

ЭФФЕКТИВНОСТЬ УПРАВЛЕНИЯ ПАЕВЫМИ ФОНДАМИ В РОССИЙСКИХ УСЛОВИЯХ

АЛЕКСЕЙ ОЩЕПКОВ

Кирилл Волянкин

компания «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент»

Несмотря на оговорки в проспектах паевых фондов, показатели доходности в прошлом широко используются инвесторами как индикаторы будущего успеха. Безотносительно влияния этой практики на качество формирования портфеля для участников индустрии было бы неверным оставить без внимания эмоциональную сторону восприятия этих данных. Нужна качественная стандартизация, как для регулярного мониторинга, так и для целей рекламы.

КАКОЙ ФОНД ЛУЧШЕ?

Пока разнообразие и неэффективность подходов и прессы, и управляющих служат укреплению такого мнения: **«Большинство компаний занимают первые места в тех списках, что они представляют клиентам, из чего просто следует, что им нельзя доверять».**

Показать эффективность управления фондом. Чтобы можно было оценить всю картину одним взглядом. В динамике. И в явном сравнении с альтернативными фондами и индексом рынка. Это лишь минимум нестрогих сформулированных требований к мониторингу доходности и риска ПИФов. Ответственная постановка задачи должна учитывать «трудные» условия российской индустрии ПИФов:

1. Формальное деление «неэкзотических» ПИФов на фонды акций, облигаций и смешанные фонды явно не подходит для описания «кластеров рынка»,

т. е. фондов с аналогичным стилем управления, — прямых конкурентов в глазах инвестора, уже определившегося со степенью своей толерантности к риску. Причин несколько: разбросанность инвестиционных деклараций смешанных фондов, отсутствие формальных признаков у «секторных» фондов, глубокий уход в акции некоторых фондов облигаций и наоборот.

2. Выделить периоды идеологически единообразного поведения в исто-

рии российского фондового рынка трудно, но возможно. Однако и без исследования очевидно, что временного пространства для усреднения результатов за разные кварталы и тем более годы не хватает. Тем не менее усреднять как-то нужно: тестовые промечутки придется накладывать друг на друга. Отсюда — неприменимость анализа бет (SML), даже если бы такие данные можно было оперативно отслеживать.

Публиковать списки значений доходности фондов в отрыве от соответствующих данных об ошибке измерения (иначе говоря, о риске) — не просто не говорить всей правды, а обманывать.

3. Некоторые управляющие не брезгают «накачкой» доходности к концу года или полугодия, поступая против духа, а иногда и против буквы закона. Цель качественного мониторинга — не «охота на ведьм», а демонстрация результата в защищенном от мошенничества виде. В этом поможет «усредняющий» характер анализа.

4. И самое главное. Местный потребитель еще не очень грамотно разбирается в инвестициях. Публиковать списки значений доходности фондов в отрыве от соответствующих данных об ошибке измерения (иначе говоря, о риске) — не просто не говорить всей правды, а обманывать. И дополнительной таблицей с коэффициентами Шарпа, которой, как правило, нет, в нашем случае не отделаться. Для потребителя это ненаглядно; это непонятно. И не ясно, как должны вместе меняться показатели из месяца в месяц, из года в год, чтобы можно было однозначно предпочесть один фонд другому. Нужен объединенный показатель, желательно графический.

Предлагаемый нами единый показатель качества возник из попытки корректно и последовательно ответить на обычный вопрос: **какова была доходность фонда?**

В чем **предмет вопроса?** О чем нас спрашивают: о приведенной к году доходности за 3 года — часто называемому оптимальному сроку инвестиций в ПИФы; о доходности за полгода (популярный срок изменения тарифных условий); о доходности за год, которую рекламируют все банки или о доходности за последние пару месяцев — время, выделяемое многими инвесторами для теста самой идеи? Наш опыт свидетельствует: люди в основном имеют в виду последние два срока, т. е. доходность за последние 365 дней как основной показатель и за 2 последних месяца (скажем, 9 недель) как дополнительный. Итак, на первом этапе мы исследуем доходность за 365 дней.

Время действия вопроса? Какая доходность была вчера? А позавчера? А неделю назад? Неужели эти данные имеют меньшую ценность? И фондовый рынок, и управляющая компания, и сам управляющий жили каждый прошедший день по-разному. Как быстро меняется сам характер рынка и «внутренний стержень» управляющего? Неясно. Однако благоразумно при измерении годовой доходности взглянуть на 1–2 кв. назад. Итак, мы включаем в рассмотрение 365-дневные доходности, зафиксиро-

Рисунок 1. МЕТОДИКА ПОСТРОЕНИЯ ГРАФИКОВ

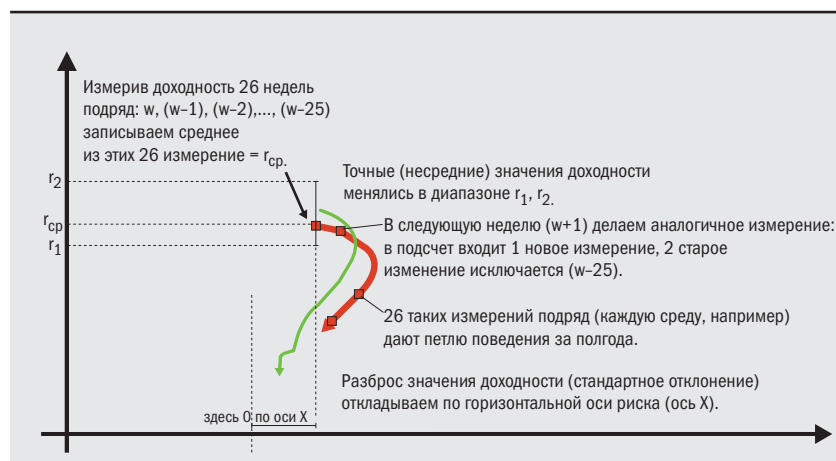
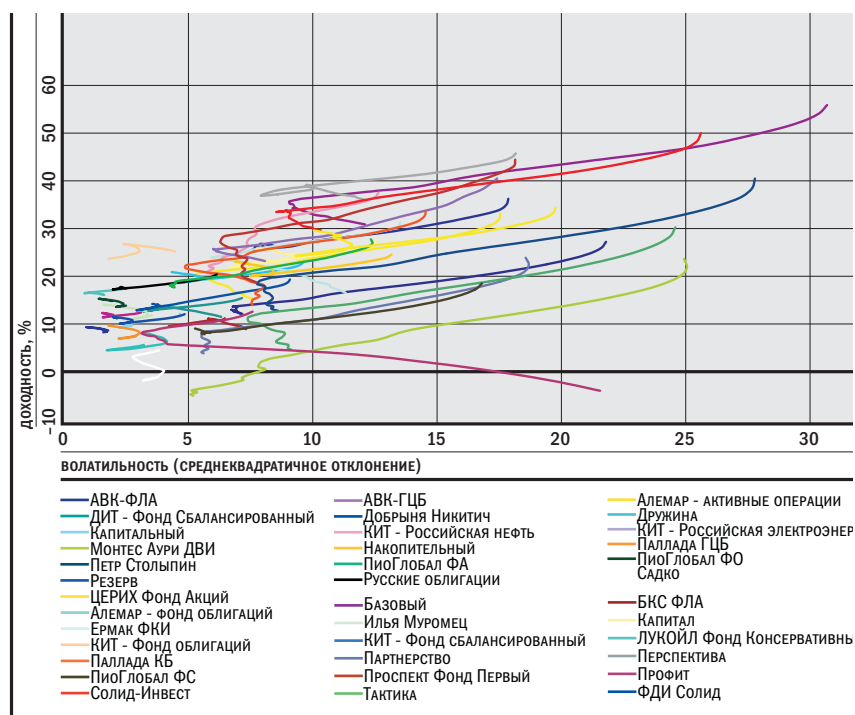


Рисунок 2. РАСПОЛОЖЕНИЕ 37 ФОНДОВ НА ФАЗОВОМ ПОЛЕ «ДОХОДНОСТЬ–ВОЛАТИЛЬНОСТЬ»



РАЗДЕЛЕНИЕ ФОНДОВ ПО ВИДАМ РИСКА

Фонды низкого риска	Фонды низко-среднего риска	Фонды средне-высокого риска	Фонды высокого риска
АВК ГЦБ Капитальный «Паллада» ГЦБ ФДИ «Солид» «Алемар» ФО КИТ ФО ПИОГЛОБАЛ ФО «Илья Муромец» ЛУКОЙЛ фонд конс. «Садко»	БКС ФЛА ДИТ ФС «Дружина» КИТ ФС «РЕЗЕРВ» «РУССКИЕ ОБЛИГАЦИИ»	АЛЕМАР акт. опер. «Капитал» Накопительный «Перспектива» Профит «Добрыня Никитич» КИТ Рос. Нефть Паллада КБ ПИОГЛОБАЛ ФС «Тактика» «Ермак» ФКИ КИТ Рос. электр-ка «Партнерство» «Прспект ФП» «Церих ФА»	АВК ФЛА «Базовый» «Монтес Аური» ДВИ «ПЕТР Столыпин» ПИОГЛОБАЛ ФА «Солид Инвест»

ванные в течение последних 6 мес. по отношению к дате анализа с шагом в 1 неделю.

И последнее, вопрос об **описании**. «Какая доходность» не означает «сколь-ко». Несомненно, самый простой путь — дать диапазон, «вероятный разброс», например, от 30 до 50%. Другими словами, 40 ± 10 . 40 — это среднее; 10 — стандартное отклонение. Что может быть проще: 40 — по оси Y; 10 — по оси X. Есть желание посмотреть динамику за те же полгода? Рассчитываем вре-

менные промежутки времени в наших расчетах, поэтому считать такие коэффициенты можно, но называть их теми же именами нельзя — их природа будет другой.

Прежде всего необходимо рассмотреть фонды на одной плоскости в одном масштабе (рис. 2): по вертикальной оси — скользящее среднее доходности, по горизонтальной — стандартное отклонение этого среднего.

Затем проводим «кластеризацию» — делим фонды на характерные группы,

групп фондов, что миграция фондов из группы в группу будет происходить чуть ли не ежемесячно? — уверены, что нет. Исследование², Проведенное для западных рынков, показало, что волатильность всего рынка привносит в общую картину 20–14%, индустрии — 15–10%, самой ценной бумаги — 65–70%. Причем роль последнего фактора, в отличие от первых двух, повышалась в течение 4 десятилетий. В исследовании приняли участие все представленные на Web-ресурсе Национальной лиги управляющих открытые паевые фонды, соответствующие условиям минимального возраста (примерно 1,5 года). Всего 37 фондов. У нас получилось 4 устойчивые группы. Приводим список и иллюстрацию границ групп (см. таблицу, рис. 3).

Анализируя внутри кластера «принципиально сравниваемые» между собой вещи, мы отмечаем для всех фондов группы (плюс индекс, если есть) не только последнюю во времени точку на поле «доходность–волатильность», но и две предыдущие, чтобы можно было проследить движение. Получаем векторы. Чем короче вектор, тем стабильнее фонд. Здравый смысл и теория полезности подсказывают, что фонды, расположенные на одной плавно изгибающейся вверх кривой — одинаковы по качеству. Чем выше левая кривая (линия «безразличия»), тем выше качество фонда на рассматриваемом инвестиционном горизонте.

Естественно, большинство инвесторов признают, что за повышение доходности необходимо платить повышением риска (волатильности). Степень повышения или наклон кривой для каждого инвестора конечно индивидуальны; мы используем данные усреднения, сделанного с помощью Интернет-опроса в 2002 г. Внутри кластера, построенного на базе 365-дневного периода можно исследовать доходности за периоды, короче 365 дней. В нашем примере приведены данные для 9 недельных доходностей (рис. 4, 5, 6). На приведенных графиках были намеренно применены формальные 3 группы, а не построенные на первом этапе 4 действительных. Причин две: продемонстрировать разнородность формальных групп и включить в рассмотрение молодые фонды — для 9 недельного промежутка нашлись данные для 133 фондов, а не 37, как это было на первом этапе. ■

Рисунок 3. РАЗБИЕНИЕ ФОНДОВ НА КЛАСТЕРЫ

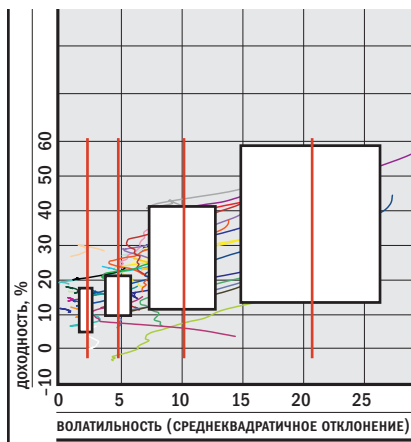
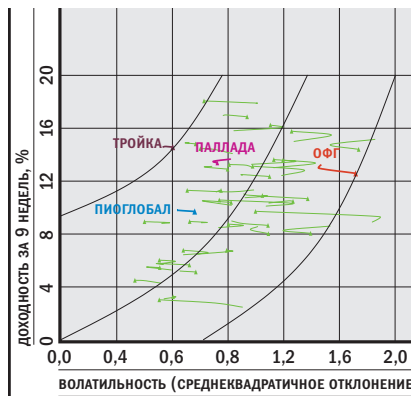


Рисунок 4. ФОНДЫ АКЦИЙ



мя, и вместо точки на графике каждому фонду будет соответствовать петля во времени (рис. 1). Здесь уместно сразу ответить на закономерный вопрос: почему в качестве риска не был взят «известные науке» характеристики, такие как коэффициент Шарпа, Тренора и т. п.? Частично ответ был дан выше: это не привнесет дополнительной ценности, такие показатели неизвестны большинству пользователей в любом случае. Есть еще одна причина, о которой упоминалось вскользь: использовались наложен-

Рисунок 5. ФОНДЫ СМЕШАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

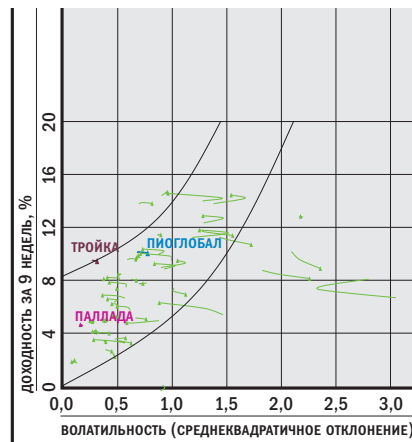
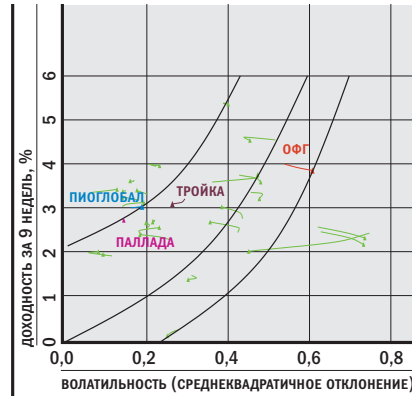


Рисунок 6. ФОНДЫ ОБЛИГАЦИЙ



внутри которых правомерно сравнивать риск–доходность (рис. 3). Описываем характеристики кластера: диапазон доходности и волатильности, «заселенность» фондами. Важная оговорка: разбиение фондов на группы действительно, пока фонды не мигрируют из группы в группу с течением времени. Интересно отметить, что долгосрочного тренда изменения краткосрочной волатильности не наблюдается¹. Предвосхищая вопрос: «А не будет ли волатильность (риск) всего рынка оказывать столь сильного влияния на границы

¹ CMF working groups reports «The rise in equity market volatility». Декабрь 2002.

² Campbell, Lettau, Markiel and Yexiao Xu. «Have Individual Stocks Become more Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk», Working Paper. March 2000.