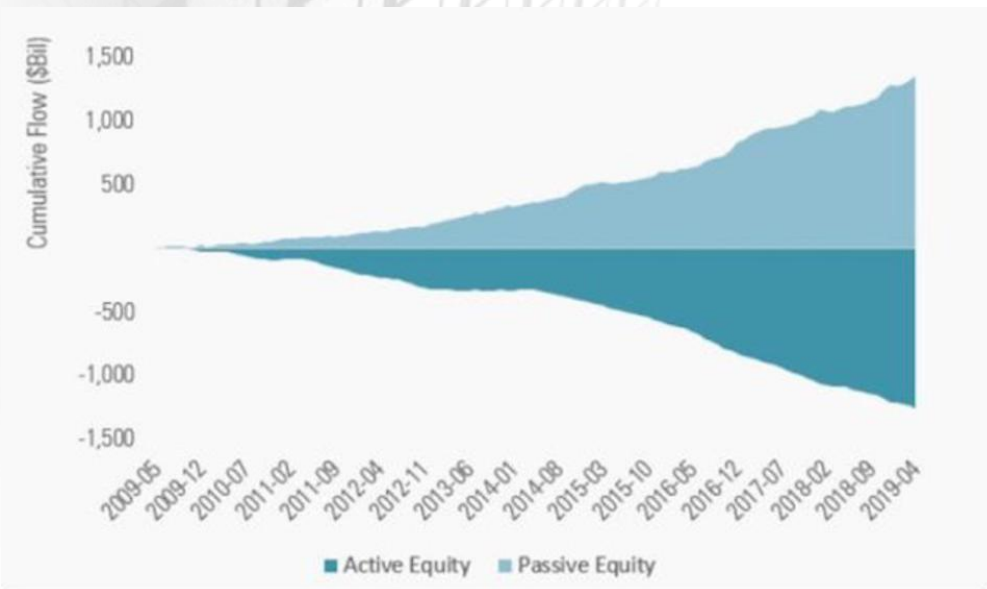
Традиционно стратегии инвестирования делятся на активные, требующие постоянного мониторинга фондового рынка и регулярных сделок с инструментами, и пассивные, идеально описываемые концепцией buy-and-hold (купи-и-держи). Важно отметить, что они обе не лишены недостатков и, как следствие, не идеальны. **Active investing**, по многочисленным исследованиям, несмотря ни на что, не может генерировать положительную альфу (скорректированное на риск превышение доходности стратегии над рынком). **Passive investing**, в свою очередь, по определению не может обгонять индекс, на который ориентируется.

Плюсы Active investing	Минусы Active investing
<ul style="list-style-type: none"><li>• Снижение риска</li><li>• Гибкость</li><li>• Налоговое планирование</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Необходимость «погружения» в рынок</li><li>• Высокие издержки</li><li>• Налоговые последствия</li><li>• Отставание от рынка</li></ul>
Плюсы Passive investing	Минусы Passive investing
<ul style="list-style-type: none"><li>• Низкие комиссии</li><li>• Простота</li><li>• Прозрачность</li><li>• Налоговая эффективность</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ограниченный выбор стратегий</li><li>• Невозможность краткосрочной коррекции риска портфеля в ответ на изменения рыночных условий</li><li>• Доходность по определению ниже соответствующего индекса</li></ul>

# ПОПУЛЯРНОСТЬ PASSIVE INVESTING (1)

Необходимо отменить сложившееся в последнее время несколько скептическое отношение к **active investing** по поводу зарабатывания альфы, особенно в академических кругах – исследования показывают, что активные фонды в среднем на долгосрочном интервале, несмотря ни на что, не могут обогнать рынок. Отчасти из-за этого, отчасти из-за бóльшей простоты и низкой стоимости «входного билета», **passive investing** как стратегия инвестирования стала крайне популярна в последние 10-15 лет.

По оценке Morgan Stanley<sup>1</sup> после финансового кризиса 2008-2009 гг. инвесторы забрали \$1,8 трлн из активных фондов и вложили \$2 трлн в пассивные.



Source: Morningstar Direct Asset Flows. Data as of April 30, 2019.

Данные<sup>2</sup> Morningstar также показывают, что оттоки из активных фондов с 2009 года в целом соответствуют притокам пассивных.

В свою очередь в Bloomberg еще в сентябре 2019 вышла статья<sup>3</sup> об окончании эры **active investing** после того, как суммарные активы пассивных индексных фондов впервые превысили показатели активных – \$4,271 трлн против \$4,246 трлн.

1 – <https://www.institutionalinvestor.com/article/b1nf4k24hnkyck/The-Paradox-of-Skill-Adds-to-Active-Management-Woes>

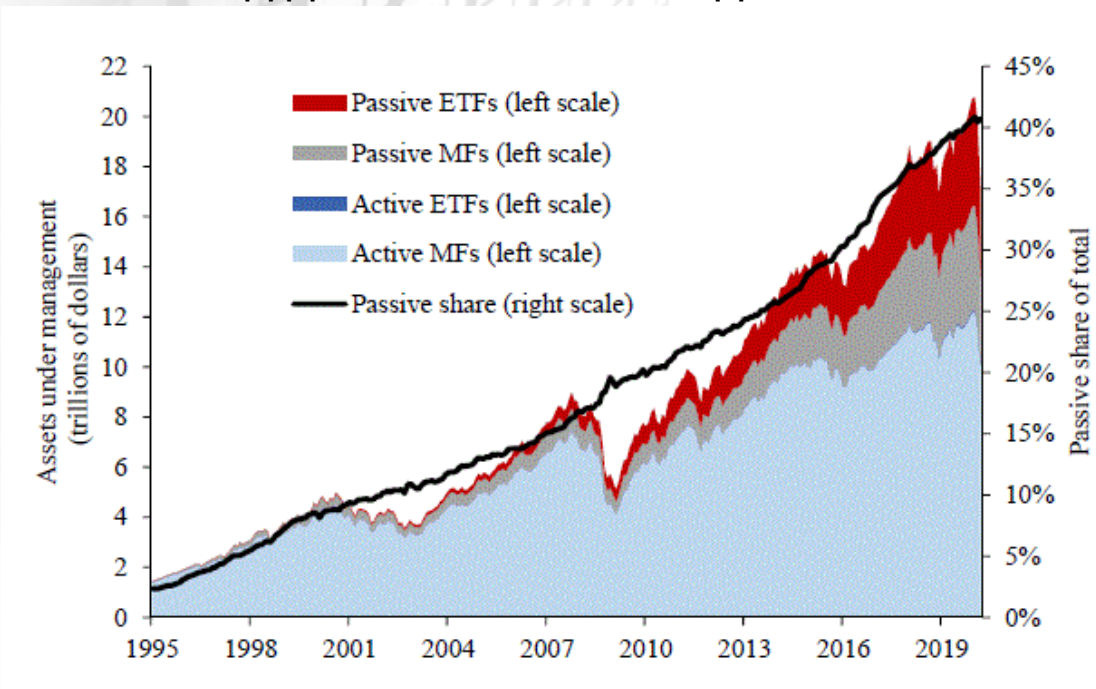
2 – <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2020/06/01/the-hidden-dangers-of-passive-investing/?sh=3b704ed74d96>

3 – <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-09-11/passive-u-s-equity-funds-eclipse-active-in-epic-industry-shift>



## ПОПУЛЯРНОСТЬ PASSIVE INVESTING (2)

Впрочем, эта тенденция начинает вызывать беспокойство у рыночных участников. Во-первых, считается, что эффективность рынков повышается именно за счет активных фондов, выравнивающих цены на инструменты и зачастую предоставляющих ликвидность в моменты финансового стресса. Во-вторых, в основном инвесторы вкладывают в фонды, привязанные к S&P 500 (их активы уже достигли \$11 трлн<sup>1</sup>), и без того повышая разрыв в оценке large-cap и small-cap, диспропорционально «раздувая» этим капитализацию крупнейших компаний – только за 2020 год доля FAANGM в индексе S&P 500 выросла почти в полтора раза, с 18% до 24%.



ФРС так же внимательно изучает<sup>2</sup> эту тему и отмечает, что активы пассивных фондов на 30.03.2020 достигли 14% от рынка акций США, более чем втрое увеличившись с 2005 года.

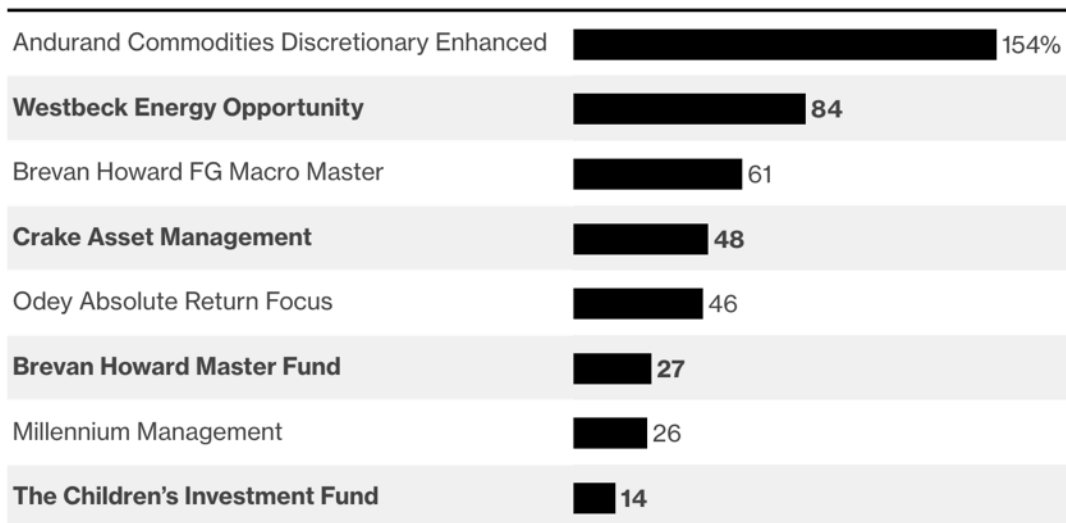
В качестве рисков регулятор отмечает возможное повышение рыночной волатильности в индексных бумагах и рост концентрации активов в отрасли asset management. Кроме того возможен эффект обратной связи (feedback effect), когда искажение цен на индексные бумаги может повысить доходность активных стратегий, делающих ставку на выбор недооцененных бумаг (stock picking), что в итоге замедлит переход к passive investing.

<sup>1</sup> – <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-13/trillions-of-dollars-in-index-funds-are-distorting-the-s-p-500>

<sup>2</sup> - <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/the-shift-from-active-to-passive-investing-potential-risks-to-financial-stability.htm>

# ЧТО С ACTIVE MANAGEMENT?

На фоне отставания управляемых людьми фондов от алгоритмических стратегий в последние годы неоднократно велись дискуссии о перспективах классического доверительного управления. Однако 2020 год спутал карты – многие квантовые фонды<sup>1</sup> в пух и прах проиграли и понесли большие убытки. В частности, в конце 2020 года ряд фондов Renaissance теряли больше 30%, и даже известные Two Sigma не смогли выйти в плюс. В то же время хотя немало human-run фондов показали одни из лучших результатов за десятилетие, в среднем по хедж-фондам результаты оказались не столь обнадеживающими – например, long-short equity фонды<sup>2</sup> не смогли опередить рынок двенадцатый год подряд. Тем не менее, в других стратегиях, таких как global macro, credit или связанных с commodities наоборот наступил звездный час.



Сейчас у экспертов и представителей индустрии возникают опасения, что алгоритмические стратегии, протестированные на десятилетиях исторических данных, могут быть не столь хороши во время быстрой смены рыночных условий.

Source: Bloomberg reporting

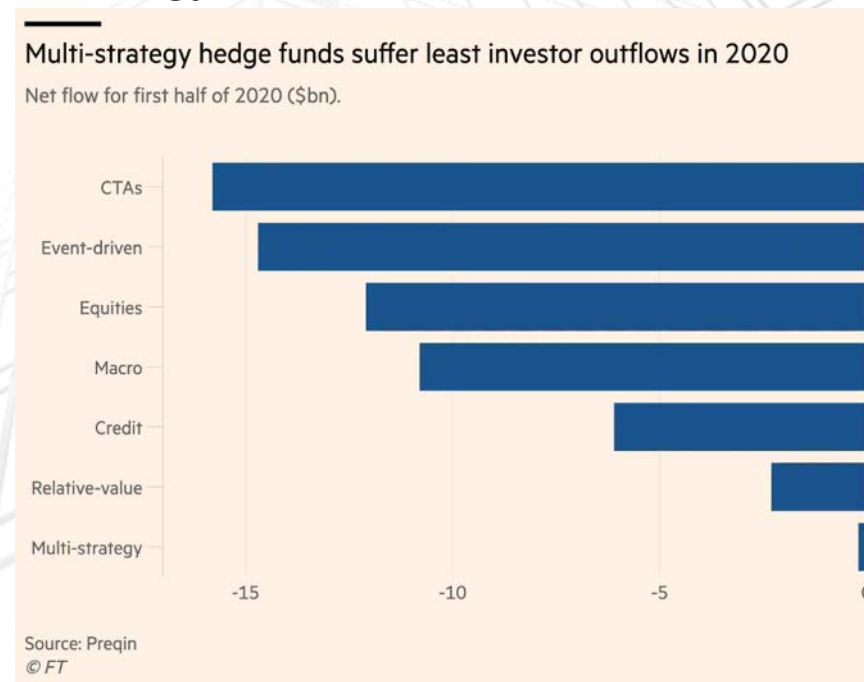
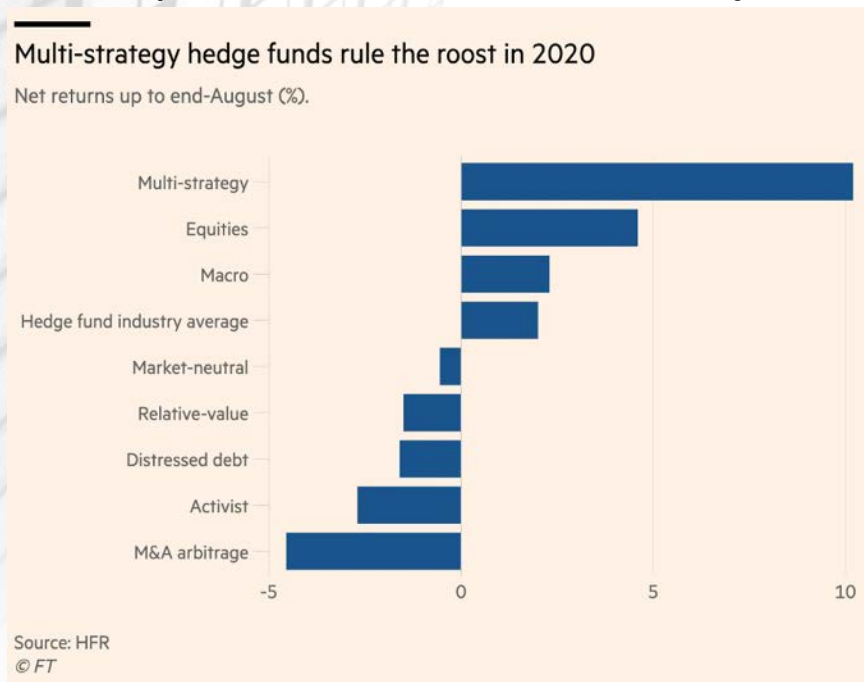
<sup>1</sup> – <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12-30/human-run-hedge-funds-trounce-quants-in-year-defined-by-pandemic>

<sup>2</sup> – <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-08/flesh-and-blood-hedge-fund-traders-prevailed-in-2020-s-tumult>



# БУДУЩЕЕ ЗА MULTI-STRATEGY?

Прошедший год был успешным еще для одного вида хедж-фондов – мультистратегийных, позволяющих построить диверсифицированный портфель из активных стратегий, как правило, недоступных большинству инвесторов. В условиях высокой рыночной волатильности такие фонды могут предложить инвесторам хорошую доходность при ограниченном риске. А с учетом невысокой корреляции с классическими классами активов обеспечить и с ними эффективную диверсификацию. Приводимые Financial Times данные<sup>1</sup>, похоже, подтверждают такие ожидания инвесторов, откровенно делающих ставку на multi-strategy.



<sup>1</sup> – <https://www.ft.com/content/33c190fe-dfb1-43c2-82eb-5396a986f342>

# РУБЛЕВЫЕ АКТИВЫ – ЕСТЬ ЛИ СМЫСЛ? (1)

Помимо рассказа об актуальных трендах на рынке доверительного управления мы бы хотели поделиться с вами результатами недавно проведенного нами исследования.

Мы решили проверить часто встречающееся убеждение, что российские активы, как акции, так и недвижимость, могут выступать как интересные и перспективные инструменты сохранения и прироста капитала. К сожалению, это оказалось не так.

Как же так получается, что кажущееся логичным вложение сбережений в акции «понятных» и растущих российских компаний, а также покупка квартир на самом ликвидном – московском – рынке на самом деле невыгодно? Можно выделить у этого парадокса две основные причины:

- Home-country bias (ментальная предрасположенность переоценивать активы родной страны);
- Волатильность обменного курса рубля.

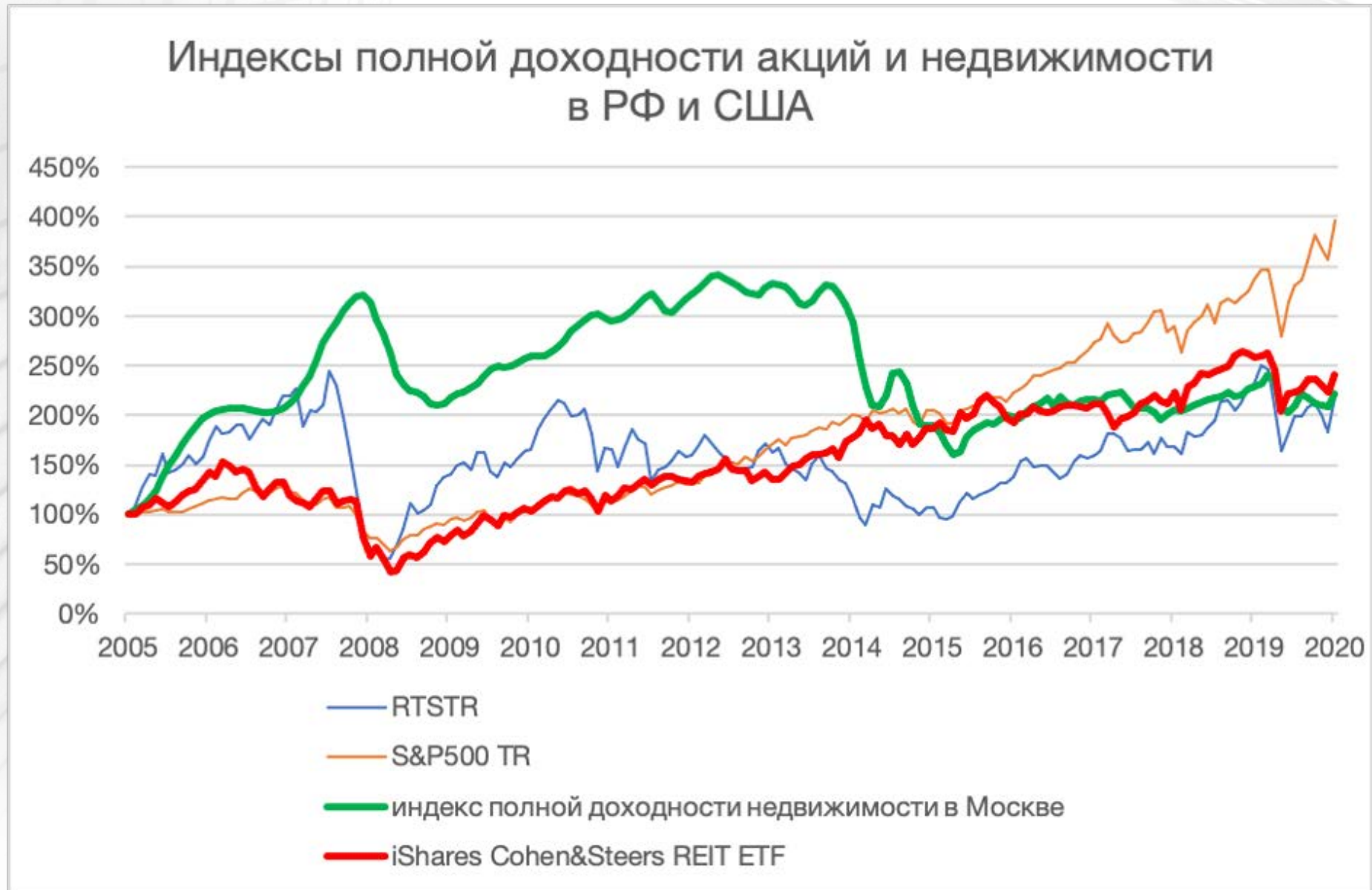
	15 years	10 years	5 years	1 year
RTS Total Return index	5.39%	2.86%	15.28%	-4.87%
RTS index	1.42%	-2.18%	8.64%	-10.88%
Russian stocks dividend yield	3.96%	5.03%	6.64%	6.00%
S&P 500 Total Return index	9.61%	14.19%	13.99%	17.46%
S&P 500 index	7.35%	11.86%	11.73%	15.30%
US stocks dividend yield	2.26%	2.33%	2.26%	2.15%
индекс IRN	5.44%	-1.60%	3.09%	-3.10%
iShares Cohen&Steers REIT ETF	6.02%	8.78%	5.18%	-7.16%

Среди прочего можно заметить явную тенденцию повышения дивидендной доходности российских акций, в то время как в США она стабильна на уровне 2%.

На следующем слайде приведен график доходности этих инструментов за последние 15 лет<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> – Расчеты приведены за период с 01.12.2005 по 30.11.2020 (равно 240 месяцев)

## РУБЛЕВЫЕ АКТИВЫ – ЕСТЬ ЛИ СМЫСЛ? (2)





# КОНТАКТЫ



Игорь Ротор

Инвестиционный директор  
Atrani Capital Multi-Strategy Fund

+374 93 200-749 (WhatsApp)

[igor.rotor@atranicapital.com](mailto:igor.rotor@atranicapital.com)

@igor\_rotor (Telegram)