

Blackpoint Capital

Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Marat Timirgalin, CIO, Blackpoint Capital.

29 июля 2019 г.

m: +7 985 2346012
Email: mt@blackpointcap.com

Marat
Timirgalin
Blackpoint Capital

Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Резюме презентации.

В данной презентации представлены:

- Анализ факторов, влияющих на долгосрочную результативность управления капиталом.

Content:

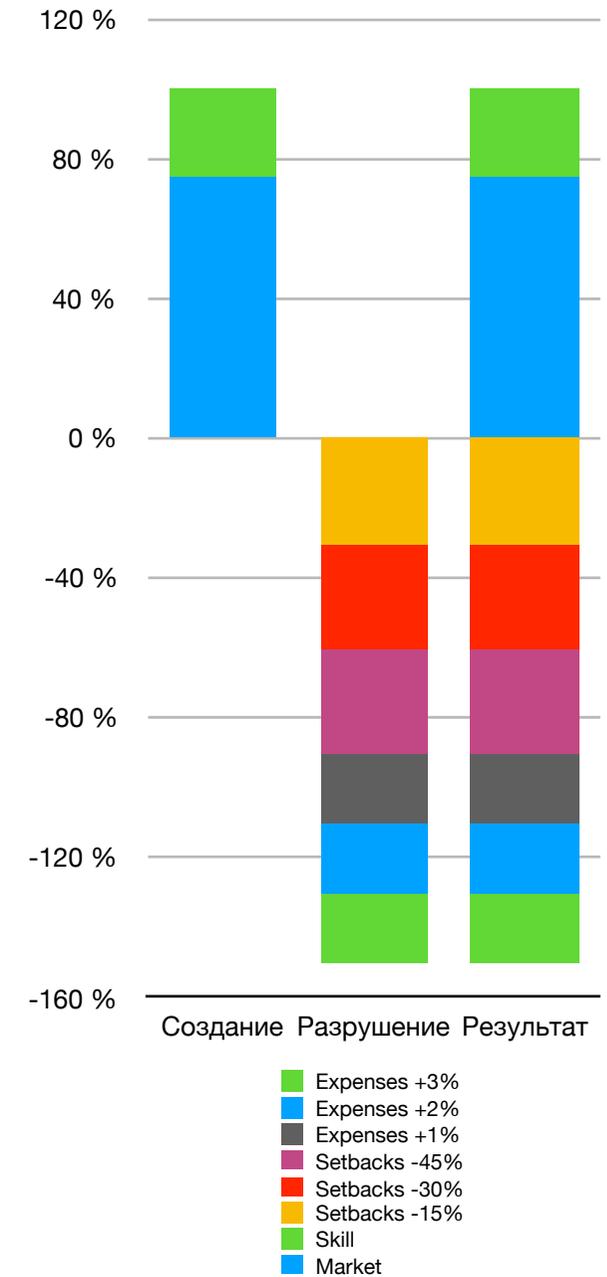
1. Введение.
2. Создание стоимости:
 1. Brinson study.
 2. Ibbotson, Kaplan & HEI.j
 3. Vanguard.
 4. Скрытые риски.
 5. Хедж-фонды.
 6. Выводы.
3. Разрушение стоимости:
 1. Инфляция.
 2. Волатильность результативности.
 3. Результативность базового портфеля.
 4. Влияние реинвестирования.
 5. Влияние Setbacks.
 6. Влияние издержек.
 7. Выводы.
4. Ключевые факторы:
 1. Организационные факторы.
 2. Market—фактор.
 1. Альтернативный метод анализа класса активов и стратегий.
 2. Пример анализа.
 3. Оптимальное инвестиционное решение.
 3. Способность эффективно проходить спады.
 1. Асимметрия спада.
 2. Upside capture ratio и Downside capture ratio.
 3. Примеры комбинаций Capture ratio.
 4. Связь Capture ratio и долгосрочной результативности.
5. Выбор управляющего капиталом.
6. Заключение.
7. Приложение. Примеры решений.

Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Введение.

Наша единственная задача, как управляющих капиталом — пронести его из временной точки А во временную точку Б, увеличив его в реальных величинах. На этом пути мы одновременно создаем и препятствуем разрушению стоимости. Держа в уме принцип Паретто «80/20», посмотрим на управление капиталом в перспективе, чтобы определить факторы (в двух срезах), оказывающие наибольшее влияние на долгосрочную результативность. Это позволит правильно расставить приоритеты и получать максимальную отдачу на приложенные усилия.

Мы не будем пытаться дать точную оценку в процентах до запятой, а скорее посмотрим на картину в целом и оценим относительный размер факторов между собой.



Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Brinson study.

Вопрос о факторах, оказывающих наибольшее влияние на прирост капитала интересовал многих. Рассмотрим историю и результаты изысканий.

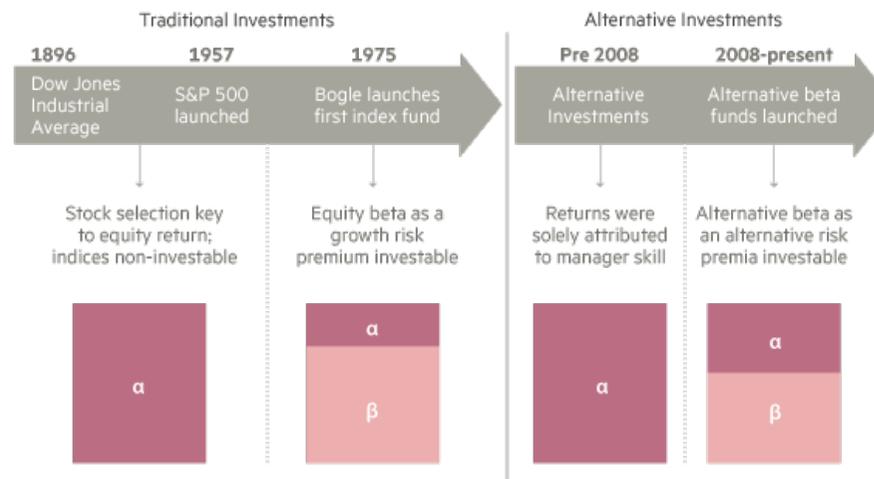
Первая идея разделить результативность на «Market» и «Skill» привела к созданию первого индексного ETF фонда.

Позднее, исследователи пытались уже количественно оценить вклад каждого из факторов, что вылилось в известную Brinson Study.

Согласно нему, наибольшее влияние на результативность оказывает стратегия аллокации капитала в те или иные классы активов, в то время как выбор конкретной акции или другие факторы оказывают незначительное влияние.

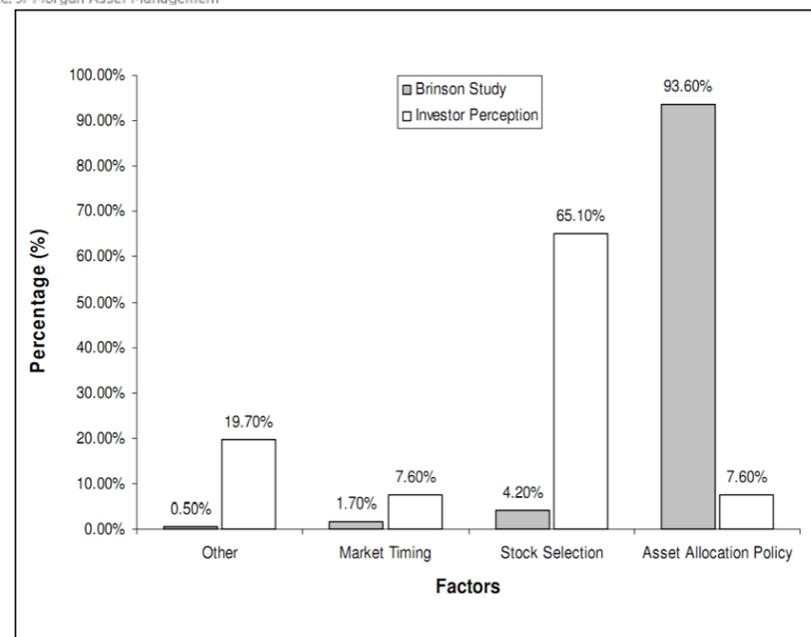
Интересно также, что это категорически противоречит интуитивному восприятию инвесторами важности того или иного фактора.

Evolution of alternative beta



Source: JPMorgan Asset Management

FT



Source: Derived from Scott Simon (1998, p.152).

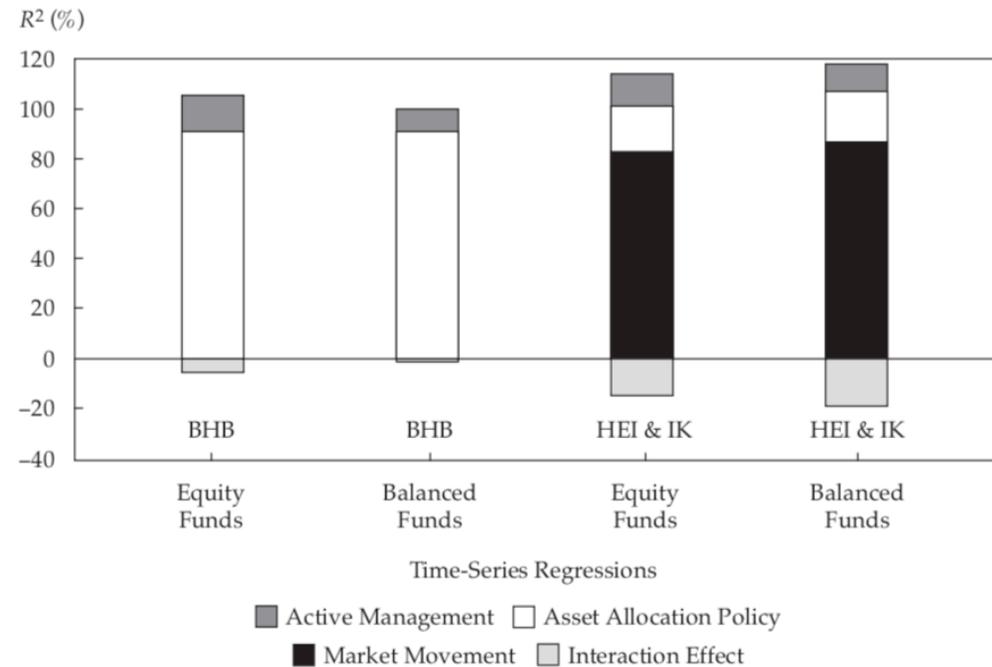
Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Ibbotson, Kaplan & HEI.

В более поздних исследованиях, были конкретизирована «стратегия аллокации капитала в те или иные классы активов». Были выделены сама «стратегия» и «Market» для классов активов.

В результате, доминирующий фактор, определяющий 70% долгосрочной результативности оказался — «Market».

Figure 1. Decomposition of Time-Series Total Return Variations



Note: IK stands for Ibbotson and Kaplan (2000).

Source: Based on the mutual fund data results in Xiong, Ibbotson, Idzorek, and Chen (forthcoming 2010).

Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Vanguard.

Некоторые исследователи, как Vanguard, анализировали не только портфели, но и работу фондов.

В итоге они выяснили, что только у 15% фондов результативность отличается от рыночной.

Успешные фонды (15% общего числа), добавляя 16% дополнительного риска к рынку, генерировали 28% дополнительной доходности к рынку.

Средние фонды (50% общего числа), добавляя 10% дополнительного риска к рынку, генерировали 3% убытка к рынку.

Худшие фонды (35% общего числа), добавляя 10% дополнительного риска к рынку, генерировали 30% убытка к рынку.

Это говорит о том, что 85% активно управляемых фондов, добавляя в среднем 10% риска, снижали доходность на 8% от того, что давал рынок.

Т.е. только у 15% фондов имеется положительный вклад к Market.

**Table 2. The role of asset allocation policy:
Returns and volatility of balanced funds, 1966–2006**

	Policy return as % of actual return	Policy volatility as % of actual volatility
Average	108.0%	89.3%
Median	106.8	92.0

Note: The sample included 189 balanced funds. Calculations were based on monthly returns. The policy portfolio was assumed to have a cost of 2 basis points each month (approximately 25 basis points annually).

The performance data shown represent past performance, which is not a guarantee of future results.

Source: University of Chicago CRSP Survivor Bias-Free US Mutual Fund Database; Vanguard calculations.

Table 4. Characteristics of actively managed balanced funds: 1966–2006

	All funds	Funds with statistically significant positive alpha	Funds with statistically significant negative alpha	Funds with zero alpha
Average risk and return statistics				
Average monthly alpha (basis points)	-3.1	24.0	-16.8	-1.8
Policy return as percentage of actual return	108.0%	72.7%	129.5%	103.5%
Policy volatility as percentage of actual volatility	89.3%	84.7%	90.6%	89.7%
Return variability explained by policy variability	82.1%	72.4%	87.7%	81.1%
Average fund characteristics				
Expense ratio	1.17%	1.11%	1.23%	1.14%
Net assets (millions)	\$783.7	\$1,945.3	\$538.1	\$584.4
Turnover	85.0%	74.4%	100.4%	77.02%
Number of funds	189	30	68	91

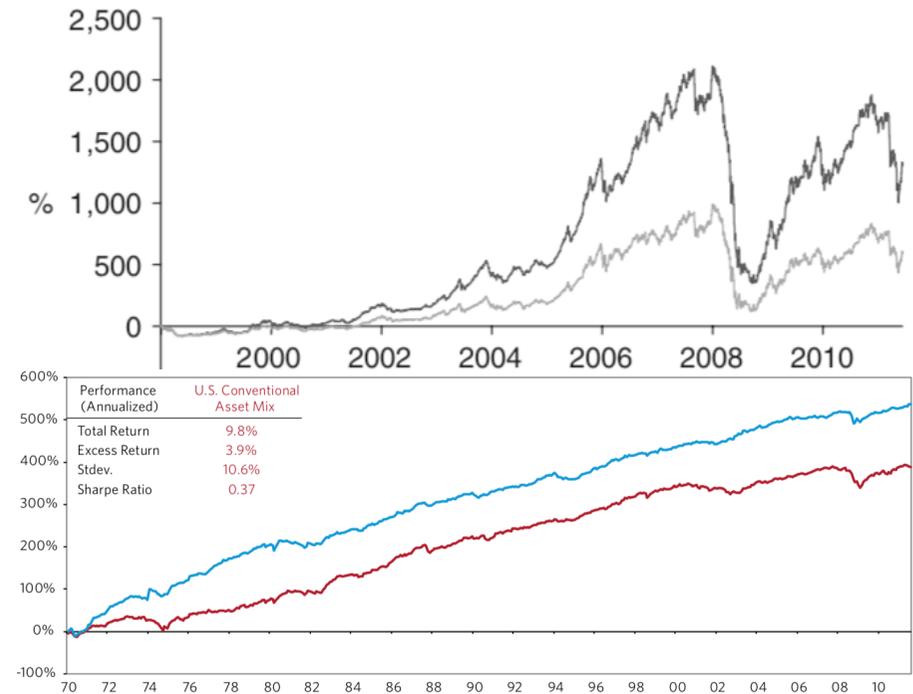
Sources: University of Chicago Center for Research in Security Prices (CRSP) Survivor Bias-Free US Mutual Fund Database; Vanguard calculations.

Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Скрытые риски.

Важно отметить, что при оценке результативности, исследователи опираются не на доходность в абсолютных величинах, а на связку параметров доходность / риск. Поскольку иногда доходность сильно превышает рынок за счет добавления в портфель значительных дополнительных рисков (скрытый леввередж, третий эшелон, отсутствие mark-to-market, неторгуемый долг и т.д.), которые иногда сложно оценить. В течение времени они срабатывают и портфель демонстрирует истинную результативность, с учетом заложенных рисков.

15% фондов сохраняют Skill преимущество на дистанции, поскольку на каждый явно добавленный процент риска генерируют большую дополнительную доходность.

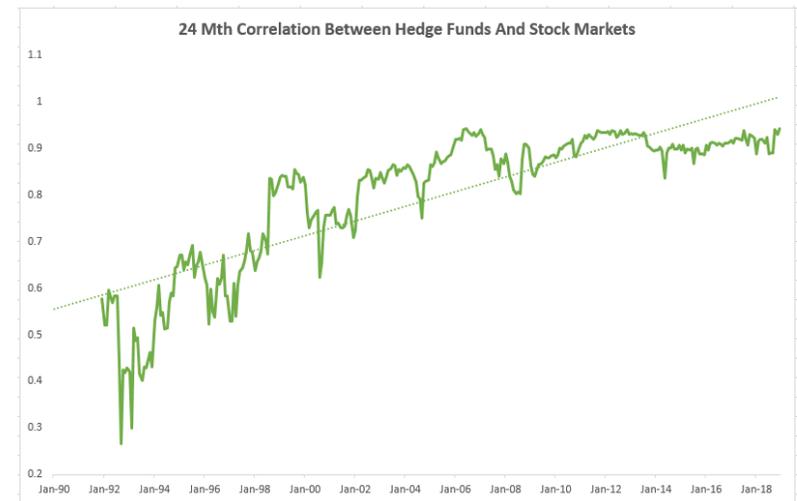


Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Хедж-фонды.

Исследования, касающиеся hedge funds, также указывают на очень высокий вклад Market в результативность. И этот фактор показывает тенденцию к росту, а Skill фактор — к снижению. Это также может объясняться приходом в индустрии огромного количества участников не имеющих Skill, а также переход наиболее успешных участников в частную/ закрытую форму.

Popular Hedge Fund Indices' Correlations with MSCI World					
(Rolling quarterly hedge fund index returns)					
	Since Inception ('94-'10)	10Yrs ('01-'10)	7Yrs ('04-'10)	5Yrs ('06-'10)	3Yrs ('08-'10)
Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index	0.65	0.84	0.90	0.89	0.90
HFRI Hedge Fund Index	0.82	0.93	0.94	0.94	0.95



Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Выводы.

При Создании стоимости:

80% результативности зависит от Рынка.

20% прироста результативности зависит от выбора конкретной акции или выбора фонда.

Но, в попытках выбрать фонд, у нас:

15% вероятности, что наш выбор обеспечит прирост результативности в 20%,

35% вероятности, что наш выбор ухудшит результат,

50% вероятности, что наш выбор не изменит результат.

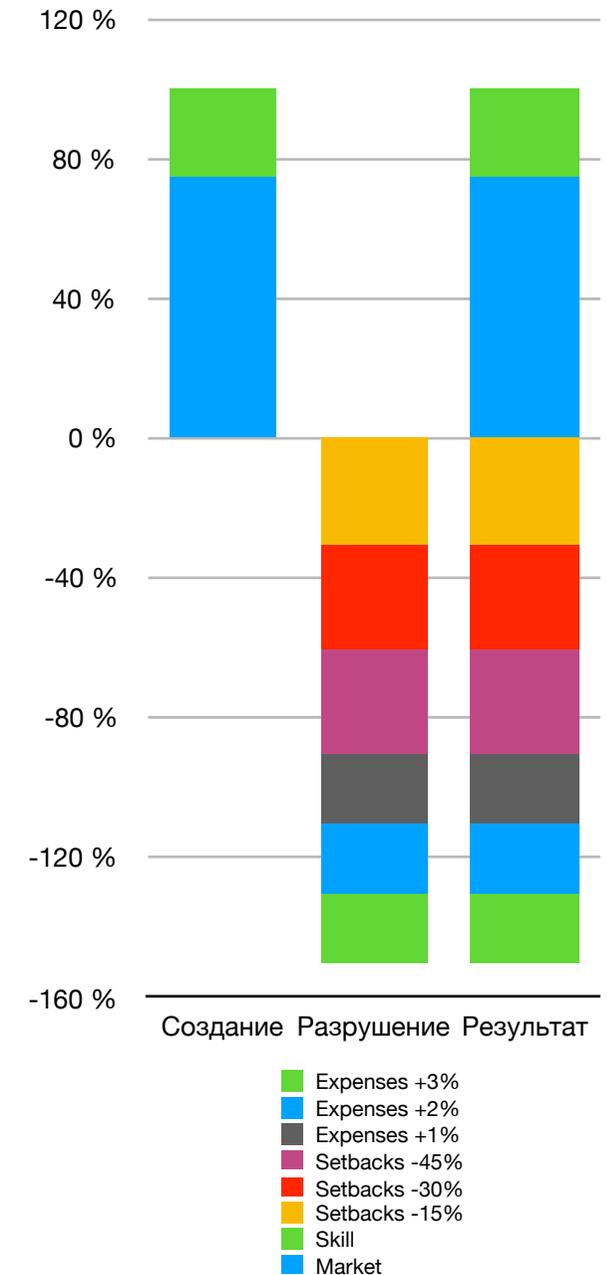
Что входит в понятие Рынок? Это поведение класса активов или стратегий после решения инвестировать.

Это означает, что 80% результативности зависит от самого решения инвестировать и момента его реализации владельцем капитала.

Какие это решения? Инвестировать в неоптимальное время под действием эмоций. Или вынужденно отозвать в неподходящий момент. Увеличение или уменьшение капитала переданного в управление, сделанное в неподходящее время или в непропорциональных размерах, может привести к убыткам даже при инвестициях в глубоко прибыльные фонды.

Этот вывод объясняет почему уровень жизни пенсионеров в US может отличаться на порядок в зависимости от года выхода на пенсию (400 000\$ vs 4 000 000\$ согласно одному исследованию). Одним везет закрыть инвестиции и выйти на пенсию в лучшие годы, а другим нет.

Несмотря на то, что 99,99% усилий направлены на «поиск победителей» с целью получить небольшую прибавку результативности, возможно, эффективнее направить усилия на то, чтобы в этой погоне не потерять 80% результативности.



Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Инфляция.

Самый первый и неизбежный разрушитель стоимости — «Налог на лень» для капитала — инфляция, которая приводит к ежегодной потере его части.

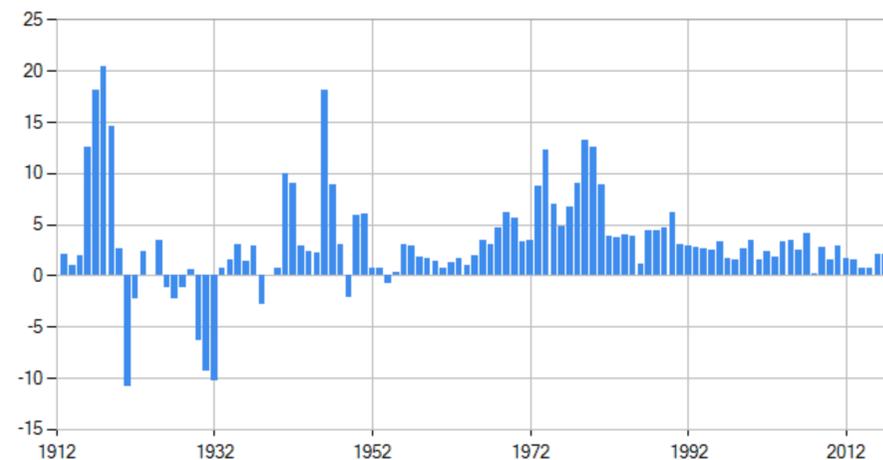
Для каждой валюты / страны размер инфляции разный, для примера:

1. Средняя инфляция в US за 30 лет — 2,5%
2. Средняя инфляция в RUS за 15 лет — 9%.

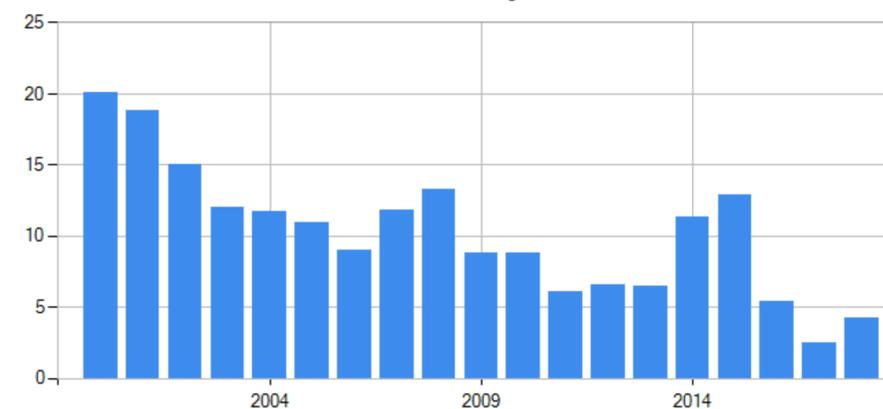
Отсюда 2 вывода:

1. Капитал всегда должен быть помещен в тот или иной класс активов или стратегий. Остановка бега стоит денег.
2. В некоторых случаях, простая смена валюты инвестирования с рубля на доллар приводит к улучшению результативности на размер разницы инфляции (в среднем на 6,5% годовых).

Пример. Одна и та же стратегия, работая в долларах, как базовой валюте, на дистанции будет показывать в среднем на 6,5% годовых (9 — 2,5 %) лучший результат (Real return), чем базируясь в рубле.



Уровень инфляции по годам, США, %
www.statbureau.org



Россия, 2000 - 2018

Уровень инфляции по годам, %
www.statbureau.org

Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Волатильность результативности.

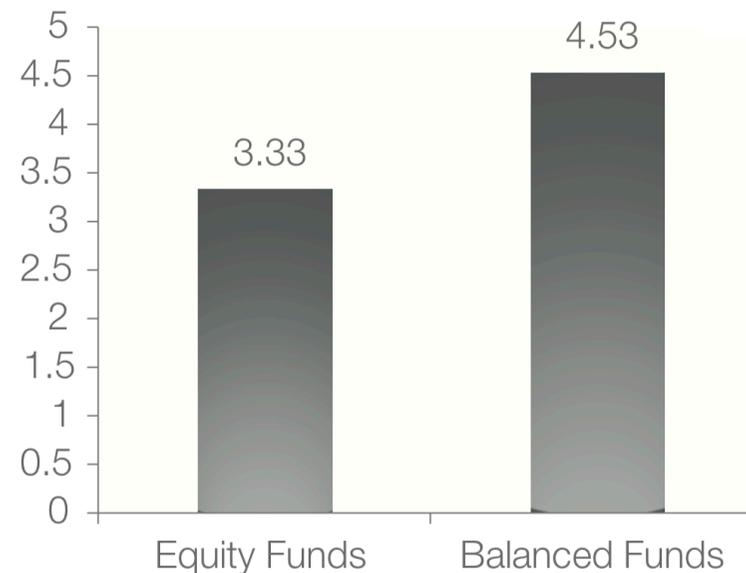
Волатильность результативности класса активов или стратегий является косвенным разрушителем стоимости, поскольку делает это опосредованно.

Большая волатильность результативности создает благоприятную почву для субоптимальных, эмоциональных или вынужденных решений владельцев капитала и управляющих фондами.

Также более волатильные акции, классы активов и стратегий, а также фонды имеют меньшее время удержания и более частые принятия решения владельцев или управляющих капиталом.

В результате частые и/или неоптимальные решения могут препятствовать созданию стоимости и значительно понижать результативность.

Average Holding Period in Years



Source: Dalbar (2015)

Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Результативность базового портфеля.

Для оценки влияния на долгосрочную результативность создадим базовый портфель со следующими параметрами: 60% акций, 40% облигаций, US Market, 1 000 000 USD.

Смоделируем прохождение портфелем 30-ти лет на основе исторической результативности.

В итоге мы получили разброс вероятных сценариев, подчиняющийся нормальному распределению. Наиболее вероятный сценарий — район 50-ого перцентиля. Маловероятные исходы, с вероятностью порядка 1,5%, 10-ый и 90-ый перцентили.

Учтем инфляцию.

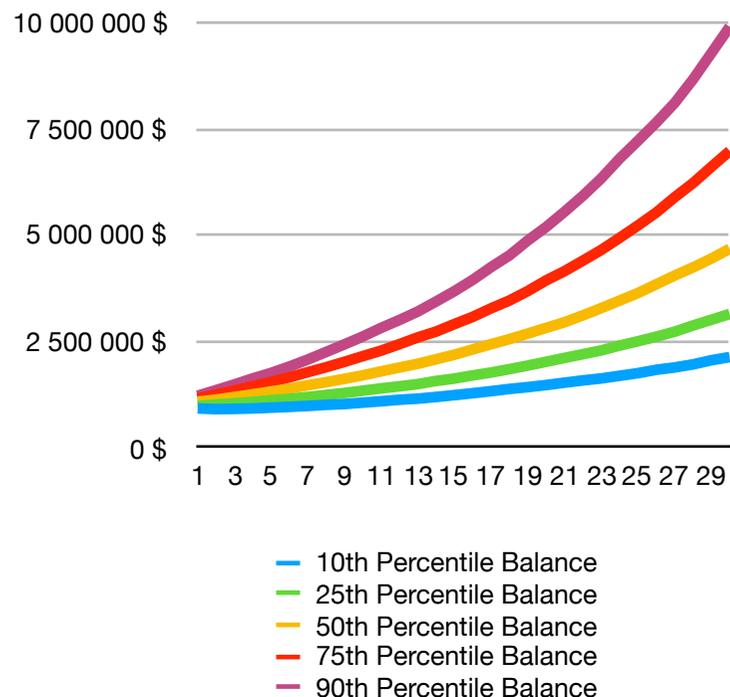
Примечание:

Portfolio End Balance — конечный баланс.

Average Return — средняя доходность, % годовых, полученная за 30 лет.

Time Weighted Rate of Return — средняя годовая доходность.

Perpetual Withdrawal Rate — ежегодный объем капитала доступный для изъятия, не уменьшающий тело капитала.



	10th Percentile	25th Percentile	50th Percentile	75th Percentile	90th Percentile
Portfolio End Balance (inflation adjusted)	2 125 833 \$	3 142 508 \$	4 682 224 \$	6 988 824 \$	9 920 181 \$
Average Return (inflation adjusted)	3,75 %	7,14 %	12,27 %	19,96 %	29,73 %
Time Weighted Rate of Return (real)	2,58 %	3,90 %	5,28 %	6,71 %	7,98 %
Perpetual Withdrawal Rate	2,40 %	3,63 %	4,91 %	6,24 %	7,42 %

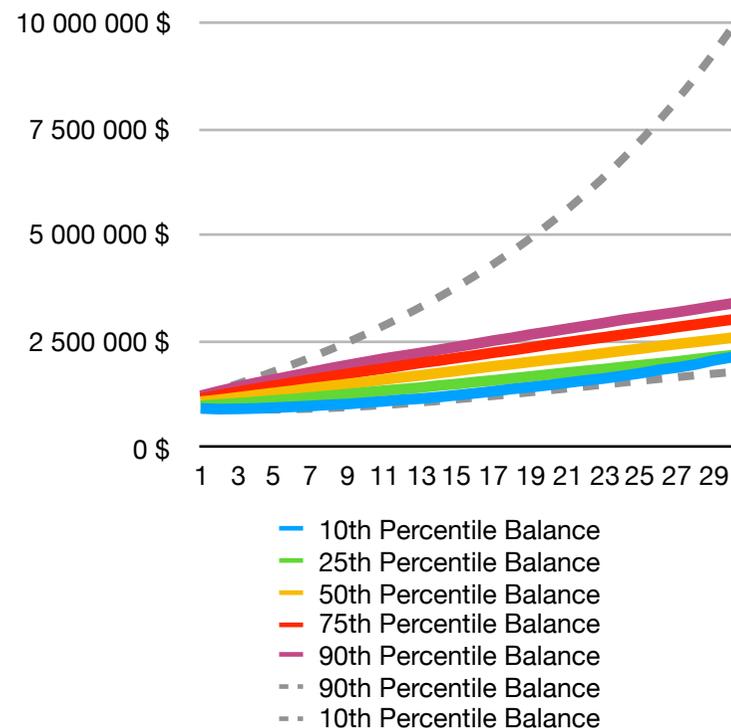
Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Влияние реинвестирования.

Предположим, что реинвестирование не производится и ежегодно портфель выплачивает дивиденды в размере Perpetual Withdrawal Rate.

Портфель потеряет в результативности на:

	10th Percentile	25th Percentile	50th Percentile	75th Percentile	90th Percentile
Average Return	31,36 %	45,39 %	56,97 %	66,40 %	73,16 %
Time Weighted Rate of Return	24,24 %	32,77 %	39,00 %	43,77 %	47,18 %



	10th Percentile	25th Percentile	50th Percentile	75th Percentile	90th Percentile
Portfolio End Balance (inflation adjusted)	1 772 827 \$	2 169 948 \$	2 584 555 \$	3 012 402 \$	3 394 324 \$
Average Return (inflation adjusted)	2,58 %	3,90 %	5,28 %	6,71 %	7,98 %
Time Weighted Rate of Return (real)	1,95 %	2,62 %	3,22 %	3,77 %	4,22 %
Perpetual Withdrawal Rate	1,81 %	2,44 %	3,00 %	3,51 %	3,92 %

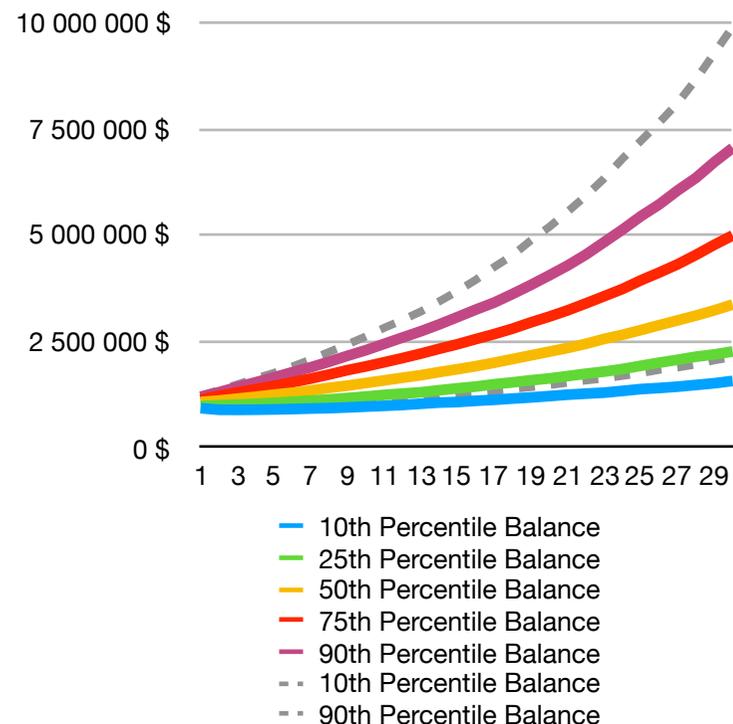
Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Влияние издержек.

Предположим, что мы несем дополнительные издержки в размере 1% ежегодно. Это могут быть: транзакционные издержки, комиссионные, налоги, вознаграждение за управление, неэффективное фондирование, спред и т.д.

Портфель будет терять в результативности на каждый 1% дополнительных издержек:

	10th Percentile	25th Percentile	50th Percentile	75th Percentile	90th Percentile
Average Return	49,94 %	41,23 %	35,73 %	33,26 %	32,04 %
Time Weighted Rate of Return	40,72 %	29,19 %	21,79 %	17,73 %	15,30 %



	10th Percentile	25th Percentile	50th Percentile	75th Percentile	90th Percentile
Portfolio End Balance (inflation adjusted)	1 563 570 \$	2 259 099 \$	3 366 633 \$	4 997 132 \$	7 061 973 \$
Average Return (inflation adjusted)	1,88 %	4,20 %	7,89 %	13,32 %	20,21 %
Time Weighted Rate of Return (real)	1,53 %	2,76 %	4,13 %	5,52 %	6,76 %
Perpetual Withdrawal Rate	1,42 %	2,57 %	3,84 %	5,13 %	6,29 %

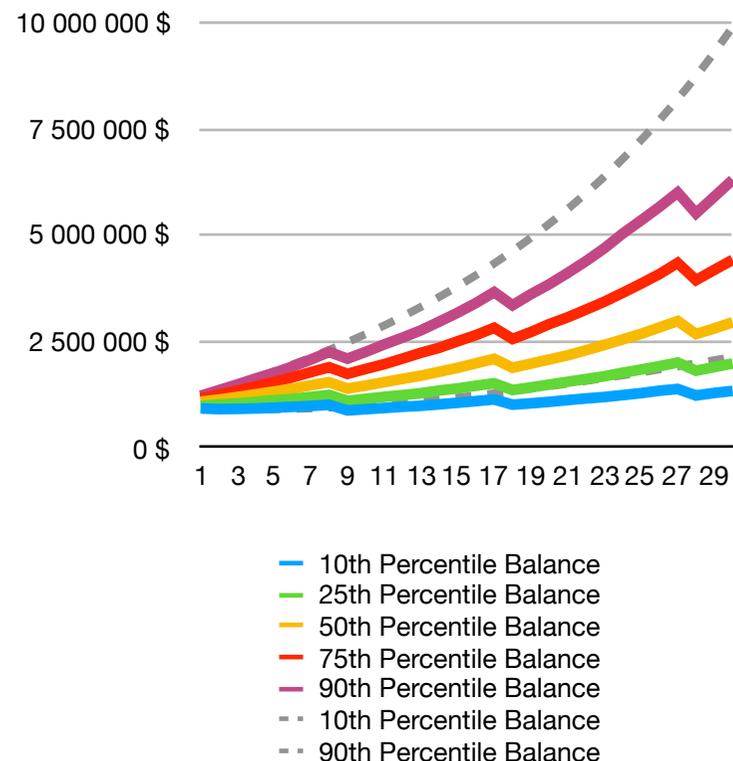
Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Влияние Setbacks.

Предположим, что раз в 10 лет портфель терпит непредвиденный крупный ущерб в размере 15% от капитала, в сумме — 3 удара за все время. Это могут быть: рецессия, скрытый крупный риск, риск контрагента и др. Наиболее вероятный ущерб — ущерб от рецессии и спада, который в среднем составляет 30%.

Портфель будет терять в результативности на каждые 15% ущерба:

	10th Percentile	25th Percentile	50th Percentile	75th Percentile	90th Percentile
Average Return	70,94 %	54,51 %	47,10 %	42,86 %	40,49 %
Time Weighted Rate of Return	58,23 %	38,46 %	28,40 %	22,36 %	18,79 %



	10th Percentile	25th Percentile	50th Percentile	75th Percentile	90th Percentile
Portfolio End Balance (inflation adjusted)	1 327 115 \$	1 974 586 \$	2 947 728 \$	4 422 121 \$	6 308 802 \$
Average Return (inflation adjusted)	1,09 %	3,25 %	6,49 %	11,41 %	17,70 %
Time Weighted Rate of Return (real)	1,08 %	2,40 %	3,78 %	5,21 %	6,48 %
Perpetual Withdrawal Rate	1,00 %	2,23 %	3,52 %	4,84 %	6,03 %

Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

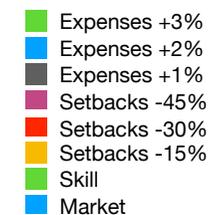
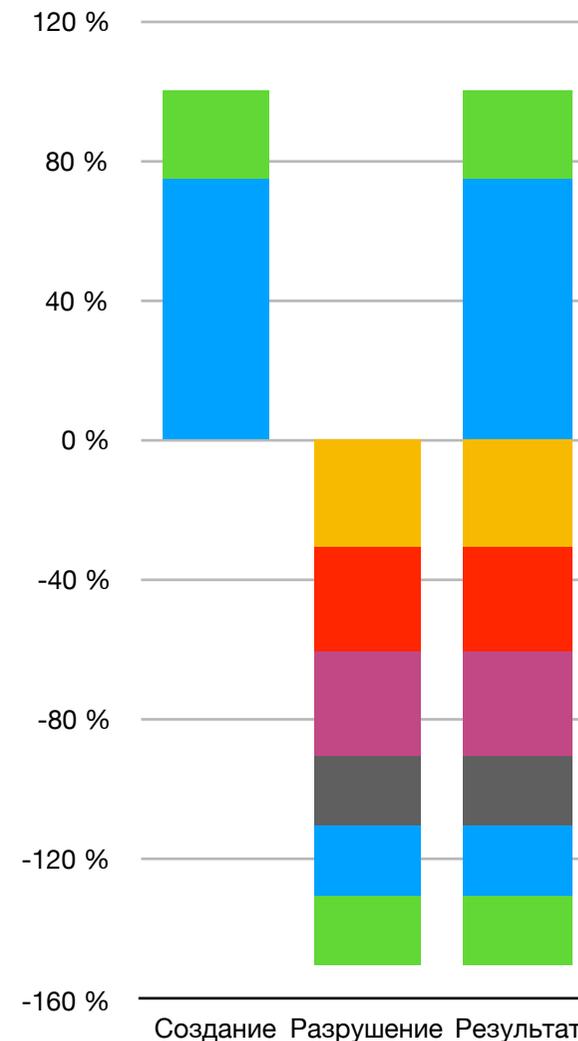
Выводы.

Разрушают стоимость следующие факторы:

1. Общие:
 1. Инфляция.
 2. Отсутствие реинвестирования. На 50% снижение результативности.
 3. Издержки. На 30% снижение результативности за каждый дополнительный 1%.
2. Относящиеся к классам активов или стратегий:
 1. Высокий разброс результативности.
 2. Неспособность эффективно проходить спады. На 45% снижение результативности на каждые 15% ущерба.

Как правило, все уделяют внимание общим факторам — стремятся всегда быть размещенными, реинвестировать и снижать издержки. При этом не работают или действуют наоборот в отношении факторов, относящихся к классам активов или стратегий — выбирают активы с высоким разбросом и не работают над устойчивостью к спадам.

Несмотря на то, что влияние некоторых факторов сложно оценить количественно, очевидно, что их суммарное воздействие может иметь катастрофическое влияние на долгосрочную результативность.

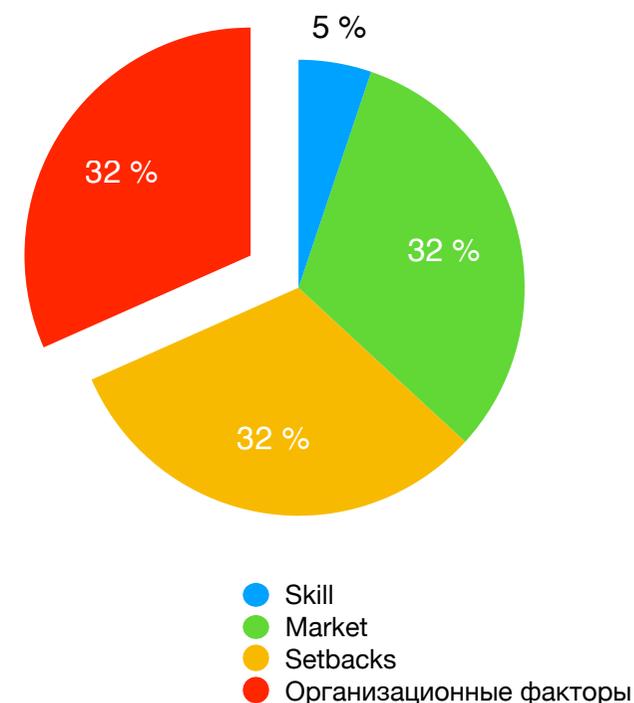


Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Организационные факторы.

Пример последовательности построения устойчивой базы для работы:

1. Планирование инфраструктуры.
 1. Выбор брокера и банка. Инфраструктурный риск, транзакционные издержки и удобство. Смена в процессе может приводить к необходимости подачи дополнительных деклараций.
 2. Выбор бенефициара счета. Смена в процессе может приводить к излишне уплаченным налогам.
2. Финансовое планирование.
 1. Обеспечить долгосрочный горизонт инвестирования.
 2. Обеспечить реинвестирование.
3. Оптимальные издержки. Задача — не минимизировать (приводит к увеличению рисков и ошибок), а оптимизировать — т.е. получить на каждый рубль затрат наибольшую ценность, снизить риски и избежать необязательных издержек.
 1. Налоговое планирование. Как в целом, так и каждой нетиповой транзакции.
 2. Брокерская комиссия.
 3. Стоимость фондирования (левередж, короткие позиции и фьючерсы).
 4. Размещение временно свободных средств.
 5. Оптимальные рыночные инструменты. Исключить инструменты с большим спредом, низкой ликвидностью и другими скрытыми рисками.
 6. Оптимальный выбор управляющего капиталом / консультанта. Соответствие цены и приобретаемого продукта.



Важно создать индивидуальное решение и со строгой периодичностью проводить ревизию. С учетом этого, имеет смысл найти консультанта, имеющего ежедневный опыт работы в данной области.

Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Альтернативный метод анализа класса активов и стратегий.

Существует множество метрик для оценки активов и стратегий (St.Dev, Sharp, Sortino, alfa, beta, R2, Correlation и т.д.), используемых специалистами. Но абстрактные математические коэффициенты и переменные не всегда интуитивно понятны и поэтому не всегда используются для принятия взвешенного решения владельцами капитала.

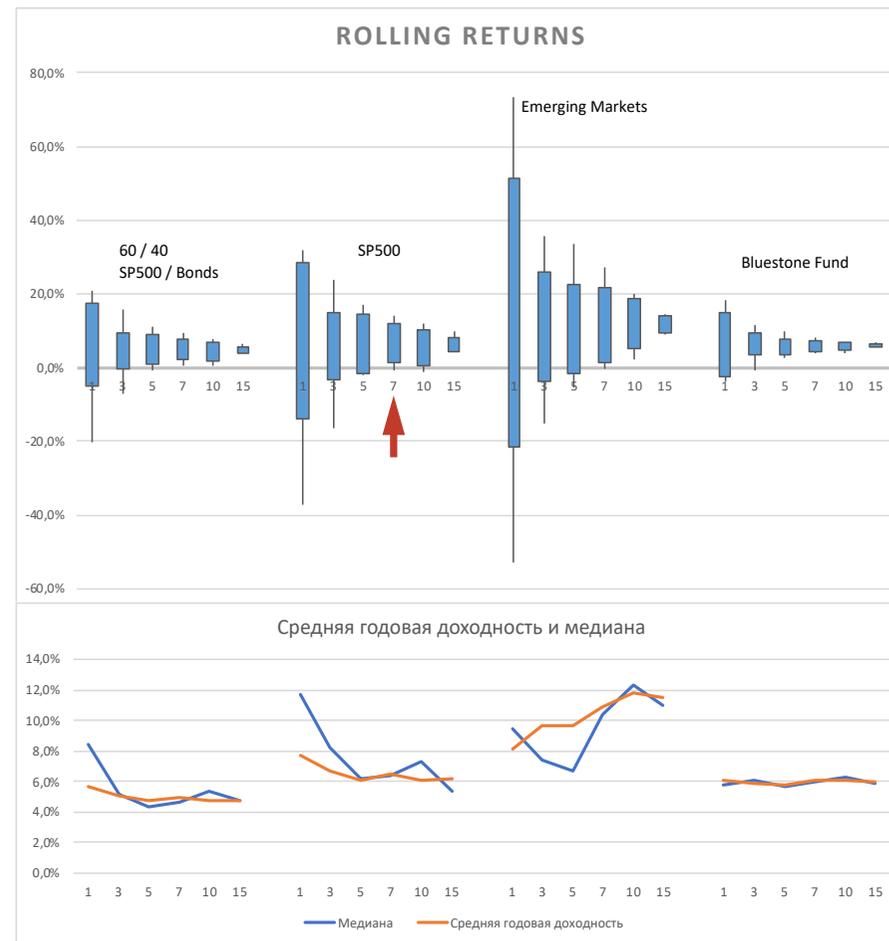
Предлагаемый нами метод позволяет быстро и в интуитивно понятной форме анализировать как классы активов, так и стратегии.

На рисунке представлены Rolling returns и Средние годовые доходности для 4 активов. Rolling returns — это доходности, которые были получены при инвестициях на 1, 3, 5, 7, 10 и 15 лет за 40 летнюю историю.

Каждый актив или стратегия имеет внутреннюю Среднюю годовую доходность, которую они вырабатывают на длинной дистанции. Чтобы получить эту доходность, владелец актива должен пройти через первоначальный период турбулентности. После чего Средняя доходность стабилизируется в относительно узком диапазоне.

Читается: При инвестиции в SP500 на 7 лет средняя годовая доходность будет попадать в диапазон 1,3—11,9% годовых (тело бара). В редких случаях (10% вероятности) — доходность попадет в диапазон 11,9—13,9% (верхняя тень бара) или -0,7—1,3% (нижняя тень бара). Средняя годовая доходность — 6,5% годовых (ориентир, если проинвестированы все периоды). Медиана — 6,4% (ориентир, если проинвестированы избирательно часть периодов).

Суть: То, что мы получаем от актива удерживая постоянно — Средняя годовая доходность. Как мы это получаем, через что нам нужно пройти — Rolling returns. То, что мы получаем, если не будем находиться в активе постоянно — Медиана. «Фактор удачи» — размах первого бара. Чувствительность к движению капитала — спред между Средней годовой доходностью и Медианой.

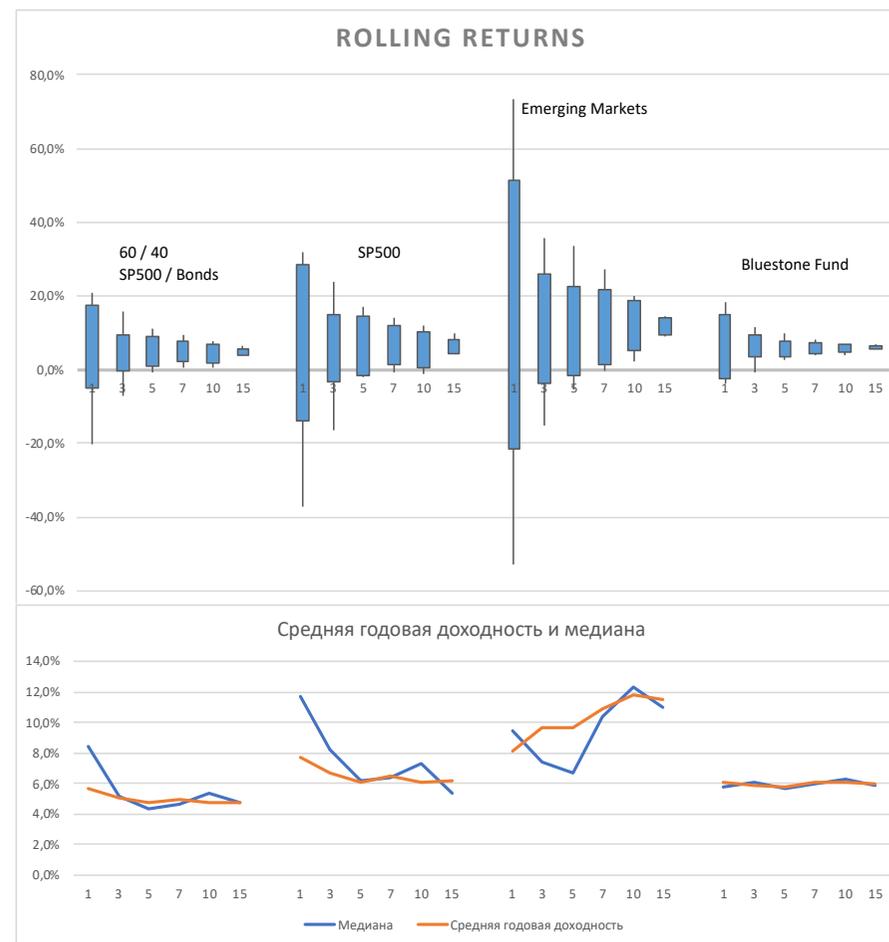


Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Пример анализа.

Рассмотрим возможный анализ на примере. Как говорилось ранее, 80% результативности при создании стоимости зависит от:

- Самого решения инвестировать.** Решение инвестировать в данный актив — это понимание и принятие его профиля и характеристик.
 - Средняя годовая доходность** выше инфляции. 5%, 6.6%, 10.3%, 6% соответственно. 60 / 40, SP500 и Bluestone Fund показывают стабильные цифры на всех горизонтах. Emerging markets существенно улучшают свои результаты на более длинных горизонтах.
 - Rolling returns.** Наша траектория доходности будет пролегать внутри баров. Самая турбулентная траектория будет в Emerging Markets, самая предсказуемая — Bluestone Fund.
 - Медиана.** Средняя доходность, которую мы более вероятно получим при инвестировании на указанный срок. Обращает внимание падение средней доходности у Emerging Markets при горизонте в 3 и 5 лет. При горизонте в 1 год на 60 / 40 и SP500 средняя доходность будет выше.
- Момента его реализации** владельцем капитала.
 - «Фактор удачи»,** насколько момент первоначального вложения в данный актив может повлиять на долгосрочную результативность. Размах у Emerging Markets настолько большой, что одномоментное вложение всего капитала в данный актив небезопасно.
 - Чувствительность к движению капитала,** когда происходит корректировка первоначального вложения в данный актив. Самый большой отрицательный спред между средней доходностью и медианой у Emerging markets. Это говорит о том, что вливания либо изъятия либо выход из данного актива на горизонте в 3–5 лет будут негативно сказываться на средней доходности. 60 / 40 и Bluestone наименее чувствительны.



Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Оптимальное инвестиционное решение.

Цель — не сверхточная оценка альтернатив. Данный метод анализа позволяет владельцу капитала:

1. Оценить результативность каждого актива в сравнении.
2. Понять какие условия необходимо выполнить для того, чтобы реализовать внутреннюю доходность актива. Оценить возможность выполнения условий.
3. Оценить негативные аспекты и риски работы с активом.
4. Выработать оптимальное инвестиционное решение на основе этих оценок.

Вряд ли существует универсальное для всех решение. **Оптимальное инвестиционное решение** — это индивидуальное решение, при котором есть полное соответствие того, что дает и требует актив и того, что может выполнить и нужно владельцу капитала. Только в этом случае можно ожидать качественной реализации и получения максимума от Market — фактора.

Т.е. выбирая класс актива или стратегию мы определяем результат, который можем получить. Добиваясь соответствия, мы обеспечиваем получение этого результата. Именно это дает 80% результативности при создании стоимости и всегда должно быть в центре внимания владельца капитала.

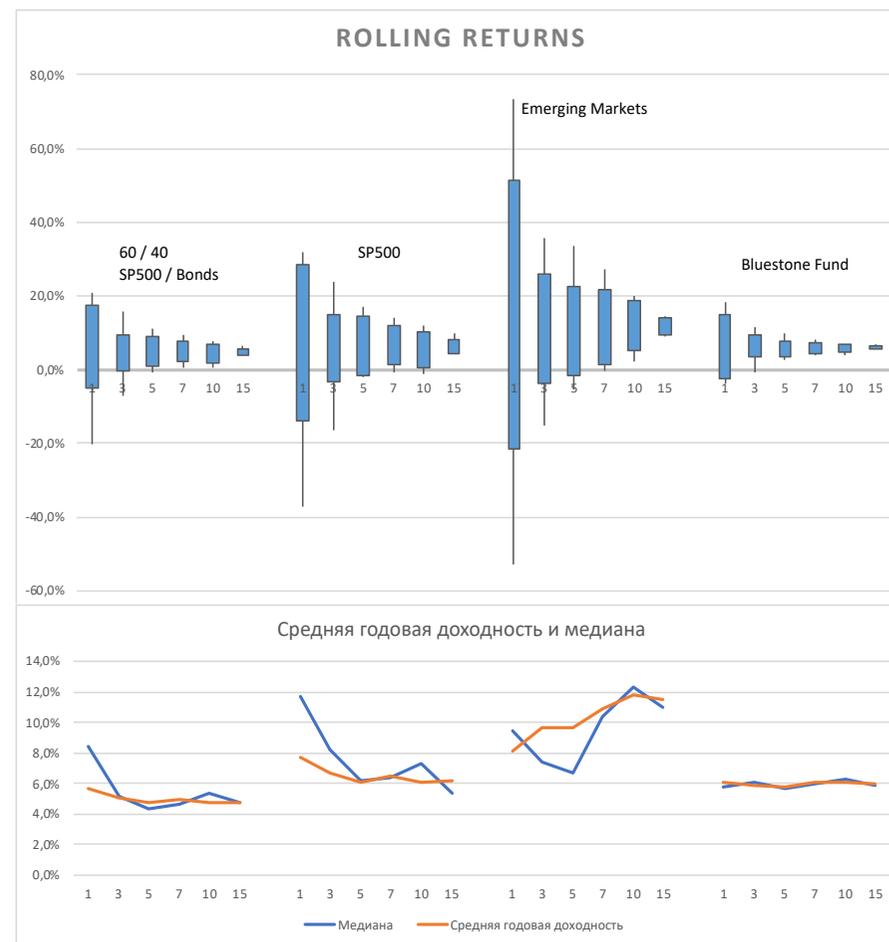
Примеры:

Клиент 1. Ежегодно инвестирует часть своей годовой прибыли. Горизонт 20 лет, для наследства. Не чувствителен к колебаниям. Низкая вероятность движения капитала. Оптимальное решение — Emerging markets.

Клиент 2. Вложение временно свободного капитала с горизонтом 1–2 года. Приоритет: допустимые потери < 10%. Оптимальное решение — 60 / 40. Приоритет: целевая доходность > 6%. Оптимальное решение — SP500.

Клиент 3. Рантье. Чувствителен к годовым колебаниям. Горизонт 20 лет. Ежегодные выплаты => положительная Средняя годовая доходность на 3 и более лет. Оптимальное решение — 60 / 40 или Bluestone Fund.

Клиент 4. Капитал от продажи бизнеса. Одномоментная аллокация капитала => требуется низкий «Фактор удачи». Возможно движение капитала. Оптимальное решение — Bluestone Fund.



Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Асимметрия спада.

Способность эффективно проходить спады имеет ключевое значение для долгосрочной результативности и имеет простое математическое объяснение.

На данный момент, когда актив или фонд декларирует убыток, он рассчитывается как разница с балансом за предыдущий отчетный период. Эта практика не дает полную информацию владельцу капитала и может быть использована в ограниченном количестве случаев (при ущербе до 15%).

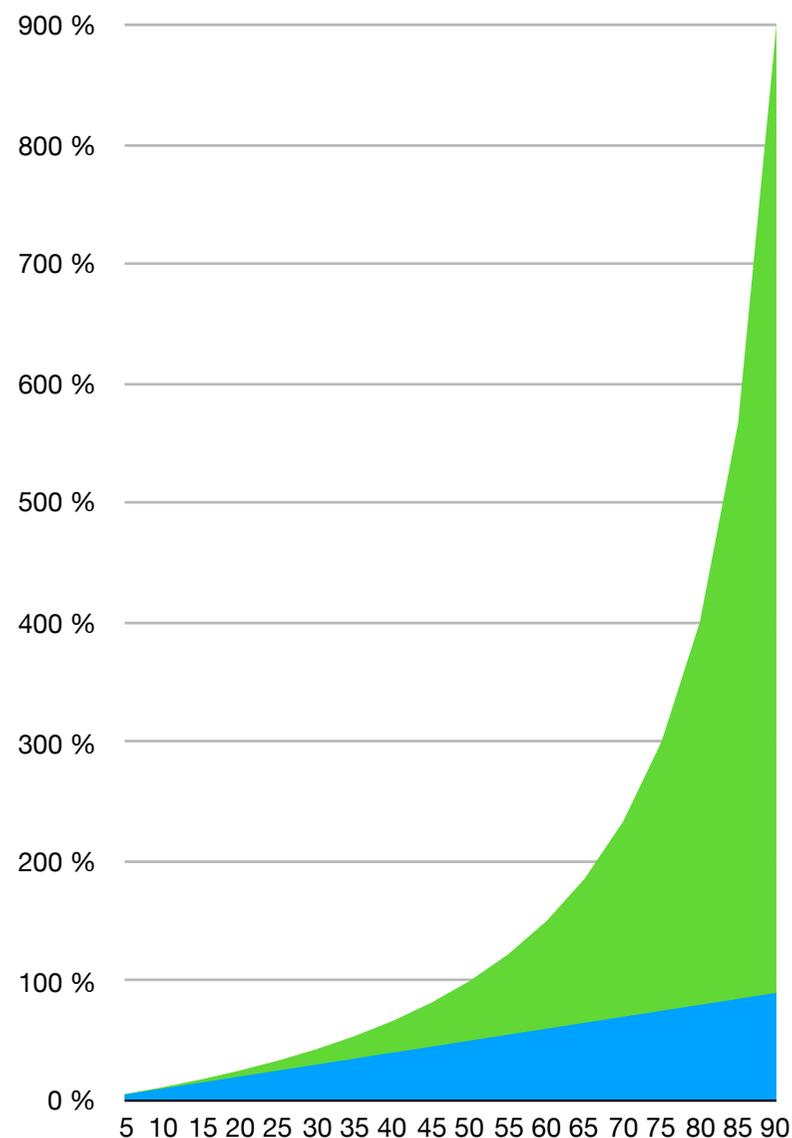
Введем два способа оценки ущерба:

1. Учетный ущерб капиталу, как разница с балансом за предыдущий период, в %.
2. Практический ущерб капиталу, как «стоимость восстановления» капитала к балансу за предыдущий период, в %.

На рисунке показана разница между учетным и практическим взглядом на ущерб.

Практический способ показывает размер реального «долга» капитала при данном уровне ущерба.

Наша задача — не допустить работу данной асимметрии против капитала. Имея способность эффективно проходить спады, капитал избавлен от необходимости выплачивать «долг с множителем», прежде чем начнет зарабатывать.



Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Upside capture ratio и Downside capture ratio.

Возьмем гипотетическую ситуацию. Актив имеет начальную цену в 100\$. Затем он теряет 50% стоимости, цена становится 50\$. После чего, он генерирует доходность 100% и цена устанавливается на 100\$.

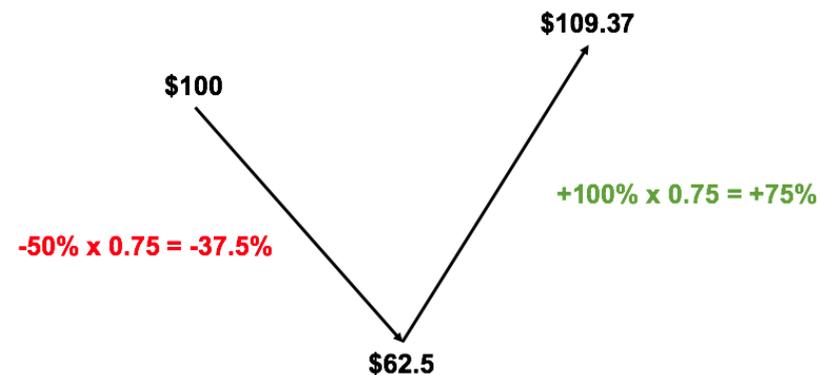
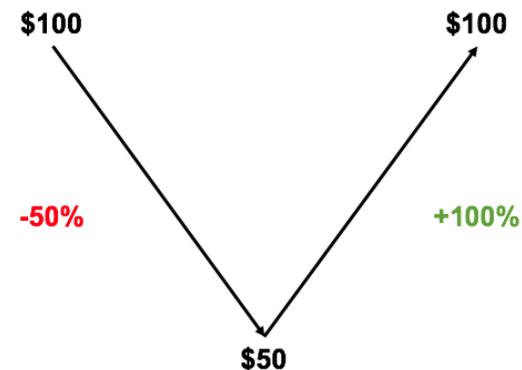
Любой инвестиционный метод, портфель, стратегия или даже ETF имеет такие показатели как:

1. Upside capture ratio. При растущем рынке, сколько % от роста захватывает портфель. Например, 0.9 означает, что при росте рынка в 10%, можно ожидать в среднем 9%.
2. Downside capture ratio. При падающем рынке, сколько % от падения захватывает портфель.

И производные показатели от них:

3. Capture ratio. Отношение Upside capture ratio к Downside capture ratio.
4. Capture spread. Разница Upside capture ratio и Downside capture ratio.

На втором рисунке показана та же гипотетическая ситуация, но у портфеля с Upside capture ratio = 0.75 и Downside Capture Ratio = 0.75.



Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Примеры комбинаций Capture ratio.

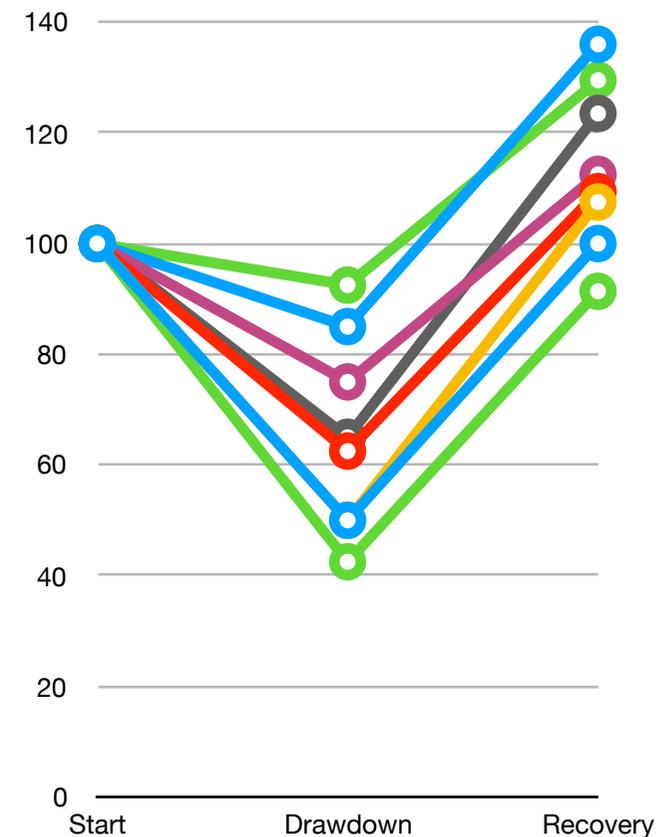
Расчеты исходов портфелей с различными комбинациями Capture ratio в таблице.

Обгоняют рынок 3 портфеля: с сохранением пропорции рисков, с добавлением рисков и без добавления рисков. Тут можно увидеть, что опережать рынок можно несколькими способами, и только при устойчивости к спадам — положительном Capture spread — это имеет смысл.

Меньше 1, 1 к 1: портфели с 25% и 50% долей облигаций.

Меньше 1, со спредом: фонды с разным уровнем захвата Upside + 1 пример фонда с отрицательным Capture spread.

Upside Capture	Downside Capture	Capture Spread	Start	Drawdown	Recovery
Рынок					
1	1	0	100	50	100,0
Обгоняют рынок					
1,15	1,15	0	100	42,5	91,4
1,15	1,25	-0,1	100	37,5	80,6
1,15	1	0,15	100	50	107,5
Меньше 1, 1 к 1					
0,75	0,75	0	100	62,5	109,4
0,5	0,5	0	100	75	112,5
Меньше 1, со спредом					
0,9	0,7	0,2	100	65	123,5
0,6	0,3	0,3	100	85	136,0
0,4	0,15	0,25	100	92,5	129,5
0,75	0,9	-0,15	100	55	96,3



Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Связь Capture ratio и долгосрочной результативности.

От гипотетической ситуации перейдем к реальным примерам.

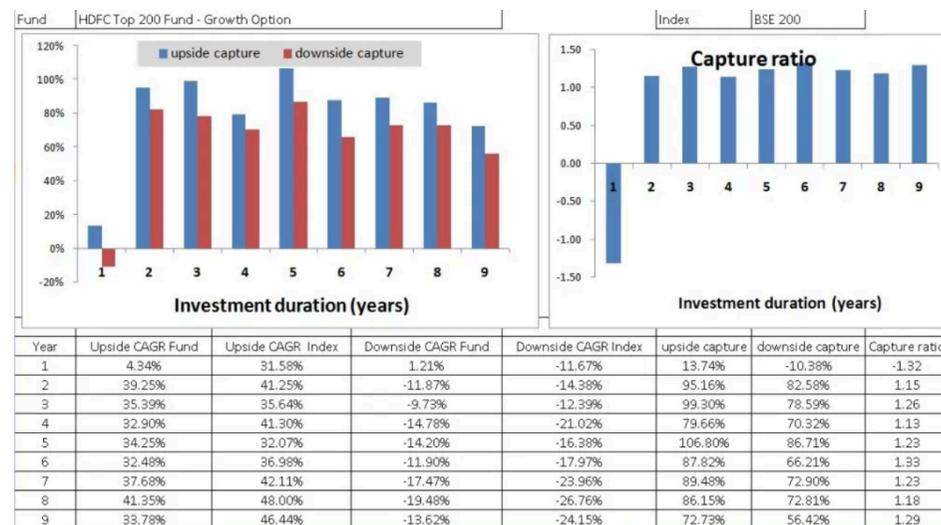
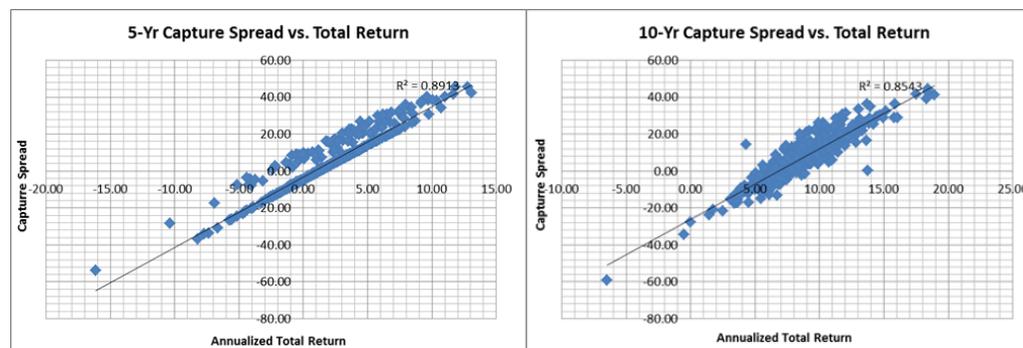
На первых рисунках размещены 630 взаимных фондов US, зависимость доходности от 5—ти и 10—ти летнего Capture spread. Наилучшие фонды имеют наибольшие Capture spreads.

На втором рисунке анализ Capture Ratio для Top 200 хедж фондов. Лучшие хедж фонды имеют положительный Capture spread, в среднем равный 20.

Также обращает внимание, что лучшие хедж фонды опередили рынок лишь в 1 случае из 9, и размер превышения составил всего 2.18%.

Их стратегию работы можно сформулировать: как пожертвовать как можно меньшим Upside capture ratio, чтобы добиться как можно большего снижения Downside capture ratio.

Способность эффективно проходить спады, а именно создавать положительный Capture spread, имеет ключевое значение для долгосрочной результативности.



Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Выбор управляющего капиталом.

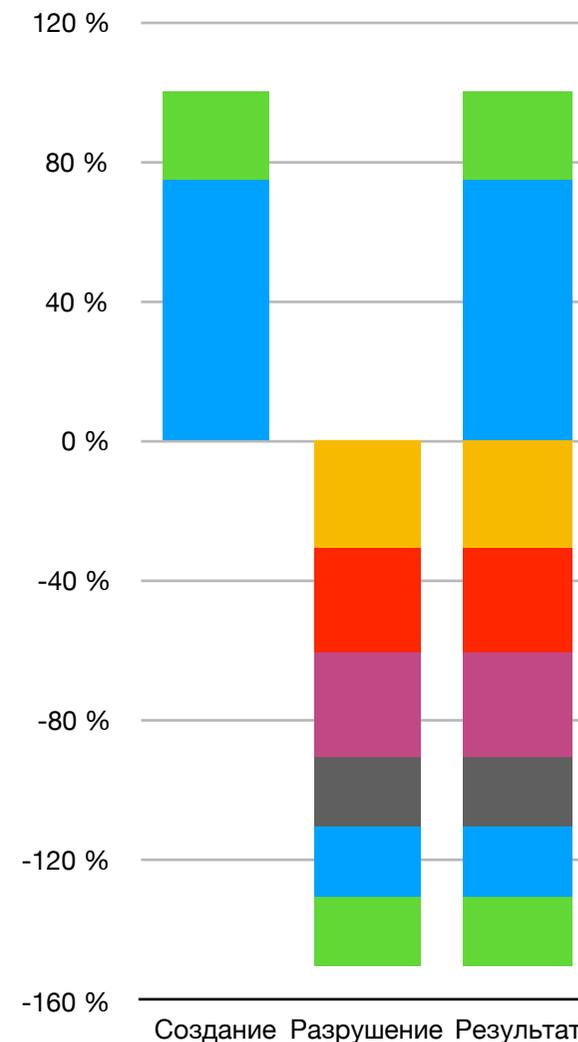
С учетом того, что дополнительные затраты существенно влияют на долгосрочную результативность, возникает вопрос о целесообразности затрат на управляющего капиталом.

Какую ценность управляющий капиталом может создавать? Работа специалиста может включать в себя:

Относящиеся к рынку:

1. Market—фактор, в том числе за счет работы с владельцем капитала.
2. Эффективное прохождение спадов.
3. Организационные факторы:
 1. Снижение издержек (фондирование, налоги, транзакции, спред и комиссии).
 2. Снижение нерыночных рисков и ошибок.
 3. Доступ к альтернативным классам активов, стратегий и инфраструктурным услугам.
4. Экономия времени владельца капитала.
5. Skill—фактор.

Управляющий капиталом может как специализироваться на одной из этих областей, так и предоставлять комплексный продукт. В каждом конкретном случае важно правильно и всесторонне оценить экономический эффект, не концентрируясь только на Skill— факторе. И если привносимая ценность превосходит вознаграждение, то привлечение данного специалиста оправданно.



Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Заключение.

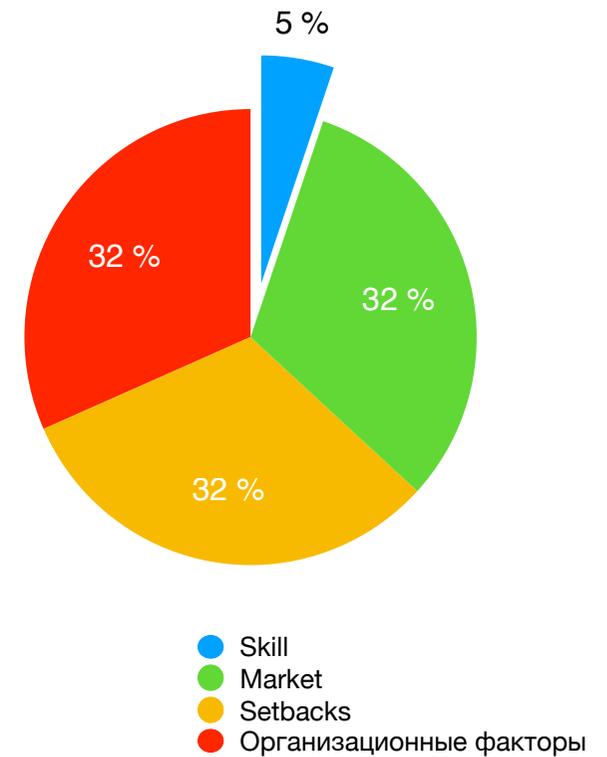
Хотя это не было отмечено, возможно самый важный фактор долгосрочной результативности — это само стремление к долгосрочной результативности.

Управление капиталом может быть очень динамичным и насыщенным на события. Постоянная концентрация на краткосрочной результативности не оставляет времени, а иногда напрямую вредит долгосрочной результативности.

На длительном горизонте 95% результативности зависит от трех факторов:

1. Организационные вопросы (издержки, инфраструктура, реинвестирование и нерыночные риски).
2. Market—фактор.
3. Способность эффективно проходить спады.

Смещение фокуса на долгосрочную результативность и работу над ключевыми факторами может не только качественно поменять конечный результат, но и сделать сам процесс управления капиталом более эффективным и комфортным.



Капитал. Факторы долгосрочной результативности.

Приложение. Примеры решений.

	Примеры решений
Market	Смещение фокуса на долгосрочную результативность Финансовое планирование (соответствие сроков) Сглаживание эффекта тайминга Не автоматическая аллокация Lock-up периоды Снижение волатильности результативности Ступенчатый onboarding клиента
Skill	Оптимальный выбор управляющего капиталом
Инфляция	Всегда быть размещенным Использование базовой валюты с низкой инфляцией
Волатильность результативности	Диверсификация Учет нормированной на риск доходности Избегать волатильных активов
Реинвестирование	Реинвестировать максимальный объем
Издержки	Длительное удержание : налоги Длительное удержание : комиссии Оптимальное фондирование Оптимальная структура издержек Продуманная инфраструктура работы: транзакционные издержки и излишне уплаченные налоги
Setbacks	Доработка инвестиционного метода Избегание инфраструктурных рисков Избегание скрытых рисков